Coyuntura económica
Macroeconomía

Mayo 14 de 2025

Una inflación dura de matar

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 crecido a su tasa más alta en 2 años, apoyada por una demanda interna fuerte y una dinámica del sector terciario que sigue compensando más que proporcionalmente el menor ritmo de las actividades primarias y secundarias. La información preliminar de 2T25 sugiere que la actividad económica estaría perdiendo algo de impulso, afectada en parte por efectos calendario, pero también por una pérdida de dinamismo de la inversión. Los riesgos sobre el crecimiento, especialmente desde el flanco externo, siguen siendo bajistas.

Los principales indicadores del mercado laboral siguen mostrando mejoras, consistente con la 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 clave como el agropecuario y el industrial continúa mejorando. En este entorno, la inflación de los salarios nominales se sigue desacelerando lentamente.

La inflación se aceleró levemente en abril, en medio de unos riesgos alcistas de corto plazo que se han intensificado. Las expectativas de inflación se estabilizaron, pero persisten por encima de la meta de política monetaria. En este entorno, BanRep sorprendió en su reunión de abril con un recorte de 25 pbs en su tasa de interés de intervención, llevándola hasta 9.25%. No obstante, la postura de política monetaria del emisor continúa en terreno contractivo.

La demanda de créditos continúa ganando tracción, al tiempo que el riesgo de impago en el sistema sigue disminuyendo y facilitando la oferta de créditos. Las tasas de interés activas y pasivas se estabilizaron recientemente, debido a la moderación en la velocidad de recortes de tasas de BanRep. Aunque las perspectivas del crédito en el corto plazo siguen siendo positivas, algunos riesgos de demanda podrían limitarlas.

La actividad económica de los socios comerciales del país se ha debilitado en lo corrido de este año. La guerra de aranceles sigue creando riesgos sobre el crecimiento del PIB global y la inflación, aunque el canal de transmisión de este choque está sujeto a una incertidumbre atípicamente elevada que hace complejo el manejo de la política macroeconómica. La probabilidad de recesión global se mantiene elevada.

Actividad económica

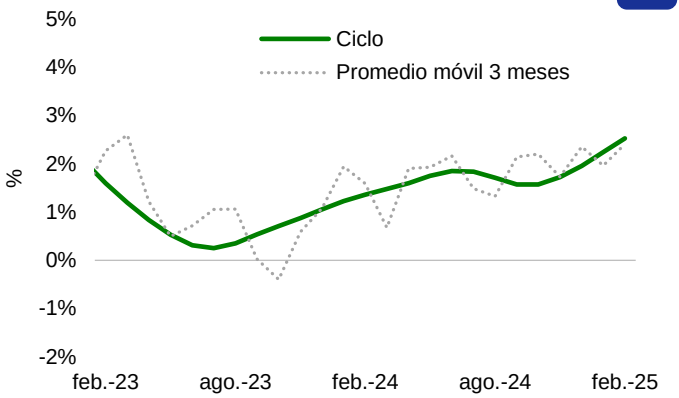
Las cifras disponibles de 1T25 sugieren que la economía habría registrado su mayor ritmo de expansión en 2 años, apoyada por una demanda interna fuerte. Por el lado de la oferta, la buena dinámica de los subsectores de la cadena terciaria compensó más que proporcionalmente el menor ritmo de expansión en las actividades primarias y secundarias. La información preliminar de 2T25 sugiere que la actividad económica estaría perdiendo algo de impulso, afectada en parte por el efecto calendario de semana santa, pero también por una pérdida de dinamismo de la inversión. Riesgos a la baja sobre el crecimiento persisten como consecuencia de las tensiones arancelarias en el flanco externo.

En esto entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se expandió en febrero 1.8%[1] en su serie original, inferior al registro del mes anterior y por debajo de nuestra expectativa, que apuntaba a expansiones del orden de 3.1% (ver "Sesgos bajistas sobre el crecimiento" en IMCE – Abril de 2025). No obstante, la variación anual de su serie ajustada por estacionalidad y efectos calendario alcanzó 3%, la más alta desde octubre pasado. 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 1% en febrero y sigue perdiendo impulso (Gráfico 2). Dentro de las actividades agropecuarias, la dinámica de la producción de cultivos agrícolas mantiene un buen desempeño gracias a incentivos en margen de comercialización y mejoras en productividad. Allí sobresale el sector cafetero, cuya producción se expandió 35.3% en 1T25. En contraste, las actividades del sector minero-energético, especialmente petróleo y carbón, volvieron a registrar fuertes contracciones.

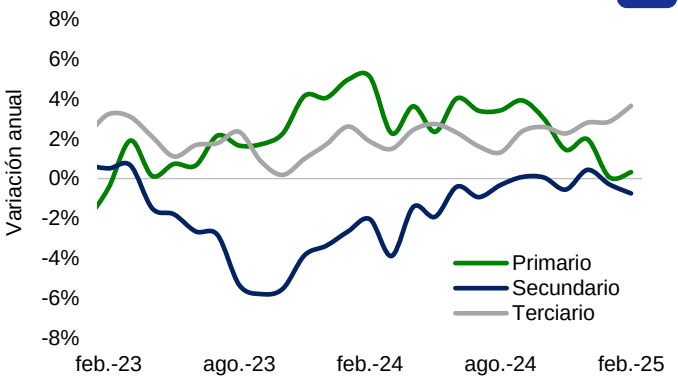
El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital fijo, registró una caída de 3.1% en febrero, la más fuerte desde junio de 2024. La recuperación de este sector ha perdido impulso recientemente, si bien se espera que siga ganando algo de velocidad en los próximos meses de la

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.

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

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 y venían liderando la recuperación del ISE secundario, se están rezagando frente a la tendencia exhibida en meses pasados. La producción agroindustrial sigue sobresaliendo en este contexto, con crecimientos del orden de 2.9% que superan ampliamente los de otros subsectores industriales. La reactivación del sector de la construcción persiste, pero continúa siendo lenta.

