Coyuntura económica
Macroeconomía

Diciembre 16 de 2024

# ¿Y el regalo de navidad?


**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


El crecimiento del PIB se mantuvo prácticamente estable en 3T24, comparativamente con los resultados de 2T24. La demanda interna se viene recuperando por una mejor dinámica del gasto de los hogares y de la inversión, compensando más que proporcionalmente el ajuste de un menor gasto público consistente con el cumplimiento de la Regla Fiscal en 2024. Por el lado de la oferta, el sector primario volvió a ser el de mejor desempeño, liderado por la rama agropecuaria. La información disponible de 4T24 apunta a ritmos de expansión de la economía inferiores al promedio de los dos trimestres previos.

Los principales indicadores del mercado laboral han venido mostrando un mejor comportamiento, coherente con la recuperación de la actividad económica. No obstante, el promedio año corrido de la tasa de desempleo este año sigue superando el de 2023 y la recuperación en la demanda de empleo es incipiente. En este entorno, la inflación de los salarios nominales, aunque permanece elevada, se sigue desacelerando.

La inflación al consumidor se desaceleró nuevamente en noviembre y alcanzó mínimos no vistos desde octubre de 2021. Las expectativas de inflación siguen descendiendo y en promedio se ubican dentro del rango de inflación objetivo de política monetaria. BanRep no tomó decisiones de tasas de interés en noviembre, según calendario de política monetaria.

La demanda de créditos permanece débil, pero su dinámica 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 por 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. La probabilidad de una escalada proteccionista global podría crear riesgos inflacionarios que, en el corto plazo, harían un poco más lenta la velocidad de recortes de tasas de interés de política monetaria en el mundo.

# Actividad económica

El crecimiento del PIB en 3T24 se mantuvo prácticamente estable frente a los registros de 2T24, aunque estuvo ligeramente por debajo de nuestras expectativas (ver "Un mejor panorama" en CE – Diciembre 13 de 2024). La demanda interna se viene recuperando por una mejor dinámica del gasto de los hogares y de la inversión, compensando más que proporcionalmente el ajuste del gasto público consistente con el cumplimiento de la Regla Fiscal de 2024.

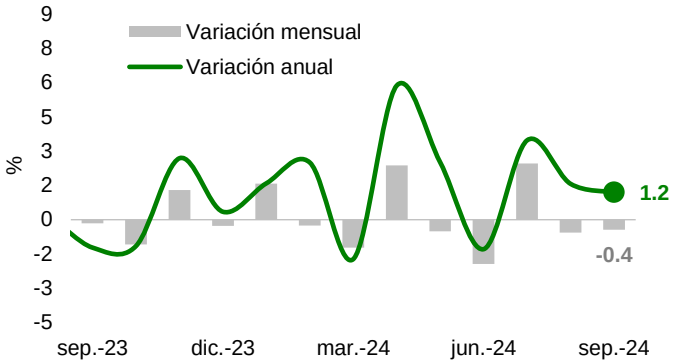
Por el lado de la oferta, el sector primario volvió a ser el de mejor desempeño, principalmente la rama agropecuaria que sigue cubriendo el mal momento de la minería. El sector secundario se sigue recuperando gracias al repunte de la construcción en obras civiles y las edificaciones no residenciales. Por su parte, el sector terciario privado ha mostrado también señales de reactivación, en línea con el mejor comportamiento del gasto privado en la economía.

La información disponible de 4T24 apunta a ritmos de expansión de la economía alrededor de 1.4%, 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 gran medida 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 0.4% en septiembre (Gráfico 1). En términos de su variación anual, el ISE en su serie original se expandió 1.2%[1].

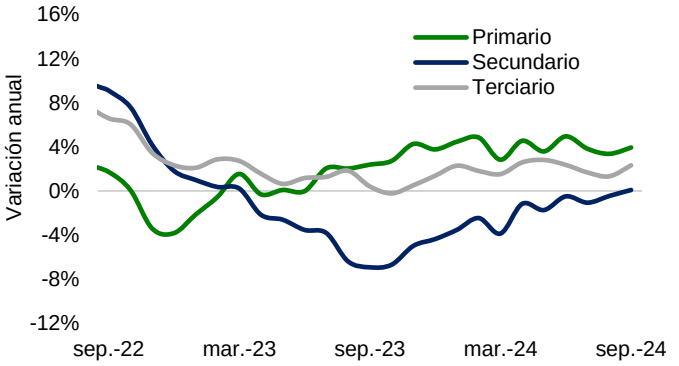
El ISE de la cadena **primaria** se expandió 1.5% en septiembre y, aunque se desaceleró, mantiene en tendencia ritmos de expansión superiores al resto de las grandes ramas de actividades (Gráfico 2). La producción de cultivos agrícolas (incluyendo café) sigue sustentando este buen desempeño del sector agropecuario. En contraste, las actividades del sector minero-energético registraron contracciones, explicadas mayoritariamente por la menor producción del sector de carbón, aunque

*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.

[1]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.

también por una menor producción petrolera afectada por los recientes atentados a la infraestructura (oleoductos).

