



Coyuntura económica Macroeconomía

November Rain

Noviembre 18 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

Las cifras disponibles de 3T24 sugieren un crecimiento de la actividad económica levemente superior al registrado en 2T24. El sector primario habría vuelto a ser el de mejor desempeño, mientras que la dinámica del sector secundario permanece en terreno negativo. La información disponible de 4T24 apunta a ritmos de expansión de la economía inferiores al promedio de trimestres previos. Los impulsos de oferta y demanda de comienzos de año (sector agropecuario y gasto fiscal) han comenzado a diluirse, en línea con nuestras expectativas, lo que sustenta en parte esta leve desaceleración.

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, se mantiene en una senda claramente bajista.

La inflación al consumidor se desaceleró nuevamente en octubre y alcanzó mínimos no vistos desde noviembre 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 y mantiene un tono prudente en sus decisiones de política monetaria.

La demanda de créditos permanece débil, pero su tendencia sigue ganando tracción. El riesgo de impago en el sistema continúa alto, especialmente para la modalidad de microcréditos, 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 se ha estabilizado en meses recientes y se mantiene cerca al promedio del año pasado. La desinflación global ha perdido algo de velocidad, al tiempo que los Bancos Centrales continuaron flexibilizando sus posturas de política monetaria a través de recortes en las tasas de interés. En EEUU, la Fed dio continuidad a su ciclo de reducciones de tasas de interés en noviembre, aunque moderó la magnitud de dichas reducciones.

Actividad económica

Las cifras de 3T24 sugieren que el crecimiento de la actividad económica habría sido levemente superior al de 2T24. El sector primario habría vuelto a ser el de mejor desempeño, mientras que la dinámica del sector secundario permanece en terreno negativo. El paro de transportadores de carga, que tuvo lugar en septiembre, no habría tenido afectaciones significativas sobre el producto, contrario a lo que se estimaba de manera preliminar.

La información disponible de 4T24 apunta a ritmos de expansión de la economía alrededor de 1.3%, inferior al promedio de trimestres previos. Los impulsos de oferta y demanda de comienzos de año (sector agropecuario y gasto fiscal) han comenzado a diluirse, en línea con nuestras expectativas, lo que sustenta en parte esta leve desaceleración.

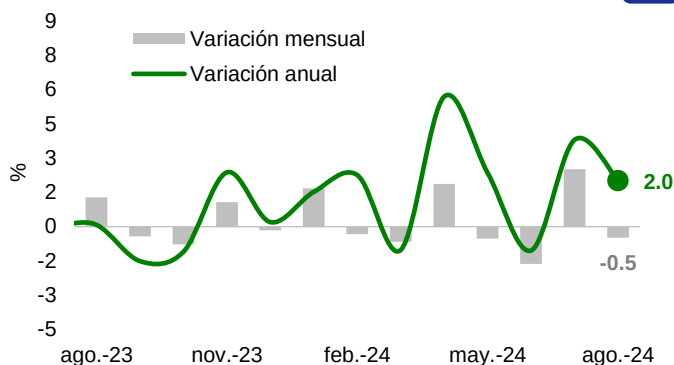
En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró una caída mensual de 0.5% en agosto (Gráfico 1). En términos de su variación anual, el ISE en su serie original se expandió 2%¹, con lo cual el crecimiento promedio de 3T24 se situó en 2.9%.

El ISE de la cadena **primaria** se expandió 3.5% en agosto y, aunque se desaceleró, 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, explicadas mayoritariamente por la menor producción del sector de carbón, aunque también por una menor producción petrolera afectada por los recientes atentados a la infraestructura (oleoductos) y el paro de camioneros.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital fijo, cayó 1.4% en agosto. No obstante, en tendencia central, este sector continúa en una senda de

Comportamiento del ISE durante el último año*

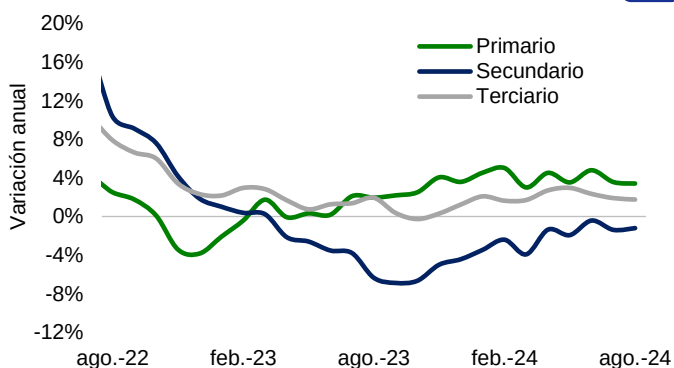
1



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.

recuperación que inició desde finales del año pasado y que se espera se prolongue en los próximos meses.

Las actividades manufactureras, que concentran buena parte de la producción industrial, registraron una contracción de 4.2% en el último mes. Las cifras de edificaciones y de obras civiles sugieren una lenta recuperación del sector de la construcción, aunque con un comportamiento dispar entre sus componentes. En efecto, la información reciente sugiere mejoras importantes en las obras civiles, impulsadas por el rubro de carreteras, puentes y túneles. Sin embargo, 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 2.3% en agosto. En buena medida, este resultado volvió a sustentarse por un crecimiento de 3.8% en su componente público, aunque se frente a meses previos se ha venido desacelerando. El componente privado, por su parte, registró un crecimiento de 1.6%.

