



Sesgos bajistas sobre el crecimiento

Abril 11 de 2025

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 1T25 sugieren que la economía habría mantenido una senda de recuperación apalancada por mejoras tanto en el gasto de los hogares como en la inversión. Por el lado de la oferta, la buena dinámica de los subsectores de la cadena terciaria ha compensado más que proporcionalmente el menor ritmo de expansión del sector primario. La información preliminar de 2T25, aún escasa, sugiere que la actividad económica estaría perdiendo algo de impulso frente a los registros de trimestres anteriores.

Los principales indicadores del mercado laboral siguen mostrando mejoras, consistente con una recuperación de la actividad económica. El desempleo a nivel nacional y urbano continúa descendiendo, alcanzando mínimos de varios años y en ambos casos situándose 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 este entorno, la inflación de los salarios nominales se sigue desacelerando lentamente.

La inflación volvió a desacelerarse luego de 3 meses estancada alrededor del 5.2%, pero los riesgos de corto plazo sobre la dinámica de los precios siguen siendo necesariamente alcistas. Las expectativas de inflación vienen aumentando y persisten por encima de la meta de BanRep. En este entorno, BanRep mantuvo su cautela y decidió dejar inalterada la tasa de interés de referencia en 9.5% durante su reunión de marzo.

La demanda de créditos continúa ganando tracción, al tiempo que el riesgo de impago en el sistema continúa disminuyendo. Las tasas de interés activas y pasivas siguen descendiendo, aunque a una velocidad más lenta frente a lo observado en meses previos debido a la pausa monetaria de BanRep. Aunque las perspectivas del crédito en el corto plazo siguen siendo positivas, algunos riesgos en materia de crecimiento y tasas de interés podrían limitarlas.

La actividad económica de los socios comerciales del país se ha debilitado en el arranque de este año. La desinflación global ha perdido velocidad y las condiciones financieras se han estrechado recientemente. La guerra de aranceles está creando riesgos no sólo sobre los volúmenes de comercio mundial y el crecimiento del PIB global, sino también sobre la inflación. La probabilidad de una estanflación, especialmente en EEUU, se ha incrementado.

Actividad económica

Las cifras disponibles de 1T25 sugieren que la economía habría mantenido una senda recuperación apalancada por mejoras tanto en el gasto de los hogares como en la inversión. Por el lado de la oferta, la buena dinámica de los subsectores de la cadena terciaria ha compensado más que proporcionalmente el menor ritmo de expansión del sector primario. La información preliminar de 2T25, aún escasa, sugiere que la actividad económica estaría perdiendo algo de impulso frente a los registros de trimestres anteriores.

En esto entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se expandió en enero 2.6%¹, ligeramente inferior al registro del mes anterior, pero superando las expectativas de analistas y la nuestra que apuntaba a expansiones del orden de 1.6% (ver “Una pausa duradera” en [IMCE – Febrero de 2025](#)). En tendencia central, las cifras del ISE apuntan a una aceleración del crecimiento del PIB en 1T25 frente a los registros de finales de 2024 (Gráfico 1).

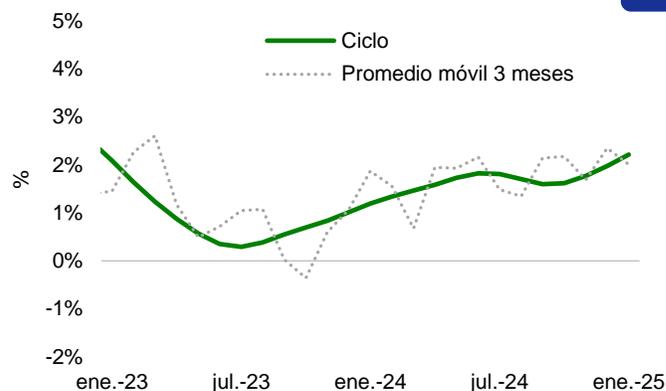
El ISE de la cadena **primaria** cayó 0.1% en enero y sigue perdiendo impulso (Gráfico 2). La dinámica de la producción de cultivos agrícolas, con excepción del café que sigue mostrando un buen desempeño, ha venido moderándose en medio de una normalización de la oferta agrícola. Las actividades del sector 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, se expandió a una tasa moderada de 0.5% en enero. La recuperación de este sector continúa siendo lenta, pero se espera que gane algo de velocidad en los próximos meses de la mano de un mejor comportamiento de la inversión fija (ver “¿Por qué no ser optimista?” en [CE – Febrero 20 de 2025](#)).

Las actividades manufactureras, que concentran buena parte de la producción industrial, lideran esta recuperación del ISE secundario. En contraste, la reactivación del sector de la construcción sigue siendo incipiente y dispar entre sus componentes de

Tendencia central del ISE en últimos dos años

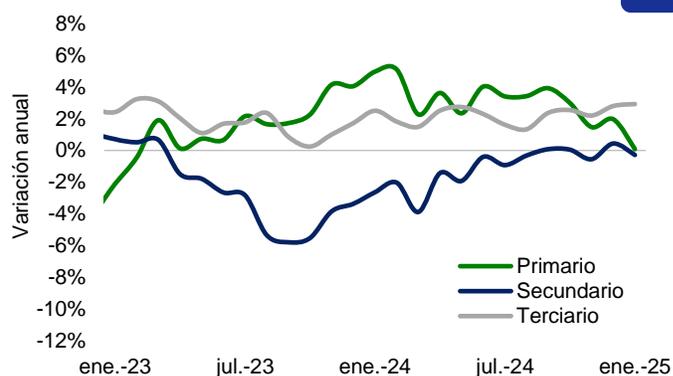
1



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.