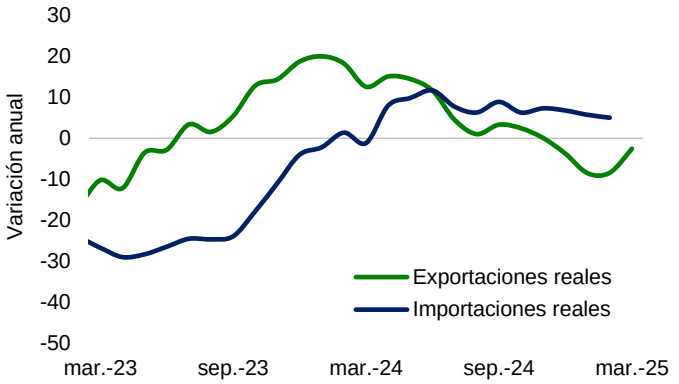
El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público en servicios, registró un crecimiento de 3.5% en febrero y en tendencia su dinámica supera la observada un trimestre atrás. Lo anterior estuvo explicado por una recuperación en su componente privado que se expandió 3%, su mayor expansión desde febrero de 2023, pero especialmente por el significativo crecimiento de 7.4% que tuvo 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 expansión de 7.5%. Las ventas reales de bienes no durables cayeron 3.8%, lo que contrastó con el crecimiento de 5.4% de las ventas de bienes semidurables y de 14.1% de las ventas de bienes durables, estas últimas las más sensibles a tasas de interés y tipo de cambio. Las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS) mostraron una contracción de 1.2% en los ingresos reales de los servicios en el último mes, pero en tendencia su dinámica sigue superando los registros del año pasado.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB crecieron 12.2% en marzo. Lo anterior se explicó principalmente por una fuerte expansión de 137.5% de las exportaciones de café, que continúan beneficiándose tanto por el aumento en sus precios como por la mayor producción local. Las exportaciones no tradicionales, concentradas en productos de la agroindustria, aumentaron 22.9%.

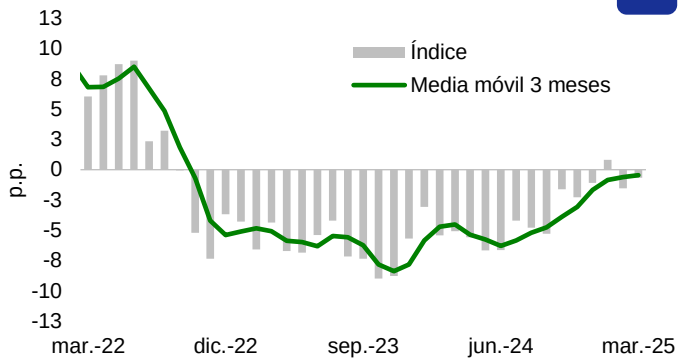
Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de 8% de las exportaciones (Gráfico 3). No obstante, los

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.

volúmenes de bienes exportados en el último mes registraron una contracción de 28.7%. 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 9.8% en febrero y en tendencia siguen exhibiendo una sólida dinámica. Las compras externas se concentraron principalmente en combustibles y lubricantes, bienes de consumo duradero y bienes intermedios para la industria, con crecimientos de 58.7%, 15.8% y 11.1%, respectivamente. En términos reales, las importaciones crecieron 8%, evidenciando consistencia con el buen comportamiento de la demanda interna.

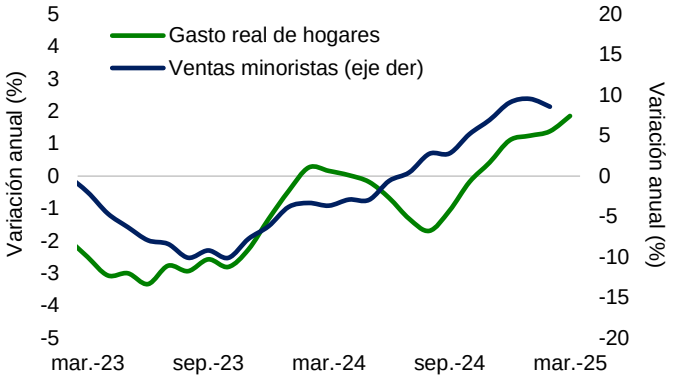
La información de indicadores adelantados y a tiempo real de la actividad sugieren, en el balance, que la economía en 2T25 estaría perdiendo algo de impulso frente a 1T25. Sin embargo, es importante anotar que lo anterior obedece en parte al efecto calendario de semana santa en 2024, pues otros indicadores 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, siguió mejorando en marzo (Gráfico 4). Dada su naturaleza de índice adelantado, la lectura de este indicador sugiere continuidad en la recuperación del gasto interno de la economía de cara a 2T25.

El consumo real de los hogares sigue ganando tracción en comparación con lo observado el año pasado. En efecto, el gasto real de los hogares, según cifras de RADDAR, creció 1.9% en 1T25, por encima de los registros de 1.1% de 4T24. Este resultado sigue estando en línea con la favorable dinámica de las ventas minoristas (Gráfico 5), que es otro buen indicador del gasto de los hogares.

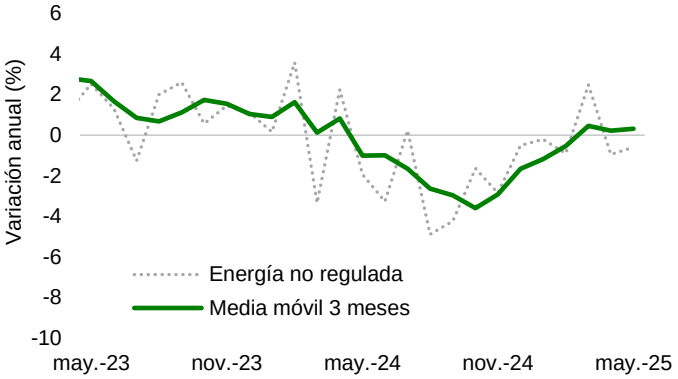
Asimismo, la demanda de energía no regulada, una buena variable *proxy* de inversión fija y de actividad del sector secundario a tiempo real, continúa recuperándose y permite anticipar una mejor dinámica de la inversión en el corto plazo. La información a tiempo real de 2T25 muestra, en tendencia, crecimientos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

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.

