



Informe Mensual Coyuntura Económica

Investigaciones Económicas

Resumen

- *La información de 1T23 sugiere que la economía habría continuado su fase de desaceleración, aunque a una velocidad inferior a la prevista inicialmente. Los datos disponibles de 2T23 aún son escasos y apuntan a crecimientos del producto inferiores a los de trimestres previos. Los sectores secundario y terciario siguen perdiendo impulso, mientras que el sector primario permanece rezagado.*
- *Las condiciones del mercado laboral continúan estrechas, en línea con una brecha positiva del producto. 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 se mantiene alta.*
- *La inflación por fin se desaceleró en abril, confirmando el inicio del proceso de convergencia hacia la meta. Las presiones de oferta se siguen diluyendo, pero las de demanda persisten. Aunque las medidas de inflación básica y las expectativas de inflación descendieron ligeramente, todavía permanecen muy por encima de la meta de 3%. En este entorno, BanRep incrementó su tasa de interés de referencia.*
- *La demanda de créditos se sigue debilitando y el riesgo de impago en el sistema sigue en ascenso. Las tasas activas se estabilizaron y en algunos casos incluso han descendido, en parte favorecidas por la mayor competencia entre establecimientos de crédito. Las tasas pasivas siguen disminuyendo, en línea con una menor demanda de créditos y ajuste de expectativas de tasas de política.*
- *Los riesgos de una recesión global en 2023 se han vuelto moderar. La inflación está descendiendo en varios lugares del mundo y las tasas de interés de política se están estabilizando. En EEUU, la Fed aumentó su tasa de referencia durante el último mes, pero ya habría llegado al nivel terminal de su ciclo contractivo. 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

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Felipe Naveros S.

Practicante

felipe.naveros@bancoagrario.gov.co

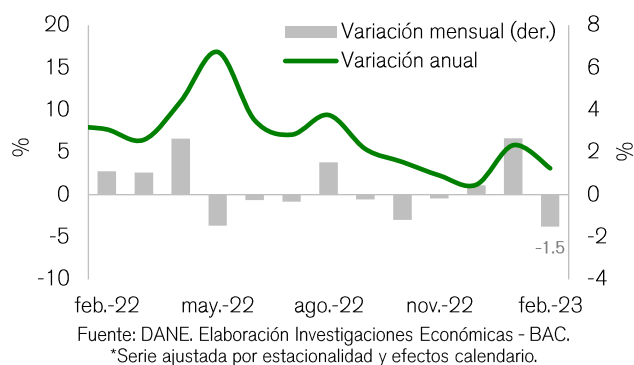


Actividad económica

La desaceleración económica habría continuado en 1T23, pero en una intensidad menor a la prevista (ver “Vuelve y juega: cerca del techo, lejos del fin” en [CE – Mayo 2 de 2023](#)). La escasa información de 2T23 sugiere que el crecimiento del producto seguiría siendo débil, aunque estaría estabilizándose en comparación con los registros de comienzos de año.

Buena parte de lo anterior ha sido resultado de una postura de política monetaria restrictiva (tasas de interés altas), que ha moderado significativamente la dinámica del gasto agregado desde la segunda mitad de 2022. Los sectores secundario y terciario se siguen desacelerando, en línea con la menor dinámica de la demanda interna. El sector primario continúa estancado frente al comportamiento del resto de ramas de actividad.

Gráfico 1. Comportamiento del ISE durante el último año*



En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró una caída mensual de 1.5% en febrero, su mayor contracción desde mayo de 2022 (Gráfico 1). En términos de su dinámica anual, y tomando la serie original, la variación del ISE fue 3%¹, superior a nuestra estimación de 2.3% (ver “Actividad económica” en [IMCE – Abril de 2023](#)).

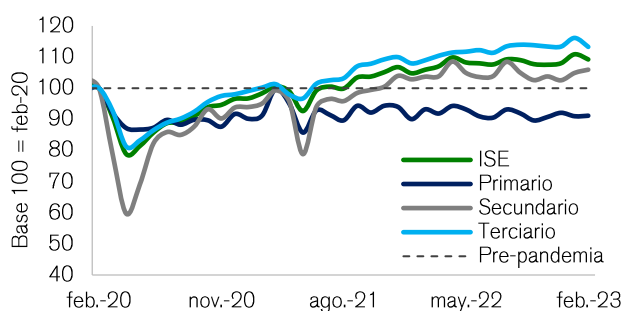
El ISE de la cadena **primaria** registró una variación negativa de 2.2% en febrero. Este sector sigue rezagado

¹ 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.

