



## Informe Mensual Coyuntura Económica

### Investigaciones Económicas

#### Resumen

- *La información disponible de 1T23 sugiere continuidad de la fase de desaceleración económica, aunque en una intensidad menor frente a lo previsto inicialmente. El sector secundario sigue perdiendo impulso, pero en el sector terciario se observa cierta resiliencia a pesar del menor dinamismo de la demanda interna. El sector primario permanece rezagado y sus perspectivas de corto plazo se han deteriorado levemente.*
- *La dinámica de la demanda de trabajo en el mercado laboral volvió a perder algo de tracción durante el último mes. El desempleo nacional persiste por debajo de sus niveles estructurales, pero incrementos leves son previsibles en el futuro cercano. En este entorno, la dinámica de los salarios nominales sigue alta, pero ha comenzado a moderarse.*
- *La inflación al consumidor alcanzó en marzo nuevos máximos desde 1999. Las presiones de oferta se siguen diluyendo, pero han sido compensadas más que proporcionalmente por presiones de demanda. Las medidas de inflación básica volvieron a subir y las expectativas de inflación, aunque permanecen muy por encima de la meta de 3%, han descendido. En este entorno, BanRep volvió a incrementar la tasa de referencia durante su última reunión.*
- *La demanda de créditos se sigue debilitando y el riesgo de impago, especialmente en la modalidad de consumo, ha vuelto a incrementarse. Las tasas activas se han estabilizado y las tasas pasivas cayeron con fuerza en el último mes, en medio de unas condiciones de liquidez holgadas y ajustes en las expectativas de tasas de interés.*
- *Los riesgos de una recesión global en 2023 se siguen moderando, en medio de una desaceleración de la actividad inferior a la prevista y una inflación que parece estar cerca de su punto máximo. En EEUU, la Fed finalizaría el ajuste de tasas antes de mitad de año, pero el fin de su postura restrictiva se percibe lejano. Las condiciones financieras internacionales permanecen estrechas.*

#### CONTENIDO

Actividad económica	2
Mercado laboral	6
Precios y política monetaria	8
Mercado de créditos	11
Contexto externo	13
Proyecciones	15

**Natalia Ossa M.**

P.S. - Macroeconomía

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

**Fabio D. Nieto**

Economista Jefe

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

**Felipe Naveros S.**

Practicante

[felipe.naveros@bancoagrario.gov.co](mailto:felipe.naveros@bancoagrario.gov.co)

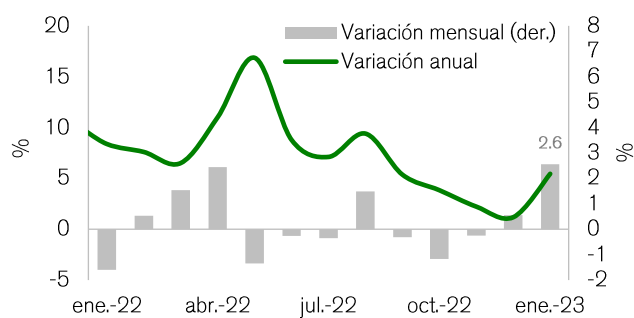


## Actividad económica

La información disponible de 1T23 sigue dando cuenta de una desaceleración en el ritmo de expansión de la actividad económica. Unas condiciones financieras restrictivas, así como los elevados niveles de tasas de interés de política monetaria e inflación, continúan debilitando la dinámica de variables de demanda interna, especialmente el gasto de los hogares.

Los sectores secundario y terciario continúan liderando el crecimiento y su dinámica de crecimiento se aceleró durante el último mes. En contraste, el sector primario permanece rezagado frente al resto de ramas de actividad y las señales de recuperación que mostraba en meses recientes se han desvanecido levemente.

Gráfico 1. Comportamiento del ISE durante el último año\*



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

En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró una variación mensual positiva de 2.6% en enero, la más alta desde septiembre de 2021 (Gráfico 1). En términos de su dinámica anual, y tomando la serie original, la variación del ISE fue 5.8%<sup>1</sup>, muy superior a nuestra estimación de 0.8% (ver “Actividad económica” en [IMCE – Marzo 13 de 2023](#)).

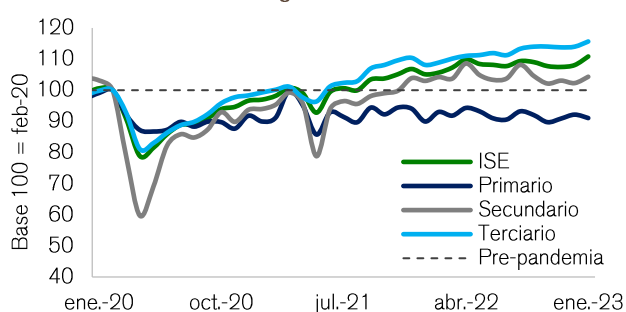
El ISE de la cadena **primaria** registró una variación positiva de 0.3% en enero, por primera vez tras cuatro meses consecutivos de contracción. Este sector sigue rezagado

frente a los demás y su nivel de producción todavía se sitúa por debajo de sus niveles pre-pandemia (Gráfico 2).

Las perspectivas de corto plazo en la producción primaria se han deteriorado ligeramente en los últimos meses, especialmente en la minería debido a algunas restricciones de oferta creadas por problemas de orden público. No obstante, en el balance, para los próximos meses se sigue esperando un leve repunte apoyado por mayores precios de materias primas y la depreciación de la tasa de cambio.

En la minería, la producción de carbón continúa muy rezagada y por debajo de sus niveles pre-pandemia en un 33%. Según las cifras de enero del subíndice de producción industrial ligada a carbón, durante el primer mes del año la producción de este mineral cayó 3.2%.

Gráfico 2. Índice de Seguimiento a la Economía (ISE)\*



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

La producción de petróleo tampoco ha alcanzado sus niveles pre-COVID (cerca de 880 mil barriles-día). En marzo la producción de crudo registró una caída de 2.8%, con lo cual la producción mensual promedio en 2023 se sitúa en 754 mil barriles-día. Esto representa un crecimiento de apenas 1.3% frente al mismo periodo de 2022.

En el sector agropecuario, los choques de costos-oferta se han venido diluyendo desde 3T22 y han apoyado la recuperación del sector en 1T23. En la ganadería, por ejemplo, el sacrificio de ganado vacuno y porcino aumentó 0.9% en febrero, con lo cual el promedio del primer

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



bimestre de 2023 refleja un crecimiento de 2.3%. Por su parte, la producción en la avicultura creció un 2.9%, pero en promedio en 2023 ha caído 4.1%.