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, mientras que la actividad de edificaciones, especialmente residenciales, mantiene un rezago importante en medio de crecientes limitaciones en la oferta de viviendas.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público en servicios, se aceleró y registró un crecimiento de 3.9% en enero, su mayor expansión desde abril de 2024. Lo anterior estuvo explicado no solo por una recuperación en su componente privado, el cual aumentó 2.6%, sino también por un significativo crecimiento de 6.3% en su componente público.

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 10.1%. Las ventas reales de bienes no durables y semidurables crecieron 1.7% y 5.8%, respectivamente, mientras que las ventas de bienes durables, las más sensibles a tasas de interés y tipo de cambio, se expandieron 17.3%. Asimismo, las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS) mostraron un crecimiento de 3.9% en los ingresos reales de los servicios, alcanzando su mayor expansión desde abril de 2023.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB cayeron 0.8% en febrero, afectadas principalmente por una reducción de 26.3% y 22.7% de las exportaciones de carbón y petróleo, respectivamente. Las exportaciones de café crecieron 70.9% y las ventas externas no tradicionales, concentradas principalmente en productos de la agroindustria, aumentaron 12.1%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan una caída real de 8.1% de las exportaciones (Gráfico 3), en línea con la reducción de 18.9% 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.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron un crecimiento de 7.4% en enero

Variables de comercio internacional (PM3)

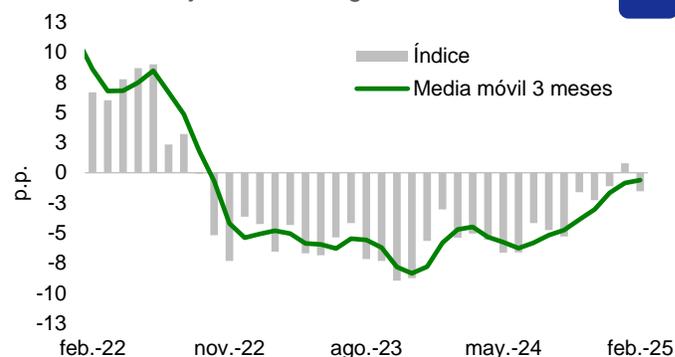
3



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Confianza conjunta de los agentes 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.

y en tendencia siguen exhibiendo una sólida dinámica. Las compras externas se concentraron principalmente en bienes de consumo duradero y bienes intermedios para la industria, con crecimientos de 24.7% y 12.5%, respectivamente. Las importaciones de bienes intermedios de combustibles y lubricantes también se aceleraron y alcanzaron un crecimiento de 16.8%. En términos reales, las importaciones crecieron 4.1%, evidenciando consistencia con el buen comportamiento de la demanda interna.

La información de indicadores adelantados y a tiempo real de la actividad sugiere que la economía en 2T25 estaría perdiendo algo de impulso frente a 1T25. Sin embargo, es importante anotar que lo anterior obedece en parte al efecto calendario de semana santa en 2024 (cayó en 1T24), pues otros indicadores que no son sensibles a este efecto muestran comportamientos favorables.

Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintos índices disponibles de confianza de hogares y empresas, se debilitó en febrero (Gráfico 4). Dada su naturaleza de índice adelantado, la lectura de este indicador sugiere alguna moderación del gasto interno de la economía de cara a 2T25.

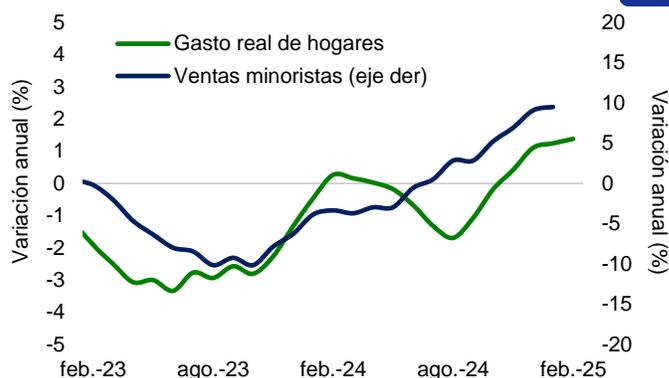
El consumo real de los hogares en 1T25 mantuvo un ritmo alto de expansión, pero parece estarse estabilizando en comparación a los registros de 4T25. En efecto, el gasto real de los hogares, según cifras de RADDAR, habría sido de 1.1% en 1T25, estable frente a 4T25, aunque superior a lo registrado en gran parte del año anterior. Esto sigue estando en línea con la favorable dinámica de las ventas minoristas (Gráfico 5).

Asimismo, la demanda de energía no regulada, una buena variable *proxy* de inversión fija y de actividad del sector secundario a tiempo real, continúa recuperándose y permite anticipar una mejor dinámica de la inversión en el corto plazo (Gráfico 6). La información a tiempo real de 2T25 muestra en tendencia crecimientos ligeramente superiores a los registrados en 1T25.

Por su parte, el PMI manufacturero, que es un índice coincidente de actividad con información más actualizada, anticipa un comportamiento de la industria que podría perder algo de impulso en el futuro cercano. En efecto, las cifras de 1T25 promedian los 50.7 puntos, inferior frente al promedio de 51.9 puntos de 4T24.