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

En la minería, la producción de carbón continúa por debajo de sus niveles pre-pandemia en un 38% y no levanta cabeza. Según cifras de febrero del subíndice de producción industrial ligada a carbón, durante los dos primeros meses del año la producción de este mineral cayó 1.9%.

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



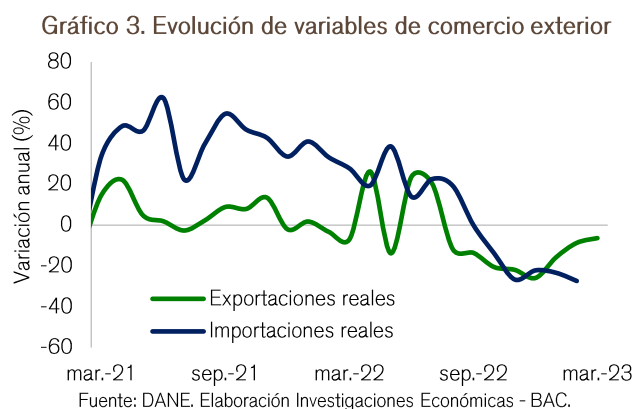
La producción de petróleo tampoco ha alcanzado sus niveles pre-COVID (cerca de 880 mil barriles-día), pero a diferencia del sector de carbón sigue ganando terreno. En efecto, la producción de crudo en abril registró un crecimiento de 4.1%, con lo cual la producción mensual promedio en 2023 se sitúa en 771 mil barriles-día. Esto representa un crecimiento de 3.4% 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 la ganadería, por ejemplo, el sacrificio de ganado vacuno y porcino aumentó 0.9% en febrero, con lo cual el promedio del primer bimestre de 2023 refleja un crecimiento de 2.3%. Por su parte, la producción en la avicultura creció 1.1% en marzo, aunque en el promedio año corrido de 2023 ha caído 2.3%.

Dentro de los cultivos agrícolas, la dinámica del sector cafetero se deterioró nuevamente en el último mes. La producción en abril fue de 566 mil sacos de 60 kg, lo que



representa una fuerte caída de 24.5%. De esta forma, durante los primeros cuatro meses de 2023 la producción sumó 3.3 millones de sacos, cifra inferior a los 3.5 millones del mismo periodo de 2022. En términos de su variación anual, lo anterior equivale a una caída acumulada en la producción de café de 5.8%.



El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y formación bruta de capital fijo, registró un crecimiento de 2.6% en febrero. Esto refleja estabilidad frente a la expansión observada un mes atrás.

La actividad manufacturera, que es el principal motor de la cadena intermedia de producción, se ha desacelerado de forma importante y su crecimiento en febrero fue de apenas 0.4%. Los subsectores manufactureros que registraron los mayores aportes positivos a la expansión del sector fueron los de refinación de petróleo, y el de elaboración de alimentos y bebidas.

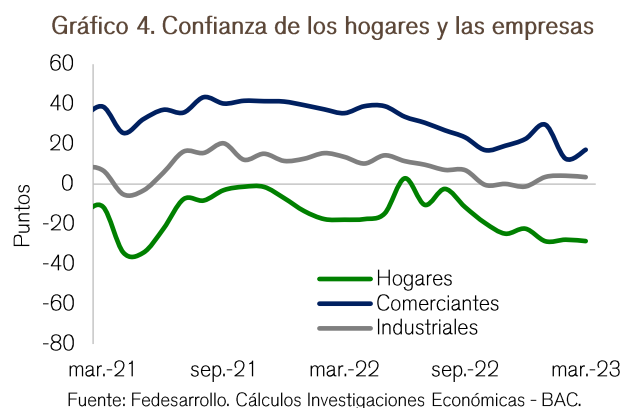
El índice PMI manufacturero, que es un indicador adelantado del comportamiento de las industrias manufactureras, se situó en abril en terreno de expansión (superior a los 50 puntos), por segundo mes consecutivo. De esta forma, el PMI alcanzó los 52.6 puntos, un máximo desde septiembre de 2022, lo que sugiere leves mejoras en las cifras de producción manufacturera de cara a 2T23.

El sector de la construcción no ha tenido un desempeño favorable. Las licencias de construcción cayeron 18.7% en febrero, su primera contracción en los últimos 13 meses. Asimismo, la producción de cemento gris, uno de los insumos más importantes para el sector de la

construcción, registró una caída de 8.2% en marzo, dejando el promedio de 1T23 en -2.3%.