Dentro de los cultivos agrícolas, el sector cafetero se viene recuperando luego de un complicado 2022. En efecto, la producción en febrero bordeó el millón de sacos de 60 kg, lo que representa un crecimiento de 10.5%. De esta forma, durante los primeros dos meses de 2023 la producción suma 1.9 millones de sacos, cifra que supera los 1.8 millones del mismo periodo de 2022. En términos de su variación anual, lo anterior equivale a un crecimiento de 5.4%.

Gráfico 3. Evolución de variables de comercio exterior



El ISE del sector **secundario** registró un crecimiento de 2.7% en enero, un ritmo de expansión que es mayor al 1.4% de 4T22.

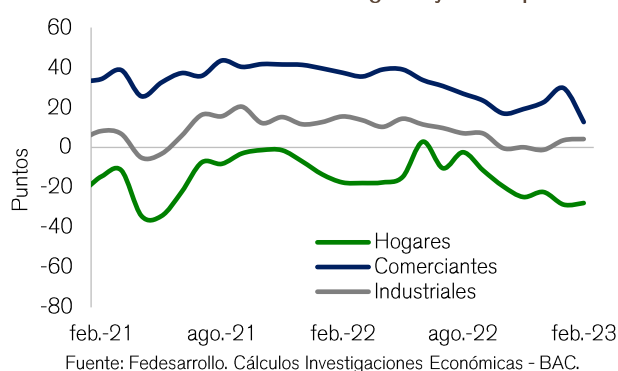
La actividad manufacturera, que en la mayor parte del 2022 fue el motor de la cadena intermedia de producción, se ha desacelerado de forma importante y su crecimiento en enero fue de apenas 0.2%. Dentro de los sectores manufactureros que aportaron positivamente a la expansión del sector se destacan los de refinación de petróleo, y el de elaboración de alimentos y bebidas.

El índice PMI manufacturero, que es un indicador adelantado del comportamiento de las industrias manufactureras, retornó en marzo a terreno de expansión y se ubicó en 51.5 puntos, un máximo desde septiembre de 2022. Tras dos meses consecutivos en terreno de contracción (por debajo de 50 puntos), este dato de marzo sugiere leves mejoras en las cifras de producción manufacturera.

El sector de la construcción también sigue perdiendo impulso, aunque a una velocidad no tan marcada como en la industria. Las licencias de construcción crecieron 15.3% en enero, un crecimiento que es alto pero que resulta inferior al 25.6% promedio de 4T22. Asimismo, la producción de cemento gris, uno de los insumos más importantes para el sector de la construcción, registró un crecimiento de 0.6% en febrero, dejando el promedio preliminar de 1T23 en 0.7%, relativamente estable frente al de 4T22.

Algunas cifras de demanda de vivienda continúan apuntando a un menor crecimiento de la construcción en el futuro cercano. En efecto, según cifras de Camacol, las ventas de vivienda cayeron 19.8% durante los últimos doce meses, con corte a febrero, su peor caída por lo menos desde el 2013. Los lanzamientos cayeron 19.7%, reducción no observada desde enero de 2016.

Gráfico 4. Confianza de los hogares y las empresas



El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de los sectores de comercio y servicios, se aceleró en el último mes y se expandió 7.5% (Gráfico 2). Aunque parte de este resultado refleja cierta resiliencia de los sectores ligados al gasto de los hogares, la baja base de comparación de enero de 2022 genera una distorsión en su lectura, particularmente en los servicios financieros.

El índice de ventas reales del comercio minorista creció 1.2%, levemente superior a la expansión media de 0.7% en 4T22. Este resultado refleja cierta resiliencia en la dinámica del gasto de los hogares, pese a que sus crecimientos actuales siguen siendo inferiores a los vistos en 2022. Los subsectores minoristas que más crecieron fueron los de libros y papelerías, y calzado y cueros. Por



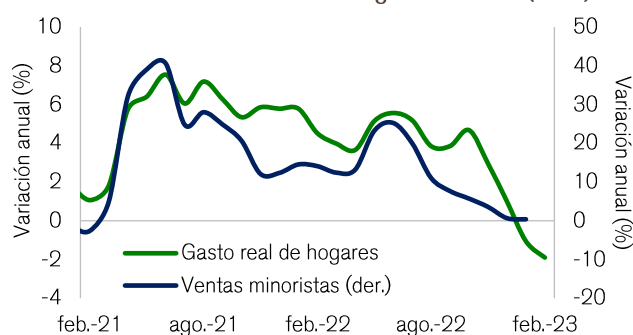
su parte, las ventas de vehículos y motocicletas fueron las que más cayeron y su demanda sigue afectada por el aumento en las tasas de interés y la depreciación de la tasa de cambio.

Los ingresos reales del sector de servicios, que sirven para estimar el comportamiento de la demanda de servicios de los hogares, crecieron 2.8% en enero. Los ingresos de los rubros de cine y televisión, y de actividades inmobiliarias fueron los que registraron los mayores incrementos del mes.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB cayeron por tercer mes consecutivo. Así, las ventas externas en febrero registraron una contracción de 0.2%, donde sobresale la reducción de 11.4% de las exportaciones de petróleo.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan una caída real de 8.7% de las exportaciones en febrero (Gráfico 3). Este resultado está en línea con la menor demanda externa de los últimos meses, producto del menor crecimiento económico de nuestros socios comerciales (ver sección de “Contexto externo” en este informe).

Gráfico 5. Gasto real de los hogares e ICPM (PM3)



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

Las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron también una caída de 5.7% en enero. Las compras externas se vieron afectadas, principalmente, por la contracción de importaciones de bienes intermedios para la industria, las cuales cayeron 22.8%. En términos reales, las importaciones cayeron 23.4% durante el último mes (Gráfico 3), lo cual sigue siendo consistente con un menor crecimiento de la demanda interna de la economía.

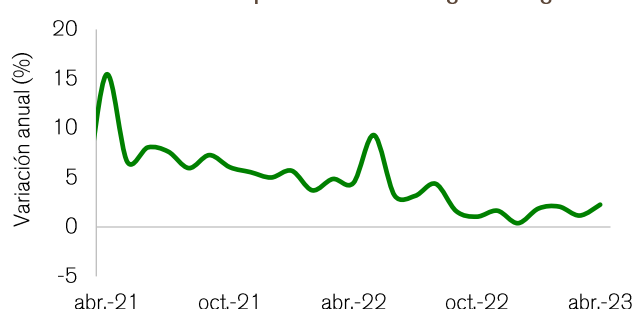
Bajo este contexto, en enero las exportaciones netas volvieron a contribuir de forma positiva al dinamismo de la demanda agregada. Lo anterior como consecuencia de unas importaciones reales que se han frenado más drásticamente en comparación con las exportaciones.