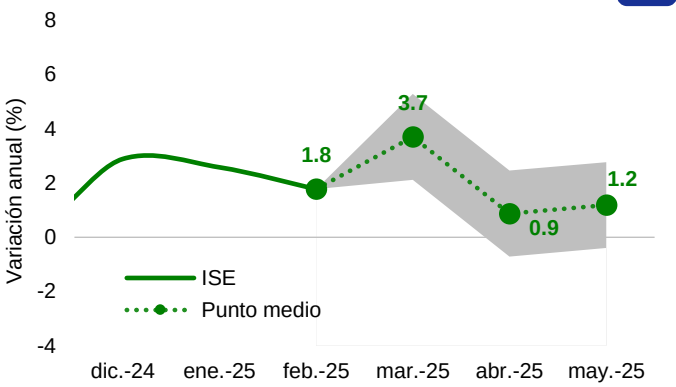
Por su parte, el PMI manufacturero, que es un índice coincidente de actividad secundaria con información más actualizada, anticipa un comportamiento de la industria que podría retomar su senda de recuperación en el futuro cercano. En efecto, las cifras preliminares de 2T25 bordean los 51.4 puntos, superando el promedio de 50.7 puntos de 1T25.

Teniendo en cuenta toda la información anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere una expansión de 3.7% de la actividad económica en marzo, con lo cual **el crecimiento de la economía en 1T25 se habría situado alrededor de 2.7%**. Los crecimientos estimados por nuestro modelo para abril y mayo se sitúan en 0.9% y 1.2%, respectivamente, con lo cual la expansión preliminar de 2T25 estaría bordeando el 1%, por debajo de los registros de 1T25.

Por todo lo anterior, **mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB para todo 2025 en 2.5%**, aunque advertimos que este estimativo contiene un sesgo bajista dados los riesgos internacionales asociados a las tensiones comerciales. Las ramas de actividad que más sesgo a la baja tienen sobre sus perspectivas de crecimiento de corto plazo son el minero-energético, el agropecuario y el industrial, justamente las más afectadas por su condición de ser sectores transables.

*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 continúan mostrando mejoras en el balance, consistente con la recuperación de la actividad económica. La tasa de desempleo sigue descendiendo, alcanzando mínimos de varios años y permaneciendo en un dígito. Tanto el desempleo nacional como el urbano persisten por debajo de sus niveles estructurales. Asimismo, la demanda de trabajo sigue ganando tracción, empujada especialmente por una mayor dinámica en la ocupación de sectores como el agropecuario y el industrial.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional en marzo descendió hasta 9.1%, alcanzando un mínimo desde febrero de 2016 (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 12.2%.

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 11.7%. Esto indica que la brecha de empleo en la economía sigue siendo positiva (desbalance de demanda).

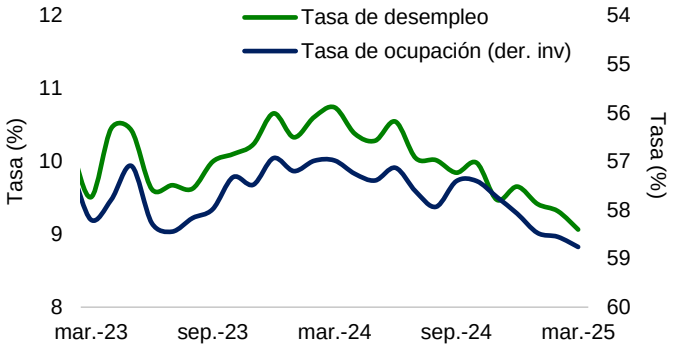
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo aumentó ligeramente a 9.1% en marzo. El desempleo en las grandes ciudades también permanece por debajo de la tasa NAIRU urbana que, según estimaciones de BanRep, se ubica cerca del 10.5% (Gráfico 9).

En línea con lo anterior, y tomando también las series con ajuste estacional, la tasa de ocupación aumentó hasta 58.8%, máximos no vistos desde diciembre de 2018. La tasa global de participación ha hecho lo propio hasta niveles de 64.6%.

A nivel sectorial, la generación de empleos en las diferentes ramas de actividad se viene reactivando. En efecto, el total de ocupados aumentó 4.5% en el trimestre finalizado en marzo, su mayor crecimiento desde agosto de 2023, favorecida por un crecimiento de 6.3% en el acervo de ocupados del sector secundario. La ocupación

*Principales indicadores del mercado laboral**

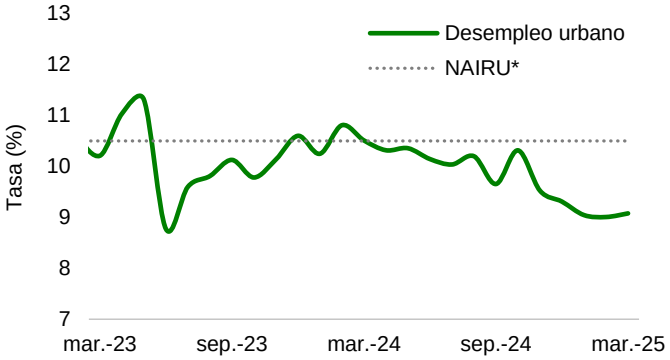
8



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

*Evolución del desempleo en grandes ciudades**

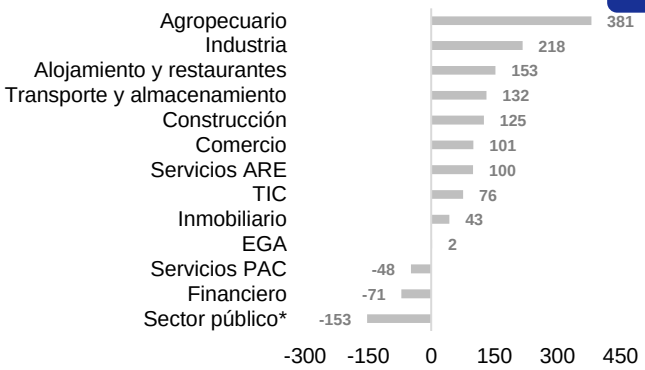
9



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.

en el sector primario aumentó 5.4% y la ocupación de la cadena terciaria registró una expansión de 3.7%.