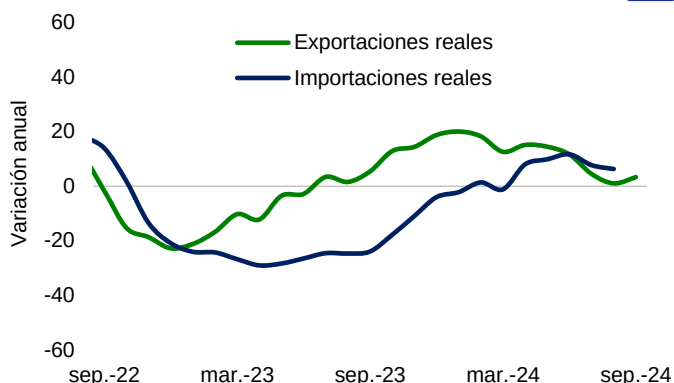
Dentro de esta cadena se destaca el índice de ventas reales del comercio minorista, que en tendencia sigue ganando tracción y en el último mes tuvo una expansión de 1.5%. Las ventas reales de bienes no durables y semidurables cayeron 1.3% y 2.2%, respectivamente, en contraste con las ventas de bienes durables que se expandieron 5.7%. Las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS) mostraron una caída de 4.5% en los ingresos reales de los servicios, pero en tendencia también se siguen recuperando.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB cayeron 0.9% en septiembre, afectadas por una contracción de 23.4% de las exportaciones de petróleo y de 17.5% en las ventas externas de carbón. Las ventas externas de productos tradicionales registraron una reducción de 16.2%, mientras que las exportaciones no tradicionales, concentradas en agroindustria, aumentaron 20.3%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de 1.8% de las exportaciones. Los volúmenes de bienes exportados se redujeron 0.4% en el último mes. La dinámica de las exportaciones viene perdiendo algo de

Variables de comercio exterior (PM3)

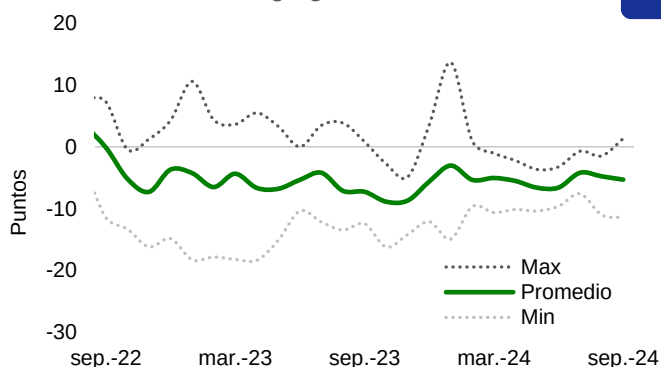
3



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.

tracción, en línea con la estabilidad del crecimiento de nuestros socios comerciales.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron un crecimiento de 3% en agosto. Las compras externas se vieron favorecidas principalmente por la expansión de 6.4% en las importaciones de bienes intermedios y bienes de capital para la industria en 6.4% y 7%, respectivamente. En términos reales, las importaciones crecieron 7% y siguen evidenciando consistencia con una recuperación de la demanda interna (Gráfico 3).

Toda la información de indicadores adelantados y a tiempo real, en el balance, sugiere que la economía en 4T24 continuaría con un ritmo de crecimiento bajo e inferior a los registros de 3T24.

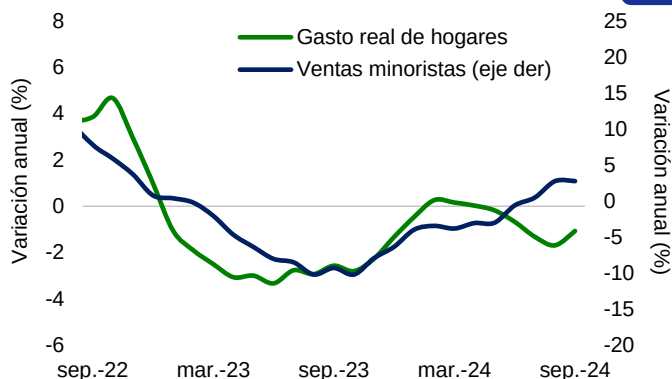
Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintos índices disponibles de confianza de hogares y empresas, se mantuvo en niveles negativos en septiembre. La lectura de 3T24 no muestra movimientos importantes que permitan anticipar un cambio de tendencia en el gasto agregado para 4T24 (Gráfico 4).

El consumo real de los hogares en 3T24 se siguió deteriorando, en línea con el debilitamiento del gasto en servicios. En efecto, el gasto real de los hogares, según cifras de RADDAR, se contrajo 1.1% 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 de los hogares en bienes (Gráfico 5).

Por su parte, el PMI manufacturero, que es un índice coincidente de actividad con información más actualizada, anticipa un comportamiento de la industria que tendría espacio de mejora en el futuro cercano. En efecto, las cifras preliminares de 4T24 promedian 52.3 puntos, retornando nuevamente a terreno de expansión y superando el promedio de 49.3 puntos de 3T24.

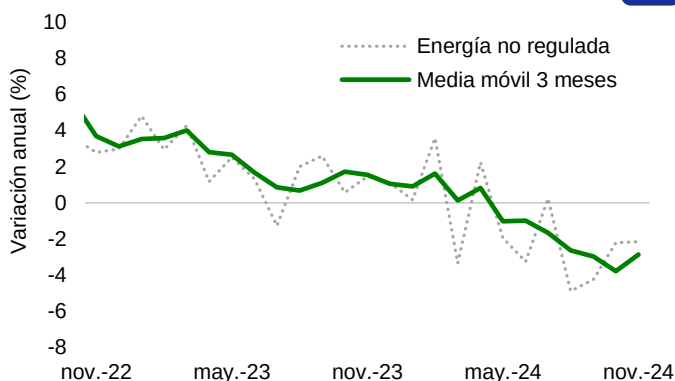
La demanda de energía no regulada, una buena variable *proxy* de inversión fija a tiempo real, viene moderando su caída en 4T24 (Gráfico 6). En octubre la reducción de esta variable fue 2.2% y la información a tiempo real de noviembre muestra una contracción de 2.5%, dejando el