Varios indicadores adelantados de actividad en 1T23, especialmente de demanda, sugieren una desaceleración adicional de la economía en los próximos meses. No obstante, con la escasa información disponible de abril, dicha fase de desaceleración de la demanda se estaría estabilizando en 2T23.

Al corte de febrero, el índice de confianza de los consumidores se recuperó levemente, pero permanece en terreno negativo (Gráfico 4). Esto es consistente con un entorno de alta inflación y aumentos de tasas de interés que sigue desalentando la disposición de compra de los hogares.

Por su parte, los índices de confianza de las empresas en los distintos sectores económicos, según cifras de Fedesarrollo, permanecen muy por debajo de sus promedios del último año. En particular, la confianza de los comerciantes cayó en febrero a su menor nivel desde julio de 2020.

Gráfico 6. Demanda promedio-día energía no regulada



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Serie desestacionalizada con método lineal de tendencia-ciclo.

El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, se contrajo por cuarto mes consecutivo y en febrero cayó 2.9% (Gráfico 5). Descontando la inflación núcleo y no la total, el gasto real de los hogares registró su primera contracción en el último año y cayó 1%.

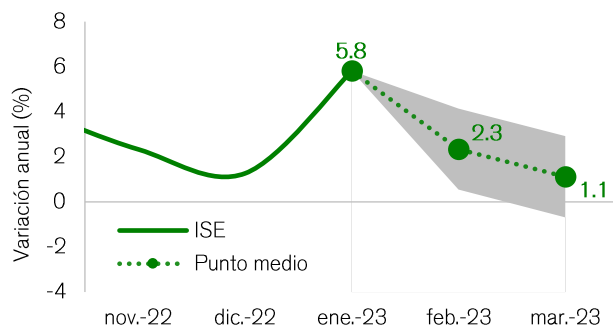


La demanda de energía no regulada, una buena variable proxy de consumo intermedio e inversión fija de las empresas, continúa mostrando crecimientos inferiores a los de 2022 y anticipa crecimientos bajos de la formación bruta de capital en el corto plazo.

En efecto, la demanda de energía en marzo se situó alrededor de los 215 GWh diarios, lo que se traduce en un bajo crecimiento de 1.2%. Sin embargo, las cifras preliminares de abril muestran una expansión de 2.3%, lo que supera la expansión promedio de 1.7% de 1T23 (Gráfico 6).

Tomando en cuenta toda la nueva información disponible, **pronosticamos un crecimiento de 2.3% del ISE para el mes de febrero** (Gráfico 7). Nuestro modelo *Nowcast* sugiere una variación preliminar de 1.1% del ISE para marzo. De esta forma, el crecimiento preliminar del producto en 1T23 se sitúa alrededor de 3.1%, que es levemente superior al 2.9% de 4T22

Gráfico 7. Intervalo de pronóstico de corto plazo del ISE\*



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

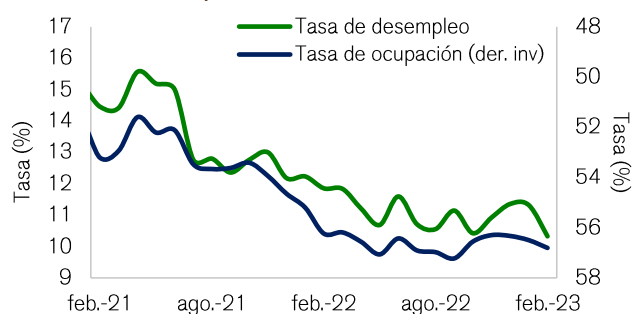
Seguimos ratificando nuestro pronóstico de crecimiento del PIB real para 2023 en 1.1%, afectado por: i) el cierre del desbalance de demanda, objetivo de la política monetaria contractiva de BanRep; ii) el menor crecimiento de nuestros socios comerciales, que está afectando las exportaciones; y iii) la incertidumbre y pérdida de confianza de los agentes, lo cual podría deteriorar el clima de los negocios y la inversión.



## Mercado laboral

En línea con un menor crecimiento de la actividad económica, las condiciones del mercado laboral se han estabilizado, al igual que la demanda de trabajo. Los niveles de ocupación siguen creciendo más rápidamente en las ciudades, apoyando por esta vía el empleo asalariado y formal. No obstante, el espacio para mejoras adicionales se agotó desde finales de 2022 y es de esperar que los principales índices evidencian deterioros leves en el futuro próximo.

Gráfico 8. Principales indicadores del mercado laboral\*



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

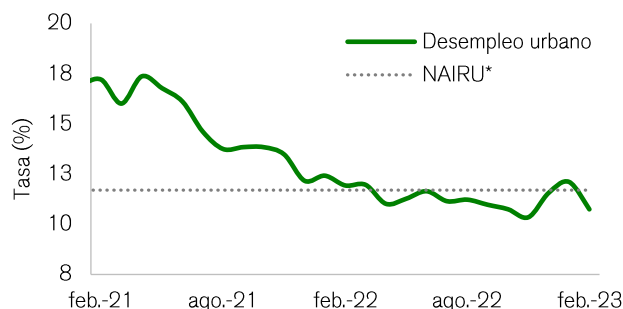
En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional se redujo en febrero hasta 10.3%, el menor registro desde junio de 2019 (Gráfico 8). Tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación aumentó 0.3 p.p. hasta 56.8%, pero la tasa global de participación se redujo 0.4 p.p. hasta 63.3%, lo que explica en parte el descenso en la tasa de desempleo activo.

El desempleo nacional continúa por debajo de sus niveles estructurales. En efecto, para el total nacional se estima una tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés) cerca del 12%, por lo que los niveles actuales de desempleo nacional se sitúan muy por debajo de dicho nivel.

En el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, el desempleo descendió hasta 10.7%. Estos niveles de desempleo urbano también se ubican por debajo de la tasa NAIRU urbana que, de acuerdo con BanRep, se calcula cerca al 11.7% (Gráfico 9).

A nivel sectorial, la generación de empleos en la cadena primaria continúa siendo inferior a la de los demás sectores (Gráfico 10). De hecho, en los últimos 3 meses registró un crecimiento de tan solo 0.4%. Esto es consistente con la baja dinámica observada en los empleos del dominio rural durante los últimos meses y con el rezago del sector primario en toda la economía.

Gráfico 9. Evolución del desempleo grandes ciudades

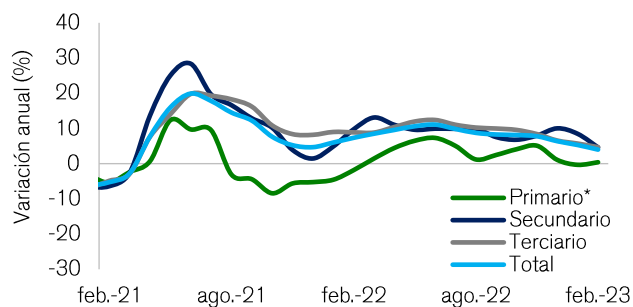


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Estimación desempleo estructural de BanRep. RML - Febrero de 2023.