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)

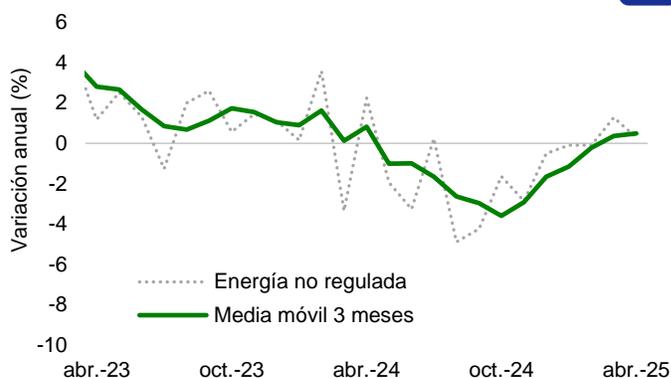
5



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

Demanda total de energía no regulada

6



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Teniendo en cuenta toda la información anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere una expansión de 3.1% de la actividad económica en febrero y de 4.1% en marzo, esta última afectada al alza en parte por el efecto calendario de semana santa de 2024. Así, el crecimiento preliminar de la economía en 1T25 habría sido de 3.3% (Gráfico 7). Con las cifras a tiempo real de abril, nuestros cálculos apuntan a un decrecimiento de -0.4%.

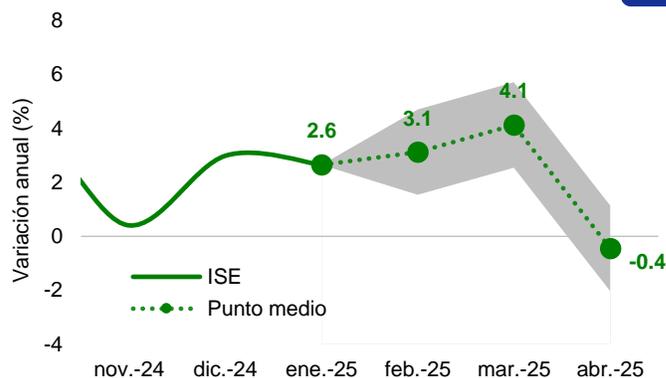
Las crecientes tensiones en el comercio internacional, donde EEUU ha impuesto aranceles universales del 10% y otros más altos a países específicos con los que EEUU tiene un déficit comercial, tendría implicaciones negativas sobre el crecimiento del PIB mundial en 2025 y 2026. Naturalmente, Colombia no sería una excepción.

Además de los efectos directos de los aranceles sobre productos de exportación de Colombia hacia EEUU, existen otros indirectos. A saber: i) un menor crecimiento de nuestros socios comerciales implica un sesgo a la baja en las exportaciones agregadas del país, así como en proyectos de inversión local en sectores transables; y ii) un deterioro en los flujos de remesas de trabajadores generados por medidas anti-migración (una de las motivaciones detrás de los anuncios de aranceles), algo que afectaría el consumo de los hogares.

Por todo lo anterior, **revisamos a la baja nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2025 hasta 2.5%**, desde el anterior 2.8%, y advertimos un sesgo bajista sobre esta proyección, dado el ambiente de incertidumbre internacional. Los sectores que más sesgo a la baja tienen sobre sus perspectivas de crecimiento de corto plazo son el minero-energético, el agropecuario y el industrial.

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 en el balance, coherente con la recuperación de la actividad económica. La tasa de desempleo nacional y urbana continúan descendiendo y alcanzando mínimos de varios años. Ambas medidas persisten por debajo de sus niveles estructurales. Asimismo, la creación de empleos se está dinamizando especialmente en sectores que concentran buena parte de la demanda total de trabajo en el país.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional en febrero descendió hasta 9.3%, alcanzando un mínimo desde abril de 2017 (Gráfico 8). Teniendo en cuenta el aumento que ha presentado la población por fuera de la fuerza laboral tras la pandemia, la tasa de desempleo ajustada por dicho factor se sitúa alrededor de 12.4%.

En línea con lo anterior, y tomando también las series con ajuste estacional, la tasa de ocupación aumentó hasta 58.6%, máximos no vistos desde diciembre de 2018. La tasa global de participación ha hecho lo propio hasta niveles de 64.6%.

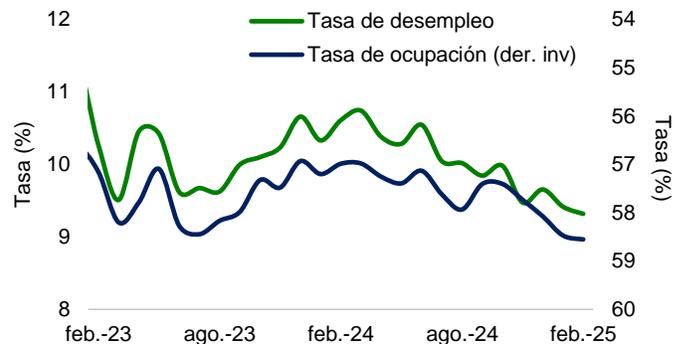
La tasa de desempleo nacional permanece por debajo de sus niveles estructurales o no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales se estiman alrededor de 11.5%. Esto indica que la brecha de empleo en la economía sigue siendo positiva (desbalance de demanda).

Asimismo, para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo se mantuvo en 9% en febrero, mínimos 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 10.5% (Gráfico 9).

A nivel sectorial, la generación de empleos en las diferentes ramas de actividad se viene reactivando. En efecto, el total de ocupados aumentó 4% en el trimestre finalizado en febrero, su mayor crecimiento desde septiembre de 2023, favorecida por un crecimiento de 4.6% en el acervo de ocupados del sector terciario. La ocupación en el sector secundario aumentó 3.8% y la