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital fijo, cayó 2.3% en septiembre. No obstante, en tendencia central, este sector continúa en una senda de recuperación que inició desde finales del año pasado y que se espera se prolongue en los próximos meses.

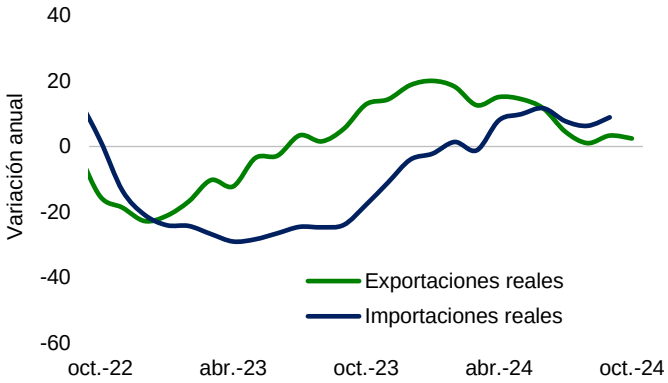
Las actividades manufactureras, que concentran buena parte de la producción industrial, registraron una contracción de 4.2% en el último mes. Las cifras de edificaciones y de obras civiles sugieren una lenta recuperación del sector de la construcción, aunque con un comportamiento dispar entre sus componentes. 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 en servicios, registró un crecimiento de 2% en septiembre. En buena medida, este resultado volvió a sustentarse por un crecimiento de 4.2% en su componente público, aunque frente a meses previos se ha venido desacelerando. El componente privado, por su parte, registró un crecimiento de 1.3%.

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.

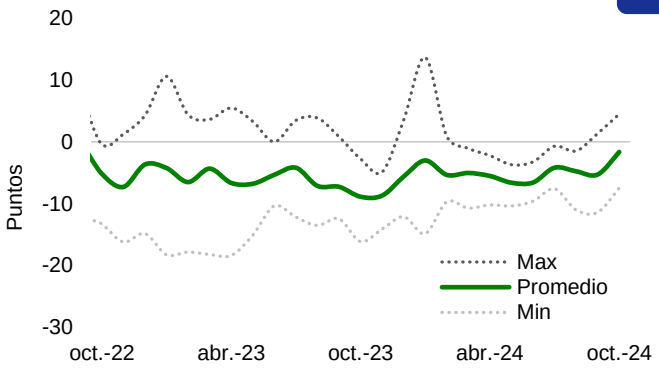
En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB crecieron 3.9% en octubre, favorecidas por una expansión de 82.1% de las exportaciones de café. Las ventas externas de productos tradicionales registraron una reducción de 13.4%, mientras que las exportaciones no tradicionales, concentradas en agroindustria, aumentaron 26.9%.

*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 6.8% de las exportaciones, aunque los volúmenes de bienes exportados se redujeron 3.3% en el último mes. La dinámica de las exportaciones se ha venido estabilizando, en línea con el crecimiento relativamente estable de nuestros socios comerciales.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron un crecimiento de 2.5% en septiembre. Las compras externas se vieron favorecidas principalmente por la expansión en las importaciones de bienes de consumo y bienes intermedios para la industria en 13.9% y 11.6%, respectivamente. En términos reales, las importaciones crecieron 4.6% y siguen evidenciando consistencia con una recuperación de la demanda interna (Gráfico 3).

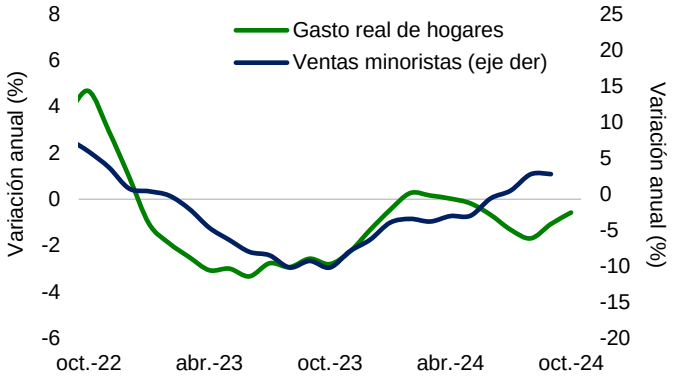
Toda la información de indicadores adelantados y a tiempo real, en el balance, sugiere que la economía en 4T24 estaría manteniendo un ritmo de crecimiento inferior a los registros de 3T24. Parte de lo anterior se explica por la normalización del efecto transitorio que generaron los impulsos de oferta y demanda en trimestres previos, aunque también por razones de una base de comparación más alta de finales de 2023.

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 octubre. La lectura preliminar de 4T24 sugiere una leve mejora, que permite anticipar una incipiente recuperación en el gasto agregado para 1T25 (Gráfico 4).

El consumo real de los hogares en 4T24 se viene recuperando, aunque a paso lento. En efecto, el gasto real de los hogares, según cifras de RADDAR, estaría creciendo 0.6% en 4T24, mejorando frente a la caída promedio de 1.1% de 3T24 y en línea con la dinámica de las ventas minoristas (Gráfico 5).

