



Enero 21 de 2025

# La prudencia está de moda

## Autores:

**Natalia Ossa M.**

P.S. - Macroeconomía

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

**Fabio D. Nieto**

Economista Jefe

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

Banco Agrario de Colombia  
Edificio Dirección General  
Bogotá D.C.  
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7  
+601 5948500  
[www.bancoagrario.gov.co](http://www.bancoagrario.gov.co)

**Investigaciones Económicas**

Tesorería

Las cifras disponibles de 4T24 sugieren un crecimiento de la actividad económica que habría sido superior al de trimestres previos. A nivel de sectores, el agropecuario habría sido una vez más uno de los líderes del crecimiento del producto, al igual que los servicios de entretenimiento, artísticos y culturales. La recuperación de la inversión fija y del gasto de los hogares sigue empujando las dinámicas de varios sectores de la cadena secundaria y terciaria. La escasa información disponible de 1T25 indica que la economía estaría manteniendo ritmos de crecimiento similares a los de 4T24.

Los principales indicadores del mercado laboral han venido mostrando un mejor comportamiento, coherente con la recuperación de la actividad económica. Aunque el promedio de la tasa de desempleo en 2024 prácticamente superará el de 2023, la demanda de empleo está evidenciando una mejor dinámica que podría frenar esa tendencia en 2025. En este entorno, la inflación de los salarios nominales, aunque permanece elevada, se sigue desacelerando.

La inflación anual del IPC cerró el año 2024 en 5.2%, un mínimo no visto desde octubre de 2021. No obstante, varios riesgos alcistas han aparecido y las expectativas de inflación están aumentando en varias de sus mediciones, principalmente las de cierre de la actual vigencia y las implícitas en el mercado de TES. En este entorno, BanRep recortó su tasa de interés de referencia 25 pbs en diciembre hasta 9.5%, movimiento inferior al esperado por los analistas.

La demanda de créditos sigue ganando tracción gradualmente. El riesgo de impago en el sistema continúa alto, 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. Medidas de impulso como el pacto por el crédito explican en parte este mejor comportamiento de la cartera del sistema.

El crecimiento promedio de los socios comerciales del país en 2024 habría superado ligeramente los registros de 2023. La desinflación global ha perdido algo de velocidad y la flexibilización monetaria de los Bancos Centrales se vislumbra ahora más lenta. La probabilidad de una escalada proteccionista global, así como el impulso fiscal previsto en EEUU, imponen un riesgo inflacionario alcista en el corto plazo.

## Actividad económica

Las cifras disponibles de 4T24 sugieren que el crecimiento de la economía habría superado los registros de trimestres previos. La dinámica del sector primario sigue liderada por la rama agropecuaria, favorecida principalmente por el buen momento de la producción cafetera. El sector terciario también habría mantenido un buen desempeño, en línea con el mejor comportamiento que viene registrando el gasto de los hogares. El sector secundario también exhibe una tendencia de recuperación que es consistente con el rebote que ha presentado la inversión en los últimos meses.

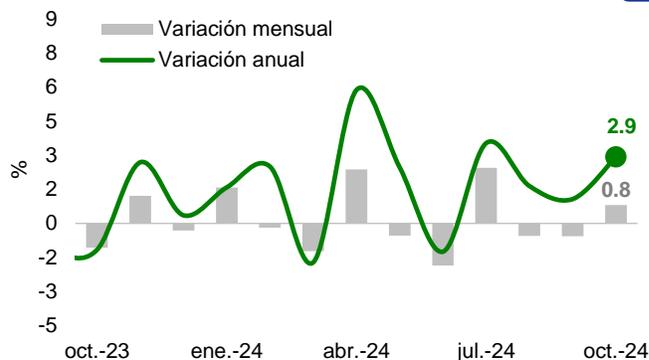
La escasa información disponible de 1T25 indica que la economía estaría manteniendo ritmos de crecimiento similares a los registros de 4T24. El consumo privado y la inversión fija explican casi en su totalidad este comportamiento, en contraste con un menor gasto público que se viene presentando desde el año pasado en el marco del plan de austeridad del Gobierno para honrar sus compromisos fiscales.

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 0.8% en octubre (Gráfico 1). En términos de su variación anual, el ISE en su serie original se expandió 2.9%<sup>1</sup>, superando las expectativas de los analistas y la nuestra.

El ISE de la cadena **primaria** se expandió 4.4% en octubre 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 este buen desempeño del sector agropecuario, donde la producción de café ha retornado a niveles no observados desde el año 2019. 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).

Comportamiento del ISE durante el último año\*

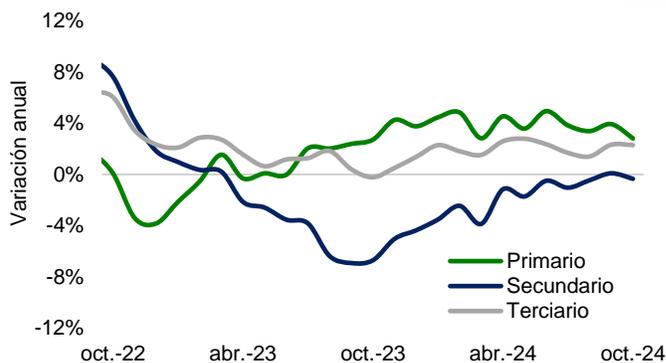
1



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

Evolución del ISE por cadenas de producción\*

2



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

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

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital fijo, creció 1.4% en octubre. En tendencia central, este sector continúa en una senda de recuperación que inició desde finales del 2023 y que se espera se prolongue en los próximos meses, en línea con la recuperación que viene mostrando la inversión fija (ver “Un mejor panorama” en [CE – Diciembre 13 de 2024](#)).

