



Coyuntura económica Macroeconomía

Febrero 11 de 2025

¿Una pausa duradera?

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 4T24 sugieren que la actividad económica habría mantenido ritmos similares a los de 3T24, en medio de una recomposición de fuentes de crecimiento por el lado de la demanda donde sobresalen variables de gasto privado como el consumo y la inversión. Por el lado de la oferta, el comportamiento del sector terciario sigue siendo muy favorable y ha compensado los menores crecimientos de los sectores de las cadenas primaria y secundaria. La información disponible de 1T25 sugiere que la economía estaría perdiendo algo de impulso, aunque mantiene tasas de crecimiento comparativamente altas.

Los principales indicadores del mercado laboral siguen mostrando mejoras graduales en el balance, consistente con la recuperación de la actividad económica. La tasa de desempleo nacional en 2024 se mantuvo estable frente al año anterior, la tasa de desempleo urbana descendió y la creación de empleos se ha acelerado lentamente. En este entorno, la inflación de los salarios nominales ha venido descendiendo en meses recientes.

La inflación permaneció estable en el arranque de año y los riesgos alcistas se siguen intensificando, todo esto en un entorno cada vez más incierto. Las expectativas de inflación volvieron a aumentar y en algunas de sus mediciones se sitúan otra vez por encima del rango meta de inflación. En este entorno, BanRep decidió hacer una pausa prudente en su ciclo de recortes de tasa de interés y la dejó inalterada en 9.5% en reunión de enero.

La demanda de créditos sigue ganando tracción, al tiempo que el riesgo de impago en el sistema continúa disminuyendo. 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.

El crecimiento de los socios comerciales del país se ha desacelerado levemente en los últimos meses, en medio de divergencias significativas entre ellos, particularmente entre economías avanzadas. La desinflación global ha perdido velocidad y la flexibilización monetaria de los Bancos Centrales se vislumbra ahora más lenta. El riesgo de una escalada proteccionista impone un sesgo al alza sobre la inflación mundial en el corto plazo, así como limitaciones al crecimiento económico global.

Actividad económica

Las cifras disponibles de 4T24 continúan evidenciando un buen comportamiento de la economía, en línea con un mejor dinamismo del gasto interno privado. Aunque en tendencia central la actividad económica parece estar perdiendo algo de impulso (Gráfico 1), en cualquier caso, mantiene ritmos de expansión superiores a los de un año atrás.

Los sectores primario y secundario se desaceleraron hacia finales del año pasado, algo que fue contrarrestado por un mejor desempeño del sector terciario, especialmente de su componente privado, el cual se está soportando por la notable recuperación del gasto de los hogares. La escasa información disponible de 1T25 sugiere que el crecimiento de la economía se estaría desacelerando levemente frente a los registros de 4T24.

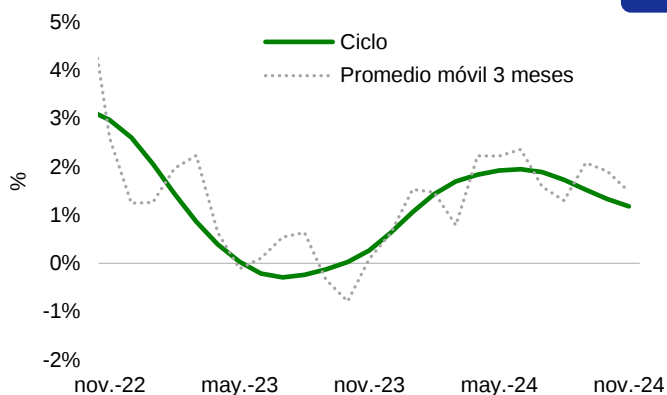
En esto entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se expandió en noviembre 0.4%¹, alcanzando su crecimiento más bajo desde junio pasado y situándose por debajo de las expectativas de analistas y de la nuestra (ver “La prudencia está de moda” en [IMCE – Enero de 2025](#)).

El ISE de la cadena **primaria** se contrajo 1.7% en noviembre, tras ser la rama de actividad con mayor expansión en meses previos (Gráfico 2). Mientras la producción de café sigue repuntando y ha retornado a niveles no observados desde el año 2019, la producción de cultivos agrícolas (excluyendo café) ha comenzado a moderarse. Las actividades del sector minero-energético, especialmente petróleo y carbón, volvieron a registrar contracciones.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital fijo, cayó 2.6% en noviembre, su mayor contracción en los últimos 5 meses. No obstante, 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](#)).

Tendencia central del ISE en últimos dos años

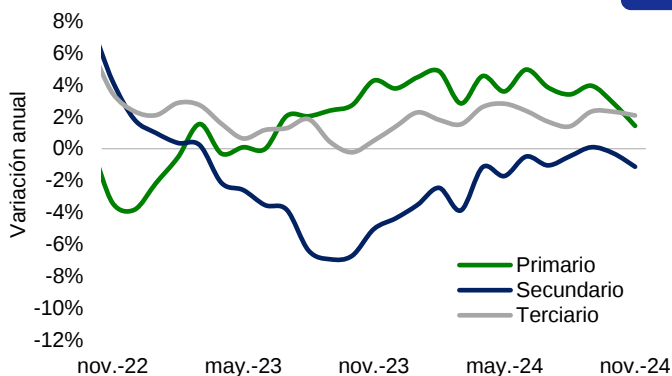
1



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución del ISE por cadenas de producción*

2



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Series suavizadas con un promedio móvil de 3 meses.

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

Las actividades manufactureras, que concentran buena parte de la producción industrial, lideran esta recuperación del ISE secundario. En contraste, el sector de la construcción sigue mostrando un fuerte deterioro en medio de comportamientos dispares entre edificaciones y obras civiles. En efecto, la información reciente sugiere mejoras importantes en las obras civiles, impulsadas por el rubro de carreteras, puentes y túneles, pero en la actividad de edificaciones, especialmente residenciales, se observa un rezago importante.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público en servicios, registró un crecimiento de 1.6% en noviembre. Tras varios meses de impulso fiscal, su componente público registró una caída de 0.7% que fue compensada por un crecimiento de 2.5% del componente privado, su mayor expansión desde febrero de 2023.