Las ramas secundaria y terciaria siguen liderando la demanda de trabajo a nivel nacional. No obstante, los últimos datos evidencian una pérdida de dinamismo que se encuentra en línea con el menor crecimiento de la actividad económica en esos sectores.

En efecto, el crecimiento del acervo de ocupados en el sector secundario fue 4.6% y en el terciario fue 4.7%, en ambos casos crecimientos inferiores frente a los meses recientes (Gráfico 10).

Gráfico 10. Generación de empleo por ramas (PM3)



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*El sector primario representa la ocupación del sector agropecuario.

En este entorno, sectores como el de transporte y almacenamiento, y alojamiento y restaurantes, fueron los que más generaron empleos durante el último año con

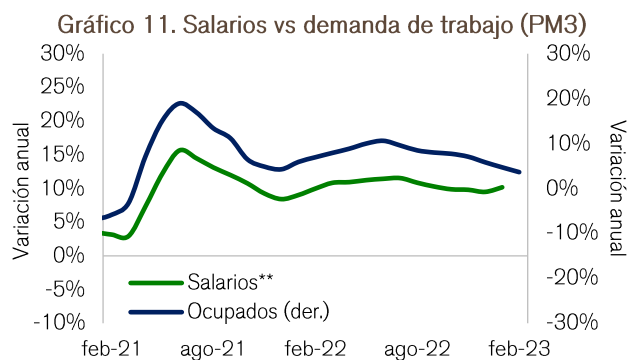


corte a febrero, anotando incrementos de 194 y 141 mil ocupados, respectivamente. En contraste, la ocupación en los sectores de información y comunicaciones, y el de la construcción se redujo en 43 y 27 mil personas, respectivamente.

En línea con todo lo anterior, la creación de empleos asalariados sigue siendo más alta frente a la de empleos no asalariados. En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados fue de 3.8% en el último mes, mientras que la demanda de empleo no asalariado creció 1.1%.

Por su parte, la tasa de empleos formales aumentó hasta 73.8%. La tasa de formalidad sigue superando ampliamente la tasa de subempleos (subutilización de empleo), que se ubica en 14.8%.

Bajo este contexto, **mantenemos nuestra proyección de tasa de desempleo nacional para el promedio-año de 2023 en 11.3%**, levemente superior al 11.2% de 2022.



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

De esta manera, la inflación de los salarios nominales se mantiene alta y fue de 12% en enero. Además de la influencia del aumento del salario mínimo del 16% para 2023, el buen comportamiento de la demanda de trabajo desde 2022, y unos niveles de desempleo inferiores a los estructurales, también explican este comportamiento de los salarios (Gráfico 11).

En términos reales, la inflación salarial fue -1.3%, consecuencia del fuerte incremento que ha registrado la inflación al consumidor. Lo anterior también explica el menor gasto de los hogares de meses recientes, aunque de cara al resto de 2023 se esperan mejoras en este índice.

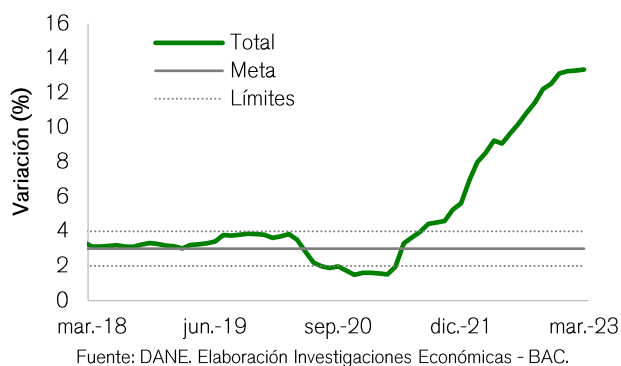


## Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 1.05% en marzo, en línea con nuestra proyección de 1.03% (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Marzo 13 de 2023](#)) pero superior a la expectativa de los analistas (0.99%). Esta variación mensual del IPC es la más alta registrada para este mes desde el año 2007.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.91% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos aumentaron 1.15% frente al mes de febrero, mientras que los precios de alimentos procesados lo hicieron en 0.83%. Las presiones sobre el IPC de alimentos han descendido gracias a la moderación de los choques de costos locales y externos, y también al incremento en los niveles de abastecimiento nacional de alimentos.

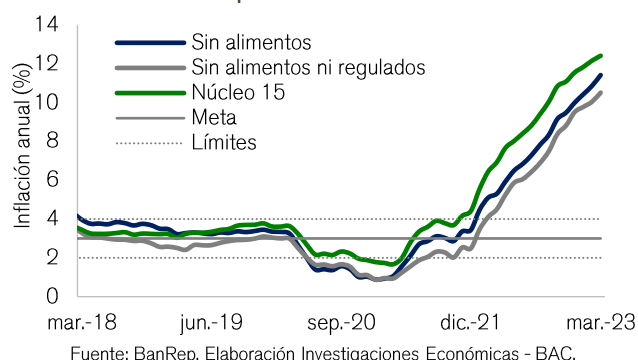
Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años



El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 1.41%, el más alto dentro de la clasificación BanRep. El subcomponente que más contribuyó fue el IPC de combustibles, cuya variación

mensual fue de 3.66%. Vale la pena recordar que lo anterior está asociado al aumento de 400 pesos decretado en el precio de la gasolina para el mes de marzo, en respuesta al plan de Gobierno para mitigar el déficit del Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPC).

Gráfico 13. Principales medidas de inflación núcleo



Por su parte, el IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 1.20%. Allí sobresale el aumento de 1.41% en el IPC de productos de aseo, seguido por muebles y electrodomésticos, y los precios de vehículos y accesorios, con incrementos de 1.27% y 1.39%, respectivamente.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue de 0.92%, impulsada principalmente por los aumentos de 0.78% en el IPC de arrendamientos y de 1.34% en el IPC de restaurantes y bares. A pesar de la quiebra de algunas aerolíneas en el país, y el previsible efecto demanda por cercanía de semana santa, los tiquetes aéreos cayeron 5.37% en marzo y aliviaron parcialmente otras presiones alcistas dentro de este componente del IPC.