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)



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

Demanda total de energía no regulada



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

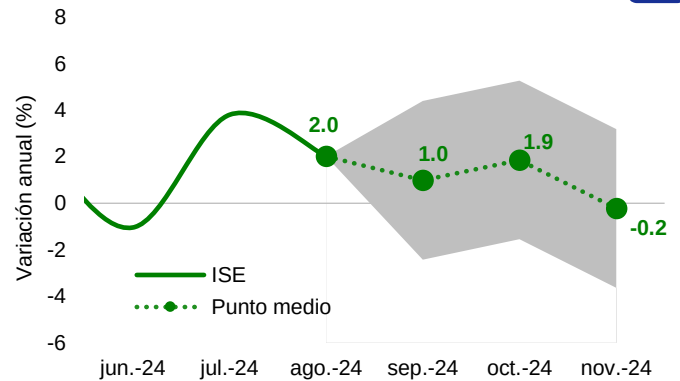
promedio de 4T24 en un decrecimiento de 2.4% que mejora la caída de 3% de 3T24 (Gráfico 6).

Teniendo en cuenta toda la información anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere una expansión de 1% de la actividad económica en septiembre. Para octubre, nuestros cálculos apuntan a un crecimiento de 1.9% de la actividad (Gráfico 7), empujado al alza principalmente por un efecto de baja base de comparación de octubre de 2023. Las estimaciones de noviembre, tomando información a tiempo real todavía escasa, sugieren un decrecimiento de 0.2% en el producto.

De esta manera, **estimamos un crecimiento del PIB de 2.3% en 3T24**, levemente superior al 2T24. Para todo 2024, mantenemos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB 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 siguen mostrando mejoras graduales en el balance, coherente con la recuperación que ha venido evidenciando 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 redujo en septiembre hasta 9.8%, un mínimo no visto en los últimos 12 meses (Gráfico 8). Un poco en contraste con lo anterior, y tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación descendió hasta 57.5% y la tasa global de participación retrocedió hasta 63.8%. Esto último indica que la reciente reducción en la tasa de desempleo estaría siendo explicada, en parte, por una menor población económicamente activa, principalmente personas dejando de buscar trabajo activamente.

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%.

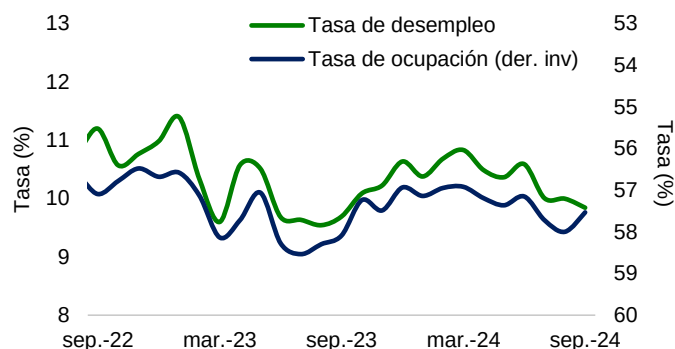
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo también descendió hasta 9.6%. El desempleo en las grandes ciudades también permanece por debajo de la tasa NAIRU urbana que, según estimaciones de BanRep, se ubica cerca del 11.4% (Gráfico 9).

A nivel sectorial, la generación de empleos en las diferentes ramas de actividad mantiene dinámicas inferiores a las observadas un año atrás (Gráfico 10). La demanda de trabajo en el sector secundario sigue siendo la más débil, mientras que la del sector primario se ha recuperado en los últimos meses, en línea con el buen momento del sector agropecuario.

Bajo este contexto, el total de ocupados aumentó 0.7% anual durante el último trimestre móvil con corte a septiembre. La ocupación de la cadena primaria registró

Principales indicadores del mercado laboral*

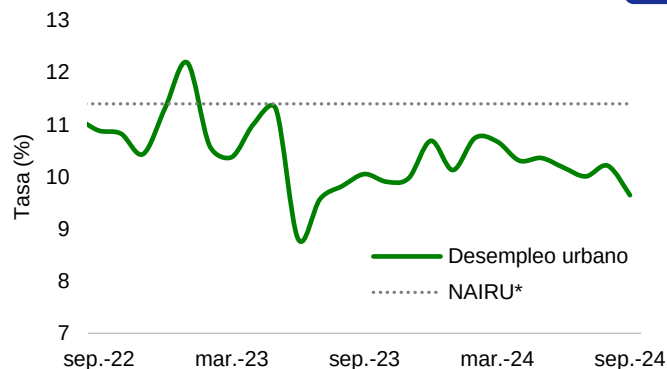
8



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

Evolución del desempleo en grandes ciudades*

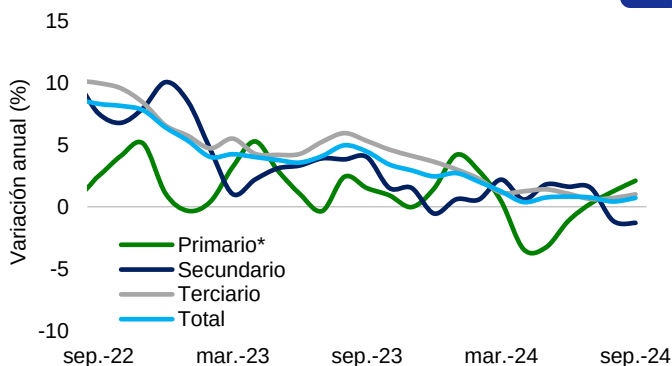
9



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

Ocupados por ramas de actividad (PM3)

10



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

un crecimiento de 2.1% y el aumento de la ocupación en el sector terciario se situó alrededor del 1%. El acervo de ocupados en el sector secundario cayó 1.3% en el último trimestre móvil.