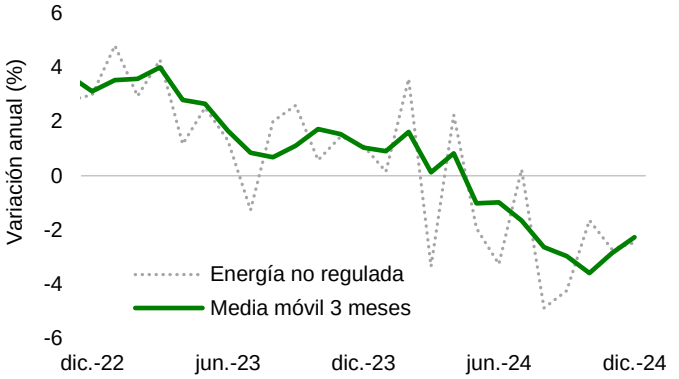
Por su parte, el PMI manufacturero, que es un índice coincidente de actividad con información más actualizada, anticipa un comportamiento de la industria que tendría espacio de mejora en el futuro cercano. En efecto, las cifras preliminares de 4T24 promedian 52.9 puntos, retornando nuevamente a terreno de expansión y superando el promedio de 49.3 puntos de 3T24.

*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.

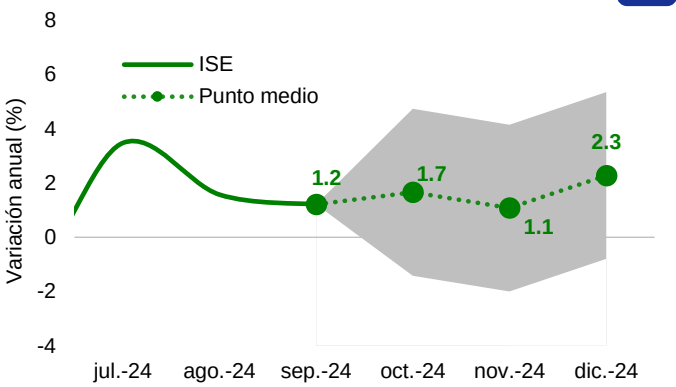
La demanda de energía no regulada, una buena variable *proxy* de inversión fija a tiempo real, viene moderando su caída en 4T24 (Gráfico 6). En noviembre, la reducción de esta variable fue 2.7% y la información a tiempo real de diciembre muestra una contracción de 2.5%, dejando el promedio de 4T24 en un decrecimiento de 2.3% que mejora la caída de 3% de 3T24 (Gráfico 6).

Teniendo en cuenta toda la información anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere una expansión de 1.7% de la actividad económica en octubre. Para noviembre, nuestros cálculos apuntan a un crecimiento de 1.1% de la actividad (Gráfico 7). Las estimaciones de diciembre, tomando información a tiempo real todavía escasa, sugieren una expansión de 2.3% del producto.

De esta manera, **estimamos un crecimiento del PIB de 1.7% en 4T24**, inferior al registrado durante 3T24. Para todo 2024, estimamos un crecimiento del PIB de 1.7%.

*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 recuperación en la demanda de empleo es incipiente.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional se ubicó en octubre en 10%, prácticamente estable respecto a los últimos meses (Gráfico 8). Un poco en contraste con lo anterior, y tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación descendió hasta 57.3% y la tasa global de participación se mantuvo en 63.7%. Esto último indica que la reciente reducción en la tasa de desempleo estaría siendo explicada, en parte, por un egreso de masa poblacional económicamente activa, principalmente personas dejando de buscar trabajo activamente.

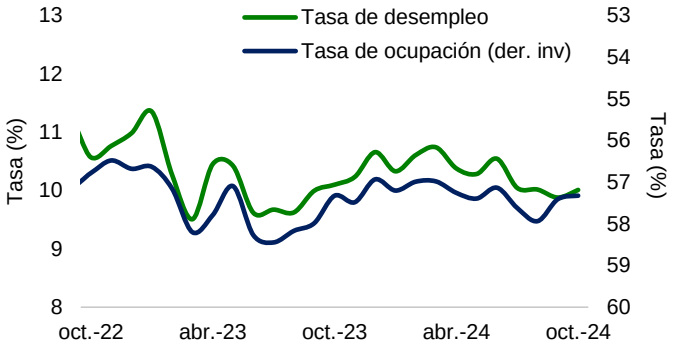
En tendencia central, la brecha positiva de empleo se sigue cerrando, pero ante los mejores resultados de los últimos meses es probable que ahora finalice este proceso en el mediano plazo. La tasa de desempleo nacional permanece por debajo de sus niveles estructurales o no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales se estiman alrededor de 11%.

Por su parte, para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo aumentó hasta 10.4%. 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, pero exhibe una lenta reactivación (Gráfico 10). La demanda de trabajo en el sector secundario viene mejorando en los últimos meses, en línea con la recuperación en su ritmo de producción.