De esta forma, la inflación anual del IPC se aceleró hasta 13.34% (Gráfico 12), la más alta registrada desde marzo

Tabla 1. Resultados del IPC según metodología de clasificación de BanRep

	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont.	Tendencia
	mar.-22	mar.-23	feb.-23	mar.-23		
<b>Total</b>	<b>1.00</b>	<b>1.05</b>	<b>13.28</b>	<b>13.34</b>	<b>0.06</b>	↑
Alimentos	2.84	0.91	24.14	21.81	-0.35	↓
Regulados	0.64	1.41	13.85	14.72	0.15	↑
Bienes	0.58	1.20	14.38	15.08	0.13	↑
Servicios	0.57	0.92	8.36	8.73	0.18	↑

Fuente: Banco de la República. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.



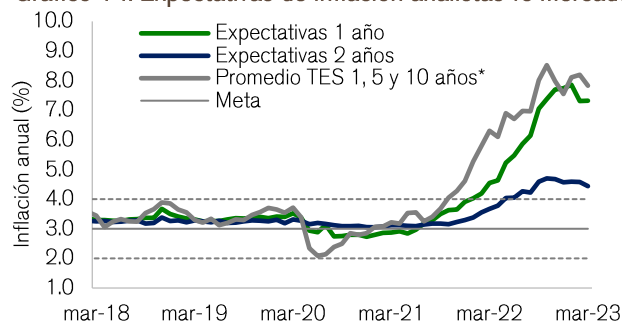


de 1999. La inflación de alimentos se desaceleró 2.2 p.p. hasta 21.8% y le restó 0.35 p.p. a la dinámica de la inflación total entre febrero y marzo (Tabla 1), dando cuenta de unas presiones de oferta que se siguen diluyendo sobre los precios al consumidor.

En contraste, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo aumentó hasta 11.45%, un nuevo máximo desde que se tienen registros. Todas las medidas de inflación básica se aceleraron nuevamente y se siguen alejando de la meta de 3% del BanRep, lo que refleja presiones de demanda rezagadas y una inercia inflacionaria atípicamente alta.

La inflación núcleo 15 aumentó hasta 12.41%, mientras que la inflación sin alimentos alcanzó un 11.42%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, se aceleró hasta 10.51% (Gráfico 13).

Gráfico 14. Expectativas de inflación analistas vs mercado



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

Las expectativas de inflación siguen desancladas y muy por encima del límite superior del rango meta del BanRep de 4%. Sin embargo, las encuestas a los analistas para horizontes de política monetaria (1 y 2 años), así como las implícitas en el mercado, se están estabilizando y en algunos casos ya evidencian descensos.

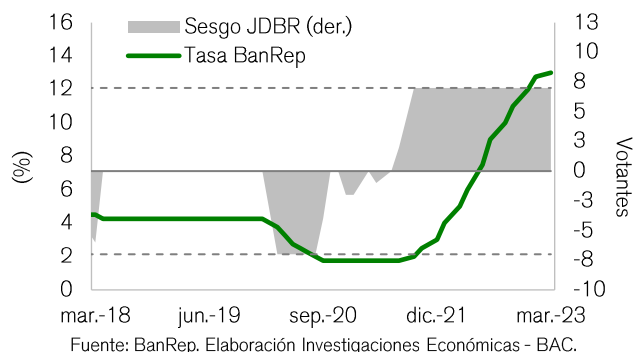
Las expectativas de los analistas a 1 año se estabilizaron en 7.3%, mientras que el promedio de las expectativas a 2 años se redujo a 4.4%. Asimismo, el promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES se redujo hasta 7.8% (Gráfico 14). Para el cierre de 2023, las expectativas aumentaron hasta niveles

alrededor de 9% y tras el dato de abril es de esperar que vuelvan a incrementarse.

Para el mes de abril pronosticamos una variación mensual de 0.92% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería hasta 12.98%.

Anticipamos que el dato de marzo habría sido el pico de este episodio inflacionario y que a partir de abril la inflación iniciará su fase de convergencia hacia la meta de 3%. No obstante, como lo hemos venido advirtiendo desde hace varios meses atrás, dicho proceso de convergencia será gradual, y tardaría al menos unos 2 años en completarse, según nuestros cálculos. Ratificamos nuestra proyección de cierre de 2023 en 9.8%.

Gráfico 15. Tasa de referencia vs distribución JDBR



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tornando el análisis hacia las recientes decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió en marzo, de forma unánime, incrementar en 25 pbs la tasa de interés de referencia hasta 13% (Gráfico 15), en línea con nuestras expectativas. El sesgo de la JDBR continúa siendo totalmente alcista.

Para esta decisión, la JDBR consideró los siguientes factores: i) la inflación de alimentos se ha desacelerado y la total se aproxima a su techo, pero se estima que la inflación básica continúe aumentando en los próximos meses; ii) las expectativas de inflación superan ampliamente la meta de 3% del emisor, pero a 12 y 24 meses han comenzado a descender; iii) la actividad económica sigue mostrando una desaceleración importante frente a su dinamismo de 2022; iv) la

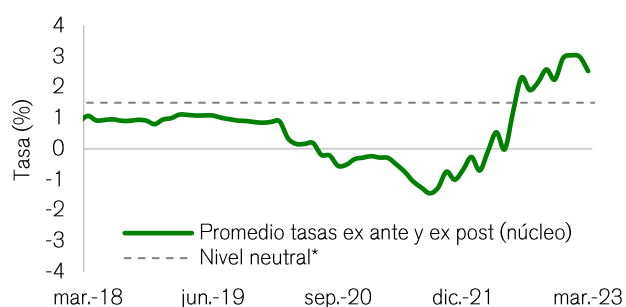


desaceleración en la cartera de créditos, principalmente en el crédito de consumo, ha sido significativa; v) permanece el riesgo de una elevada volatilidad de la tasa de cambio; y vi) la reciente turbulencia en los mercados internacionales ha tenido efectos limitados sobre la economía colombiana.

Adicionalmente, el equipo técnico de BanRep elevó su proyección de crecimiento para 2023 desde 0.2% hasta 0.8%. Parte de esta revisión al alza se justifica por un dato del ISE en enero superior al previsto, pero no cambia la tendencia prevista de desaceleración económica.

También estimamos que la tasa de interés de política monetaria permanecerá estable en dichos niveles hasta 1T24.

**Gráfico 16. Evolución tasa real de política monetaria**



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Tasa de interés real neutral estimada del equipo técnico de BanRep.

Bajo este contexto, desde una óptica técnica, la postura de BanRep continúa siendo contractiva. El promedio de la tasa de interés real de política ex ante y ex post núcleo, acumuló 9 meses por encima del nivel neutral estimado alrededor de 1.5% (Gráfico 16).

Teniendo en cuenta el reciente lenguaje del emisor, que señala que la política monetaria se acerca a la postura requerida para inducir en el mediano plazo la inflación hacia su meta de 3%, creemos que la finalización del actual ciclo de aumentos de tasa de intervención llegará en 2T23.