Las actividades manufactureras, que concentran buena parte de la producción industrial, vienen mejorando en el balance y registraron una contracción de 0.8% 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.

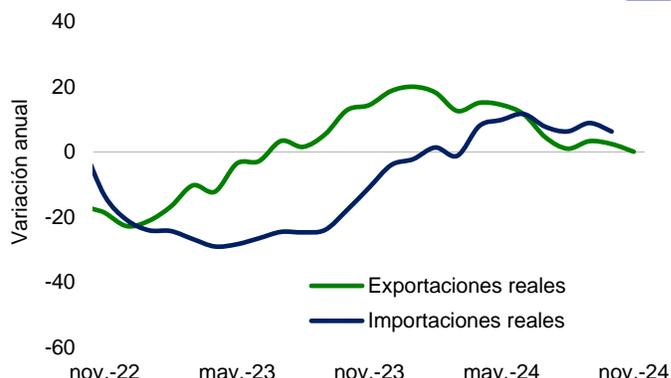
El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público en servicios, registró un crecimiento de 2.9% en octubre. En buena medida, este resultado volvió a sustentarse por un crecimiento de 5% en su componente público. El componente privado registró un crecimiento de 1.8%.

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 10.4%, su mayor crecimiento desde junio de 2022, coherente con la recuperación que viene teniendo el gasto de los hogares. Las ventas reales de bienes no durables y semidurables crecieron 6.1% y 2.4%, respectivamente, mientras que las ventas de bienes durables se expandieron 15.1%. Las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS) mostraron una caída de 3.3% 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 1.8% en noviembre, afectadas principalmente por una reducción de 9.6% y 9.3% de las exportaciones de petróleo y carbón, respectivamente. Por su parte, las de café crecieron 30.5% y contrarrestaron la caída de 5.7% de las ventas externas tradicionales. Las exportaciones no

Variables de comercio exterior (PM3)

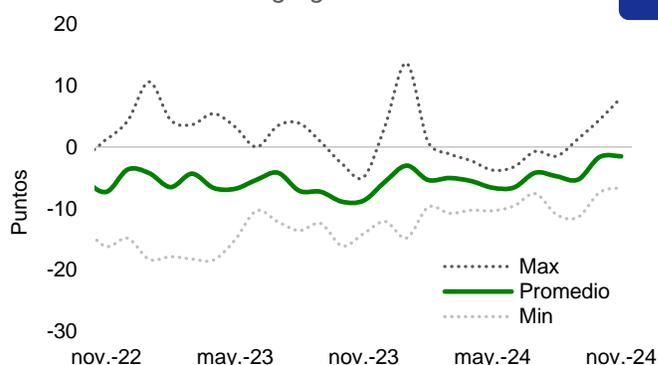
3



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.

tradicionales, concentradas principalmente en productos de la agroindustria, aumentaron 3.1%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan una caída real de 8.4% de las exportaciones, en línea con la reducción de 5.8% en los volúmenes de bienes exportados en el último mes. La dinámica de las exportaciones se ha venido estabilizando, en línea con una relativa estabilidad en el crecimiento de nuestros socios comerciales, pero a ritmos de expansión inferiores a los de años previos.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron un crecimiento de 4.9% en octubre. Las compras externas se vieron favorecidas principalmente por la expansión en las importaciones de bienes de consumo duradero y bienes intermedios para la industria de 32.5% y 15.2%, respectivamente. En términos reales, las importaciones crecieron 7.3% 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 1T25 estaría manteniendo un ritmo de crecimiento similar a los observados en la segunda mitad de 2024. En algunos casos, varios índices sugieren que el crecimiento podría ser incluso ligeramente superior.

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 noviembre, pero mantiene una tendencia alcista. La lectura preliminar de 4T24 sugiere mejoras que permiten anticipar una mejor dinámica del gasto agregado hacia 1T25 (Gráfico 4).

El consumo real de los hogares en 4T24 se habría recuperado, aunque a paso lento. En efecto, el gasto real de los hogares, según cifras de RADDAR, habría crecido 0.7% 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 de 4T24 promediaron 51.9 puntos, retornando

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)

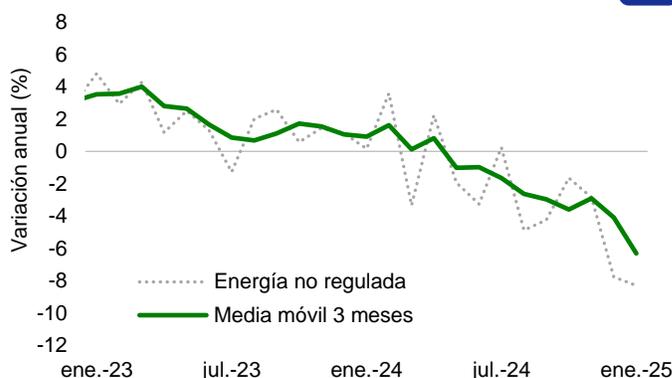
5



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

Demanda total de energía no regulada

6



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

nuevamente a terreno de expansión y superando el promedio de 49.3 puntos de 3T24.

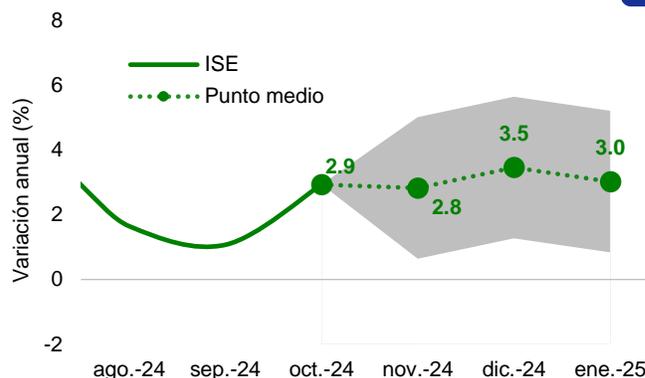
Por su parte, la demanda de energía no regulada, una buena variable *proxy* de inversión fija a tiempo real, continúa en una senda bajista que se estaría profundizando (Gráfico 6). En diciembre, la reducción de esta variable fue 7.8%, dejando el promedio de 4T24 en un decrecimiento de 4.1%. La información a tiempo real de enero muestra una contracción de 8.3% (Gráfico 6).