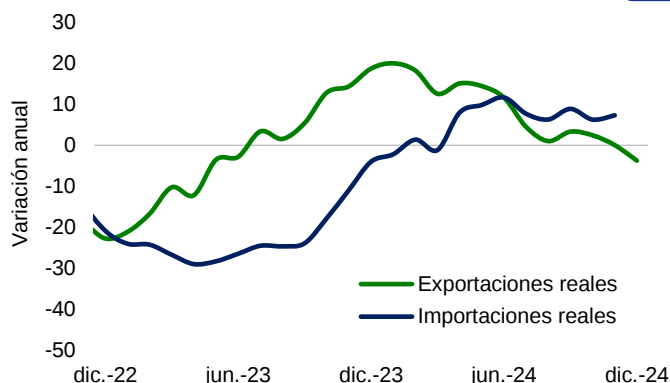
Dentro de esta cadena se destaca el índice de ventas reales del comercio minorista, que en tendencia sigue ganando tracción y en el último mes tuvo una fuerte expansión de 10.4%, su mayor crecimiento desde junio de 2022. Las ventas reales de bienes no durables y semidurables crecieron 6.1% y 2.4%, respectivamente, mientras que las ventas de bienes durables se expandieron 15.1%. Las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS) mostraron una caída de 1.2% en los ingresos reales de los servicios, pero en tendencia central se siguen recuperando.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB crecieron 0.6% en diciembre, afectadas principalmente por una reducción de 15.5% y 28.9% de las exportaciones de petróleo y carbón, respectivamente. Las exportaciones de café crecieron 51% y las ventas externas no tradicionales, concentradas principalmente en productos de la agroindustria, aumentaron 17.1%, en ambos casos compensando las caídas de las exportaciones minero-energéticas.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan una caída real de 9.6% de las exportaciones (Gráfico 3), en línea con la reducción de 13.7% en los volúmenes de bienes exportados en el último mes. La dinámica de las exportaciones ha venido perdiendo terreno, en línea con un menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales desde 3T23.

Variables de comercio internacional (PM3)

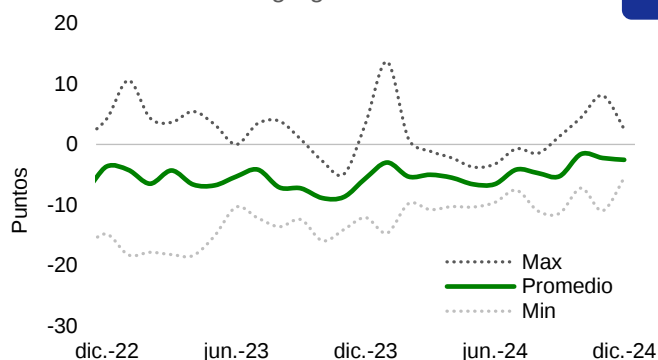
3



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.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron un crecimiento de 12% en noviembre, su mayor expansión desde abril de 2024. Las compras externas se concentraron principalmente en bienes de consumo duradero y bienes intermedios para la industria, con crecimientos de 30.8% y 24.2%, respectivamente. En términos reales, las importaciones crecieron 10.1%, evidenciando consistencia con un favorable comportamiento de la demanda interna.

La información de indicadores adelantados y a tiempo real de la actividad sugiere que la economía en 1T25 estaría perdiendo algo de impulso frente a 4T24, si bien esto se ha dado en medio de movimientos heterogéneos entre ellos. No obstante, los crecimientos preliminares continúan siendo importantes y sugieren continuidad del proceso de recuperación económica.

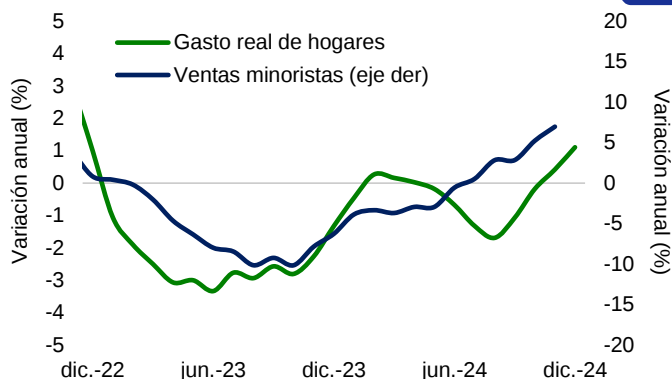
Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintos índices disponibles de confianza de hogares y empresas, registró en 4T24 sus mayores niveles de los últimos 2 años (Gráfico 4). Dada su naturaleza, la lectura de este índice sugiere mejoras del gasto interno de la economía de cara al futuro cercano.

El consumo real de los hogares se recuperó en 4T24, alcanzando su mayor crecimiento desde 3T22. En efecto, el gasto real de los hogares, según cifras de RADDAR, creció 1.1% en 4T24, contrastando con la caída promedio de 1.1% de 3T24. Lo anterior sigue estando en línea con la favorable dinámica de las ventas minoristas (Gráfico 5).

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 1T25 promedian los 53.8 puntos, manteniéndose en terreno de expansión y superando el promedio de 51.9 puntos de 4T24. De hecho, alcanzó máximos no observados desde 2T22.