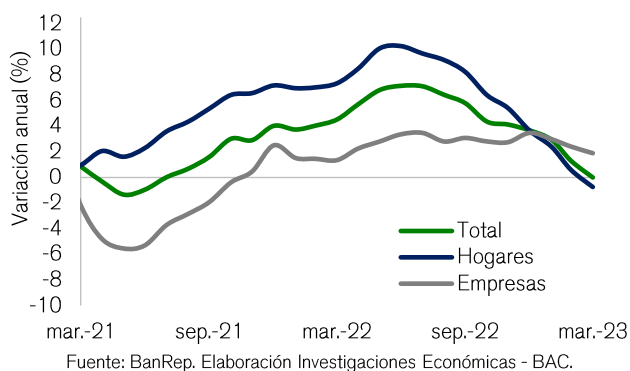
Por todo lo anterior, **esperamos que BanRep eleve en 25 pbs la tasa de referencia hasta 13.25% en su reunión de abril**. Creemos que la tasa terminal del actual ciclo contractivo estará entre 13.25% - 13.5%, lo que significa que la pausa monetaria del BanRep llegará en las reuniones próximas de abril o junio.



## Mercado de créditos

La dinámica de la cartera total de créditos del sistema financiero, en términos reales, se sigue desacelerando. Esto se encuentra en línea con una demanda de créditos que continúa afectada por el contexto de tasas de interés e inflación altas.

Gráfico 17. Evolución de la cartera por tipo de agente



El crecimiento real de la cartera total se desaceleró en marzo prácticamente a ritmos de 0%, algo no visto desde julio de 2021. Los créditos hacia los hogares registraron una caída de 0.7%, por primera vez desde agosto de 2009. Por su parte, el crecimiento de las colocaciones a las empresas se desaceleró hasta 1.9%, su menor expansión en los últimos 11 meses (Gráfico 17).

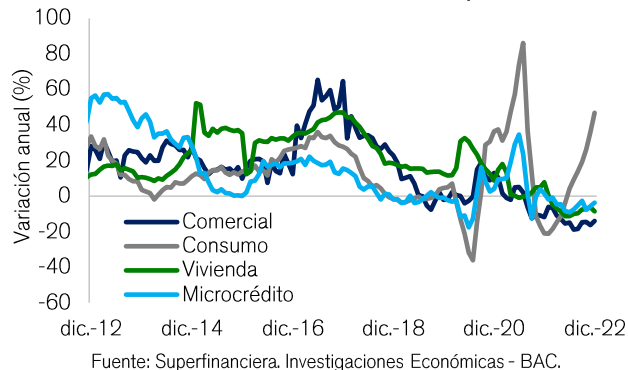
Por modalidades, la cartera comercial es la que registra el mejor comportamiento con un crecimiento real de 1.9%, seguida por la cartera de microcrédito que creció 1.2%. La cartera de consumo ya registra una caída en términos reales de 0.5%, mientras que la reducción de la cartera hipotecaria fue de 1.3%.

Varios indicadores sugieren un riesgo de impago bajo en el sistema. No obstante, en algunas modalidades, como la de consumo, se ha visto un deterioro significativo en la calidad de cartera, lo que eventualmente crearía restricciones sobre la oferta de este tipo de créditos.

El indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se situó en 3.7% en diciembre, registrando una leve disminución frente al mes anterior. Sin embargo, es de esperar que en el corto plazo la cartera vencida continúe ganando terreno frente a la cartera bruta, deteriorando así el ICV en las

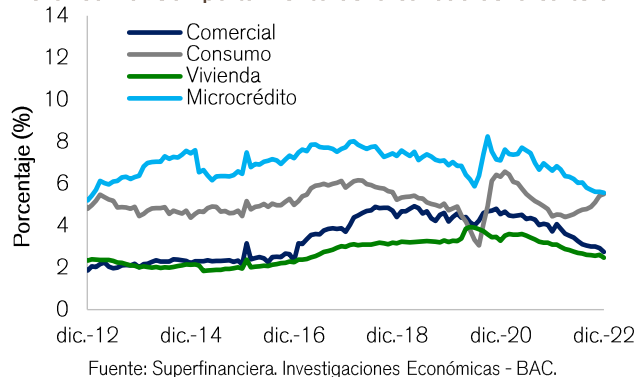
diferentes modalidades. A la fecha, la cartera vencida del crédito de consumo es la única que registra variaciones positivas, con crecimientos altos de 46.8%. (Gráfico 18).

Gráfico 18. Evolución de cartera vencida por modalidad



El ICV para microcrédito se situó en 5.6%, seguido por el de consumo con un 5.5%, el cual sigue repuntando de manera significativa. El ICV de la cartera de créditos comerciales y de vivienda descendió hasta 2.7% y 2.5%, respectivamente (Gráfico 19).

Gráfico 19. Comportamiento de la calidad de la cartera



En este entorno, el saldo de la cartera vencida total del sistema se aceleró hasta 9% en diciembre. Asimismo, teniendo en cuenta la desaceleración económica y la mayor probabilidad implícita de materialización de riesgos de impago en el futuro, el deterioro de la cartera total, una buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema, aceleró su crecimiento hacia ritmos del 5%, los más altos desde septiembre de 2021.

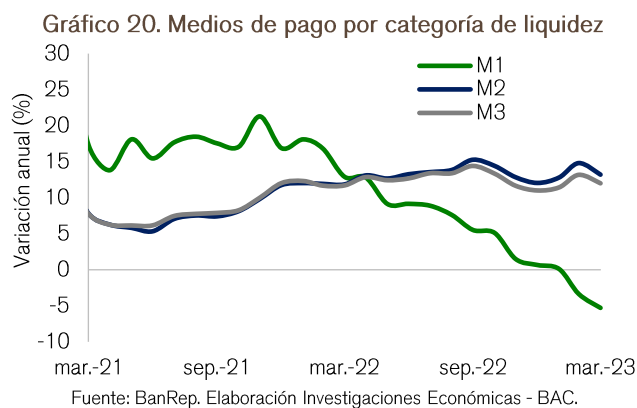
Por su parte, los agregados monetarios siguen reflejando unas condiciones favorables para la oferta de crédito, especialmente por un comportamiento sobresaliente de



los depósitos a mayor plazo. La otra cara de la moneda la revelan los medios de pago de alta rotación, como el efectivo, los cuales se han afectado por cuenta de la postura contractiva de política monetaria de BanRep y la consecuente menor preferencia de liquidez en la economía.

El crecimiento de la base monetaria se desaceleró hasta 2.4% en el último mes, el más bajo desde septiembre de 2017. Allí sobresale la menor dinámica del efectivo circulante que se expandió apenas 1.5% en marzo, muy por debajo del crecimiento promedio de 11.5% de 2022.