Teniendo en cuenta toda la información anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere una expansión de 2.8% de la actividad económica en noviembre. Para diciembre, nuestras estimaciones apuntan a un crecimiento de 3.5% de la economía (Gráfico 7). Con los datos a tiempo real de enero, todavía escasos, la expansión del producto estaría siendo cercana al 3%.

De esta manera, **esperamos de manera preliminar un crecimiento del PIB entre 2.7% y 3.1% en 4T24**, superior al registrado durante 3T24. Con lo anterior, el crecimiento del PIB para todo 2024 habría sido de 1.8%. Dado el impulso con el que viene la economía, sumado a otros estímulos de demanda que tendrían efectos en el corto plazo, **para 2025 elevamos nuestra proyección de crecimiento hasta 2.9%, desde el 2.5% anterior**.

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 de la actividad económica. No obstante, el promedio año corrido en 2024 de la tasa de desempleo sigue superando el de 2023 y la dinámica en la demanda de empleo continúa siendo débil.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional se ubicó en noviembre en 9.5%, su menor nivel desde marzo de 2023 (Gráfico 8). Tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación aumentó hasta 57.7% y la tasa global de participación se mantuvo en 63.7%, su nivel más bajo en el último año. Esto último indica que la reciente reducción en la tasa de desempleo estaría siendo explicada, en parte, por un mayor egreso de la masa poblacional económicamente activa, principalmente personas dejando de buscar trabajo activamente.

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%. Esto indica que la brecha de empleo en la economía sigue siendo positiva (desbalance de demanda).

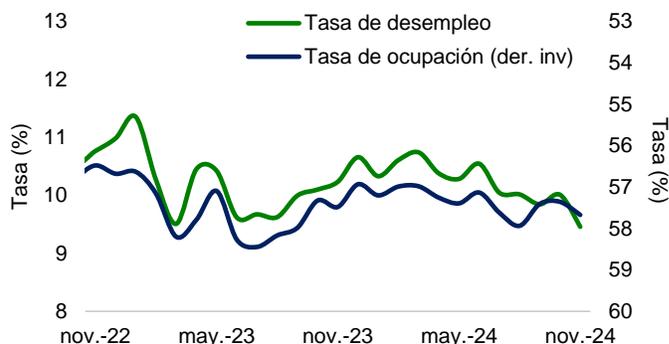
Asimismo, para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo descendió hasta 9.6%. El desempleo en las grandes ciudades también permanece por debajo de la tasa NAIRU urbana que, según estimaciones de BanRep, se ubica cerca del 11.4% (Gráfico 9).

A nivel sectorial, la generación de empleos en las diferentes ramas de actividad mantiene dinámicas inferiores a las observadas un año atrás, aunque exhibe una leve reactivación (Gráfico 10). La demanda de trabajo en el sector secundario es la que más ha mejorado en los últimos meses, en línea con la recuperación de este sector desde finales de 2024.

Bajo este contexto, el total de ocupados aumentó 1.4% anual durante el último trimestre móvil con corte a noviembre, su mayor crecimiento desde febrero de 2024. El acervo de ocupados en el sector secundario creció 3.2% en el último trimestre móvil. La ocupación de la

Principales indicadores del mercado laboral\*

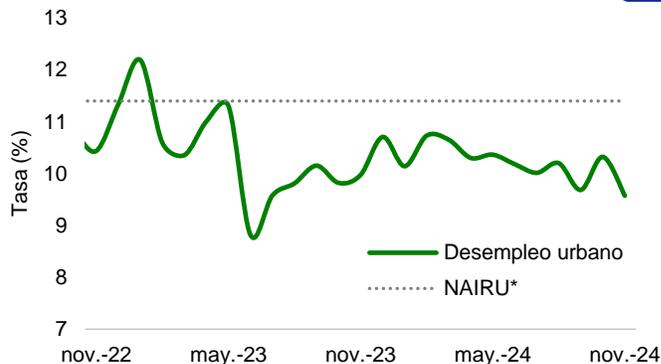
8



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

Evolución del desempleo en grandes ciudades\*

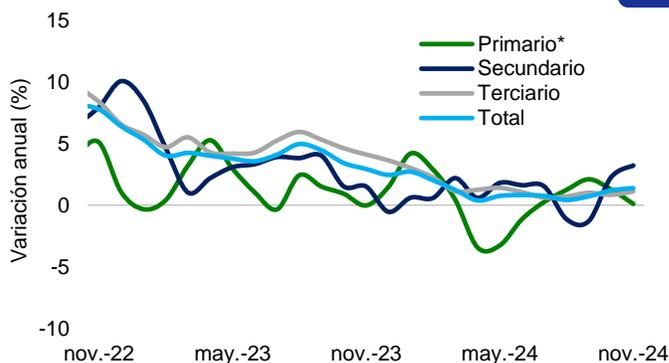
9



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.

cadena primaria registró un crecimiento de 0.1% y el aumento de la ocupación en el sector terciario se situó alrededor del 1.1%.

Los sectores de construcción, actividades financieras y actividades profesionales registraron reducciones de 146, 68 y 49 mil ocupados durante el último año con corte a noviembre, respectivamente. Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron los de administración pública, industrias manufactureras, y alojamiento y servicios de comida, con aumentos de 188, 147 y 112 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.