Los sectores de transporte y almacenamiento, información y comunicaciones, y actividades financieras y de seguros, registraron reducciones de 114, 99 y 53 mil ocupados durante el último año con corte a septiembre, respectivamente. Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron los de actividades profesionales, alojamiento y servicios de comida, y agricultura y ganadería, con incrementos de 176, 137 y 97 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.

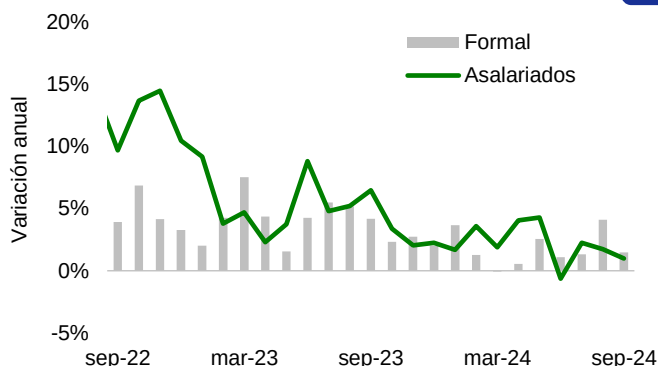
En efecto, el acervo de los empleos asalariados creció 1% en el último mes, mientras que la demanda de empleo no asalariado tuvo una variación nula. Por su parte, el empleo formal creció 1.5% y el empleo informal registró una reducción de 4.8%.

La menor dinámica de la demanda de trabajo sigue restando presiones a los salarios nominales (Gráfico 12). La inflación salarial fue de 10.6% en agosto, pero se mantiene por encima de la inflación al consumidor en cerca de 4.5 p.p. Así, la inflación de los salarios reales completó 17 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. **Revisamos a la baja nuestra proyección promedio-año de tasa de desempleo nacional para 2024 desde 10.6% hasta 10.5%.**

Dinámicas del empleo asalariado y formal

11

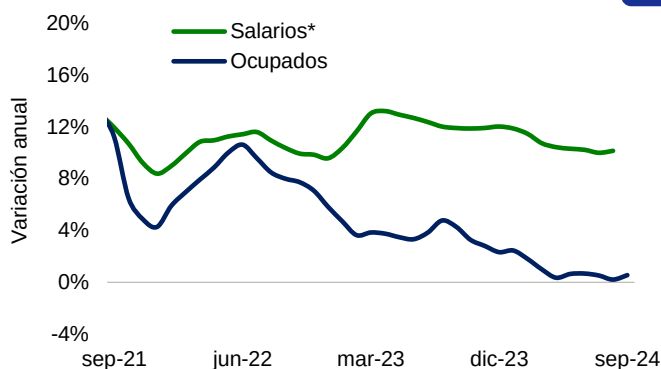


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Salarios nominales vs demanda de trabajo (PM3)

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 -0.13% en octubre, muy por debajo de las estimaciones del consenso de analistas y de nuestra proyección. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC fue inferior a su promedio histórico de 0.14% para el mismo mes y a la variación mensual de 0.25% de octubre de 2023 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de -0.76% y explicó en gran medida el resultado del último mes. Este resultado se dio en medio de una caída mensual de 3.72% en el IPC de alimentos perecederos, que siguen favorecidos por unos buenos niveles de abastecimiento mayorista, y un leve aumento de 0.07% en los precios de alimentos procesados.

El IPC de bienes y servicios regulados registró una reducción mensual de 0.41% (Tabla 1). El IPC de energía eléctrica fue el que más descendió dentro de esta canasta y tuvo una variación negativa de 2.25%, seguido por el IPC de gas que cayó 0.49%, a pesar de la reciente depreciación de la tasa de cambio.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual de -0.08%. Allí se destacan el aumento de 0.21% del IPC de bebidas alcohólicas, seguido por la variación de 0.11% del IPC de vestuario y calzado. Esto contrastó con las caídas de 0.46% del IPC de vehículos y autopartes y de 0.31% en el IPC de muebles y electrodomésticos.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.22%, la única positiva y la más alta de los componentes del IPC. Dentro de los rubros que más pesaron en esta canasta se destaca el aumento de 0.33% del IPC de arrendamientos, seguido por la variación de 0.13% del IPC de restaurantes y bares. Por su parte, el IPC de entretenimiento y alojamiento cayó 0.1%.

De esta forma, la inflación anual del IPC continuó con una clara tendencia bajista y se desaceleró hasta 5.41%, un mínimo no visto desde noviembre de 2021 (Gráfico 13). La inflación del IPC de alimentos se situó en 1.75%, mientras que la inflación del IPC de regulados se

Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

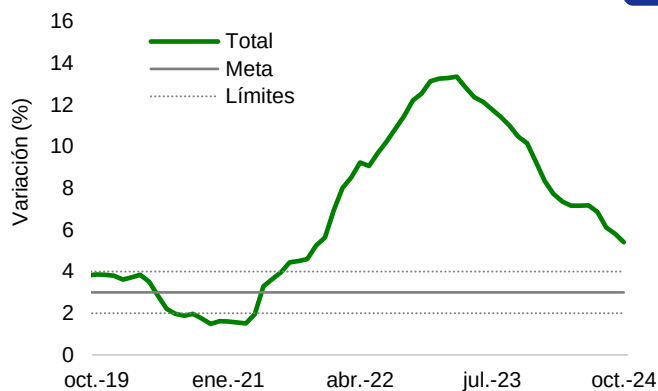
						T1
		A	R	B	S	Total
Mensual	oct.-24	-0.76	-0.41	-0.08	0.22	-0.13
	oct.-23	0.20	0.19	0.09	0.35	0.25
Anual	oct.-24	1.75	9.50	0.42	7.34	5.41
	sep.-24	2.73	10.15	0.60	7.48	5.81
Cont.	oct.-24	0.26	1.64	0.08	3.59	5.41
	sep.-24	0.41	1.76	0.11	3.65	5.81
A/C	oct.-24	2.64	6.46	0.22	6.05	4.44
	oct.-23	5.92	13.99	6.90	7.65	8.27
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.

mantiene como la más alta viajando al 9.5%, aunque retornó a 1 dígito tras 27 meses. Estos dos componentes fueron los que más aportaron a la desaceleración de la inflación total, explicando aproximadamente el 65%.

La inflación del IPC de bienes se redujo hasta 0.42%, 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 7.34% y sigue afectada por fenómenos de indexación de precios.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se redujo hasta 5.85%, 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 6.29%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 5.91%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 5.35% (Gráfico 14).

Las expectativas de inflación siguen descendiendo y en promedio 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 4.13% y 3.44%, 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 se ubicaron en 5.16% (Gráfico 15). Las expectativas de cierre de 2024 disminuyeron hasta 5.46%, mientras que las de cierre de 2025 lo hicieron hasta 3.86%.

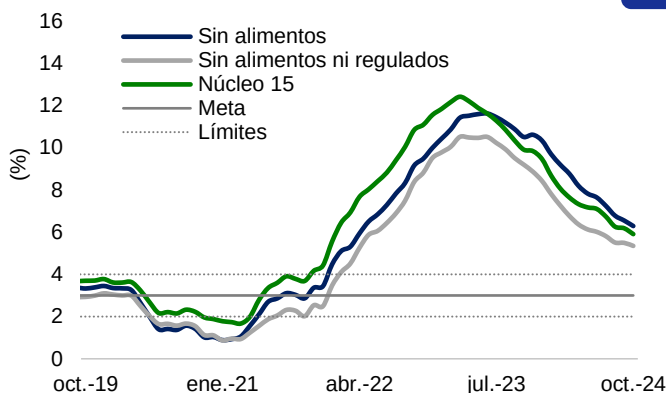
Por todo lo anterior, **para el mes de noviembre pronosticamos una variación mensual de 0.17% en el IPC**, con lo cual la inflación anual descendería hasta 5.09%.

Varios riesgos de oferta de cara a finales de año se han disipado, las presiones de demanda siguen contenidas y la reciente depreciación de la tasa de cambio tendría una transmisión baja a los precios en magnitud. Asimismo, la reciente decisión del gobierno de asumir la deuda de la opción tarifaria para usuarios de energía eléctrica de estratos bajos seguirá favoreciendo las tarifas de energía. **Revisamos a la baja nuestra proyección de inflación para el cierre de 2024 desde 5.4% hasta 5%.**

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

Principales medidas de inflación núcleo

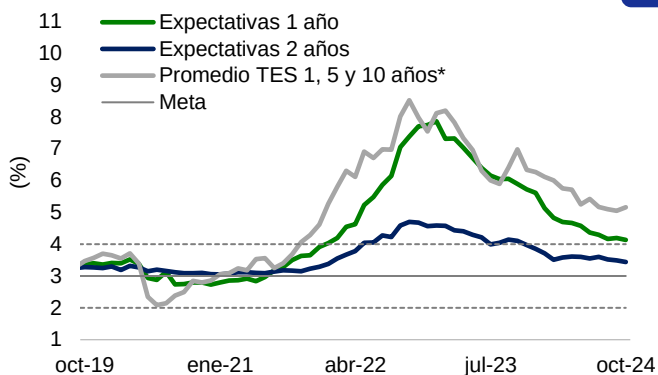
14



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.

en 50 pbs hasta 9.75% durante su reunión de octubre, en línea con nuestras expectativas (Gráfico 16).

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

El grupo mayoritario resalta la necesidad de mantener la prudencia en las decisiones de política monetaria, teniendo en cuenta la aparición de nuevos riesgos sobre la inflación como: i) la incertidumbre fiscal de corto y mediano plazo y su impacto sobre la prima de riesgo; y ii) la caída en los precios del petróleo, que podría ejercer presión al alza sobre la tasa de cambio y la inflación. Lo anterior sumado a la persistencia en la inflación de servicios y la incertidumbre sobre el aumento del salario mínimo para 2025.

Los miembros del grupo minoritario resaltaron un descenso de la inflación más rápido de lo anticipado y unas expectativas de inflación que permanecen bien ancladas para los próximos dos años. Adicionalmente, destacaron la oportunidad para la política monetaria de continuar impulsando la recuperación económica.

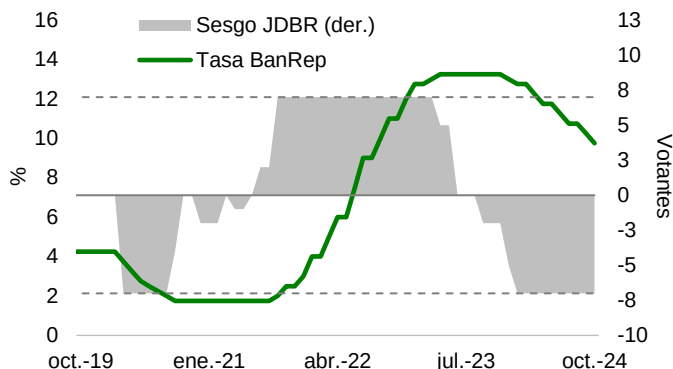
Por su parte, el equipo técnico de BanRep aumentó su proyección de crecimiento para 2024 hasta 1.9%, desde el 1.8% previo. En materia de inflación, la proyección para 2024 se redujo desde 5.7% hasta 5.3%.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política monetaria descendió en octubre hasta 4.94%, el nivel más bajo desde mayo de 2023 (Gráfico 17). No obstante, la tasa real acumuló 28 meses por encima del nivel neutral (no inflacionario) estimado por el equipo técnico de BanRep, lo que sigue reflejando una postura restrictiva del emisor.