Principales indicadores del mercado laboral*

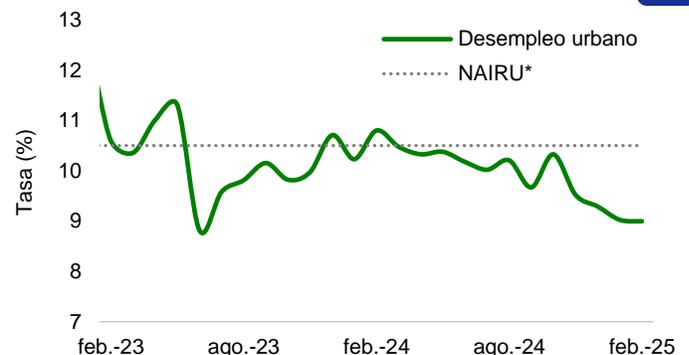
8



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

Evolución del desempleo en grandes ciudades*

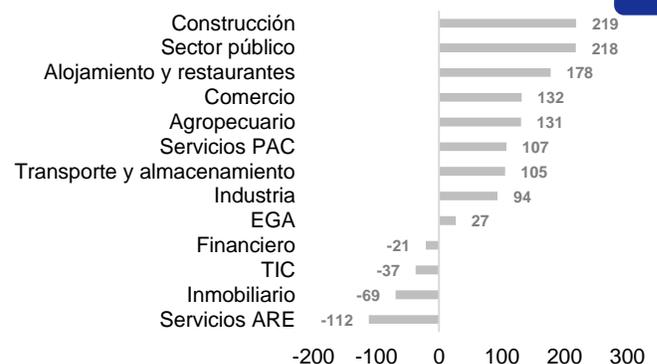
9



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Estimación desempleo estructural de BanRep. RML - Enero de 2025.

Generación anual de empleos por sector*

10



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Cambio anual del acervo de ocupados con corte a febrero de 2025.

ocupación de la cadena primaria registró una expansión de 1.9%.

Los sectores de actividades artísticas y de entretenimiento, actividades inmobiliarias, y las de información y comunicaciones, registraron reducciones de 112, 69 y 37 mil ocupados durante el último año con corte a febrero, respectivamente. Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron los de construcción, el sector público y el de alojamientos y servicios de comida, con aumentos de 219, 218 y 178 mil personas, en ese mismo orden (Gráfico 10).

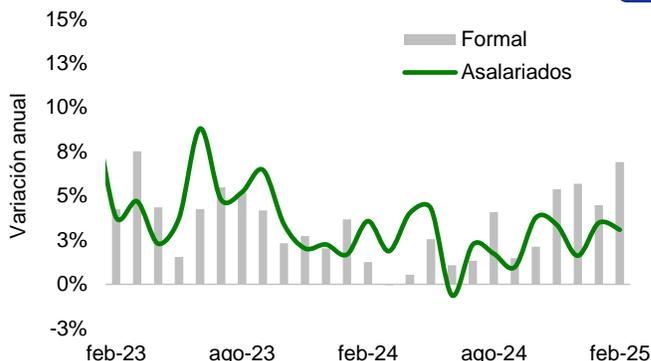
La creación de empleos asalariados y formales en la economía también viene evidenciando algunas mejoras en meses recientes (Gráfico 11). Adicional a lo anterior, la generación de este tipo de empleos en tendencia sigue superando la del empleo no asalariado e informal. En efecto, el acervo de los empleos asalariados creció 2.5% en promedio durante los últimos doce meses, mientras que la demanda de empleo no asalariado lo hizo en 0.4%. Por su parte, el empleo formal creció 3% y el empleo informal registró una reducción de 6%.

La recuperación en la demanda de trabajo, sumado a los fuertes ajustes del salario mínimo en los últimos años (ver “Otro año más por fuera” en [CE – Enero 20 de 2025](#)), se han reflejado en una lenta desaceleración de los salarios nominales en los últimos meses (Gráfico 12). La inflación salarial se desaceleró a 8.4% en enero y permanece por encima de la inflación al consumidor en cerca de 3.1 p.p. Así, la inflación de los salarios reales completó 22 meses en terreno positivo y sigue apoyando mejoras del gasto de los hogares.

En línea con una recuperación económica esperada para 2025, así como con 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 continuará mejorando en el corto plazo y que el desempleo permanecerá por debajo de sus niveles estructurales. **Revisamos a la baja nuestro pronóstico de tasa de desempleo nacional promedio para 2025 hasta 9.8%**, desde el anterior 10.5%.

Dinámicas del empleo asalariado y formal

11



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Incluye comercio, industria, vivienda, construcción pesada y servicios.

Salarios nominales vs demanda de trabajo (PM3)

12



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Incluye comercio, industria, vivienda, construcción pesada y servicios.

Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 0.52% en marzo, prácticamente en línea con nuestras estimaciones y las del consenso de analistas. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, esta variación fue inferior a su promedio histórico de 0.63% para el mismo mes y a la variación mensual de 0.70% de marzo de 2024 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.86%, la más alta de los componentes del IPC. Este resultado se dio en medio de un aumento mensual de 1.51% en el IPC de alimentos perecederos y de 0.68% en los precios de alimentos procesados. El incremento en los precios internacionales de los alimentos, la depreciación anual de la tasa de cambio y los mayores costos de transporte marítimo, siguen ejerciendo presión sobre los precios de los alimentos.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un aumento mensual de 0.34%. Los precios que más aumentaron en esta canasta fueron las tarifas de parqueaderos (1.32%) y las de alcantarillado, acueducto y aseo (0.78%). Por su parte, tras el fuerte aumento del mes anterior, en marzo las tarifas del gas cayeron 1.42%.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.25%. Allí se destacan el aumento de 0.57% del IPC de bebidas alcohólicas, seguido por la variación de 0.56% del IPC de vehículos.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.57%. Dentro de los rubros que más contribuyeron en esta canasta al IPC total se destacan el aumento de 0.57% de los arrendamientos, seguido por la variación de 0.59% del IPC de restaurantes y bares, y de 1.39% del IPC de los servicios domésticos.