Algunas cifras de demanda de vivienda continúan apuntando a un pobre desempeño de la construcción en el futuro cercano. En efecto, según datos de Camacol, las ventas de vivienda cayeron 62.7% en marzo, la más fuerte en al menos 12 años. Los lanzamientos de vivienda cayeron 59.2% y las iniciaciones lo hicieron en -22.4%.

El subsector que lideró la dinámica del sector secundario fue el suministro de electricidad, gas y agua, el cual registró un crecimiento de 1.9% en febrero, y de forma preliminar en 1T23 habría aumentado 1.8%, superior al 1.3% observado en promedio durante 4T22.



El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto de los hogares como el comercio y los servicios, se expandió en el último mes 3.8% (Gráfico 2).

El índice de ventas reales del comercio minorista creció tan solo 0.1% en febrero, con lo cual el promedio preliminar del 1T23 se sitúa en 0.6%, ligeramente inferior al 0.7% del 4T22. Las ventas minoristas de bienes durables continúan siendo las más afectadas y cayeron 2%.

Los subsectores minoristas que más crecieron fueron los de bebidas alcohólicas y cigarrillos, y el de productos de aseo personal. Por su parte, las ventas de productos de ferretería y de aseo para el hogar fueron las que más cayeron.

Las ventas de vehículos se han resentido significativamente por cuenta de múltiples factores, donde

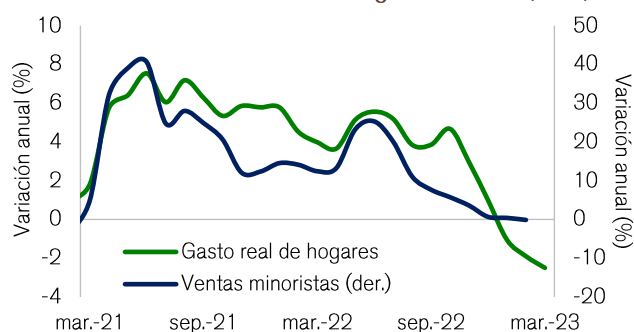


sobresalen la depreciación de la tasa de cambio y un costo de apalancamiento alto. De hecho, según información de ANDEMOS, en abril las matrículas nuevas de vehículos cayeron 25.4%, su mayor contracción desde agosto de 2020.

Los ingresos reales del sector de servicios, que sirven para estimar el comportamiento de la demanda de servicios de los hogares, crecieron 0.6% en febrero. Los ingresos de los rubros de cine y televisión, y los de actividades inmobiliarias, fueron los que registraron el mejor comportamiento del mes.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB cayeron por cuarto mes consecutivo. Así, las ventas externas en marzo registraron una contracción de 10%, donde sobresale la reducción de 40.2% de las exportaciones de petróleo.

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



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

Sin embargo, controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan una caída real de 6.3% de las exportaciones en marzo. Esto refleja una mejora frente a las contracciones de dos dígitos observadas en meses previos (Gráfico 3).

Lo anterior sigue estando en línea con una demanda externa afectada por el bajo crecimiento de nuestros socios comerciales (ver sección de “Contexto externo” en este informe). No obstante, las recientes mejoras en este indicador responden a unas menores presiones asociadas a costos externos.

Las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron también caídas, en este caso de 10.3% durante el mismo mes. Las compras externas se vieron afectadas,

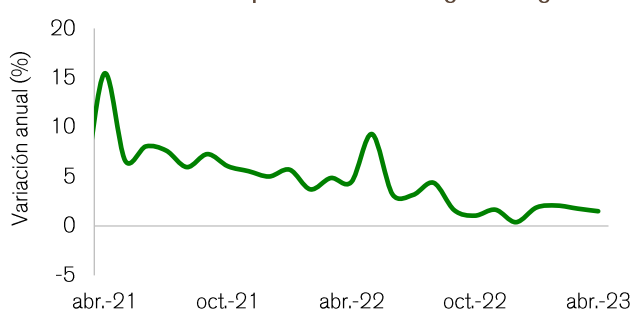
principalmente, por la contracción de importaciones de bienes intermedios para la industria, las cuales cayeron 20.8%. En términos reales, las importaciones se redujeron 27.4% durante el último mes (Gráfico 3), lo cual sigue siendo consistente con un menor crecimiento de la demanda interna de la economía.