Anticipamos que BanRep mantendrá su cautela revelada en meses previos y mantendrá la magnitud de los recortes de tasas de interés en 50 pbs mensuales hasta mediados del año 2025. **Revisamos al alza nuestro pronóstico de tasa de intervención para el cierre de 2024 desde 8.75% hasta 9.25%.**

Tasa de referencia vs distribución JDBR

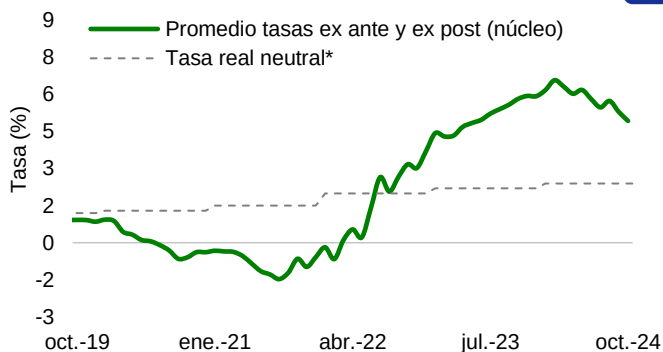
16



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. No obstante, en la mayoría de las modalidades la tendencia sigue dando cuenta de mejoras graduales tanto en el ritmo real de las colocaciones de crédito como en las dinámicas de la cartera morosa y vencida.

En términos reales (descontando inflación), el saldo de la cartera total de créditos se contrajo 4.2% en octubre, su menor caída desde julio del año pasado (Gráfico 18). Los créditos hacia los hogares registraron una contracción de 6%, mientras que las colocaciones hacia las empresas cayeron 2.5%.

Por modalidades, las carteras de vivienda y microcrédito exhiben los mayores crecimientos con sendos ritmos de 1.9%. La cartera de microcrédito sigue apoyada por medidas fiscales enfocadas en el otorgamiento de créditos a la economía popular y pequeños productores-empresarios, a través del pacto por el crédito.

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 9.9% y sigue siendo la más rezagada entre todas las modalidades, aunque también exhibe su menor contracción desde agosto de 2023.

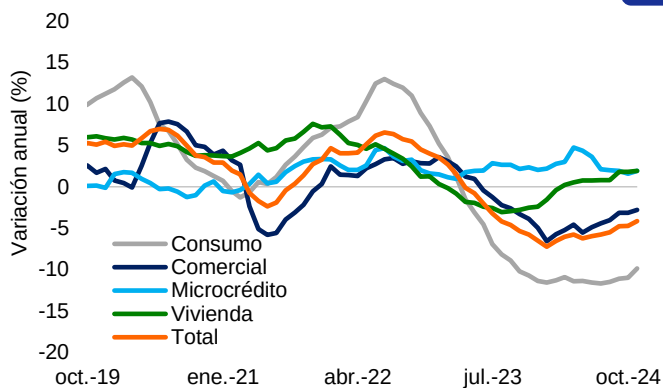
Varios indicadores de cartera continúan evidenciando un riesgo de impago relativamente alto en el sistema, pero en el balance su tendencia ha sido bajista en los últimos meses y sustenta mejoras para la irrigación de crédito por el lado de la oferta (Gráfico 19). Con información disponible al corte de agosto, el crecimiento del saldo de la cartera vencida del sistema fue de 6.3%.

El crecimiento de cartera vencida más elevado lo exhibe la modalidad de microcrédito con 41.2%, seguido por el de la cartera de vivienda que se situó en 37% y por el de la cartera comercial que crece a ritmos de 9.5%. La cartera vencida de consumo cayó por segundo mes consecutivo a una tasa de 4.3%.

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

Crecimiento real de la cartera por modalidad

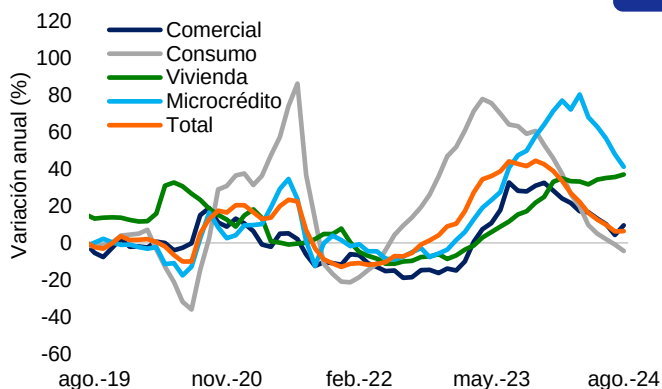
18



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

19



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

el más alto y se ubicó en agosto en 9.8%. El ICV de la modalidad de consumo fue 7.7%, el de cartera comercial alcanzó 3.9% y el de vivienda 3.5% (Gráfico 20).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total cayó por primera vez en los últimos dos años y alcanzó una contracción de 0.7% en agosto, consistente con una menor presión en provisiones. Así, la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito habría mejorado en 3T24 hasta 0.79%, 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 inferiores 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 8.8%. Por su parte, el M2 y el M3 alcanzaron crecimientos de 6.6% y 5.4%, respectivamente (Gráfico 21).