De esta forma, la inflación anual tuvo una desaceleración hasta 5.09% en marzo, por debajo del 5.28% de febrero y alcanzando su valor más bajo desde octubre de 2021. Sin embargo, la inflación continúa por encima del rango meta de BanRep (Gráfico 13). La inflación del IPC de servicios sigue siendo la más elevada, viajando a ritmos del 6.38%. A este componente le sigue el IPC de regulados, cuya inflación se sitúa en 6.3%, y el IPC de

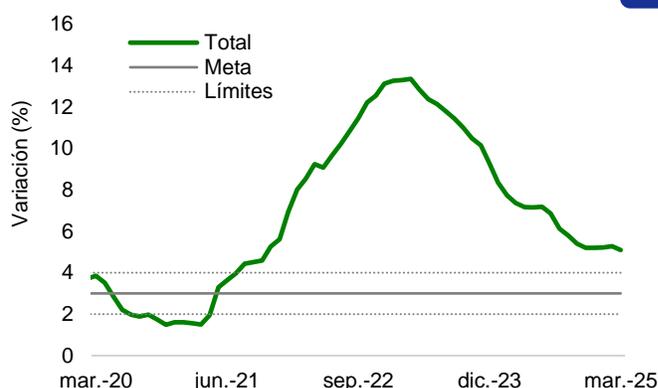
						T1
		A	R	B	S	Total
Mensual	mar.-25	0.86	0.34	0.25	0.57	0.52
	mar.-24	0.75	1.20	-0.01	0.75	0.70
Anual	mar.-25	4.67	6.30	0.93	6.38	5.09
	feb.-25	4.56	7.21	0.67	6.57	5.28
Cont.	mar.-25	0.70	1.09	0.18	3.12	5.09
	feb.-25	0.69	1.25	0.13	3.21	5.28
A/C	mar.-25	3.11	4.49	0.73	2.34	2.62
	mar.-24	1.78	5.49	0.42	2.91	2.73
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.

alimentos con una inflación anual de 4.67%, este último mostrando una tendencia alcista en lo que va corrido de 2025. La inflación del IPC de bienes se mantiene como la más baja dentro de estas canastas con ritmos del 0.94%, pero también registra una tendencia al alza este año, en línea con la recuperación del consumo de los hogares y la depreciación de la tasa de cambio.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se redujo hasta 5.11%, su registro más bajo desde enero de 2022, pero también persiste por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación núcleo 15 fue de 5.3%, seguida por la inflación sin alimentos que se ubicó en 5.19%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, se desaceleró hasta 4.84% (Gráfico 14).

Las expectativas de inflación en el balance han venido aumentando y siguen por encima de la meta de 3% de BanRep. Las expectativas de los analistas a horizontes de 1, 2 y 5 años se ubicaron en 3.89%, 3.5% y 3.24%, respectivamente. Por su parte, el promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES se situó en 5.46%, niveles muy superiores a los registros de finales de 2024 (Gráfico 15). Asimismo, las expectativas de cierre de 2025 aumentaron hasta 4.51%, su lectura más alta por lo menos en un año.

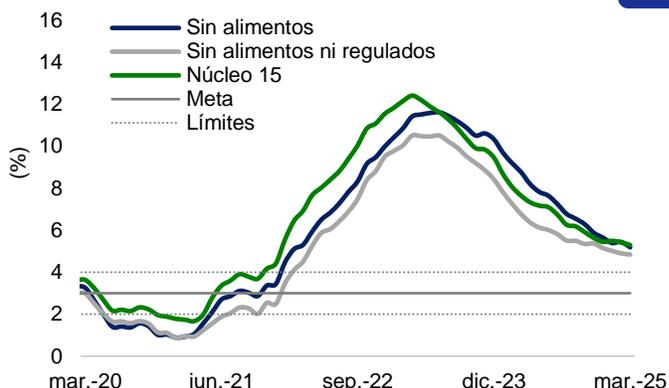
Para el mes de abril pronosticamos una variación mensual de 0.51% en el IPC, con lo cual la inflación anual se desaceleraría levemente hasta 5%. Los riesgos inflacionarios en 2025 siguen siendo alcistas, a lo que se suman otro tipo de presiones cambiarias y externas derivadas de la guerra de aranceles en el comercio internacional. **Mantenemos nuestra estimación de cierre de la inflación para 2025 en 4.9%.**

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

Como lo habíamos anticipado, la JDBR sigue muy dividida y en esta oportunidad cuatro codirectores (grupo mayoritario) votaron por estabilidad de tasas. Los tres codirectores restantes, todos nuevos miembros de la JDBR, votaron por un recorte de tasas de 50 pbs.

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.

El grupo mayoritario considera que retomar los recortes sobre la tasa de intervención podría aumentar las presiones inflacionarias y afectar la credibilidad en la política monetaria, todo esto en un entorno donde la inflación se ha estancado levemente por encima de 5% y están surgiendo varios riesgos inflacionarios externos y locales, principalmente procedentes de una depreciación de la tasa de cambio y de algunos precios de bienes regulados como el gas. Este grupo también enfatizó en la persistencia de la incertidumbre fiscal, lo que reduce el margen de maniobra de la política monetaria.

Por su parte, los miembros que votaron en disenso destacaron la desaceleración que ha registrado la inflación básica, sumado a la oportunidad de impulsar aún más la demanda interna para compensar los efectos de un menor crecimiento global. Llama la atención la propuesta de este grupo minoritario por una reducción de 25 pbs, ciertamente no acogida y que da lugar a la especulación sobre un miembro pivote dentro de la JDBR (la decisión colegiada recae sobre la decisión individual de este miembro).