La dinámica del medio de pago de mayor liquidez, el M1, registró una caída de 5.3% en marzo (Gráfico 20), afectada principalmente por los retrocesos vistos en los depósitos en cuentas corrientes. En contraste, los crecimientos del M2 y el M3, que son medios de pago de menor liquidez, registran a la fecha ritmos de 13.2% y 12%, respectivamente.

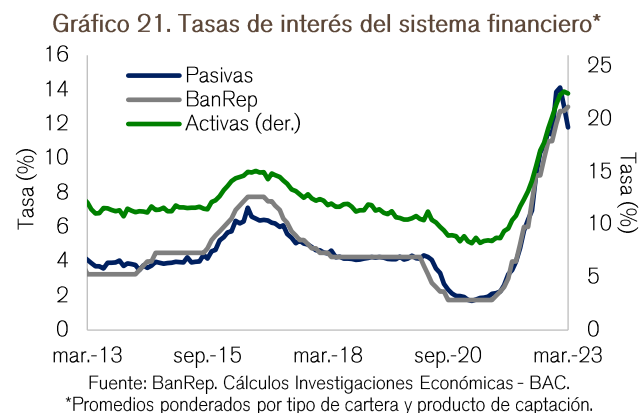


De esta forma, la brecha entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema, medidos a través del M3, se mantiene positiva y fue de 1.3 p.p. en marzo. Lo anterior se ha dado en medio de un crecimiento de la demanda de créditos que, pese a estar perdiendo dinamismo en meses recientes, todavía supera el de la oferta.

Bajo este contexto, relativo al incremento acumulado de 1,125 pbs en la tasa de referencia de BanRep desde que inició su ciclo monetario contractivo, las tasas de los créditos han aumentado 1,366 pbs y se sitúan, en promedio, cerca de 22.4%. No obstante, las tasas activas

han comenzado a estabilizarse e incrementos adicionales son poco probables, teniendo en cuenta que: i) el final del ciclo contractivo de BanRep está cerca; ii) la demanda de créditos se está debilitando; y iii) las reducciones anunciadas en las tasas de interés de tarjetas de crédito de cupos bajos y de microcréditos.

Por su parte, las tasas pasivas en las últimas semanas han comenzado a descender con fuerza y se sitúan, en promedio, alrededor de 11.8% (Gráfico 21). Buena parte de lo anterior obedece a unas condiciones de liquidez muy holgadas en el sistema financiero durante el mes de marzo, pero también a unas expectativas de tasas de interés de política monetaria que a horizontes superiores a 12 meses están descontando recortes (ver “Punto de inflexión” en [IMDP – Marzo de 2023](#)).



Esperamos que la dinámica de la cartera de créditos se siga desacelerando en lo que resta de 2023, en medio de un entorno de desaceleración económica y tasas de interés elevadas.

El creciente riesgo de impago en la cartera de consumo supone restricciones en la oferta de estos créditos, limitando aún más su crecimiento en el corto plazo. El microcrédito, históricamente la modalidad más sensible al ciclo económico y la de mayor riesgo implícito, también enfrenta unas perspectivas desfavorables para este año.

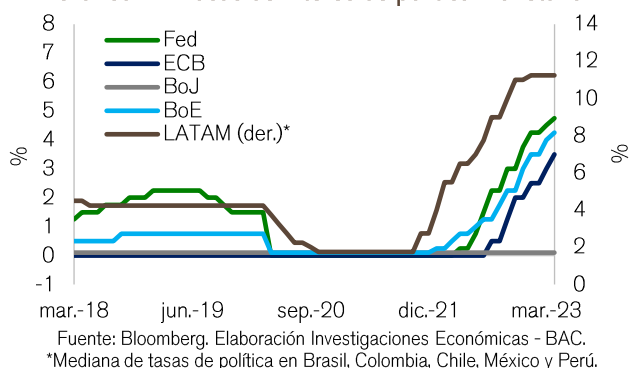


## Contexto externo

La información disponible en el frente externo ha venido reflejando unos menores riesgos de recesión para 2023. Se estima que la actividad económica continúe perdiendo impulso a nivel global, pero con una menor probabilidad implícita de contracción.

A su vez, la inflación mundial se ha estabilizado y en algunos casos, particularmente en economías avanzadas, ha descendido. Pese a lo anterior, la inflación se mantiene muy por encima de las respectivas metas de inflación de los bancos centrales. Se espera que el proceso de convergencia de la inflación hacia las metas de política sea lento y que el cierre de estas brechas tarde (al menos) un año más en completarse.

**Gráfico 22. Tasas de interés de política monetaria**



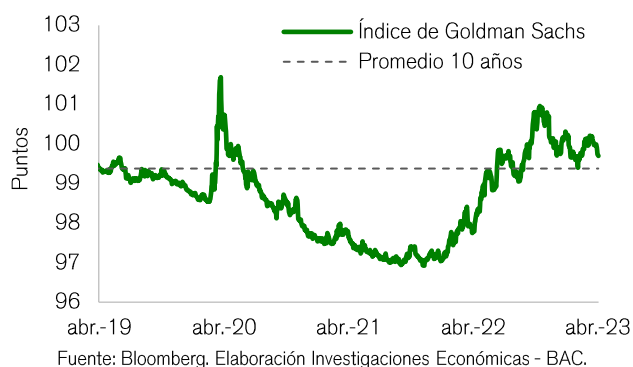
En este entorno, el endureciendo monetario de los bancos centrales continuó en el último mes y las tasas de interés de referencia siguieron al alza (Gráfico 22). Algunos emisores ya iniciaron una pausa monetaria y otros se encuentran cerca de finalizar el ajuste que iniciaron en 2021-2022, reduciendo el ritmo de incrementos en los tipos de interés.

En el caso particular de EEUU, la intervención de las autoridades sobre algunos bancos comerciales con problemas de liquidez, desembocaron en un fuerte aumento en los niveles de aversión al riesgo y temor sobre la posibilidad de una crisis financiera.

Con el fin de estabilizar los mercados, la Fed inyectó liquidez de forma transitoria a través de su Programa Bancario de Financiación a Plazo (BTFP), maniobra que

no implicó en ningún momento una contradicción de política monetaria (ver “Nada envidiable ser la Fed” en [CE – Marzo 22 de 2023](#)).