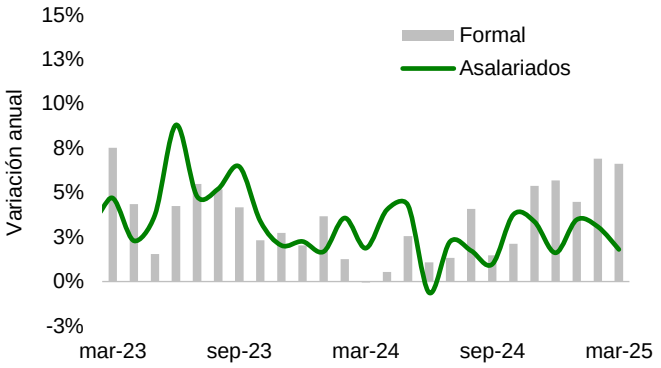
Los sectores de administración pública, actividades financieras y actividades profesionales registraron reducciones de 153, 71 y 48 mil ocupados durante el último año con corte a marzo, respectivamente. Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron los de agricultura, industria manufacturera, y el de alojamiento y servicios de comida, con aumentos de 381, 218 y 153 mil personas, en ese mismo orden (Gráfico 10).

La creación de empleos asalariados y formales en la economía también viene evidenciando 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 1.4%. Por su parte, el empleo formal creció 3.5% y el empleo informal registró una reducción de 6.1%.

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 (Gráfico 12). A corte de febrero, la inflación salarial se desaceleró a 7.7%, pero permanece por encima de la inflación al consumidor en cerca de 2.4 p.p. Así, la inflación de los salarios reales completó 23 meses en terreno positivo y sigue apoyando mejoras del gasto de los hogares.

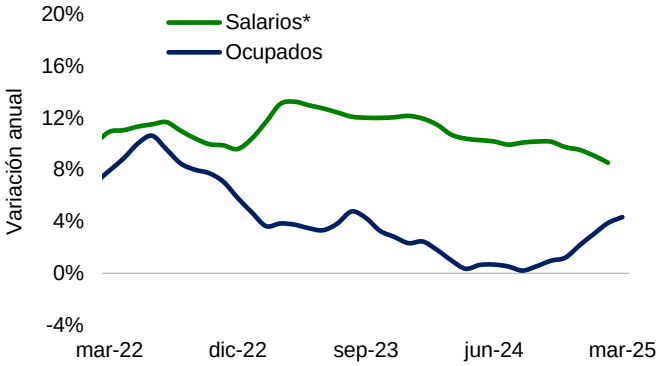
En línea con una recuperación económica esperada para 2025, así como con unos menores excesos de capacidad instalada, esperamos que la brecha positiva de empleo en el mercado laboral se mantenga este año. Esto implica que la demanda de trabajo continuará mejorando en el corto plazo y que el desempleo permanecerá por debajo de sus niveles estructurales. **Mantenemos nuestro pronóstico de tasa de desempleo nacional promedio para 2025 en 9.8%.**

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 0.66% en abril, superando nuestras estimaciones y las del consenso de analistas. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, esta variación fue superior a su promedio histórico de 0.55% para el mismo mes y a la variación mensual de 0.59% de abril de 2024 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 1.10%, la más alta de los componentes del IPC. El IPC de alimentos perecederos tuvo un incremento mensual de 2.82%, afectado en parte por algunas presiones suscitadas por la ola invernal en el país. Por su parte, el IPC de alimentos procesados registró un aumento de 0.63%.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un aumento mensual de 0.54%. Los precios que más aumentaron en esta canasta fueron las tarifas de alcantarillado, acueducto y aseo (1.45%), seguidos por las tarifas de electricidad (0.97%). Por su parte, las tarifas del gas cayeron (0.23%) y los precios de los combustibles permanecieron estables.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.28%. Allí se destacan el aumento de 0.38% del IPC de bebidas alcohólicas, seguido por la variación de 0.36% del IPC de prendas de vestir.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.68%. Dentro de los rubros que más contribuyeron en esta canasta al IPC total se destacan el aumento de 0.61% de los arrendamientos, seguido por la variación de 0.63% del IPC de restaurantes y bares, y de 1.62% del IPC de los servicios domésticos.

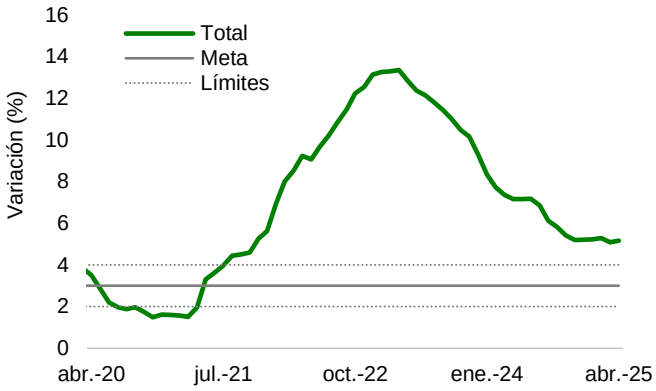
De esta forma, la inflación anual se aceleró levemente en abril hasta 5.16% y continúa por encima del rango meta de BanRep (Gráfico 13). La inflación del IPC de regulados ahora es la más elevada de todas las canastas por clasificación BanRep, viajando a ritmos de 6.58%. A este componente le sigue el IPC de servicios, cuya inflación se sitúa en 6.37%, y el IPC de alimentos con una inflación anual de 4.61%. La inflación del IPC de bienes se mantiene como la más baja dentro de estas canastas con