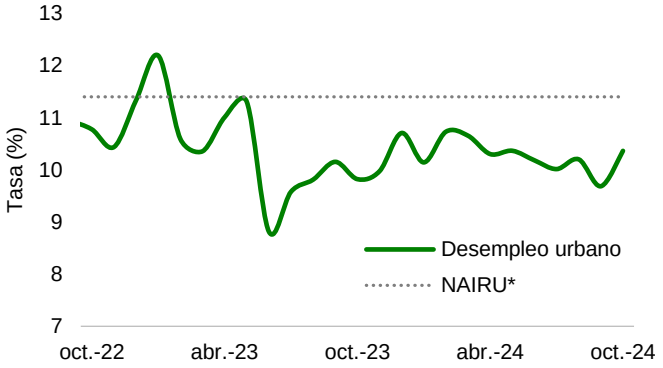
Bajo este contexto, el total de ocupados aumentó 1.2% anual durante el último trimestre móvil con corte a

*Principales indicadores del mercado laboral** **8**



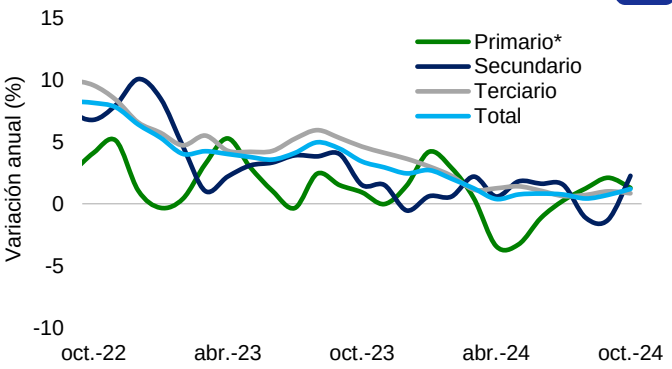

Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Se toman las series que están ajustadas por efectos estacionales.

*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.

octubre. El acervo de ocupados en el sector secundario creció 2.3% en el último trimestre móvil. La ocupación de la cadena primaria registró un crecimiento de 1.3% y el aumento de la ocupación en el sector terciario se situó alrededor del 0.8%.

Los sectores de administración pública, actividades profesionales, y alojamiento y servicios de comida, registraron reducciones de 106, 97 y 93 mil ocupados durante el último año con corte a octubre, respectivamente. Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron los de comercio y reparación de vehículos, industrias manufactureras, y construcción, con incrementos de 289, 275 y 79 mil personas en ese mismo orden.

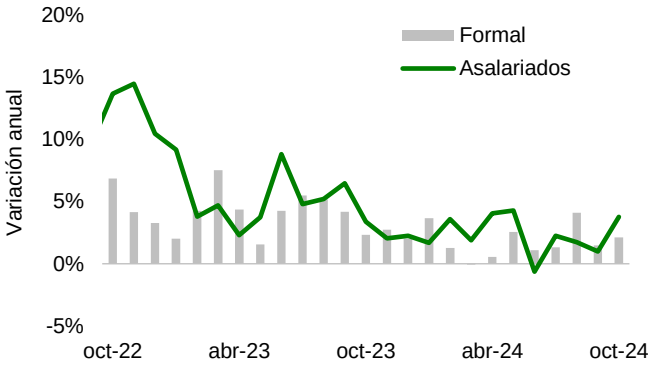
La creación de empleos asalariados y formales en la economía también se mantiene débil y comparativamente baja frente a los registros de años previos (Gráfico 11). Pese a lo anterior, la generación de este tipo de empleos sigue superando la del empleo no asalariado e informal.

En efecto, el acervo de los empleos asalariados creció 3.8% en el último mes, mientras que la demanda de empleo no asalariado cayó 0.4%. Por su parte, el empleo formal creció 2.1% y el empleo informal registró una reducción de 2.7%.

La menor dinámica de la demanda de trabajo sigue restando presiones a los salarios nominales (Gráfico 12). La inflación salarial fue de 10.1% en septiembre, pero se mantiene por encima de la inflación al consumidor en cerca de 4.3 p.p. Así, la inflación de los salarios reales completó 18 meses en terreno positivo y seguirá apoyando mejoras del gasto de los hogares en el futuro cercano.

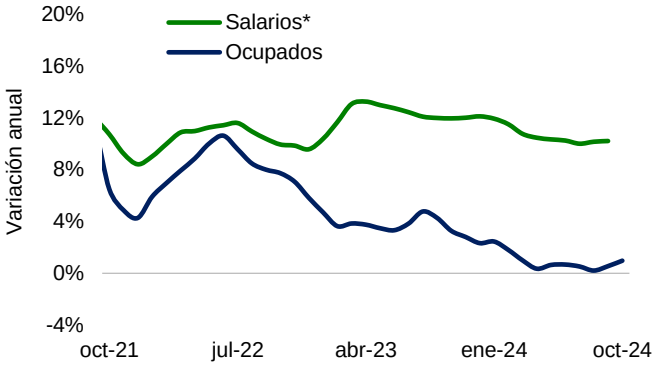
Esperamos que la demanda de trabajo siga débil en el corto plazo y que la tendencia del desempleo continúe al alza en los próximos meses, aunque ahora a una velocidad inferior a la prevista inicialmente. **Revisamos a la baja nuestra proyección promedio-año de tasa de desempleo nacional para 2024 desde 10.5% hasta 10.3%**.