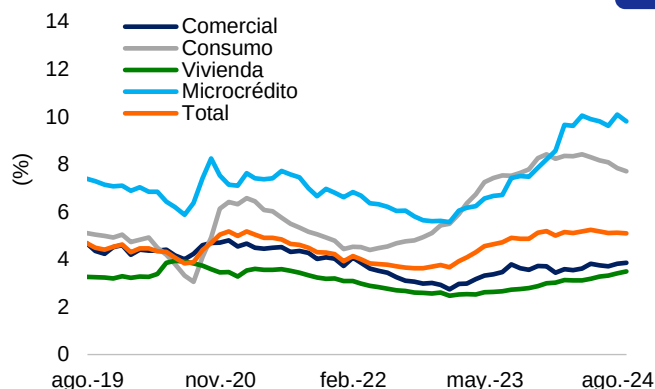
Las nuevas tendencias de los agregados monetarios obedecen, en su totalidad, a la flexibilización monetaria que inició BanRep desde finales del año pasado. La reciente decisión de reducir los requerimientos de encaje de los depósitos a la vista y a plazo hace prever que la dinámica en los de medios de pago de mayor liquidez se siga acelerando.

De esta manera, la base monetaria tuvo una expansión de 9% en octubre. Allí sobresale la recuperación del efectivo circulante con un crecimiento de 13.9%. 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 -4.2 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 4T24 las tasas de colocación se están reduciendo hasta niveles de 14.9%, favorecidas también por una mayor competencia entre establecimientos de crédito. Las tasas de captación también siguen descendiendo y el promedio de 4T24 alcanza 8.3%, con presiones de fondeo muy bajas que han favorecido este comportamiento.

Evolución calidad de la cartera por modalidad

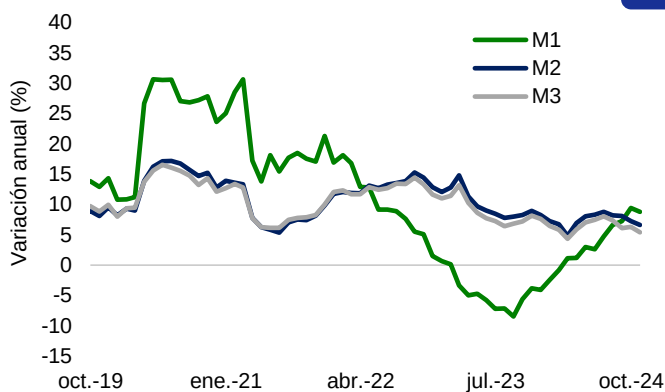
20



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

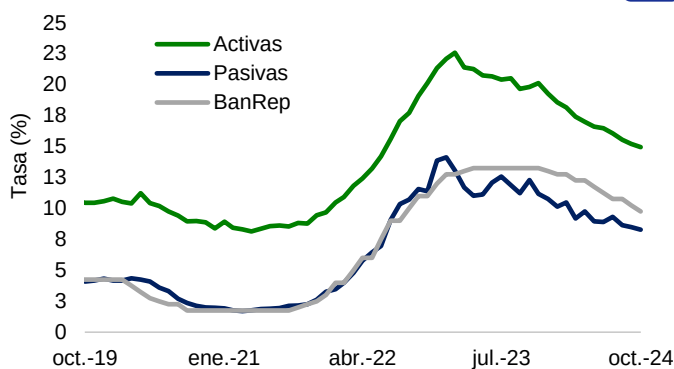
21



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.

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 -3.1%. De cara a 2025 somos optimistas y mantenemos una proyección de 1.8% real, lo que sería la primera variación real positiva en los últimos tres años.

Nuestra expectativa se sustenta en unos supuestos de consolidación en el proceso de recuperación económica con menores tasas de interés e impulsos al crédito, provenientes del pacto por el crédito y la reciente reducción del encaje de BanRep (ver “Impulsos al crédito” en [CE – Octubre 3 de 2024](#)). Las mejoras previstas en los niveles de riesgo de impago, que deberían favorecer la oferta de créditos, refuerzan esta perspectiva.

Contexto externo

La información disponible de actividad en el frente externo continúa mostrando un crecimiento de nuestros socios comerciales relativamente estable y en algunos casos superando las expectativas. 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.

De acuerdo con la más reciente actualización de proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento económico mundial permanecería en sendos 3.2% durante 2024 y 2025, tras una expansión de 3.3% que tuvo lugar en 2023 (ver “Dominancia fiscal y otros riesgos sobre el crecimiento” en [CE – Noviembre 7 de 2024](#)). El crecimiento de las economías avanzadas se estabilizaría alrededor de 1.8% en 2024 y 2025, mientras que para las economías emergentes el FMI estima una expansión de 4.2% durante el mismo bienio. Para LATAM, el FMI proyecta crecimientos de 2.1% en 2024 y 2.5% en 2025 (Gráfico 24).

En EEUU, la Fed recortó en 25 pbs sus tasas de referencia hasta el rango 4.50% - 4.75% durante su última reunión. La Fed volvió a resaltar un mejor balance del mercado laboral y la inflación frente a sus objetivos. Adicionalmente, destacó que los riesgos sobre el proceso de convergencia de estas variables hacia sus metas de política se encuentran prácticamente en equilibrio.