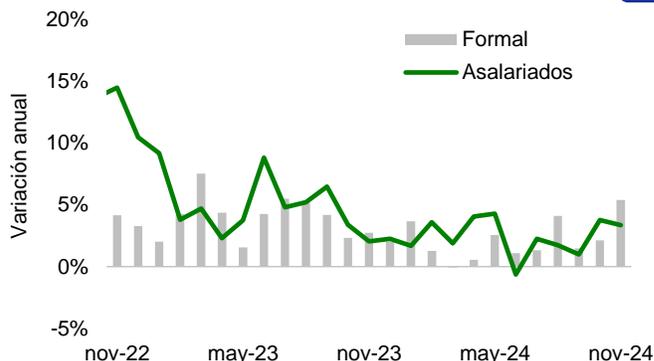
En efecto, el acervo de los empleos asalariados creció 3.4% en el último mes, mientras que la demanda de empleo no asalariado aumentó 0.1%. Por su parte, el empleo formal creció 5.4% y el empleo informal registró una reducción de 15.8%.

La baja dinámica de la demanda de trabajo sigue restando presiones a los salarios nominales (Gráfico 12), aunque estos persisten en niveles elevados como consecuencia de los fuertes ajustes del salario mínimo en los últimos años (ver “Otro año más por fuera” en [CE – Enero 20 de 2025](#)). La inflación salarial fue de 9.7% en octubre, 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 19 meses en terreno positivo y seguirá apoyando mejoras del gasto de los hogares en el futuro cercano.

Esperamos que la demanda de trabajo mejore levemente en el corto plazo y que la tendencia alcista del desempleo se modere en los próximos meses, coherente con un mejor comportamiento de la economía. **Estimamos que la tasa de desempleo nacional haya promediado 10.3% en 2024. De cara a 2025, esperamos un promedio-año bordeando valores del 11%.**

Dinámicas del empleo asalariado y formal

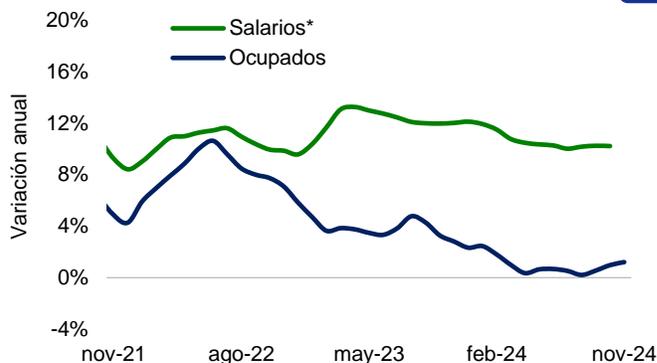
11



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 0.46% en diciembre, en línea con las estimaciones del consenso de analistas y con nuestra proyección. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC fue ligeramente mayor a su promedio histórico de 0.41% para el mismo mes y similar a la variación mensual de 0.45% de diciembre de 2023 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.53%. Este resultado se dio en medio de un aumento mensual de 0.22% en el IPC de alimentos perecederos y de 0.62% en los precios de alimentos procesados, estos últimos afectados al alza por la depreciación acumulada de la tasa de cambio e incrementos en los precios internacionales de los alimentos.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un aumento mensual de 0.72%, el más alto de los componentes del IPC (Tabla 1). Tras cinco meses consecutivos de reducciones en sus precios, el IPC de energía eléctrica fue el que más aumentó dentro de esta canasta y tuvo una variación mensual de 2.54%. Adicionalmente, el aumento de 400 pesos en las tarifas del ACPM implicó una variación de 0.26% durante el último mes en el IPC de combustibles.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.11%. Allí se destacan el aumento de 0.44% del IPC de bebidas alcohólicas, seguido por la variación de 0.16% del IPC de vehículos y autopartes, que siguen incorporando la depreciación de la tasa de cambio.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.45%. Dentro de los rubros que más pesaron en esta canasta se destaca el aumento de 0.98% del IPC de restaurantes y bares, seguido por la variación de 0.3% del IPC de arrendamientos. El IPC de transporte intermunicipal tuvo un aumento de 2.8%.

De esta forma, la inflación anual del IPC cerró el año 2024 en 5.2%, un mínimo no visto desde octubre de 2021 (Gráfico 13). La inflación del IPC de alimentos volvió a acelerarse levemente hasta 3.31%, mientras que la

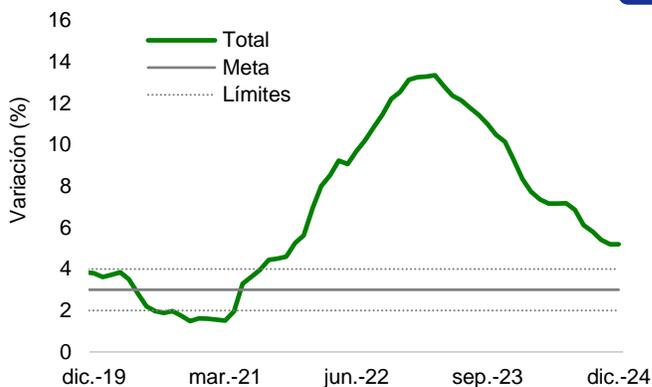
Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

		A	R	B	S	Total
Mensual	dic.-24	0.53	0.72	0.11	0.45	0.46
	dic.-23	-0.42	0.99	0.11	0.75	0.45
Anual	dic.-24	3.31	7.31	0.62	6.97	5.20
	nov.-24	2.34	7.59	0.62	7.28	5.20
Cont.	dic.-24	0.50	1.27	0.12	3.40	5.20
	nov.-24	0.35	1.31	0.12	3.56	5.20
A/C	dic.-24	3.31	7.31	0.62	6.97	5.20
	dic.-23	5.00	17.24	7.11	8.96	9.27
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.

inflación del IPC de regulados se mantiene como la más alta de los principales componentes, viajando a ritmos de 7.31%.