*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 0.27% en noviembre, por encima 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 ligeramente mayor a su promedio histórico de 0.23% para el mismo mes, pero inferior a la variación mensual de 0.47% de noviembre de 2023 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.13%. Este resultado se dio en medio de una caída mensual de 0.63% en el IPC de alimentos perecederos, que siguen favorecidos por unos buenos niveles de abastecimiento mayorista y un aumento de 0.33% en los precios de alimentos procesados.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un aumento mensual de 0.08% (Tabla 1). El IPC de gas fue el que más aumentó dentro de esta canasta y tuvo una variación mensual de 1.35%, en línea con la reciente depreciación de la tasa de cambio. Por su parte, el IPC de energía eléctrica cayó 0.16%.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual de 0.29%. Allí se destacan el aumento de 0.52% del IPC de bebidas alcohólicas, seguido por la variación de 0.36% del IPC de vehículos y autopartes que ya están incorporando la reciente depreciación de la tasa de cambio.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.41%, la más alta de los componentes del IPC. Dentro de los rubros que más pesaron en esta canasta se destaca el aumento de 4.33% del IPC de entretenimiento y alojamiento, seguido por la variación de 4.09% del IPC de transporte aéreo y de 0.34% del IPC de arrendamientos.

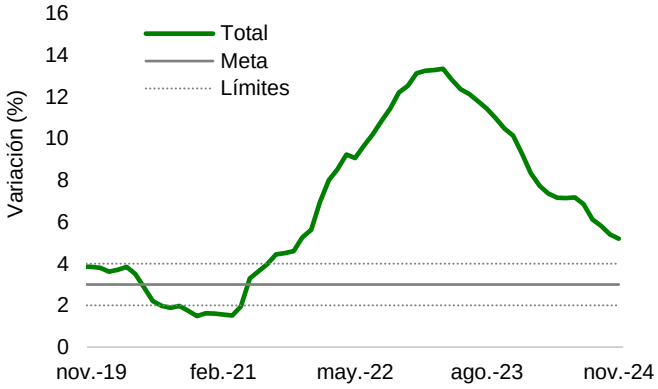
De esta forma, la inflación anual del IPC continuó con una clara tendencia bajista y se desaceleró hasta 5.2%, un mínimo no visto desde octubre de 2021 (Gráfico 13). La inflación del IPC de alimentos se aceleró levemente hasta 2.34%, mientras que la inflación del IPC de regulados se mantiene como la más alta viajando a ritmos de 7.59%.

*Resultados del IPC clasificación BanRep (%)* **T1**

| | | A | R | B | S | Total |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Mensual | nov.-24 | 0.13 | 0.08 | 0.29 | 0.41 | 0.27 |
| | nov.-23 | -0.45 | 1.85 | 0.09 | 0.46 | 0.47 |
| Anual | nov.-24 | 2.34 | 7.59 | 0.62 | 7.28 | 5.20 |
| | oct.-24 | 1.75 | 9.50 | 0.42 | 7.34 | 5.40 |
| Cont. | nov.-24 | 0.35 | 1.31 | 0.12 | 3.56 | 5.20 |
| | oct.-24 | 0.26 | 1.64 | 0.08 | 3.59 | 5.40 |
| A/C | nov.-24 | 2.77 | 6.54 | 0.51 | 6.49 | 4.72 |
| | nov.-23 | 5.44 | 16.09 | 7.00 | 8.15 | 8.78 |
| 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**

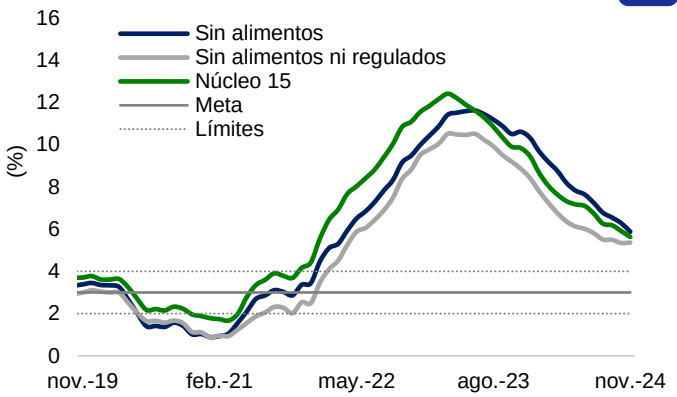



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

La inflación del IPC de bienes también se aceleró de forma ligera hasta 0.62%. Por su parte, la inflación del IPC de servicios, la más rígida en el ciclo actual, fue de 7.28% y sigue afectada en gran parte por fenómenos de indexación de precios.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se redujo hasta 5.62%, 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 5.88%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 5.63%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, se mantuvo prácticamente estable en 5.37% (Gráfico 14).