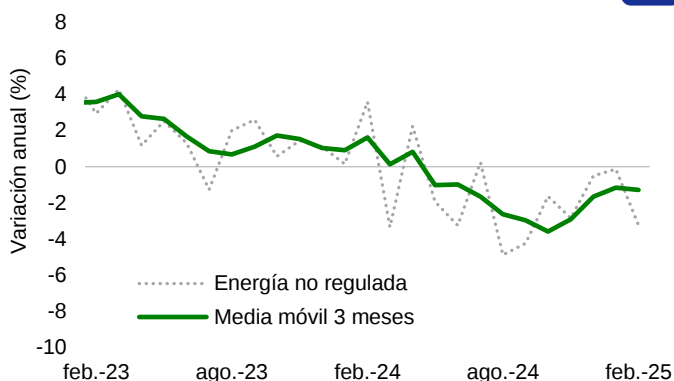
Asimismo, la demanda de energía no regulada, una buena variable *proxy* de inversión fija a tiempo real, ha limitado su caída, lo que permite anticipar una mejor dinámica de la inversión en el corto plazo (Gráfico 6). La información a tiempo real de febrero muestra una tendencia en sus ritmos de crecimiento que mejoran frente a los registros de 4T24.

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)



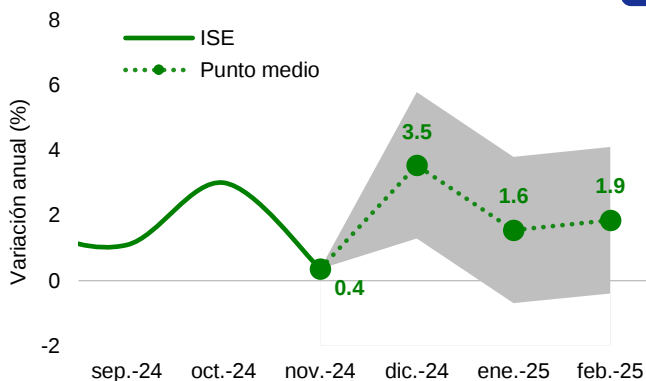
Fuente: RADDAR y DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Demanda total de energía no regulada



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Intervalo de pronóstico de corto plazo del ISE*



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

Teniendo en cuenta toda la información anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere una expansión de 3.5% del ISE en diciembre (Gráfico 7). Para enero y febrero, nuestros cálculos apuntan a crecimientos de 1.6% y 1.9%, respectivamente, con lo cual el crecimiento preliminar de la economía en 1T25 sería de 1.7%.

De esta forma, **esperamos un crecimiento del PIB entre 2% y 2.5% en 4T24**, similar al registrado durante 3T24. Con lo anterior, el crecimiento del PIB para todo 2024 habría sido del orden 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 mantenemos nuestra proyección de crecimiento en 2.9%.**

Mercado laboral

Los principales indicadores del mercado laboral siguen mostrando mejoras graduales en el balance, coherente con la recuperación de la actividad económica. La tasa de desempleo nacional en 2024 se redujo, así como la tasa de desempleo urbana, que persiste por debajo de sus niveles estructurales. Asimismo, la creación de empleos en sectores que concentran ampliamente la demanda de trabajo total del país continúa mejorando.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional en diciembre aumentó levemente hasta 9.7%, pero se mantuvo comparativamente baja frente a meses anteriores (Gráfico 8). Por su parte, tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación aumentó hasta 58%, máximos no vistos desde septiembre de 2023, mientras que la tasa global de participación hizo lo propio hasta 64.2%.

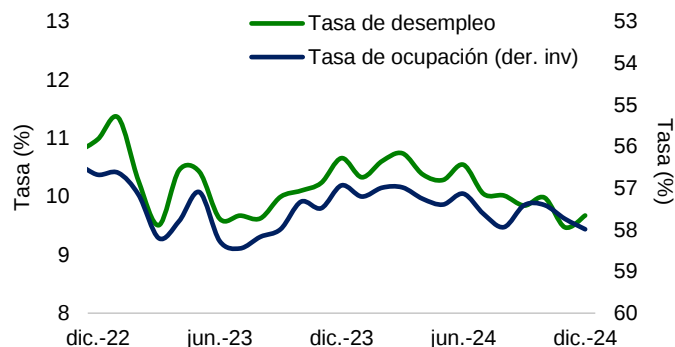
La tasa de desempleo nacional permanece por debajo de sus niveles estructurales o no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales se estiman alrededor de 11%. Esto indica que la brecha de empleo en la economía sigue siendo positiva (desbalance de demanda).

Asimismo, para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo descendió hasta 9.4% en diciembre, algo no visto desde mediados de 2023. 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 en 2023, pero hacia finales del año pasado comenzaron a mostrar síntomas de reactivación (Gráfico 10). En efecto, el total de ocupados aumentó 2.4% en diciembre, su mayor crecimiento desde enero de 2024, favorecida por un crecimiento de 3.4% en el acervo de ocupados del sector secundario (Gráfico 10). La ocupación en el sector terciario creció 2.8%, mientras que la ocupación de la cadena primaria registró una caída de 0.5%, en línea con la menor dinámica del sector.

Principales indicadores del mercado laboral*

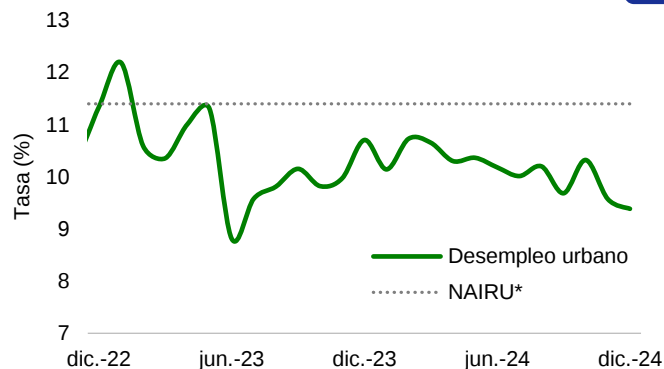
8



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

Evolución del desempleo en grandes ciudades*

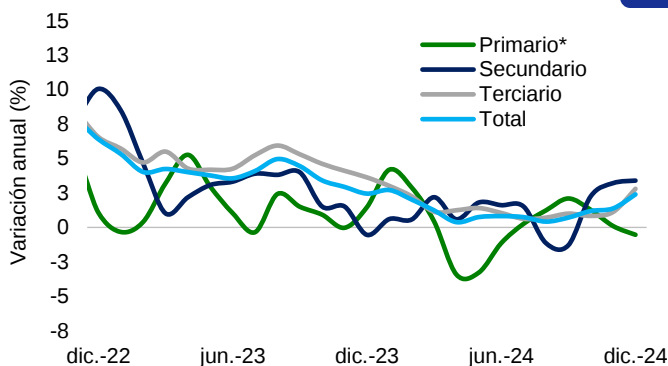
9



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.