La inflación del IPC de bienes permaneció en 0.62%, en medio de presiones contrapuestas entre un consumo apenas recuperándose y una mayor depreciación del tipo de cambio. Por su parte, la inflación del IPC de servicios, la más rígida en el ciclo actual, se desaceleró hasta 6.97% y continúa afectada en gran medida por fenómenos de indexación de precios.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se redujo hasta 5.42%, su registro más bajo desde febrero de 2022. Pese a ello, este promedio continúa muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos fue 5.65%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 5.45%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, se desaceleró hasta 5.15% (Gráfico 14).

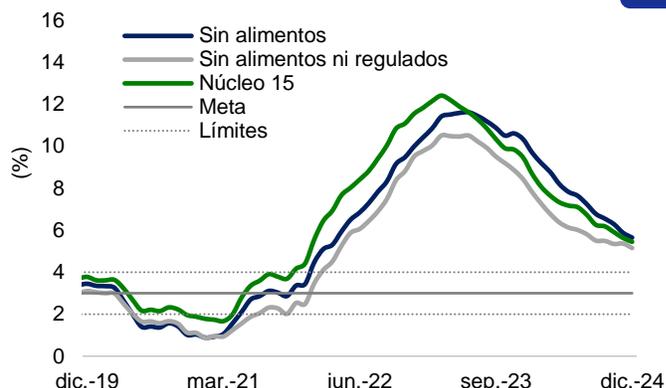
Las expectativas de inflación aumentaron en algunos casos, aunque en promedio se ubican dentro del rango meta de BanRep (Gráfico 15). Las expectativas de los analistas a horizontes de 1 y 2 años se ubicaron en 3.91% y 3.45%, respectivamente, mientras que a 5 años se sitúan en 3.22%. Por su parte, el promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES aumentó hasta 5.86%, un máximo no visto desde febrero de 2023 (Gráfico 15). Asimismo, las expectativas de cierre de 2025 se incrementaron hasta 3.89%.

Para el mes de enero pronosticamos una variación mensual de 0.84% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería levemente hasta 5.12%. Como lo analizamos al detalle en un informe reciente, la velocidad del proceso desinflacionario en 2025 se ralentizará significativamente y es altamente probable que la inflación cierre nuevamente por encima del límite superior del rango meta de inflación (ver “Otro año más por fuera” en [CE – Enero 20 de 2025](#)). De esta forma, **ahora esperamos un cierre de 4.6% en 2025, superior al 4% que estimábamos previamente.**

Tornando el análisis a las decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) recortó su tasa de interés de referencia en 25 pbs hasta 9.5% durante su reunión de diciembre, movimiento

Principales medidas de inflación núcleo

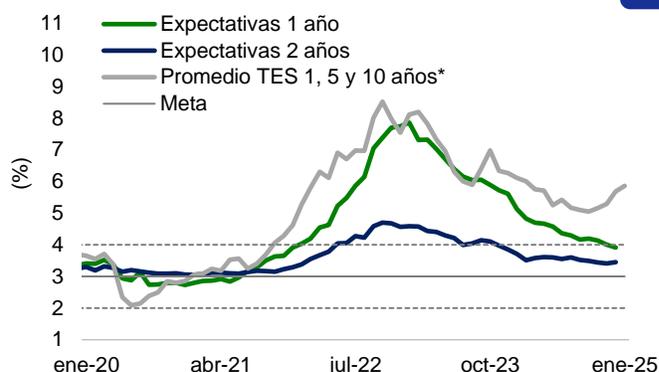
14



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.

inferior al esperado por nosotros y al consenso de analistas (Gráfico 16).

El sesgo de la JDBR sigue siendo totalmente bajista, aunque ahora con una mayor división entre sus miembros sobre la magnitud del recorte. En efecto, cinco codirectores (grupo mayoritario) votaron por un recorte de 25 pbs, uno votó por una reducción de 50 pbs y el miembro restante lo hizo por una reducción de 75 pbs.

El grupo mayoritario resaltó la necesidad de mantener la cautela en las decisiones de política monetaria, teniendo en cuenta que la inflación básica ha sido más persistente de lo anticipado. Destacan también algunos riesgos sobre la inflación como: 1) la depreciación de la tasa de cambio y su impacto sobre los precios de bienes transables; 2) el ligero aumento de las expectativas de inflación; y 3) el aumento del salario mínimo para el año 2025.

Por su parte, los miembros que votaron en disenso sugieren que la postura de política monetaria sigue siendo ampliamente contractiva, destacando el espacio y la necesidad de continuar impulsando la formación bruta de capital y de esta forma la actividad económica.

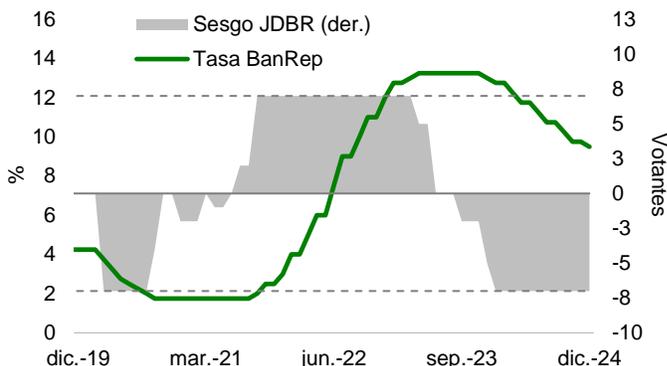
Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política monetaria se ubicó en diciembre en 4.95% y permaneció en su nivel más bajo desde mayo de 2023 (Gráfico 17). No obstante, la tasa real acumuló 30 meses por encima del nivel neutral (no inflacionario) estimado por el equipo técnico de BanRep, lo que sigue reflejando una postura restrictiva del emisor.