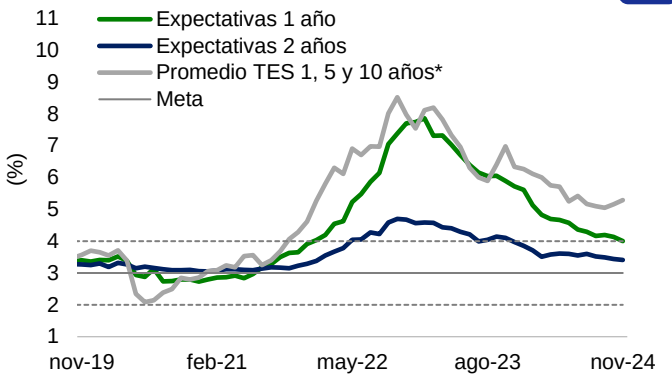
*Principales medidas de inflación núcleo* **14**




Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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% y 3.41%, respectivamente, mientras que a 5 años se sitúan en 3.32%. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES se ubicaron en 5.29% (Gráfico 15). Las expectativas de cierre de 2024 disminuyeron hasta 5.1%, mientras que las de cierre de 2025 lo hicieron hasta 3.82%.

*Expectativas de inflación analistas vs mercado* **15**




Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Inflaciones implícitas en las curvas de TES cero cupón.

Para el mes de diciembre pronosticamos una variación mensual de 0.35% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería hasta 5.09%. **Revisamos al alza nuestra proyección de inflación para el cierre de 2024 desde 5% hasta 5.1%**.

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 noviembre. Estas se reanudarán durante la reunión de este mes.

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. **Anticipamos que la tasa de intervención cierre el 2024 en 9.25%**.

# 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 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 2.9% en noviembre, su menor caída desde mayo del año pasado (Gráfico 16). Los créditos hacia los hogares registraron una contracción de 5.1%, mientras que las colocaciones hacia las empresas cayeron 1%.

Por modalidades, las carteras de vivienda y microcrédito exhiben los mayores crecimientos con sendos ritmos de 2.3%. 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.

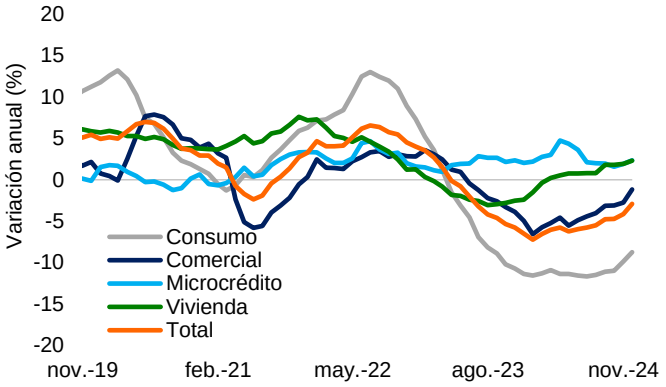
La cartera comercial cayó 1.2%, pero su tendencia del último año ha sido claramente alcista. Por su parte, la cartera de consumo registró una variación real negativa de 8.7% y sigue siendo la más rezagada entre todas las modalidades, aunque también exhibe su menor contracción desde julio de 2023.

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 en los próximos meses (Gráfico 17). Con información disponible al corte de septiembre, el crecimiento del saldo de la cartera vencida del sistema fue de 5.4%, el más bajo desde noviembre de 2022.

El crecimiento de cartera vencida más elevado lo exhibe la modalidad de microcrédito con 37.4%, seguido por el de la cartera de vivienda que se situó en 34.6% y por el de la cartera comercial que crece a ritmos de 12.1%. La cartera vencida de consumo cayó por tercer mes consecutivo a una tasa de 7.2%.

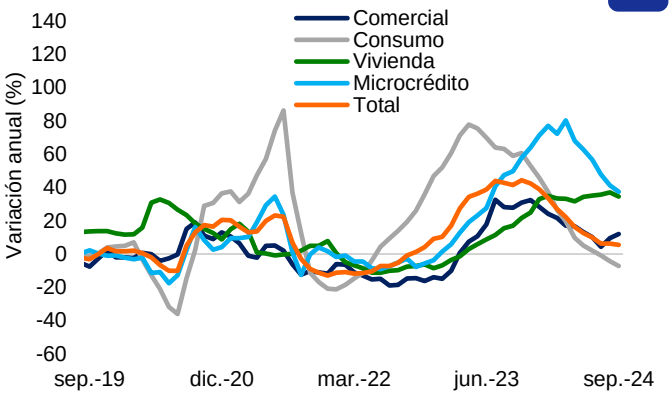
En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se ha estabilizado alrededor de 5.1%.

*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.

Por modalidades, el ICV de microcrédito continúa siendo el más alto y se ubicó en septiembre en 9.6%. El ICV de la modalidad de consumo fue 7.6%, el de cartera comercial permaneció en 3.9% y el de vivienda en 3.5% (Grafico 18).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total creció 1.6% en septiembre, consistente con una menor presión en provisiones comparado con el año anterior. Así, la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito mejoró en 3T24 hasta 0.8%, superando los registros de 2T24. No obstante, todavía permanece muy por debajo de su promedio histórico.