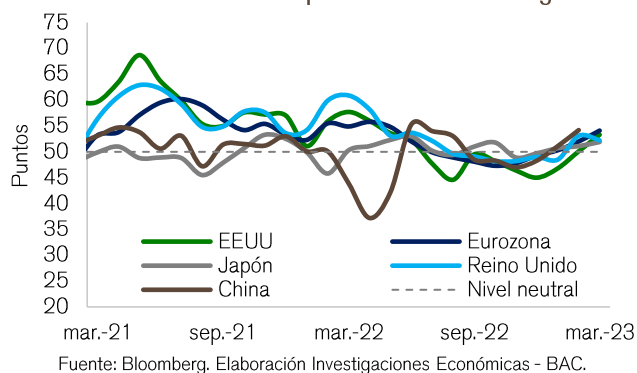
**Gráfico 23. Estado de condiciones financieras globales**



De esta forma, y en línea con nuestras expectativas, la Fed volvió a incrementar la tasa de referencia en 25 pbs, y la llevó hasta el rango 4.75% - 5%. Los mercados financieros descuentan un último incremento de 25 pbs en las tasas de interés para la reunión de mayo, y recortes de tipos que llegarían hacia 3T23.

En nuestra opinión, la probabilidad de ocurrencia de recortes en los tipos durante 2023 es baja, pues la inflación continúa muy por encima de la meta de 2% de la Fed y las condiciones del mercado laboral permanecen apretadas.

**Gráfico 24. Índice PMI compuesto en economías grandes**



Esperamos que la tasa terminal del actual ciclo de la Fed sea 5% - 5.25% y se alcance en mayo, lo que implica un último incremento de 25 pbs en el futuro cercano. Sin embargo, a diferencia del mercado,

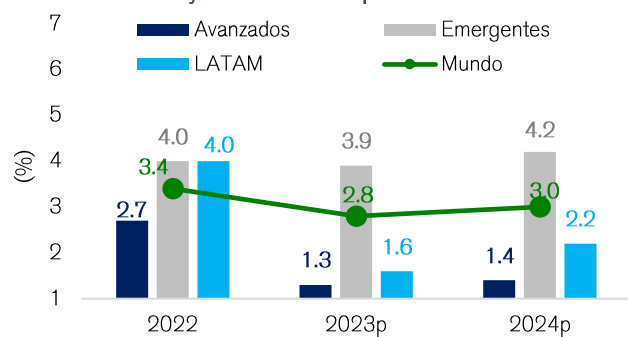


esperamos que la Fed mantenga estables los tipos hasta finales de 2023 o comienzos de 2024.

Bajo este contexto, según el índice de Goldman Sachs, las condiciones financieras mundiales se mantienen en niveles restrictivos, pero han descendido recientemente a pesar de la turbulencia desatada por la inestabilidad del sistema bancario (Gráfico 23). Los niveles de aversión al riesgo en los mercados financieros también han descendido.

Los últimos datos del índice PMI compuesto confirman una mayor resiliencia de la actividad económica en las economías avanzadas, principalmente en EEUU y Europa, donde sus resultados han sido más favorables de lo esperado. En efecto, el índice para estas economías sigue superando la barrera de los 50 puntos, ubicándose en terreno de expansión luego de varios meses por debajo de dicho valor de referencia (Gráfico 24).

Gráfico 25. Proyección del FMI para crecimiento del PIB



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El crecimiento de las economías más grandes de LATAM se sigue desacelerando, por la información disponible sugiere que a una velocidad inferior a lo previsto. Según nuestros cálculos, el crecimiento de la región habría sido de 2.2% en 1T23, relativamente estable frente al 2.3% de 4T22.

En este entorno, según las más recientes encuestas a analistas económicos, la probabilidad estimada de recesión en algunas regiones, durante los próximos 12 meses, sigue descendiendo. Particularmente, la probabilidad de recesión en la Eurozona se redujo desde 80% hasta niveles del orden de 49% en apenas dos

meses. Para el caso de EEUU, la probabilidad de recesión se estima en 65%.

Toda la información anterior es consistente con la última actualización de proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), que sugieren una desaceleración económica mundial en 2023 y 2024 hacia ritmos ligeramente inferiores al 3%, en promedio.

La desaceleración económica se sigue pronosticando más fuerte para el grupo de economías avanzadas, donde se espera un crecimiento de apenas 1.3% en 2023 y 1.4% en 2024 (Gráfico 25). Las economías del Reino Unido y la Eurozona serían las más afectadas.

Para las economías emergentes, el FMI estima una expansión de 3.9% en 2023 y 4.2% en 2024, relativamente similar al crecimiento de 4% de 2022. En buena medida, este pronóstico tiene en cuenta el impulso esperado sobre el crecimiento de la reapertura económica de China, y un mejor desempeño de las economías de Asia emergente.

Sin embargo, en este grupo de economías se destaca la fuerte desaceleración esperada para LATAM, cuyos crecimientos en 2023 y 2024 se estiman 1.6% y 2.2%, respectivamente. En el marco de esta actualización de proyecciones, para la economía colombiana el FMI estima un crecimiento de 1% en 2023, relativamente en línea con nuestro pronóstico de 1% (ver sección de "Actividad económica" en este informe).



## Proyecciones Económicas

	2021	2022	2023(p)	2024(p)	
<b>Demanda agregada</b>					
PIB (%)	10.7	7.5	1.1	1.8	
Consumo privado (%)	14.8	9.5	2.0	1.6	
Gasto público (%)	10.3	1.4	4.5	2.0	
Inversión fija (%)	11.2	11.8	1.5	2.1	
Demanda interna (%)	13.6	10.0	0.9	1.8	
Exportaciones (%)	14.8	14.9	0.7	3.9	
Importaciones (%)	28.7	23.9	1.3	2.7	
<b>Sectores actividad económica</b>					
Agropecuario (%)	3.1	-1.9	2.5	6.1	
Comercio (%)	20.9	10.7	1.1	1.8	
Construcción (%)	5.7	6.4	0.5	2.5	
Financiero (%)	3.4	6.5	3.7	3.4	
Industria (%)	16.4	9.8	0.1	1.9	
Minería (%)	0.2	0.6	0.4	1.8	
<b>Precios, tasas de interés y desempleo</b>					
Inflación (fin del periodo %)	5.6	13.1	9.8	6.4	
Tasa BanRep (fin del periodo %)	3.00	12.00	13.50	10.00	
DTF EA (promedio año %)	2.0	8.2	14.1	12.3	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	1.9	7.2	13.2	11.8	↓
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	8.5	13.0	11.5	9.5	↑
Tasa de desempleo nacional (%)	13.8	11.2	11.3	11.9	↓
<b>Sector externo</b>					
Tasa de cambio (promedio año)	3749	4246	4850	4560	↓
Tasa de cambio (fin del periodo)	3981	4810	4750	4435	
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-5.7	-6.2	-5.6	-3.9	
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.1	4.9	3.9	3.2	
<b>Finanzas públicas</b>					
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-7.1	-5.5	-3.8	-3.6	
Saldo deuda neta total GNC (% del PIB)	60.8	59.6	57.5	56.8	

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.

---