Anticipamos que BanRep mantendrá cautela en sus próximas reuniones y continuaría con recortes de 25 pbs mensuales en su tasa de interés de referencia, por lo menos hasta mediados de este año. Si bien esto implica una expectativa de recorte de 25 pbs para la reunión de enero, no descartamos la posibilidad que, dada la actual distribución de la JDBR, la tasa de interés se mantenga inalterada en 9.5%.

De esta forma, **revisamos al alza nuestra proyección de tasas de interés para el cierre de 2025 hasta 8%, desde el anterior 6.25%**. Este pronóstico es coherente con nuestra perspectiva de inflación para este año.

Tasa de referencia vs distribución JDBR

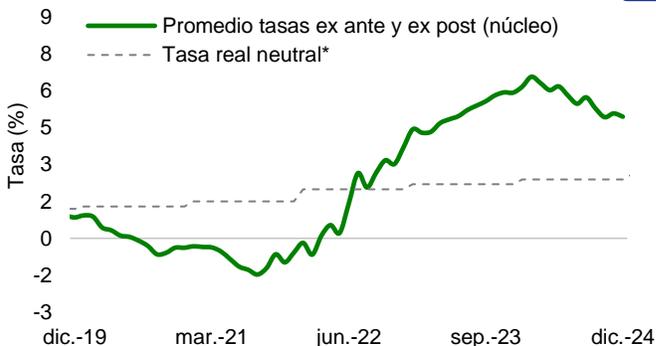
16



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 sigue ganando tracción gradualmente. Todas las modalidades en tendencia siguen dando cuenta de mejoras tanto en el ritmo real de la cartera total como en las dinámicas de la cartera vencida. El riesgo de impago, aunque permanece relativamente alto, también exhibe mejoras.

En términos reales (descontando inflación), el saldo de la cartera total de créditos se contrajo 1.9% en diciembre, su menor caída desde abril de 2023 (Gráfico 18). Los créditos hacia los hogares registraron una contracción de 4.7%, mientras que las colocaciones hacia las empresas crecieron 0.6%, su primera expansión tras 19 meses de caídas consecutivas.

Por modalidades, las carteras de vivienda y microcrédito exhiben los mayores crecimientos con ritmos de 2.7% y 3.1%, respectivamente. La cartera de microcréditos sigue apoyada por medidas fiscales enfocadas en el otorgamiento de créditos a la economía popular y pequeños productores-empresarios, como es el caso de los créditos irrigados en el marco del pacto por el crédito.

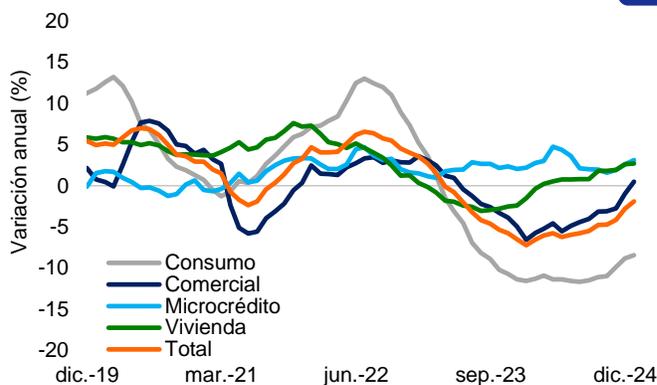
La cartera comercial, que históricamente es la más correlacionada con el ciclo macroeconómico, creció 0.5%. Por su parte, la cartera de consumo registró una variación real negativa de 8.4% y sigue siendo la más rezagada entre todas las modalidades, aunque esta fue su menor contracción desde julio de 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 19). Con información disponible con corte a octubre, el crecimiento del saldo de la cartera vencida del sistema fue de 0.2%, el más bajo desde septiembre de 2022.

El crecimiento más elevado de cartera vencida lo exhibe la modalidad de vivienda con 31.3%, seguido por microcrédito con 26.4% y por la cartera comercial que crece a ritmos de 8.1%. La cartera vencida de consumo cayó por cuarto mes consecutivo, esta vez a una tasa de 14.3%.

Crecimiento real de la cartera por modalidad

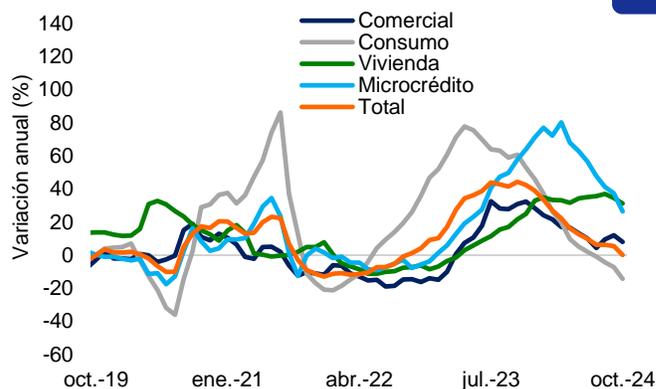
18



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

19



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se ha estabilizado alrededor de 5.1%. Por modalidades, el ICV de microcrédito continúa siendo el más alto y se ubicó en octubre en 9.2%, pero es su menor nivel desde finales de 2023. El ICV de la modalidad de consumo se redujo a 7.4%, el de cartera comercial permaneció estable en 3.9% y el de vivienda aumentó hasta 3.5% (Gráfico 20).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total creció apenas 0.5% en octubre, consistente con una menor presión en provisiones comparado con el año anterior. Así, la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito se habría mantenido estable durante 4T24 en 0.8%. 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 en comparación con los de alta rotación como el M1, que ha venido ganando terreno aceleradamente. La tendencia del M1 ha sido claramente alcista desde septiembre del 2023 y en la actualidad registra un crecimiento de 14.1%. Por su parte, el M2 y el M3 alcanzaron crecimientos de 9.2% y 8.2%, respectivamente (Gráfico 21).