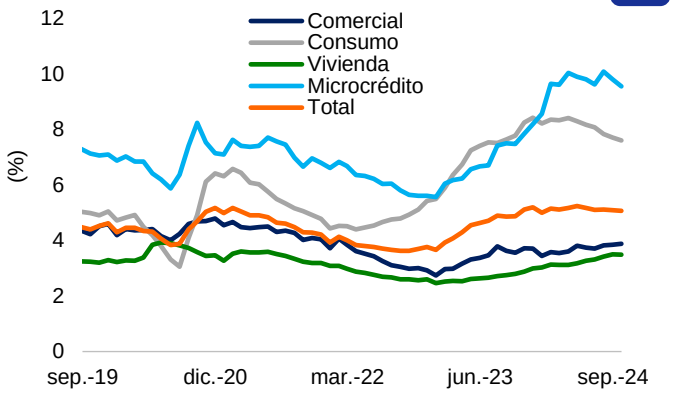
Los agregados monetarios de menor liquidez, como el M2 y el M3, crecen a ritmos inferiores de los de alta rotación como el M1, que ha venido ganando terreno aceleradamente. La tendencia del M1 ha sido claramente alcista desde septiembre del año pasado y en la actualidad registra un crecimiento de 10%. Por su parte, el M2 y el M3 alcanzaron crecimientos de 7.6% y 6.8%, 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. La 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 9.9% en noviembre. Allí sobresale la recuperación del efectivo circulante con un crecimiento de 16.5%. La brecha entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema (medidos a través del M3) permaneció en terreno negativo y en el último mes se ubicó en -4.8 p.p. Este desequilibrio de demanda en el mercado de créditos continúa liberando presiones sobre las tasas de mercado.

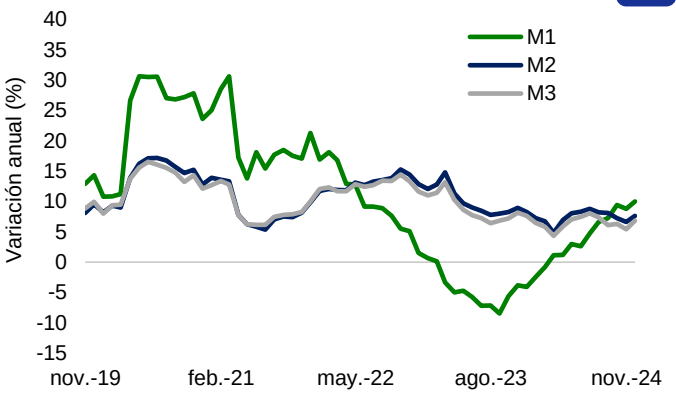
En este entorno, las tasas de interés activas y pasivas volvieron a descender (Gráfico 20). En promedio, en 4T24 las tasas de colocación se están reduciendo hasta niveles de 14.8%, favorecidas también por una mayor competencia entre establecimientos de crédito. Las tasas de captación también siguen descendiendo y el promedio de 4T24 alcanza 8.3%, con presiones de

*Evolución calidad de la cartera por modalidad* **18**



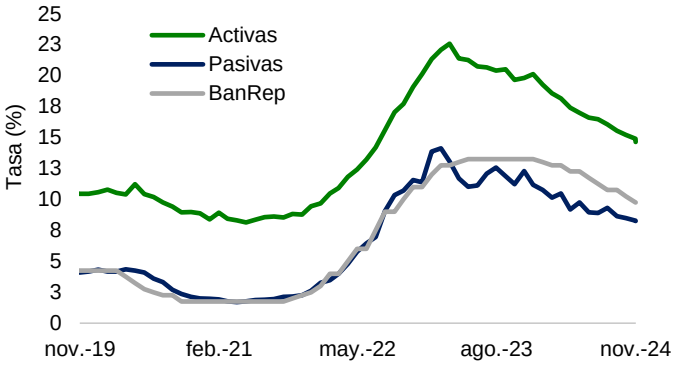

Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

*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.

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 -1.1%.** De cara a 2025 somos optimistas y mantenemos una proyección de 1.9% 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, aunque a una menor velocidad frente a meses previos. Esta situación sigue 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 21).

No obstante, es de esperar que la velocidad de este proceso de flexibilización monetaria pueda moderarse de cara a 2025. La probabilidad de una escalada proteccionista a nivel mundial implica riesgos sobre el actual ciclo desinflacionario global y los volúmenes de comercio mundial, afectando por esta vía el crecimiento económico.

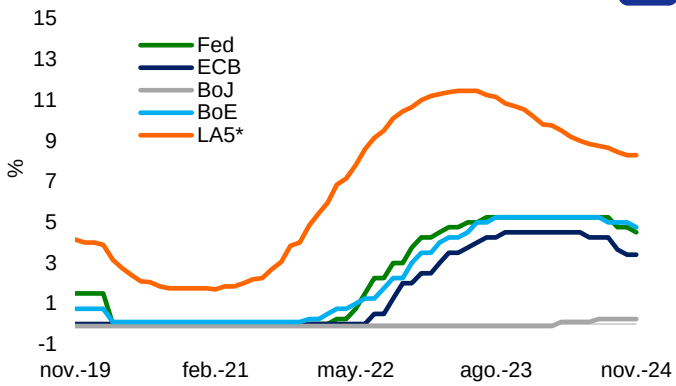
En EEUU, la Fed recortó en 25 pbs sus tasas de referencia hasta el rango 4.50% - 4.75% durante su última reunión. La Fed volvió a resaltar un mejor balance del mercado laboral y la inflación frente a sus objetivos. Adicionalmente, destacó que los riesgos sobre el proceso de convergencia de estas variables 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 Reino Unido (Gráfico 22). A pesar de lo anterior, el crecimiento en lo que va corrido de 2024 sigue superando los registros de 2023.