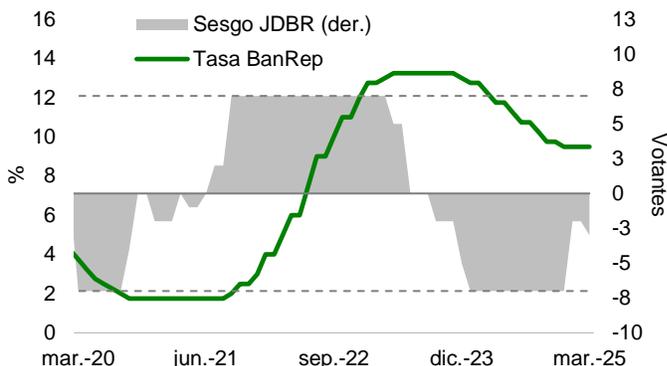
El equipo técnico revisó al alza su proyección de crecimiento para 2025 del 2.6% a 2.8%. Advierten que durante 1T25 la demanda interna se habría fortalecido, al tiempo que los ingresos por exportaciones de bienes y servicios han evidenciado mejoras sustanciales.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política monetaria se ubicó en marzo en 5.1% (Gráfico 17). De esta forma, la tasa real acumuló 33 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 estabilidad en la tasa de intervención de BanRep durante su reunión de este mes, en medio de una JDBR que seguiría muy dividida. Esperamos que la senda de recortes de tipos se reanude hacia mitad de año, aunque en magnitudes moderadas teniendo en cuenta los riesgos inflacionarios explicados previamente. De esta forma, **revisamos al alza nuestra proyección de tasas de interés para el cierre de 2025 desde 8% hasta 8.5%.**

Tasa de referencia vs distribución JDBR

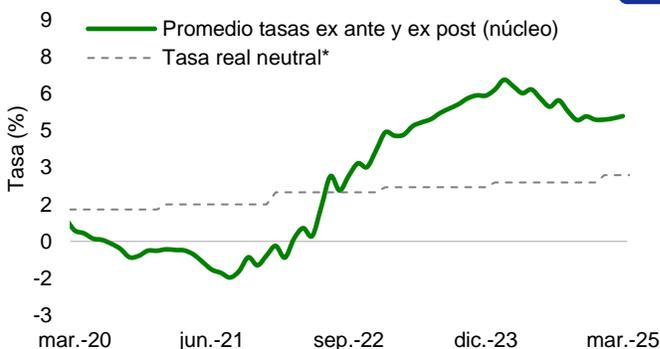
16



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 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.

Si bien la cartera en términos reales (descontando inflación) sigue cayendo, en el mes de marzo se contrajo 1.4% y alcanzó sus mejores registros de los últimos 2 años (Gráfico 16). La dinámica de los créditos hacia los hogares continúa siendo la más rezagada, mientras que las colocaciones hacia las empresas lideran esta recuperación de la cartera total.

Por modalidades, las carteras de vivienda y microcrédito exhiben los mayores crecimientos con ritmos reales de 4% y 1.2%, respectivamente, aunque esta última se ha desacelerado recientemente. 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.

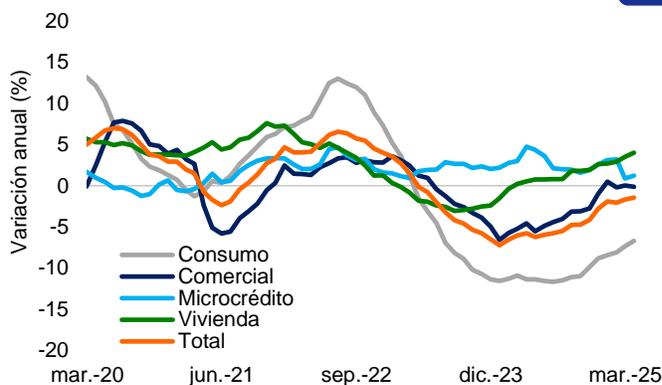
La cartera comercial, que históricamente es la más correlacionada con el ciclo macroeconómico, tuvo una ligera caída de 0.1% pero su tendencia reciente sigue evidenciando una recuperación. Por su parte, la cartera de consumo registró una variación real negativa de 6.7% y es la más rezagada entre todas las modalidades, pero alcanzó su menor contracción desde mayo de 2023.

Por el lado de la oferta, varios indicadores señalan un menor riesgo de impago en el sistema y sustentan mejoras para la irrigación de crédito en el futuro cercano (Gráfico 17). Con información disponible con corte a enero, el saldo de la cartera vencida del sistema se redujo por tercer mes consecutivo en 5.1%.

El crecimiento más elevado de cartera vencida lo exhibe la modalidad de vivienda con 22.2%, seguido por la cartera comercial con 8.5%, la cual se ha estabilizado en dichos niveles en meses recientes y contrasta con la dinámica de las demás modalidades. La cartera vencida de microcrédito cayó por primera vez desde diciembre

Crecimiento real de la cartera por modalidad

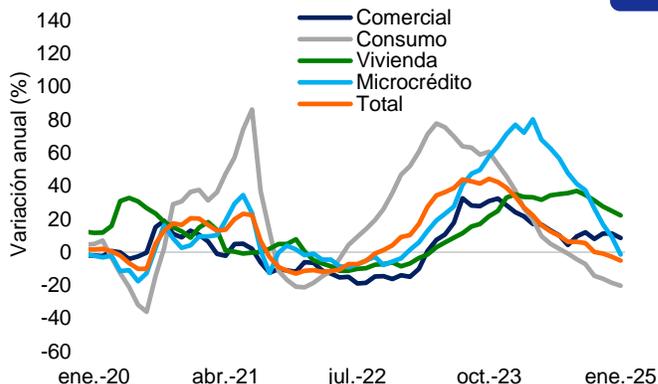
16



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

17



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

de 2022 y se contrajo 1.5%, mientras que la cartera vencida de consumo completó siete meses consecutivos de contracción y registró una caída de 20.3%.