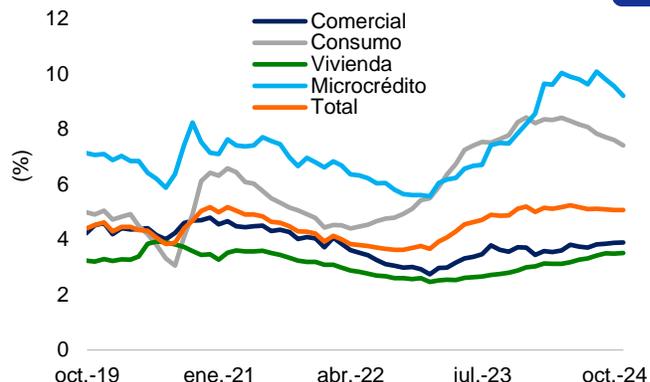
Las nuevas tendencias de los agregados monetarios obedecen, en su totalidad, a la flexibilización monetaria que inició BanRep desde finales del 2023. La decisión de reducir los requerimientos de encaje de los depósitos a la vista y a plazo hacia finales del año pasado, hace prever que la dinámica en los de medios de pago de mayor liquidez se siga acelerando en el futuro cercano.

De esta manera, la base monetaria tuvo una expansión de 10.8% en diciembre. Allí sobresale la recuperación del efectivo circulante con un crecimiento de 17.1%. La brecha entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema (medidos a través del M3) permaneció en terreno negativo y en el último mes se ubicó en -5.5 p.p. Este desequilibrio de demanda en el mercado de créditos continúa liberando presiones sobre las tasas de interés del 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 redujeron hasta niveles de 14.6%, favorecidas también por una mayor competencia entre establecimientos de crédito. Las

Evolución calidad de la cartera por modalidad

20



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

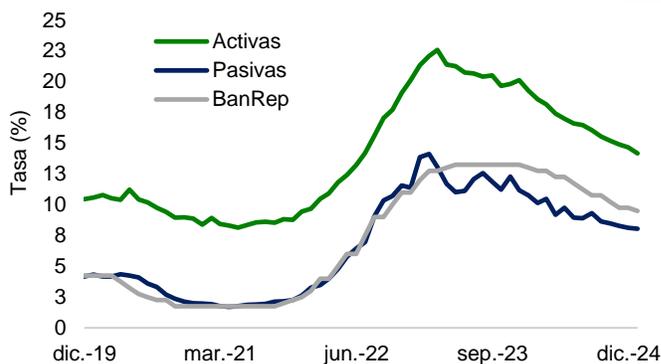
21



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.

tasas de captación también siguen descendiendo y el promedio de 4T24 alcanzó 8.2%, con presiones de fondeo muy bajas que han favorecido este comportamiento.

Según nuestros cálculos, el crecimiento real de la cartera en 2024 habría sido de -1.9%. Teniendo en cuenta las recientes dinámicas de demanda y oferta en el mercado de créditos, la recuperación prevista de la demanda interna de la economía este año, y los impulsos al crédito provenientes del pacto por el crédito y la reducción del encaje (ver “Impulsos al crédito” en [CE – Octubre 3 de 2024](#)), **esperamos ahora un crecimiento real de la cartera de créditos en 2025 de 2.3%, superior al 1.9% preliminar**. Esta sería su primera variación real positiva en los últimos tres años.

## Contexto externo

La información disponible de actividad en el frente externo continúa mostrando un crecimiento de nuestros socios comerciales en 2024 similar al registrado en 2023, incluso en casos como el de EEUU mostrando ritmos de expansión superiores. La inflación global sigue descendiendo, aunque a una menor velocidad frente a meses previos. En este entorno, los Bancos Centrales (BC) siguen recortando sus tasas de referencia (Gráfico 23), pero el espacio para mantener este ciclo en 2025 luce ahora más estrecho frente a lo previsto meses atrás.

La probabilidad de una escalada proteccionista a nivel mundial, así como los recientes incrementos en los precios de varios insumos en los mercados globales, implica riesgos no despreciables sobre el actual ciclo desinflacionario global. Los volúmenes de comercio mundial también se verían afectados negativamente, limitando por esta vía la capacidad de crecimiento económico mundial.

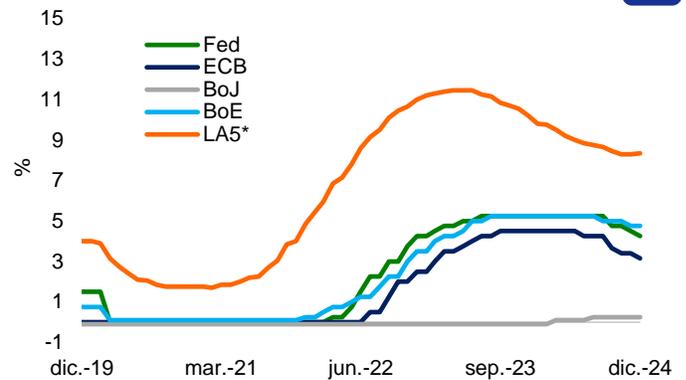
En EEUU, la Fed recortó en 25 pbs sus tasas de referencia hasta el rango 4.25% - 4.5% durante su última reunión de 2024. La Fed volvió a resaltar un mejor balance del mercado laboral y la inflación frente a sus objetivos, así como la resiliencia de la actividad económica. No obstante, el emisor se mostró más cauteloso de cara a los recortes sobre los tipos que tendrían lugar en 2025. En nuestro escenario base, suponemos un ciclo completo de recortes en las tasas Fed de 50 pbs, con dos recortes de 25 pbs hacia mediados de año y otros a finales del mismo (ver “Una Fed cautelosa” en [CE – Diciembre 20 de 2024](#)).