Bajo este contexto, en febrero las exportaciones netas contribuyeron nuevamente de forma positiva al dinamismo de la demanda agregada. Lo anterior es consecuencia de unas importaciones reales que se han frenado más drásticamente en comparación con las exportaciones, y que en el futuro cercano seguirán apoyando correcciones del abultado desbalance comercial de la economía (ver “Cayendo parado” en [IMC – Abril de 2023](#)).

Varios indicadores adelantados de variables de demanda interna, especialmente de consumo de los hogares, sugieren crecimientos muy bajos en los próximos meses.

Al corte de marzo, el índice de confianza de los consumidores volvió a deteriorarse y permanece en terreno negativo (Gráfico 4). Esto es consistente con un entorno de alta inflación y aumentos de tasas de interés que siguen desalentando la disposición de compra de los hogares. Asimismo, los índices de confianza de las empresas en los distintos sectores económicos, según cifras de Fedesarrollo, permanecen muy por debajo del promedio del último año.

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 quinto mes consecutivo y en marzo cayó 3% (Gráfico 5).



Descontando la inflación núcleo y no la total, el gasto real de los hogares se contrajo 1.5%.

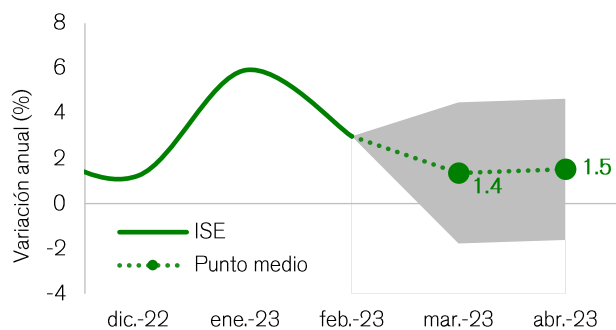
Por su parte, los registros disponibles de 2T23 de la demanda de energía no regulada, una buena variable proxy de consumo intermedio e inversión fija de las empresas, continúa mostrando crecimientos bajos pero similares a los de 1T23.

En efecto, la demanda de energía en abril se situó alrededor de los 212 GWh diarios, lo que se traduce en un crecimiento de 1.5%, levemente inferior a la expansión promedio de 1.9% de 1T23 (Gráfico 6).

Tomando en cuenta toda la nueva información disponible, **pronosticamos un crecimiento de 1.4% del ISE para el mes de marzo**. De esta forma, el crecimiento del producto en 1T23 habría sido de 3.4%.

Nuestro modelo *Nowcast* sugiere, de manera preliminar, un crecimiento de 1.5% del ISE para el mes de abril (Gráfico 7). Este ritmo de expansión estimado para 2T23, si bien es inferior al estimado para 1T23, está superando nuestras expectativas iniciales de crecimientos del producto prácticamente nulos para esta época del año.

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



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

Seguimos esperando que el crecimiento de la economía siga siendo bajo en los próximos meses, coherente con un gradual cierre de brecha positiva del producto durante la segunda mitad del año. Asimismo, ratificamos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB real para todo 2023 en 1.1%.



Mercado laboral

Los principales indicadores del mercado laboral continúan evidenciando unas condiciones estrechas, en línea con una brecha positiva del producto. No obstante, ante el cierre previsto en los excesos de demanda en el corto plazo, y la desaceleración económica que está en marcha, el espacio para mejoras adicionales luce agotado.

Gráfico 8. Principales indicadores del mercado laboral*



En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional se redujo en marzo hasta 10%, un valor mínimo desde septiembre de 2018 (Gráfico 8). Tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación aumentó 1 p.p. hasta 58%, su mayor nivel desde junio de 2019, mientras que la tasa global de participación se incrementó en 0.9 p.p. hasta 64.4%.

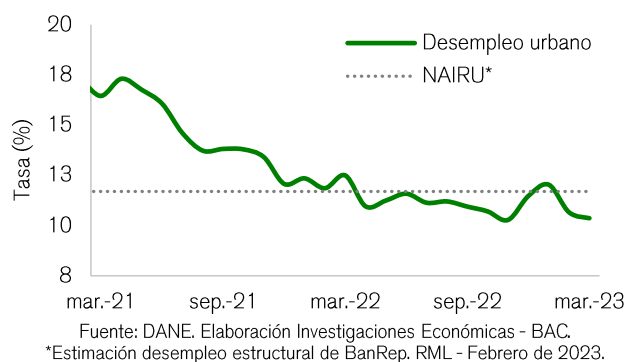
El desempleo nacional continúa por debajo de sus niveles estructurales (brecha de empleo positiva). En efecto, para el total nacional se estima una tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés) cerca del 12%, por lo que los niveles actuales de desempleo nacional se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

En el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, el desempleo descendió hasta 10.4%. Estos niveles de desempleo urbano también se ubican por debajo de la tasa NAIRU urbana, que de acuerdo con BanRep se estima en 11.7% (Gráfico 9).