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

		A	R	B	S	Total
Mensual	abr.-25	1.10	0.54	0.28	0.68	0.66
	abr.-24	1.16	0.27	0.10	0.68	0.59
Anual	abr.-25	4.61	6.58	1.11	6.37	5.16
	mar.-25	4.67	6.30	0.93	6.38	5.09
Cont.	abr.-25	0.69	1.14	0.21	3.11	5.16
	mar.-25	0.70	1.09	0.18	3.12	5.09
A/C	abr.-25	4.25	5.05	1.01	3.04	3.30
	abr.-24	2.96	5.77	0.52	3.62	3.34
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**

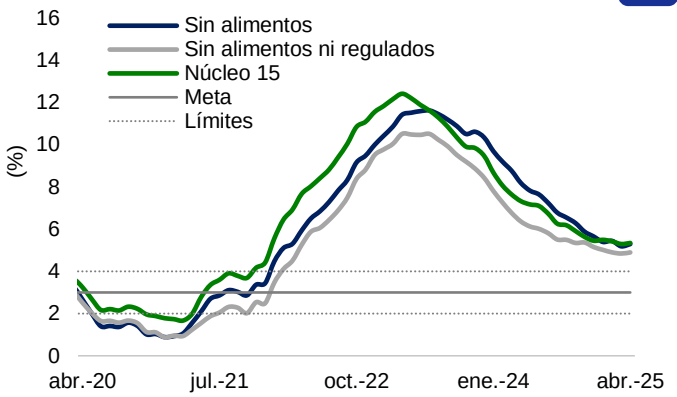


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

ritmos de 1.11%. No obstante, su tendencia en lo corrido del año ha sido alcista, en línea con la recuperación del consumo de los hogares y la depreciación que ha tenido la tasa de cambio (ver "En contravía" en IMC – Abril de 2025).

En este entorno, tras 24 meses consecutivos de desaceleración, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se aceleró y alcanzó 5.18%, muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación núcleo 15 se situó en 5.34%, seguida por la inflación sin alimentos que se ubicó en 5.29%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, se aceleró hasta 4.90% (Gráfico 14).

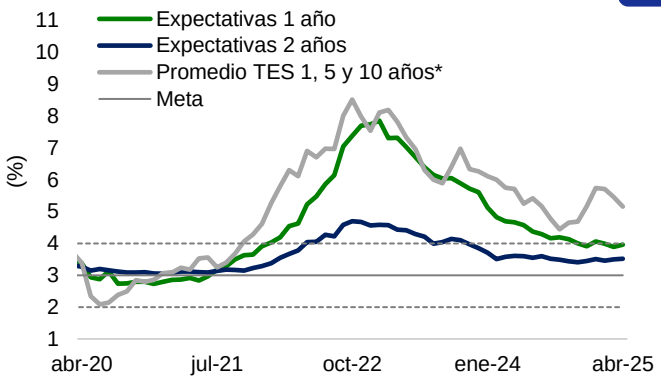
Principales medidas de inflación núcleo **14**



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Las expectativas de inflación en el balance se estabilizaron en abril, pero e niveles que también superan la meta de 3% de BanRep. Las expectativas de los analistas a horizontes de 1, 2 y 5 años se ubicaron en 3.96%, 3.52% y 3.21%, respectivamente. Asimismo, las expectativas de cierre de 2025 y 2026 aumentaron hasta 4.56% y 3.7%, respectivamente. Por su parte, el promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES descendió hasta 5.16% (Gráfico 15).

Expectativas de inflación analistas vs mercado **15**



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

Para el mes de mayo pronosticamos una variación mensual de 0.36% en el IPC, con lo cual la inflación anual se desaceleraría levemente hasta 5.08%. Nuestros ejercicios de pronóstico sugieren que la inflación se mantendría en niveles alrededor del 5% para lo que resta del año. Además, los riesgos de corto plazo siguen siendo alcistas, derivados principalmente de presiones cambiarias y externas. **Mantenemos nuestra estimación de cierre de la inflación para 2025 en 4.9%**, pero advertimos un sesgo al alza sobre este pronóstico central dadas las recientes dinámicas de los precios.

Tornando el análisis a las decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) sorprendió a los analistas y decidió retomar la senda de reducciones de tasas de interés en abril. En efecto, la decisión de la JDBR fue de recortar la tasa de intervención en 25 pbs hasta 9.25% (Gráfico 16).

En esta oportunidad la decisión fue unánime, lo cual fue también una sorpresa dados los argumentos expuestos por la JDBR el mes pasado. Todos los miembros ponderaron la reducción que tuvo en particular la inflación núcleo hasta el mes de marzo, sumado al descenso de

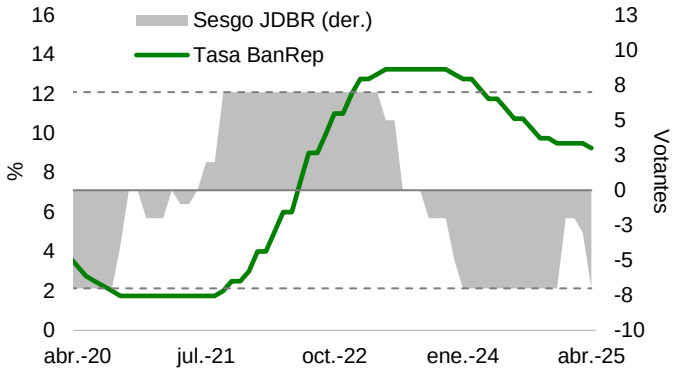
las expectativas de inflación derivadas del mercado de deuda pública y a los riesgos que podría enfrentar la actividad económica ante la desaceleración que se estima de la economía global. No obstante, consideran necesario mantener la cautela en un entorno de mayor incertidumbre externa y local.