Los sectores de actividades profesionales y suministro de servicios públicos registraron reducciones de 120 y 70 mil ocupados durante el último año con corte a diciembre, respectivamente. Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron los de alojamiento y servicios de comida, actividades inmobiliarias, y comercio y reparación de vehículos, con aumentos de 261, 145 y 129 mil personas en ese mismo orden.

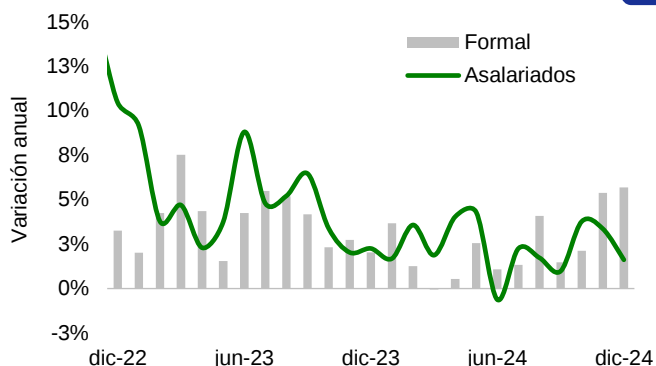
La creación de empleos asalariados y formales en la economía también evidenció algunas mejoras al cierre de 2024 (Gráfico 11). Adicional a lo anterior, la generación de este tipo de empleos sigue superando la del empleo no asalariado e informal. En efecto, el acervo de los empleos asalariados creció 2.4% en promedio durante 2024, mientras que la demanda de empleo no asalariado cayó 0.7%. Por su parte, el empleo formal creció 2.4% y el empleo informal registró una reducción de 5.6%.

Una demanda de trabajo inferior a la observada un año atrás sigue restando algo de presión 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 9.5% en noviembre, 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 20 meses en terreno positivo y seguirá apoyando mejoras del gasto de los hogares en el futuro cercano.

En línea con una recuperación económica esperada para 2025, así como en unos menores excesos de capacidad instalada, esperamos que la brecha positiva de empleo en el mercado laboral se mantenga este año. Esto implica que la demanda de trabajo mejorará levemente en el corto plazo y que los niveles de desempleo permanecerán levemente por debajo de sus niveles estructurales. **Estimamos que la tasa de desempleo nacional promedie 11% en 2025.**

Dinámicas del empleo asalariado y formal

11

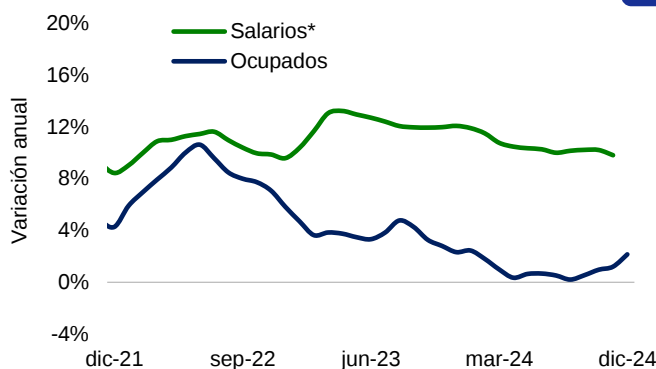


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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 0.94% en enero, superior a nuestras estimaciones y a las del consenso de analistas. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, esta variación fue superior a su promedio histórico de 0.83% para el mismo mes y similar a la variación mensual de 0.92% de enero de 2024 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 1.62%, la más alta de los componentes del IPC. Este resultado se dio en medio de un aumento mensual de 2.92% en el IPC de alimentos perecederos y de 1.28% en los precios de alimentos procesados, estos últimos afectados al alza por: 1) la depreciación acumulada de la tasa de cambio; 2) incrementos en los precios internacionales de los alimentos; y 3) aumentos en los costos de transporte marítimo internacionales.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un aumento mensual de 1.27%. Los precios que más aumentaron en esta canasta fueron los peajes (6.44%) y el transporte urbano (4.04%), en ambos casos registrando incrementos típicos-estacionales de la temporada.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.18%. Allí se destacan el aumento de 0.64% del IPC de bebidas alcohólicas, seguido por la variación de 0.38% del IPC de aseo y cuidado personal. El IPC de vehículos registró un incremento de 0.26%.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.80%. Dentro de los rubros que más pesaron en esta canasta se destaca el aumento de 2.01% del IPC de restaurantes y bares, seguido por la variación de 1.01% del IPC de transporte intermunicipal y escolar.