A nivel sectorial, la generación de empleos en la cadena primaria se ha recuperado levemente, tras varios meses de crecimientos nulos en la demanda de trabajo. De

hecho, durante el último trimestre móvil con corte a marzo la ocupación del sector registró un crecimiento de 3.2% (Gráfico 10).

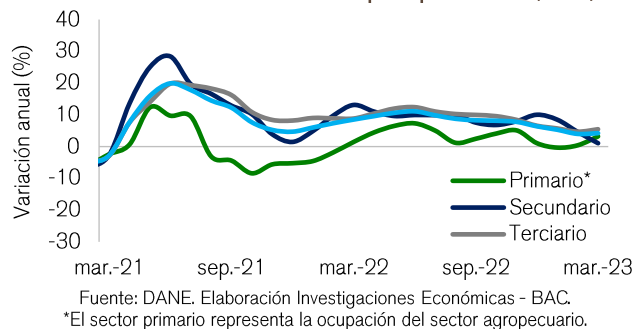
Gráfico 9. Evolución del desempleo grandes ciudades



La rama secundaria mostró el menor ritmo de contratación en los últimos 3 meses, en línea con la desaceleración de la industria y el débil comportamiento de la construcción. En efecto, el crecimiento del acervo de ocupados en el sector secundario fue de tan solo 1.1%.

Por su parte, el crecimiento de empleos en el sector terciario fue de 5.5% continúa liderando la generación de empleos total (Gráfico 10). A pesar de la marcada desaceleración del gasto privado, los altos niveles de actividad (brecha positiva del producto) mantienen dinámica la demanda de trabajo en estos sectores.

Gráfico 10. Generación de empleo por ramas (PM3)



En este entorno, las actividades profesionales, científicas y técnicas, las de administración pública, y las primarias (agricultura y minería) fueron las que más crearon empleos durante el último año. Con corte al mes de marzo, los incrementos en el acervo de ocupados de estas



actividades fueron de 263, 185 y 183 mil personas, respectivamente.

En contraste, la ocupación en los sectores de suministro de electricidad, gas y agua, y el transporte y almacenamiento, se redujo en 121 y 82 mil personas, en ese mismo orden.

La creación de empleos no asalariados superó la de empleos asalariados en el último mes, algo que es consistente con un mayor crecimiento en la ocupación del sector primario. En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos no asalariados fue de 7%, mientras que la demanda de empleo asalariado creció 4.7%.

Por su parte, la tasa de empleos formales aumentó hasta 75.4%. La tasa de formalidad sigue superando ampliamente la tasa de subempleos (subutilización de empleo), que se ubica en 14.6%.

Esperamos que las dinámicas recientes de la generación de empleos se moderen en el futuro cercano, en medio de un proceso de cierres de brechas de trabajo y producto.

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



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

Bajo este contexto, la inflación de los salarios nominales se mantiene alta y fue de 13.2% en febrero. 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 suponen presiones que explican este comportamiento de los salarios (Gráfico 11).

En términos reales, la inflación salarial fue -0.1%, consecuencia del fuerte incremento que ha registrado la inflación al consumidor. Lo anterior es un determinante que también sustenta el menor gasto de los hogares de meses recientes.



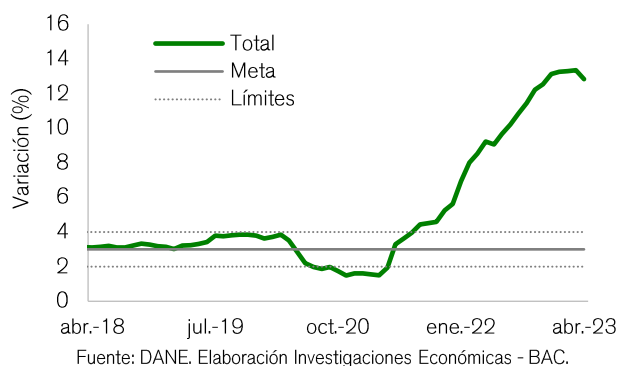
Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 0.78% en abril, por debajo de nuestra proyección de 0.92%. Esta variación mensual del IPC fue inferior a la registrada en abril de 2022 (1.25%), pero supera el promedio histórico de 0.58% para el mismo mes.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de -0.07% (Tabla 1), la primera caída desde junio de 2021. Los precios de los alimentos perecederos cayeron 3% frente al mes de marzo, mientras que los precios de alimentos procesados aumentaron 0.77%.