En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se redujo hasta 4.7%. Por modalidades, el ICV de microcrédito y el de consumo han descendido a sus menores niveles desde finales de 2023, mientras que en el ICV de vivienda y créditos comerciales se ha observado relativa estabilidad en los últimos meses (Gráfico 18).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total creció apenas 1.5% en enero, consistente con una menor presión en provisiones comparado con el año anterior. Así, la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito habría aumentado durante 1T25 al ubicarse en 0.96% en promedio, pero todavía muy por debajo de su promedio histórico.

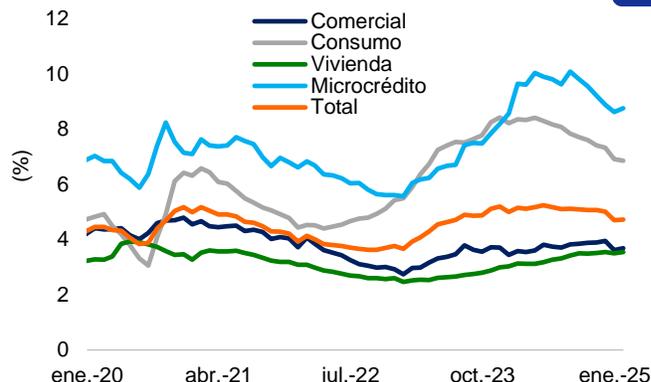
Los agregados monetarios de menor liquidez, como el M2 y el M3, crecen a ritmos inferiores en comparación con los de alta rotación como el M1 (Gráfico 19). Este último sigue ganando terreno como consecuencia de un aumento del efectivo circulante y mayores preferencias de liquidez, resultado de las medidas de flexibilización monetaria de BanRep y un mayor crecimiento del producto. De esta manera, la base monetaria tuvo una expansión de 12.8% en marzo, donde sobresale el crecimiento de 20.9% del efectivo.

En este entorno, las tasas de interés activas y pasivas siguen descendiendo (Gráfico 20). En promedio, en 1T25 las tasas de colocación se ubicaron en niveles de 14.4%, ligeramente inferior a los registros de 4T24. Las tasas de captación también disminuyeron y el promedio de 1T25 bordea el 8%, con presiones de fondeo muy 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](#)), **seguimos estimando un crecimiento real de la cartera de créditos de 2.9% para 2025**. No obstante, el sesgo de este pronóstico es bajista dadas nuestras recientes revisiones de PIB y tasas de interés.

Evolución calidad de la cartera por modalidad

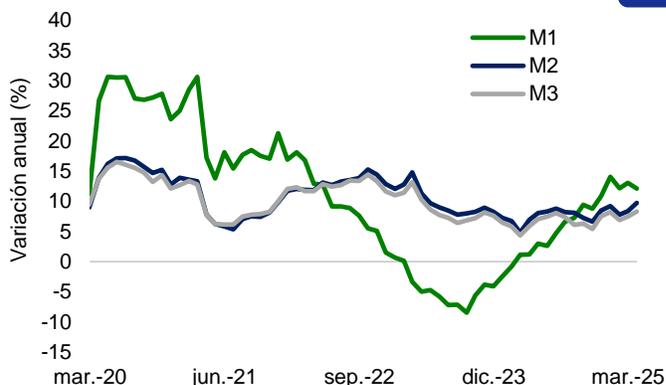
18



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

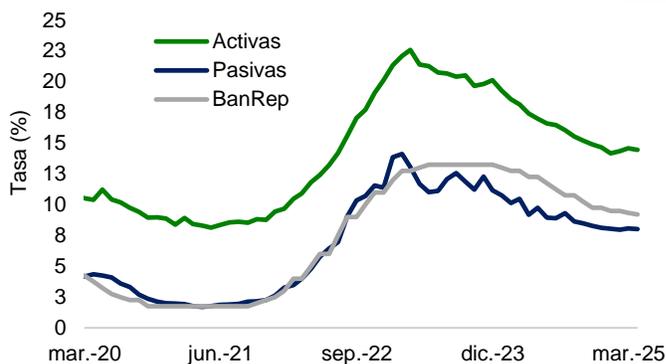
19



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.

Contexto externo

La información disponible de actividad de 1T25 en el frente externo sugiere un crecimiento de nuestros socios comerciales que se habría desacelerado, particularmente en EEUU. La inflación global sigue descendiendo, aunque a una menor velocidad frente a meses previos y mostrando divergencias significativas entre las economías más grandes.

El corto y mediano plazo del contexto externo luce altamente retador, teniendo en cuenta las tensiones en el comercio internacional que ha creado la imposición de aranceles por parte de EEUU al resto del mundo. Los efectos de esta coyuntura apuntan a un menor crecimiento económico global, afectado principalmente por menores volúmenes de comercio y un incremento de la inflación. Este escenario de estanflación es particularmente probable en el caso de EEUU, país que asumiría en mayor medida el costo de los aranceles.

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 21).

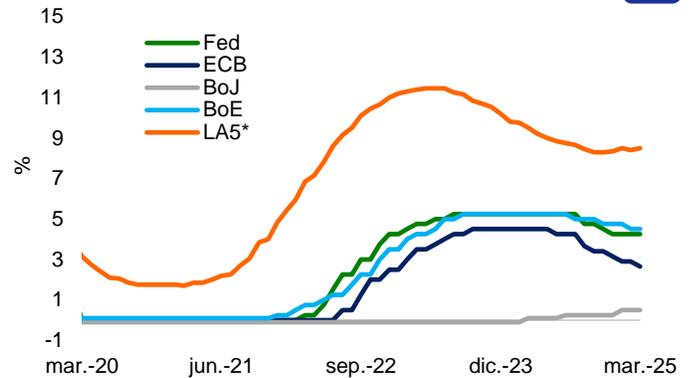
En EEUU, la Fed mantuvo estable su tasa de referencia en el rango de 4.25% - 4.5% durante su última reunión. El emisor mantiene su cautela y ha resaltado la necesidad de analizar el impacto de las decisiones tomadas por el actual Gobierno antes de tomar cualquier decisión de tipos de interés.