Asimismo, el equipo técnico de BanRep revisó a la baja su proyección de crecimiento para 2025 del 2.8% a 2.6%, mientras que para 2026 ahora estima un crecimiento de 3%. Esta revisión obedece a unos claros riesgos bajistas sobre el crecimiento asociados a los aranceles impuestos por EEUU. En materia de inflación, la proyección para 2025 aumentó desde 4% hasta 4.4%, y para 2026 estiman que retorne a la meta puntual de 3%.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política monetaria se ubicó en abril en 4.79%, su valor más bajo en los últimos dos años (Gráfico 17). Sin embargo, la tasa real acumuló 34 meses por encima del nivel neutral (no inflacionario) estimado por el equipo técnico de BanRep, lo que sigue reflejando una postura restrictiva del emisor.

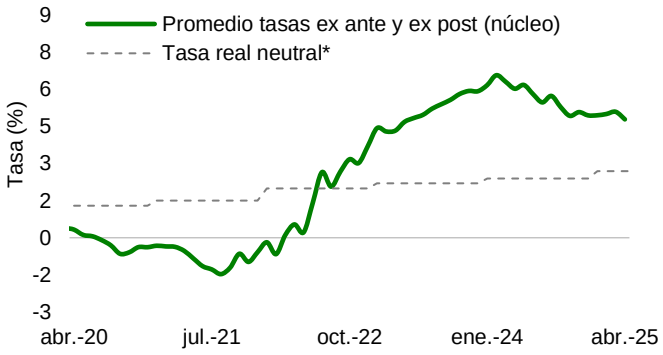
Dado el reciente comportamiento de la inflación, especialmente de la inflación núcleo, y de la rigidez que ha mostrado en lo corrido del año alrededor del 5%, creemos que la probabilidad de otro recorte de tasas de interés en la próxima reunión de política monetaria a llevarse a cabo en junio ha disminuido sustancialmente. Los recortes en los tipos de interés volverían en 3T25, momento en el cual estimamos que la inflación núcleo retomará su senda bajista y que varios riesgos locales-externos se habrán decantado. **Mantenemos nuestra proyección de tasas de interés para el cierre de 2025 en 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 que han incentivado la oferta.

Si bien la cartera en términos reales (descontando inflación) sigue cayendo, en el mes de abril se contrajo 1% 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.

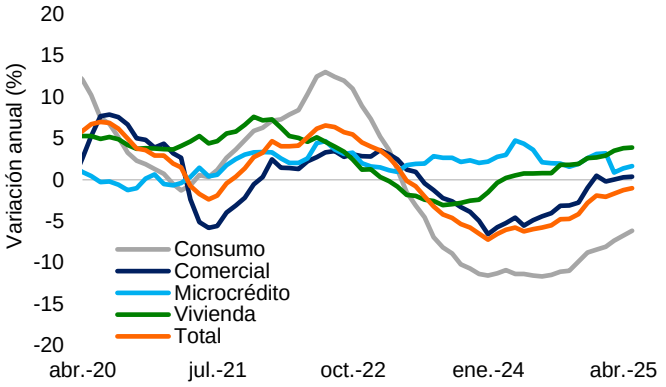
Por modalidades, las carteras de vivienda y microcrédito exhiben los mayores crecimientos con ritmos reales de 3.9% y 1.7%. La cartera de microcréditos sigue apoyada por medidas fiscales enfocadas en el otorgamiento de créditos a la economía popular y pequeños productores-empresarios, como es el caso 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 expansión de 0.4%, algo no visto desde 1T23. Por su parte, la cartera de consumo registró una variación real negativa de 6.2%, su menor contracción desde mayo de 2023. El balance de ahorro-inversión de los hogares se ha equilibrado, factor que apoyará un mayor apalancamiento en el futuro cercano en medio de unos niveles de desempleo bajos.

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 (Gráfico 17). Con información disponible con corte a febrero, la dinámica del saldo de la cartera vencida del sistema se redujo por cuarto mes consecutivo hasta 4.8%.

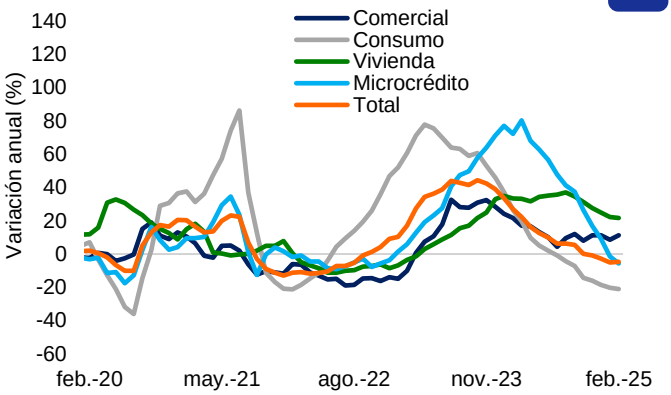
El crecimiento más elevado de cartera vencida lo exhibe la modalidad de vivienda con 21.6%, seguido por la cartera comercial con 11.2%, la cual se ha estabilizado en meses recientes y contrasta con la dinámica de las demás modalidades. La cartera vencida de microcrédito

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.

cayó por primera vez desde diciembre de 2022 y se contrajo 5.6%, mientras que la cartera vencida de consumo completó ocho meses consecutivos de contracción y registró una caída de 21.1%.