En cuanto a las cifras recientes de actividad económica, los últimos datos del índice PMI compuesto mostraron un comportamiento divergente entre grandes economías. Mientras que la de EEUU continúa mejorando, con un PMI alcanzando máximos desde 2T22, la Eurozona, Reino Unido y Japón han perdido impulso (Gráfico 24). A pesar de lo anterior, en promedio, el crecimiento durante 2024 habría superado 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

Tasas de interés de política monetaria

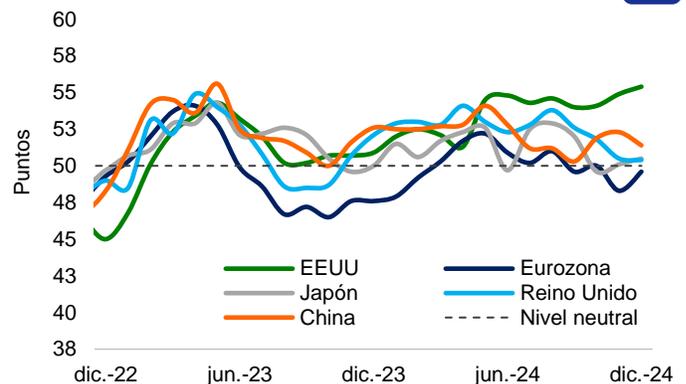
23



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.

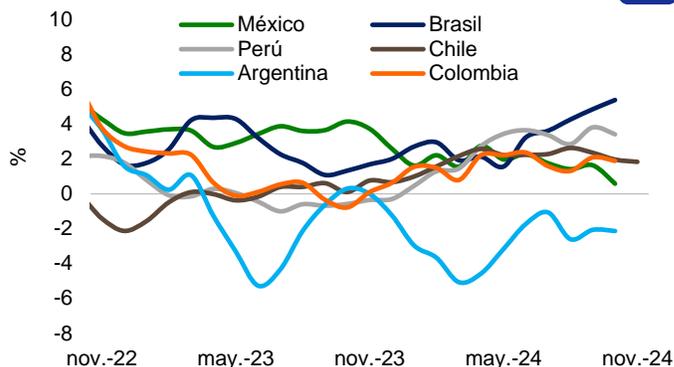
puntos que denota terreno de expansión. Por su parte, el PMI de la Eurozona continúa en terreno de contracción.

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante 4T24 habría sido de 3.4%, superando la expansión de 2.6% de 3T24 (Gráfico 25). Las economías de Brasil y Perú habrían liderado el crecimiento en la región con expansiones de 7.3% y 3.4%, respectivamente. Por su parte, la economía de Argentina habría registrado una contracción de 0.7% 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 descendió a 20%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se estima en 26.9%.

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)		
<b>Demanda agregada</b>							
PIB (%)	10.7	7.3	0.6	<b>1.8</b>	<b>2.9</b>	↑	↑
Consumo privado (%)	14.8	10.7	0.8	<b>1.4</b>	<b>3.7</b>	↑	↑
Gasto público (%)	10.3	0.8	1.6	<b>-1.1</b>	<b>-0.9</b>		
Inversión fija (%)	11.2	11.5	-9.5	<b>3.2</b>	<b>8.7</b>	↑	↑
Demanda interna (%)	13.6	10.2	-4.0	<b>1.8</b>	<b>4.3</b>	↑	↑
Exportaciones (%)	14.8	12.3	3.4	<b>4.3</b>	<b>2.9</b>	↑	↑
Importaciones (%)	28.7	23.6	-15.0	<b>3.4</b>	<b>8.7</b>	↑	↑
<b>Sectores actividad económica</b>							
Agropecuario (%)	3.1	-0.8	1.4	<b>8.6</b>	<b>2.1</b>	↑	↓
Comercio (%)	20.9	10.7	-2.8	<b>0.4</b>	<b>3.5</b>	↑	↑
Construcción (%)	5.7	6.8	-4.1	<b>2.6</b>	<b>1.9</b>	↑	↓
Financiero (%)	3.4	6.6	7.9	<b>0.8</b>	<b>3.9</b>	↑	↑
Industria (%)	16.4	9.5	-3.6	<b>-1.9</b>	<b>2.9</b>	↑	↓
Minería (%)	0.2	1.3	2.7	<b>-3.6</b>	<b>-0.1</b>	↑	↓
<b>Precios, tasas de interés y desempleo</b>							
Inflación (final del periodo %)	5.6	13.1	9.3	5.2	<b>4.6</b>		↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	3.00	12.00	13.00	9.50	<b>8.00</b>		↑
DTF EA (promedio año %)	2.0	8.2	13.2	10.2	<b>8.6</b>		↑
IBR overnight EA (promedio año %)	1.9	7.2	13.0	11.4	<b>8.7</b>		
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	8.5	13.0	10.4	11.7	<b>12.3</b>		↑
Tasa de desempleo nacional (%)	13.8	11.2	10.2	<b>10.3</b>	<b>11.0</b>		↓
<b>Sector externo</b>							
Tasa de cambio (promedio anual)	3749	4246	4326	4074	<b>4450</b>		↑
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4766	3950	4402	<b>4465</b>		↑
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-5.7	-6.1	-2.3	<b>-1.7</b>	<b>-2.5</b>	↑	↓
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.1	4.9	4.5	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>		
<b>Finanzas públicas</b>							
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-7.1	-5.3	-4.3	<b>-5.6</b>	<b>-4.9</b>		
Saldo deuda neta total GNC (% del PIB)	60.8	57.9	53.8	<b>55.3</b>	<b>56.5</b>		

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.

---