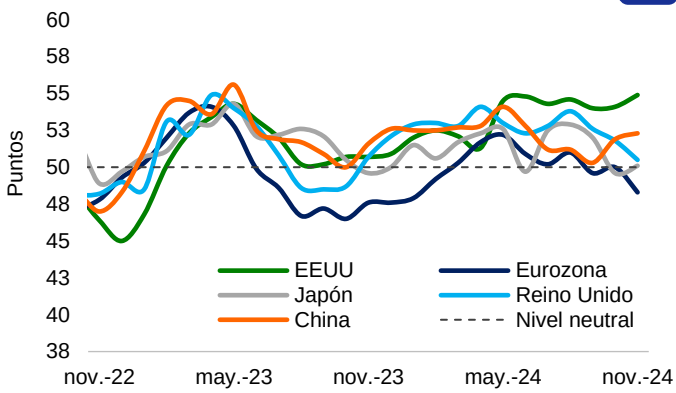
El PMI compuesto de algunas de las principales economías avanzadas (EEUU, Reino Unido y Japón) y China, permanecen por encima de la barrera de los 50 puntos que denota terreno de expansión. Por su parte, el PMI de la Eurozona, continúa en terreno de contracción.

*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.

*Evolución PMI compuesto en economías grandes* **22**



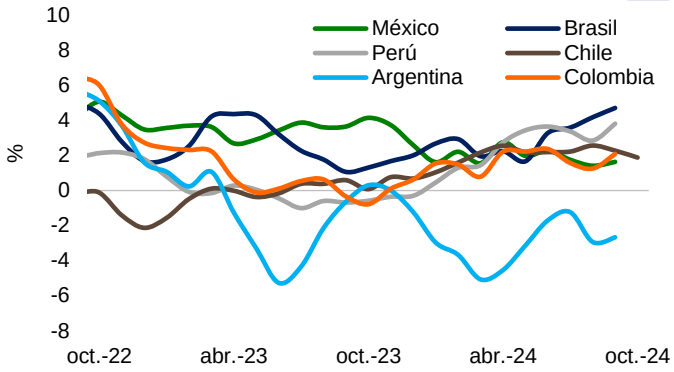

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante 3T24 fue de 2.5%, superando la expansión de 2.2% de 2T24 (Gráfico 23). Las economías de Brasil y Perú lideraron el crecimiento en la región con expansiones de 4.7% y 3.8%, respectivamente. Por su parte, la economía de Argentina habría registrado una contracción de 2.7% 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 en 25%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión también se estima en 25%.

*Índices de actividad en economías de LATAM**

23




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 | **1.7** | ↓ | **2.5** | |
| Consumo privado (%) | 14.8 | 10.7 | 0.8 | **1.3** | ↓ | **3.2** | ↑ |
| Gasto público (%) | 10.3 | 0.8 | 1.6 | **-1.1** | ↓ | **-0.9** | ↓ |
| Inversión fija (%) | 11.2 | 11.5 | -9.5 | **2.6** | ↑ | **8.4** | ↑ |
| Demanda interna (%) | 13.6 | 10.2 | -4.0 | **1.6** | ↓ | **3.9** | ↑ |
| Exportaciones (%) | 14.8 | 12.3 | 3.4 | **4.2** | ↑ | **2.5** | ↓ |
| Importaciones (%) | 28.7 | 23.6 | -15.0 | **3.0** | ↑ | **7.9** | ↑ |
| **Sectores actividad económica** | | | | | | | |
| Agropecuario (%) | 3.1 | -0.8 | 1.4 | **8.2** | ↑ | **2.4** | ↑ |
| Comercio (%) | 20.9 | 10.7 | -2.8 | **0.2** | ↓ | **2.8** | ↑ |
| Construcción (%) | 5.7 | 6.8 | -4.1 | **2.4** | ↓ | **3.3** | ↑ |
| Financiero (%) | 3.4 | 6.6 | 7.9 | **0.7** | ↑ | **3.6** | ↑ |
| Industria (%) | 16.4 | 9.5 | -3.6 | **-2.1** | ↓ | **3.2** | ↑ |
| Minería (%) | 0.2 | 1.3 | 2.7 | **-3.7** | ↓ | **0.9** | ↑ |
| **Precios, tasas de interés y desempleo** | | | | | | | |
| Inflación (final del periodo %) | 5.6 | 13.1 | 9.3 | **5.1** | ↑ | **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 | **10.2** | ↓ | **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 | **10.3** | ↓ | **11.1** | ↓ |
| **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 | -2.3 | **-1.8** | ↑ | **-2.3** | ↑ |
| Inversión Extranjera Directa (% del PIB) | 3.1 | 4.9 | 4.5 | **3.1** | ↑ | **2.9** | ↑ |
| **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.