Las presiones sobre el IPC de alimentos continúan descendiendo gracias a la moderación de los choques de costos locales y externos. Mejores condiciones climáticas también han favorecido los niveles de abastecimiento de alimentos a nivel nacional, y por esta vía los precios.

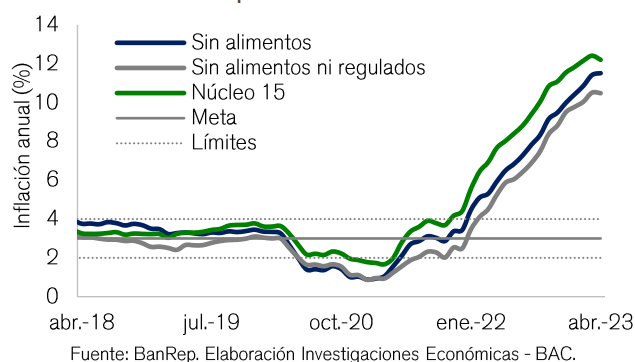
Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años



El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 1.32%, el más alto dentro de la clasificación BanRep. El subcomponente que más contribuyó fue el IPC de combustibles, cuya variación

mensual fue de 3.36%. 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 abril, 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 0.81%. Allí sobresale el aumento que registraron los precios de bebidas alcohólicas y cigarrillos (1.44%) y los de vehículos y accesorios (1.06%).

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue de 0.94%. Las mayores variaciones las registraron el subcomponente de servicios domésticos (2.45%) y pasajes aéreos (1.98%). Los rubros de este componente de mayor participación, que son el IPC de arriendos y el de restaurantes y bares, registraron aumentos de 0.9% y 1.05%, respectivamente.

De esta forma, la inflación anual del IPC se desaceleró por primera vez en los últimos 10 meses y se ubicó en 12.82% (Gráfico 12), confirmando nuestra expectativa de que en

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

	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont. p.p.	Tendencia
	abr.-22	abr.-23	mar.-23	abr.-23		
Total	1.25	0.78	13.34	12.82	-0.52	↓
Alimentos	2.75	-0.07	21.81	18.47	-0.50	↓
Regulados	0.83	1.32	14.72	15.28	0.10	↑
Bienes	1.48	0.81	15.08	14.32	-0.14	↓
Servicios	0.71	0.94	8.73	8.97	0.12	↑

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



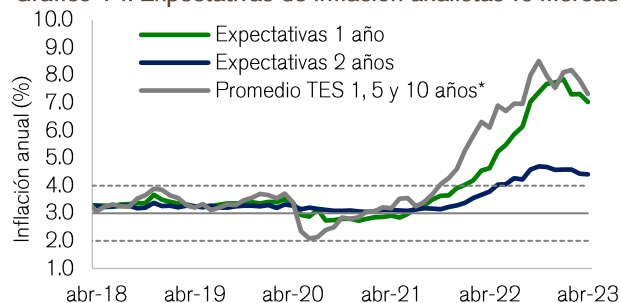
marzo la inflación habría alcanzado su techo (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Abril 11 de 2023](#)).

La inflación de alimentos se desaceleró 3.3 p.p. hasta 18.47% y le restó 0.5 p.p. a la dinámica de la inflación total entre marzo y abril (Tabla 1). Este resultado sigue dando cuenta de unas presiones de oferta sobre los precios al consumidor que se han diluido más rápido a lo esperado.

El promedio de las principales medidas de inflación núcleo se desaceleró apenas 0.05 p.p. hasta 11.4%, y continúa muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos se situó en 11.51%, mientras que la inflación núcleo 15 descendió hasta 11.2%.

La inflación sin alimentos ni regulados (nuestra medida preferida de inflación núcleo) permaneció relativamente estable y se situó en 10.48% (Gráfico 13). Sin embargo, la lectura de este resultado amerita precaución, pues se sustenta por direcciones opuestas en el IPC de bienes y el de servicios.

Gráfico 14. Expectativas de inflación analistas vs mercado



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

En efecto, la inflación del IPC de servicios se aceleró hasta 8.97%, su mayor nivel desde que existen registros, mientras que la del IPC de bienes se desaceleró hasta 14.32%, unos 0.8 p.p. por debajo de su inflación de marzo. Esto último fue producto de una elevada base de comparación en el IPC de bienes en abril de 2022 (Tabla 1), cuando estos precios se incrementaron de manera importante tras los días sin IVA de marzo de ese año.