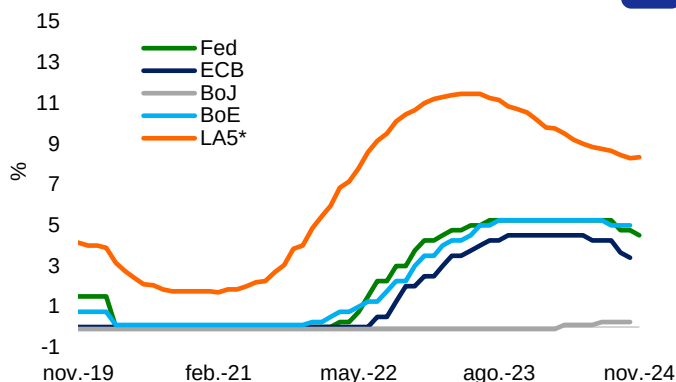
En nuestro escenario base, **esperamos que la Fed recorte en 25 pbs las tasas de referencia durante su próxima reunión de diciembre**, llevándolas al cierre de año hasta el rango 4.25% - 4.5%.

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 25). A pesar de lo anterior, el crecimiento en lo que va corrido de 2024 sigue superando los registros de 2023.

El PMI compuesto de algunas de las principales economías avanzadas (EEUU, Reino Unido) y China,

Tasas de interés de política monetaria

23

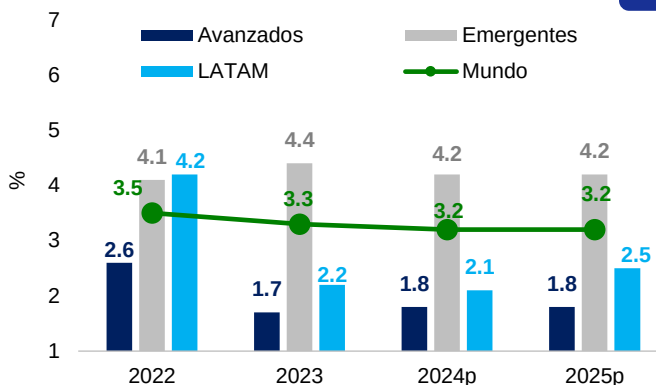


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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.

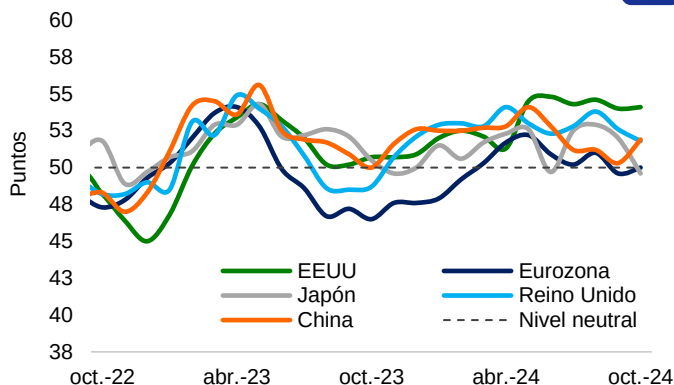
permanecen por encima de la barrera de los 50 puntos que denota terreno de expansión. Por su parte, el PMI de la Eurozona, si bien dejó el terreno de contracción, se mantiene débil.

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante 3T24 habría sido de 2.6%, superando la expansión de 2.1% de 2T24 (Gráfico 26). Las economías de Brasil y Perú habrían liderado el crecimiento en la región con expansiones de 4.2% y 4%, respectivamente. Por su parte, la economía de Argentina habría registrado una contracción de 2.4% 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% y la de EEUU descendió hasta 25%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se estima en 23.8%.

Evolución PMI compuesto en economías grandes

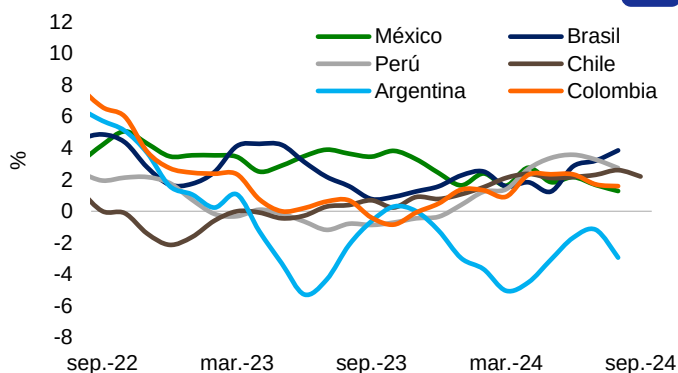
25



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Índices de actividad en economías de LATAM*

26



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	2.5	↑
Consumo privado (%)	14.8	10.7	0.8	2.0	3.0	
Gasto público (%)	10.3	0.8	1.6	1.5	2.6	↑
Inversión fija (%)	11.2	11.5	-9.5	2.9	6.4	
Demanda interna (%)	13.6	10.2	-4.0	1.8	3.3	↑
Exportaciones (%)	14.8	12.3	3.4	2.9	3.1	
Importaciones (%)	28.7	23.6	-15.0	1.4	6.4	↑
Sectores actividad económica						
Agropecuario (%)	3.1	-0.8	1.4	6.5	2.0	↑
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	-2.9	0.5	↓
Precios, tasas de interés y desempleo						
Inflación (final del periodo %)	5.6	13.1	9.3	5.0	4.0	↓
Tasa BanRep (final del periodo %)	3.00	12.00	13.00	9.25	6.25	↑
DTF EA (promedio año %)	2.0	8.2	13.2	10.3	7.6	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	1.9	7.2	13.0	11.4	7.5	↑
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	8.5	13.0	10.4	11.0	9.9	↑
Tasa de desempleo nacional (%)	13.8	11.2	10.2	10.5	11.5	↓
Sector externo						
Tasa de cambio (promedio anual)	3749	4246	4326	4075	4370	↑
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4766	3950	4365	4450	↑
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.