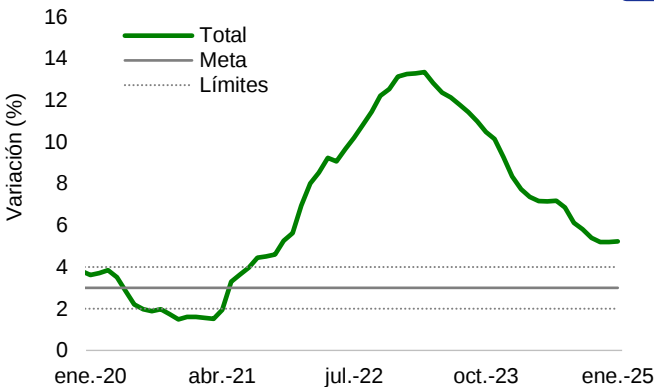
De esta forma, la inflación anual del IPC se mantuvo relativamente estable en 5.22% y continúa muy por encima del rango meta de BanRep (Gráfico 13). La inflación del IPC de servicios, cuyo peso en la canasta del IPC total es del 49%, sigue siendo la más elevada viajando a ritmos del 6.8%. A este componente le sigue el IPC de regulados, cuya inflación se sitúa en 6.64%, y el IPC de alimentos con una inflación anual de 4.49%,

Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

						T1
		A	R	B	S	Total
Mensual	ene.-25	1.62	1.27	0.18	0.80	0.94
	ene.-24	0.48	1.91	0.25	0.96	0.92
Anual	ene.-25	4.49	6.64	0.56	6.80	5.22
	dic.-24	3.31	7.31	0.62	6.97	5.20
Cont.	ene.-25	0.68	1.15	0.10	3.32	5.22
	dic.-24	0.50	1.27	0.12	3.40	5.20
A/C	ene.-25	4.99	8.67	0.80	7.82	6.19
	ene.-24	5.50	19.48	7.38	10.01	10.27
Tendencia*		▼	▼	▼	▼	▼

Fuente: BanRep. *Diferencia en la inflación año corrido.
A = Alimentos; R = Regulados; B = Bienes; S = Servicios.

Inflación al consumidor en últimos 5 años



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

este último mostrando un incremento frente al cierre de 2024. Por su parte, la inflación del IPC de bienes se mantiene como la más baja con ritmos del 0.56%.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se redujo hasta 5.3%, su registro más bajo desde marzo de 2022, pero también por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos fue 5.39%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 5.49%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, se desaceleró hasta 5.02% (Gráfico 14).

Las expectativas de inflación aumentaron en enero y varias de ellas superaron el rango meta de BanRep. Las expectativas de los analistas a horizontes de 1, 2 y 5 años se ubicaron en 4.06% y 3.51%, respectivamente, mientras que a 5 años se sitúan en 3.33%. Por su parte, el promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES se situó en 5.65%, niveles superiores a los registros de finales de 2024 (Gráfico 15). Asimismo, las expectativas de cierre de 2025 aumentaron hasta 4.21%, su lectura más alta del último año.

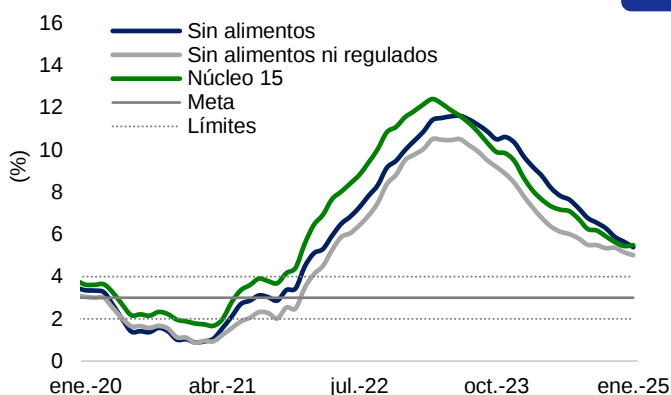
Para el mes de febrero pronosticamos una variación mensual de 1.05% en el IPC, con lo cual la inflación anual se situaría en 5.19%. De materializarse esta expectativa, la inflación completaría 3 meses alrededor de 5.2%, lo que refuerza la reciente decisión del BanRep. Los riesgos inflacionarios en 2025 no son menores, tal como lo explicamos en un informe reciente (ver “Otro año más por fuera” en [CE – Enero 20 de 2025](#)), y es altamente factible que el espacio para un mayor ajuste sea más estrecho frente al previsto inicialmente. De esta forma, **ahora esperamos un cierre de 4.9% de la inflación en 2025, superior al 4.6% que estimábamos previamente.**

Tornando el análisis a las decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió hacer una pausa en el ciclo de recortes de tasa de interés de intervención y la mantuvo inalterada en 9.5% durante su reunión de enero (Gráfico 16).

La distribución de la JDBR tuvo un cambio importante y en esta oportunidad cinco codirectores (grupo mayoritario) votaron por estabilidad de tasas. Los restantes codirectores volvieron a votar por recortes de tasas (uno lo hizo por 25 pbs y el otro por 50 pbs), pero moderaron la magnitud de dicho movimiento frente a su

Principales medidas de inflación núcleo

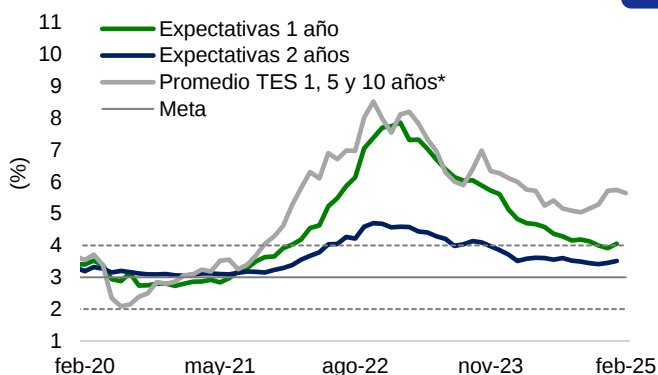
14



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.

voto de la reunión de diciembre (en ambos casos en 25 pbs).

El grupo mayoritario resaltó la necesidad de hacer una pausa en las reducciones de tasa de interés para evaluar el efecto de algunos choques sobre la inflación, como el ajuste del salario mínimo, los mayores costos de producción y el aumento en las expectativas de inflación. Asimismo, destacaron los riesgos que enfrenta la tasa de cambio por cuenta de la incertidumbre fiscal y el contexto externo. Este grupo enfatizó en la necesidad de mantener una postura contractiva de política monetaria dada la incertidumbre fiscal.