Las expectativas de inflación siguen desancladas y muy por encima del límite superior del rango meta del BanRep de 4%. Las encuestas a los analistas para horizontes de política monetaria (1 y 2 años), así como las implícitas en

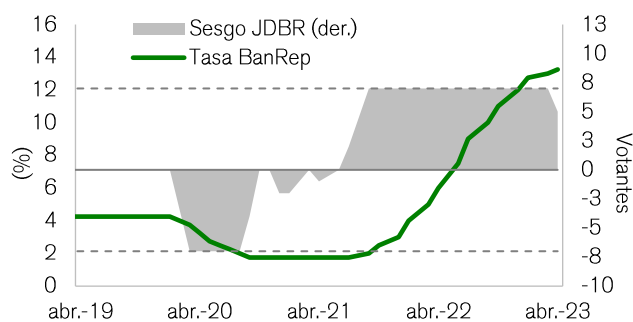
el mercado, se estabilizaron y en algunos casos evidencian algunos leves descensos.

Las expectativas de los analistas a 1 año descendieron a 7%, mientras que el promedio de las expectativas a 2 años se mantuvo en 4.4%. Asimismo, el promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES disminuyó hasta 7.3% (Gráfico 14). Las expectativas de cierre de la actual vigencia aumentaron hasta 9.2%.

Para el mes de mayo pronosticamos una variación mensual de 0.74% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería hasta 12.71%.

Seguimos anticipado que el proceso de convergencia de la inflación hacia el rango meta de BanRep será lento y tardaría al menos unos 2 años en completarse, según nuestros cálculos. **Mantenemos nuestra proyección para el 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, y en línea con nuestras expectativas, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió por mayoría incrementar en 25 pbs la tasa de interés de referencia en su reunión de abril. Así, la tasa de política monetaria llegó a 13.25% (Gráfico 15).

El sesgo de la JDBR no fue totalmente alcista. Como lo analizamos en un informe reciente, esta vez dos miembros votaron por dejar la tasa de interés inalterada, algo que no sucedía hace más de un año.

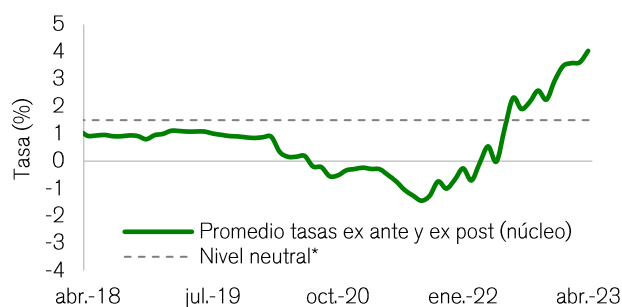
Para esta decisión, la JDBR consideró los siguientes factores: i) la inflación de alimentos se ha desacelerado, lo que favorecería la dinámica de la inflación total; ii) las



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 continúa desacelerándose, pero a un ritmo inferior al previsto; iv) se anticipa una reducción sobre el déficit en cuenta corriente hasta 4.1% del PIB, favorecido por una menor demanda interna; y v) se espera una desaceleración adicional de la demanda externa, por cuenta de mayores tasas de interés y niveles elevados de inflación.

El equipo técnico de BanRep elevó, una vez más, su proyección de crecimiento para 2023 desde 0.8% hasta 1%. El tono del comunicado y las minutas sugiere que, si bien la proximidad del techo del actual ciclo está cerca, todavía no hay razones claras para adelantar cuándo deberían comenzar a descender los tipos de interés.

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 10 meses por encima del nivel neutral estimado alrededor de 1.5% (Gráfico 16). Más aún, en abril alcanzó valores por encima del 4%, los cuáles son altamente contractivos.