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

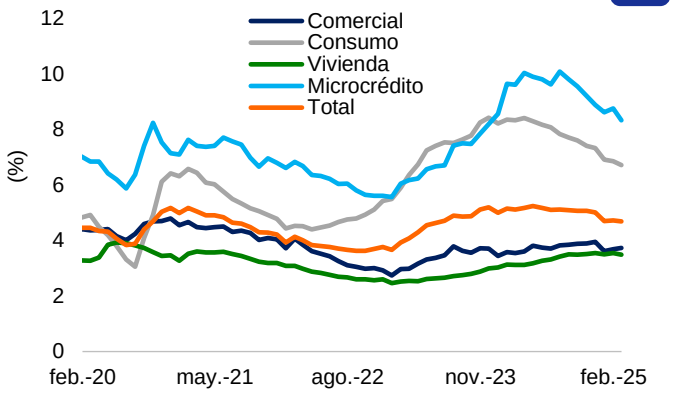
Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total creció apenas 1.1% en febrero, consistente con una menor presión en provisiones comparado con el año anterior. Así, la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito habría aumentado durante 1T25 al ubicarse en 0.99% en promedio, pero todavía se sitúa 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 16.5% en abril, donde sobresale el crecimiento de 22.1% del efectivo.

En este entorno, las tasas de interés activas y pasivas se han estabilizado respecto a los registros de 1T25, en línea con la pausa monetaria de BanRep que tuvo lugar en meses previos (Gráfico 20). En promedio, en 2T25 las tasas de colocación se ubican en niveles de 14.6% y el promedio de las tasas de captación bordea el 8%.

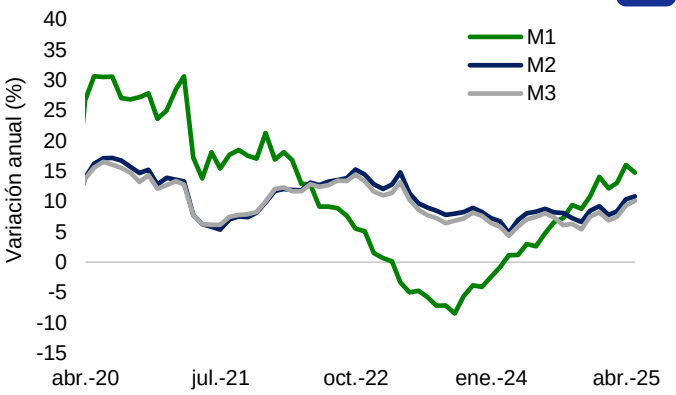
Teniendo en cuenta las recientes dinámicas del mercado de créditos, la recuperación de la economía y los impulsos al crédito provenientes de estímulos de demanda (ver “Impulsos al crédito” en CE – Octubre 3 de 2024), **seguimos estimando un crecimiento real de la cartera de créditos de 2.9% para 2025**.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



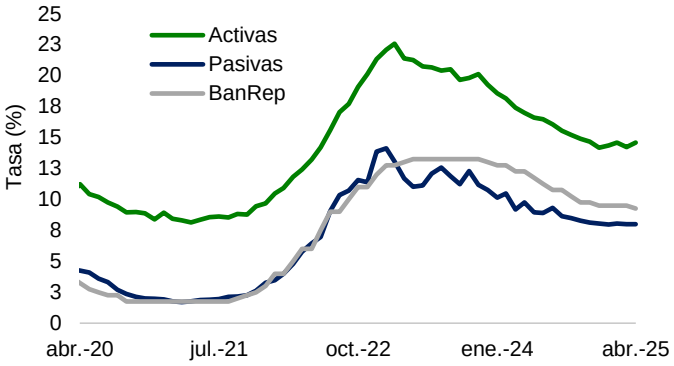
Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez **19**



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Tasas de interés en el sistema financiero** **20**



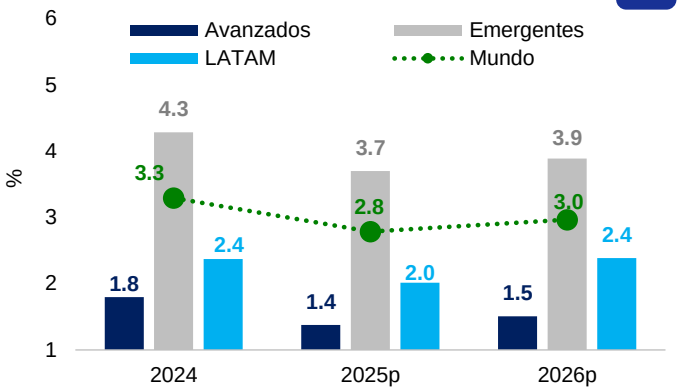
Fuente: BanRep. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedios ponderados por tipo de cartera y productos de captación.

Contexto externo

La información disponible de actividad de 2T25 en el frente externo sugiere un crecimiento de nuestros socios comerciales que se está desacelerando, particularmente en EEUU. La desaceleración de la inflación global ha perdido velocidad y se ha estabilizado por encima de las metas de los Bancos Centrales (BC).

El 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 en 2025, afectado principalmente por menores volúmenes de comercio y un incremento de la inflación. Sin embargo, el canal de transmisión de este choque sigue siendo muy incierto.

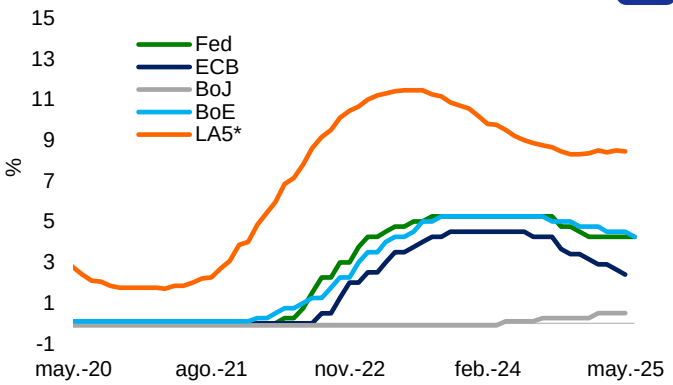
Proyección del FMI para el crecimiento del PIB **21**



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

De acuerdo con la más reciente actualización de proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento del PIB mundial en 2025 sería inferior a lo estimado inicialmente. El FMI ahora estima una expansión del PIB global de 2.8%, por debajo del 3.3% previsto en enero de este año. Para 2026, el FMI anticipa una leve aceleración del crecimiento hasta 3%, pero seguiría siendo inferior al 3.3% de 2024 (Gráfico 21). Para las economías avanzadas se prevé ahora crecimientos de 1.4% y 1.5% en 2025 y 2026, respectivamente, mientras que para las economías emergentes se estima una expansión de 3.7% y 3.9% durante los mismos periodos, inferior al crecimiento de 4.3% registrado en 2024. Para LATAM, el FMI proyecta crecimientos de 2% en 2025 y 2.4% en 2026.