Por su parte, los miembros que votaron en disenso destacaron la necesidad de continuar propiciando la recuperación de la inversión y de esta forma de la actividad económica. Algunos de ellos siguen manifestando abiertamente su oposición a mantener una tasa de interés real todavía muy contractiva.

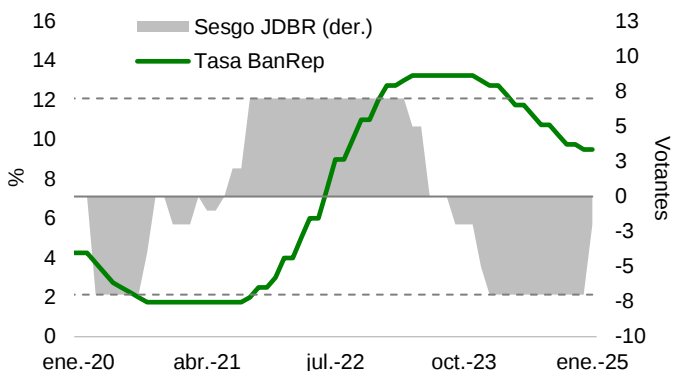
El equipo técnico revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento y ahora estima una expansión de 1.8% para 2024 y de 2.6% para 2025. En materia de inflación, la proyección para 2025 aumentó desde 3.1% hasta 4%, reconociendo implícitamente un riesgo no despreciable de que la inflación complete 5 años por encima del rango meta.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política monetaria permaneció estable en enero en 5.1% (Gráfico 17). De esta forma, 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 altamente restrictiva del emisor.

Anticipamos que BanRep retomará sus recortes de tasas de interés en su próxima reunión del mes de marzo con una reducción de 25 pbs hasta 9.25%. Sin embargo, esperamos que la JDBR siga dividida en torno a la magnitud de los ajustes. **Mantenemos nuestra proyección de tasas de interés para el cierre de 2025 en 8%.**

Tasa de referencia vs distribución JDBR

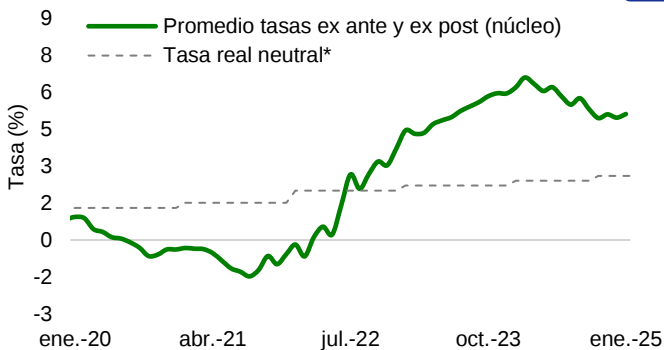
16



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 en todas sus modalidades, en línea con un mejor comportamiento de la demanda interna de la economía y menores tasas de interés. El riesgo de impago también ha descendido, en medio de mejoras en los niveles de cartera vencida y otros indicadores de morosidad.

En términos reales (descontando inflación), si bien los crecimientos continúan siendo negativos, la tendencia de la cartera total de créditos en enero alcanzó sus mejores registros de los últimos 2 años (Gráfico 18). Los créditos hacia los hogares registraron una contracción de 4.6%, mientras que las colocaciones hacia las empresas crecieron 0.1%.

Por modalidades, las carteras de microcrédito y vivienda exhiben los mayores crecimientos con ritmos reales de 3.1% y 2.9%, 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.

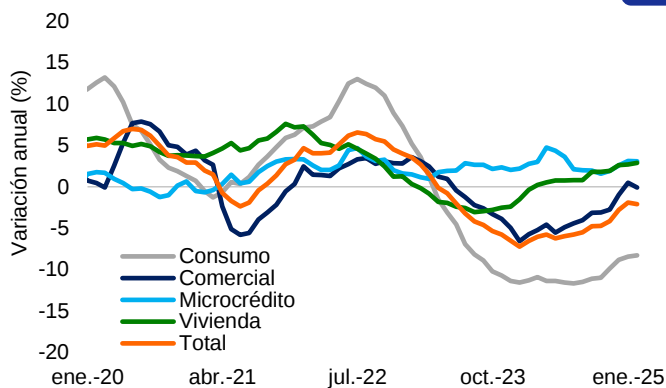
La cartera comercial, que históricamente es la más correlacionada con el ciclo macroeconómico, tuvo un crecimiento real nulo pero su tendencia reciente sigue evidenciando una sólida recuperación. Por su parte, la cartera de consumo registró una variación real negativa de 8.3% y es la más rezagada entre todas las modalidades, pero alcanzó su menor contracción desde julio de 2023.

Por el lado de la oferta, varios indicadores señalan en un menor riesgo de impago en el sistema y sustentan mejoras para la irrigación de crédito en el futuro cercano (Gráfico 19). Con información disponible con corte a noviembre, el saldo de la cartera vencida del sistema se redujo 0.9%, su primera contracción desde 2022.

El crecimiento más elevado de cartera vencida lo exhibe la modalidad de vivienda con 27.5%, seguido por microcrédito con 16.8% y por la cartera comercial que crece a ritmos de 11.2%. La cartera vencida de consumo

Crecimiento real de la cartera por modalidad

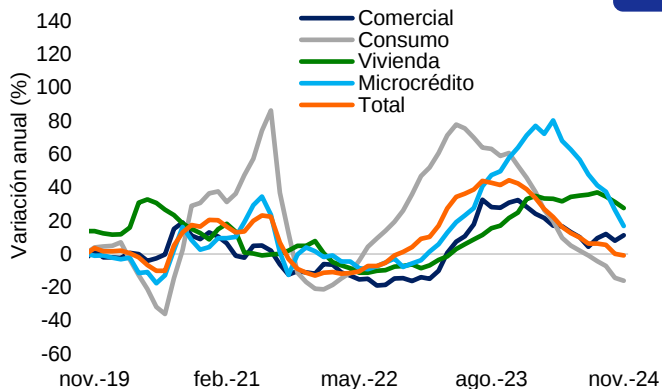
18



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

19



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

cayó por quinto mes consecutivo, esta vez a una tasa de 16.1%.