En cuanto a las cifras recientes de actividad económica, los últimos del PMI compuesto en avanzados sugieren estabilidad en el balance, aunque persiste heterogeneidad entre economías. El PMI de EEUU ha perdido impulso, aunque sigue evidenciando el mayor ritmo de expansión del grupo de grandes economías. El PMI de Japón ha entrado recientemente en zona de contracción, mientras que el PMI de la Eurozona, Reino Unido y China se vienen recuperando a un ritmo lento (Gráfico 22).

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante 1T25 habría sido de 2.7%, estable frente a la expansión registrada en 4T24 (Gráfico 23). La economía de Argentina lidera el

Tasas de interés de política monetaria

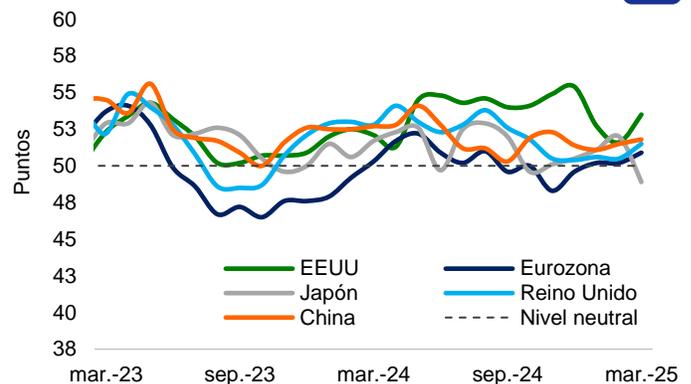
21



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



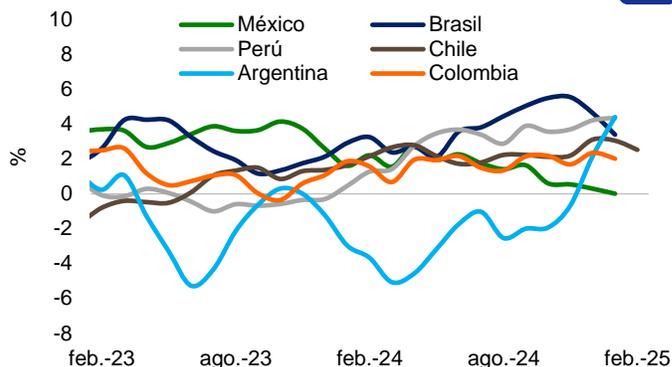
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

crecimiento de la región con una expansión de 6.5%, seguido por las economías de Perú y Brasil que habrían registrado en 1T25 expansiones de 4.1% y 3.6%, respectivamente. Por su parte, la economía mexicana se habría contraído 0.1% y sigue siendo la más expuesta a los riesgos de estanflación de EEUU.

Las encuestas de Bloomberg a analistas económicos con corte al mes de marzo estimaban una baja probabilidad de una recesión durante los próximos 12 meses. La probabilidad de recesión en la Eurozona y EEUU se ubicó en sendos 30%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión alcanzó el 31.5%. No obstante, dada la difícil coyuntura de abril, algunas estimaciones preliminares sugieren que la probabilidad de recesión en EEUU ya superaría el 50%.

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

	2022	2023	2024	2025(p)		2026(p)
Demanda agregada						
PIB (%)	7.3	0.7	1.7	2.5	↓	2.2
Consumo privado (%)	10.8	0.4	1.6	1.8	↓	3.4
Gasto público (%)	1.0	1.6	-0.5	1.5	↑	0.4
Inversión fija (%)	11.5	-12.7	3.0	14.0	↑	3.7
Demanda interna (%)	10.3	-2.5	2.2	4.6	↑	3.0
Exportaciones (%)	12.5	3.1	2.0	1.9	↓	1.1
Importaciones (%)	24.0	-9.9	4.2	11.0	↑	5.2
Sectores actividad económica						
Agropecuario (%)	-0.9	1.7	8.1	2.3	↑	1.3
Comercio (%)	11.9	-3.6	1.4	4.3	↑	3.4
Construcción (%)	6.6	-3.1	1.9	1.5	↓	1.4
Financiero (%)	6.7	8.9	0.4	3.1	↓	4.8
Industria (%)	8.2	-2.7	-2.1	2.1	↓	1.0
Minería (%)	1.5	2.6	-5.2	-1.0	↓	-1.7
Precios, tasas de interés y desempleo						
Inflación (final del periodo %)	13.1	9.3	5.2	4.9		3.6
Tasa BanRep (final del periodo %)	12.00	13.00	9.50	8.50	↑	7.50
DTF EA (promedio año %)	8.2	13.2	10.2	9.0	↑	8.4
IBR overnight EA (promedio año %)	7.2	13.0	11.4	9.1	↑	8.1
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	13.0	10.4	11.7	12.0	↓	10.8
Tasa de desempleo nacional (%)	11.2	10.2	10.2	9.8	↓	10.4
Sector externo						
Tasa de cambio (promedio anual)	4246	4326	4074	4290	↓	4450
Tasa de cambio (final del periodo)	4766	3950	4402	4400	↓	4490
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-6.0	-2.2	-1.8	-2.8	↓	-4.3
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	4.9	4.5	3.4	3.5	↑	3.8
Finanzas públicas						
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-5.3	-4.3	-6.8	-5.1		-4.3
Saldo deuda neta total GNC (% del PIB)	57.9	53.8	60.0	60.6		56.6

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.