Tasas de interés de política monetaria **22**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio de tasas de política en Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.

En este entorno, el ciclo de flexibilización de política monetaria de los BC se ha tornado heterogéneo y la velocidad en el ajuste de recortes de tasas de interés se ha hecho más lenta (Gráfico 22). De hecho, en algunas regiones como LATAM la tasa mediana de política monetaria se ha incrementado este año.

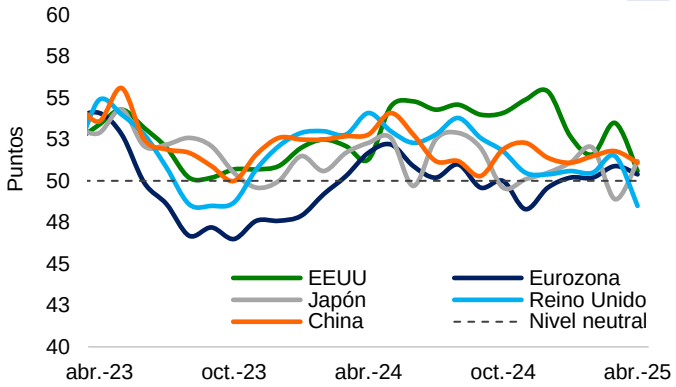
En EEUU, la Fed mantuvo estable su tasa de referencia en el rango de 4.25% - 4.5% durante su última reunión. El emisor mantiene su cautela en un entorno de crecientes riesgos al alza sobre la inflación y el desempleo. El emisor ha dado señales de esperar mayor claridad antes de ajustar su postura de política.

En cuanto a las cifras recientes de actividad económica, los últimos datos del PMI compuesto en las grandes economías sugieren en el balance una desaceleración del crecimiento, aunque persiste una alta heterogeneidad entre ellas. El PMI de EEUU y del Reino Unido han sido los que mayores retrocesos han marcado, mientras que el PMI de la Eurozona y China se vienen recuperando (Gráfico 23).

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante 1T25 habría sido de 2.5%, ligeramente inferior frente a la expansión registrada en 4T24 (Gráfico 24). La economía de Argentina ha liderado el crecimiento de la región con una expansión sobresaliente de 6.2%, seguido por las economías de Brasil y Perú que habrían registrado en 1T25 expansiones de 3.8% y 3.4%, respectivamente. Por su parte, la economía mexicana se habría contraído 0.4% y sigue siendo la más expuesta a los riesgos sobre el crecimiento en EEUU.

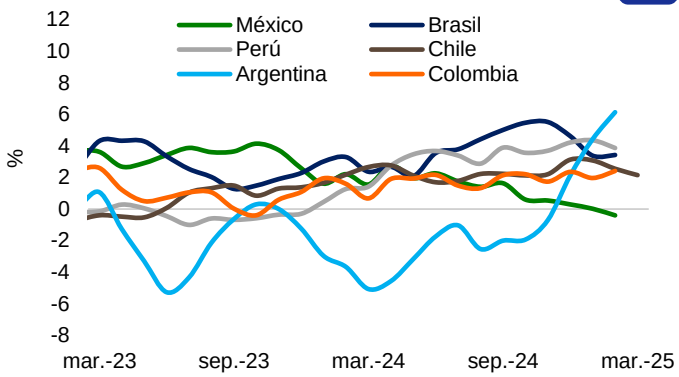
En este entorno, según la más reciente encuesta de Bloomberg a analistas económicos, la probabilidad de una recesión durante los próximos 12 meses viene en aumento, alcanzado máximos del último año. La probabilidad de recesión en la Eurozona se ubica en niveles del orden de 30% y la de EEUU ha alcanzado niveles de 40%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se disparó hasta 34%.

Evolución PMI compuesto en economías grandes **23**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Índices de actividad en economías de LATAM** **24**



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**		**2.6**	↑
Consumo privado (%)	10.8	0.4	1.6	**2.9**	↑	**3.8**	↑
Gasto público (%)	1.0	1.6	-0.5	**1.9**	↑	**1.6**	↑
Inversión fija (%)	11.5	-12.7	3.0	**9.1**	↓	**4.3**	↑
Demanda interna (%)	10.3	-2.5	2.2	**4.6**	↓	**3.6**	↑
Exportaciones (%)	12.5	3.1	2.0	**1.9**		**1.8**	↑
Importaciones (%)	24.0	-9.9	4.2	**11.0**	↓	**6.1**	↑
Sectores actividad económica							
Agropecuario (%)	-0.9	1.7	8.1	**4.3**	↑	**3.2**	↑
Comercio (%)	11.9	-3.6	1.4	**5.3**	↑	**3.7**	↑
Construcción (%)	6.6	-3.1	1.9	**1.5**		**2.0**	↑
Financiero (%)	6.7	8.9	0.4	**3.1**		**4.8**	
Industria (%)	8.2	-2.7	-2.1	**1.0**	↓	**1.2**	↑
Minería (%)	1.5	2.6	-5.2	**-2.8**	↓	**0.9**	↑
Precios, tasas de interés y desempleo							
Inflación (final del periodo %)	13.1	9.3	5.2	**4.9**		**3.7**	↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	12.00	13.00	9.50	**8.50**		**6.75**	↓
DTF EA (promedio año %)	8.2	13.2	10.2	**8.9**	↓	**8.1**	↓
IBR overnight EA (promedio año %)	7.2	13.0	11.4	**9.0**	↓	**7.7**	↓
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**		**10.1**	↓
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**	

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.