En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se redujo hasta 5%. Por modalidades, el ICV de microcrédito y de consumo se redujeron a sus menores niveles desde finales de 2023, mientras que en el ICV de vivienda y créditos comerciales se observó relativa estabilidad (Gráfico 20).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total creció apenas 1.2% en noviembre, 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 alrededor de 0.8%, pero todavía muy por debajo de su promedio histórico.

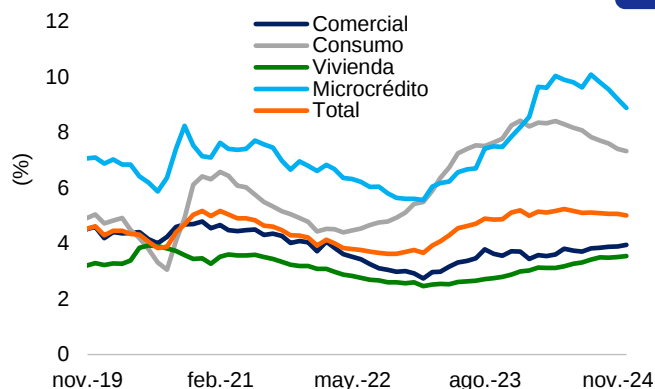
Los agregados monetarios de menor liquidez, como el M2 y el M3, crecen a ritmos inferiores en comparación con los de alta rotación como el M1 (Gráfico 21). Este último sigue ganando terreno como consecuencia de un aumento del efectivo circulante y mayores preferencias de liquidez, resultado de las medidas de flexibilización monetaria de BanRep y un mayor crecimiento del producto. De esta manera, la base monetaria tuvo una expansión de 11.6% en enero, donde sobresale el crecimiento de 19.4% del efectivo.

En este entorno, las tasas de interés activas y pasivas siguen descendiendo (Gráfico 22). En promedio, en 1T25 las tasas de colocación se ubican niveles de 14.8%, por debajo de los registros de 4T24. Las tasas de captación también disminuyeron y el promedio de 1T25 bordea el 8%, con presiones de fondeo bajas que han favorecido este comportamiento.

Teniendo en cuenta las recientes dinámicas del mercado de créditos, la recuperación de la economía y los impulsos al crédito provenientes de estímulos de demanda (ver “Impulsos al crédito” en [CE – Octubre 3 de 2024](#)), **ahora esperamos un crecimiento real de la cartera de créditos de 2.9% en 2025.**

Evolución calidad de la cartera por modalidad

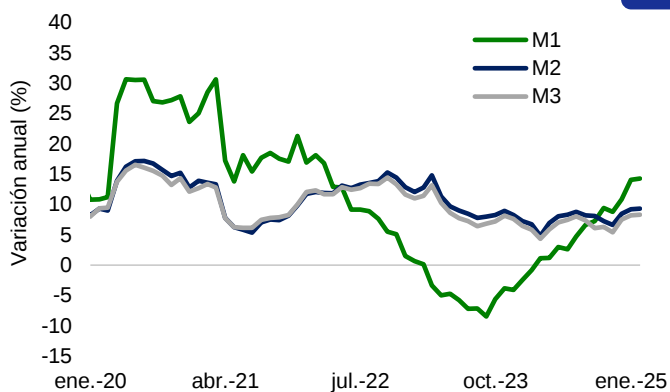
20



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

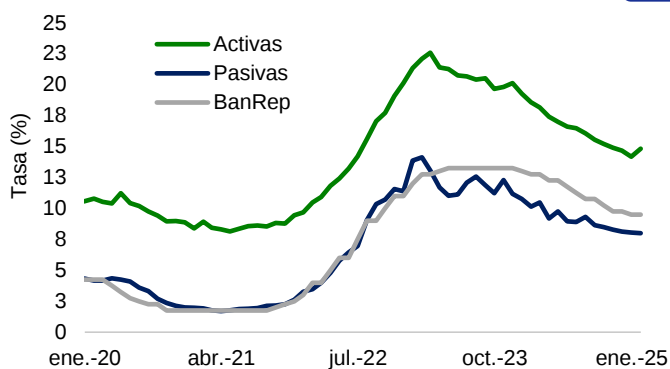
21



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.

Contexto externo

La información disponible de actividad de 4T24 en el frente externo sugiere un crecimiento de nuestros socios comerciales que se habría desacelerado levemente. La inflación global continúa descendiendo, aunque a una menor velocidad frente a meses previos y enfrenta riesgos no despreciables al alza en el horizonte de pronóstico. En este entorno, el ciclo de flexibilización de política monetaria de los Bancos Centrales (BC) se ha tornado heterogéneo y la velocidad en el ajuste de recortes de tasas de interés se ha hecho más lenta (Gráfico 23).

La probabilidad de una escalada proteccionista a nivel mundial implica riesgos considerables 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 de cara a 2025.

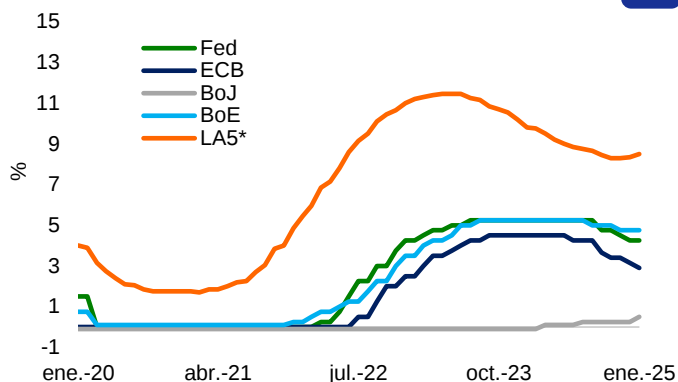
En EEUU, y en línea con lo esperado, la Fed mantuvo estable su tasa de referencia en el rango de 4.25% - 4.5% durante su primera reunión de 2025. El emisor no ha mostrado prisa por seguir recortando tasas en el futuro cercano, en un contexto donde el mercado laboral continúa estrecho y la inflación por encima de la meta de 2%. Seguimos esperando que el siguiente recorte de 25 pbs en la tasa Fed ocurra hacia mediados de este año (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 siguen mostrando un comportamiento divergente entre grandes economías. El PMI de EEUU ha permanecido sistemáticamente por encima de las lecturas del PMI de la Eurozona, Reino Unido y Japón. No obstante, en enero el PMI de EEUU cayó significativamente ante los temores de una escalada proteccionista liderada por el nuevo Gobierno de ese país, mientras que el del resto de economías avanzadas se recuperó levemente.

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante 4T24 habría sido de 2.8%, superando levemente 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 5.7% y 3.7%, respectivamente. Por su

Tasas de interés de política monetaria

23

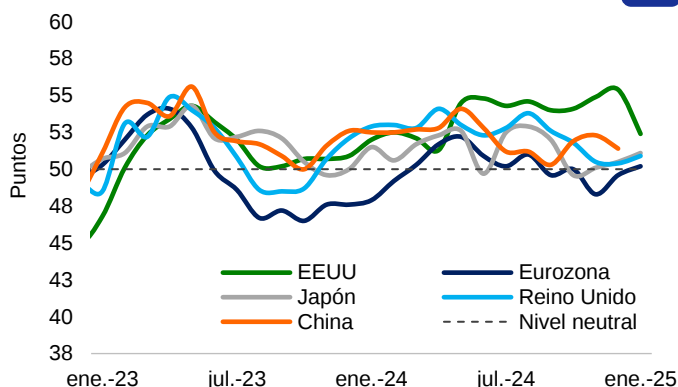


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Promedio de tasas de política en Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.

Evolución PMI compuesto en economías grandes

24



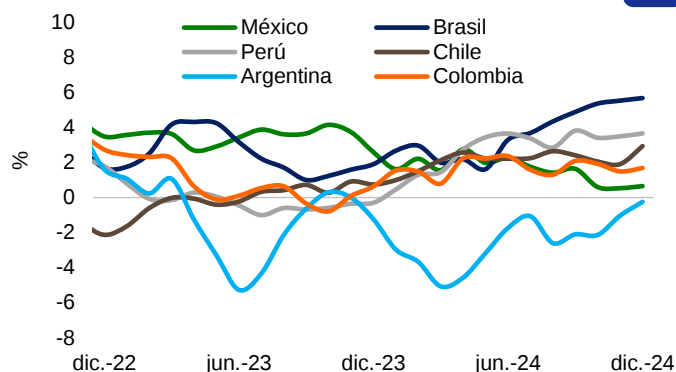
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

parte, la economía de Argentina habría registrado una contracción de 0.3% y permanece como la más rezagada en la región. No obstante, la tendencia en el comportamiento de la actividad en Argentina sugiere que podría superar los crecimientos de otras grandes economías de la región en 2025.

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 25.6%.

Índices de actividad en economías de LATAM*

25



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Series suavizadas con un promedio móvil de 3 meses.

Proyecciones Económicas

	2021	2022	2023	2024(p)	2025(p)		
Demanda agregada							
PIB (%)	10.7	7.3	0.6	1.8	2.9		
Consumo privado (%)	14.8	10.7	0.8	1.5	3.5	↑	↓
Gasto público (%)	10.3	0.8	1.6	-1.2	-0.3	↓	↑
Inversión fija (%)	11.2	11.5	-9.5	2.7	8.8	↓	↑
Demanda interna (%)	13.6	10.2	-4.0	1.8	4.3	↑	↓
Exportaciones (%)	14.8	12.3	3.4	4.3	3.3		↑
Importaciones (%)	28.7	23.6	-15.0	3.4	8.6	↑	↓
Sectores actividad económica							
Agropecuario (%)	3.1	-0.8	1.4	8.6	2.1		
Comercio (%)	20.9	10.7	-2.8	0.6	3.3	↑	↓
Construcción (%)	5.7	6.8	-4.1	2.5	2.1	↓	↑
Financiero (%)	3.4	6.6	7.9	0.8	3.9		
Industria (%)	16.4	9.5	-3.6	-2.1	3.3	↓	↑
Minería (%)	0.2	1.3	2.7	-3.7	0.3	↓	↑
Precios, tasas de interés y desempleo							
Inflación (final del periodo %)	5.6	13.1	9.3	5.2	4.9		↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	3.00	12.00	13.00	9.50	8.00		
DTF EA (promedio año %)	2.0	8.2	13.2	10.2	8.7		↑
IBR overnight EA (promedio año %)	1.9	7.2	13.0	11.4	8.8		↑
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	8.5	13.0	10.4	11.7	12.5		↑
Tasa de desempleo nacional (%)	13.8	11.2	10.2	10.2	10.9		↓
Sector externo							
Tasa de cambio (promedio anual)	3749	4246	4326	4074	4390		↓
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4766	3950	4402	4435		↓
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-5.7	-6.1	-2.3	-1.7	-2.5		
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	-6.8	-5.1		↓
Saldo deuda neta total GNC (% del PIB)	60.8	57.9	53.8	60.0	60.6		↑

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.