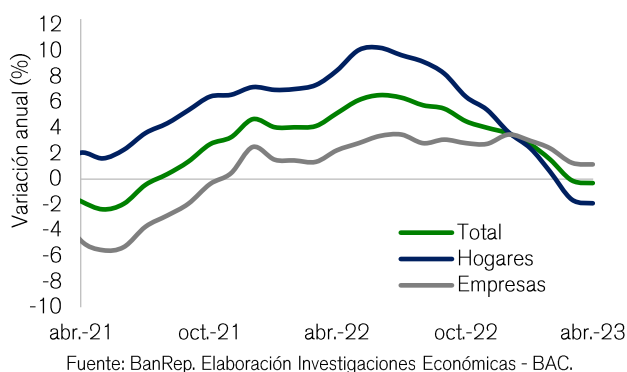
En nuestro escenario base, la tasa terminal de este ciclo estaría en 13.25% y 13.5%. Esto significa que un último incremento de 25 pbs en la tasa de interés podría llegar en la próxima reunión de la JDBR con decisión de tasas, la cual tendrá lugar en junio. En dichos niveles se mantendrían los tipos hasta 1T24 (ver "Vuelve y juega: cerca del techo, lejos del fin" en [CE – Mayo 2 de 2023](#)).



Mercado de créditos

La dinámica de la cartera total de créditos sigue débil, especialmente en las modalidades de créditos hacia los hogares. Esto se encuentra en línea con una demanda de créditos que continúa afectada por el contexto de tasas de interés e inflación altas, y con un menor ritmo de expansión económica.

Gráfico 17. Evolución de la cartera por tipo de agente



En términos reales (descontando inflación), la cartera de créditos se contrajo 0.3% en abril, la mayor caída desde julio de 2021. Los créditos hacia los hogares registraron una reducción de 1.9%, mientras que el crecimiento de las colocaciones a las empresas se desaceleró hasta 1.1% (Gráfico 17).

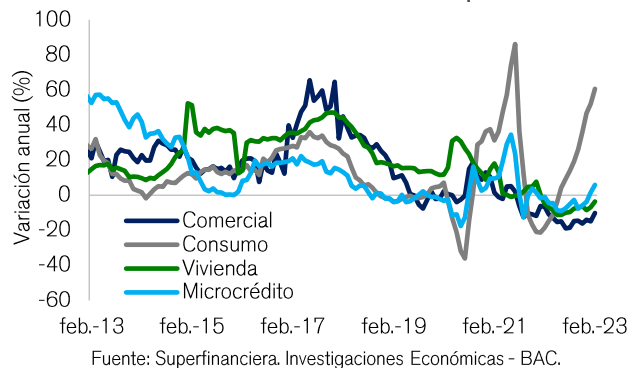
Por modalidades, la cartera de microcrédito es la que registra el mejor comportamiento, con un crecimiento real de 1.7%, seguida por la cartera comercial que creció 1.1%. Por su parte, la cartera hipotecaria registró una variación negativa de 1.7%, mientras que la cartera de consumo cayó 2% en términos reales.

Varios indicadores sugieren un mayor riesgo de impago en el sistema. En algunas modalidades, como la de consumo, dicho riesgo es relativamente más alto, con un deterioro significativo en la calidad de cartera que ya ha comenzado a crear restricciones sobre la oferta de este tipo de créditos.

El indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se situó en 4.1% en febrero, registrando un aumento frente al mes anterior y sobrepasando ligeramente el promedio de los últimos 10 años. Es de esperar que en el corto plazo la

cartera vencida continúe ganando terreno frente a la cartera bruta, creando deterioros adicionales en el ICV para las diferentes modalidades.

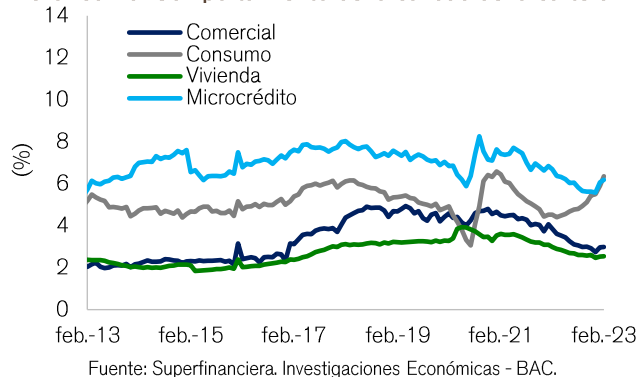
Gráfico 18. Evolución de cartera vencida por modalidad



A la fecha, la cartera vencida del crédito de consumo y de microcrédito son las únicas que registran variaciones positivas, con crecimientos de 60.7% y 5.9%, respectivamente (Gráfico 18).

El ICV para consumo se situó en 6.4%, su mayor valor desde febrero del 2021, seguido por el de microcrédito con un 6.2%. Los ICV de la cartera de créditos comerciales y de vivienda se mantuvieron estables en 3% y 2.5%, respectivamente (Gráfico 19).

Gráfico 19. Comportamiento de la calidad de la cartera



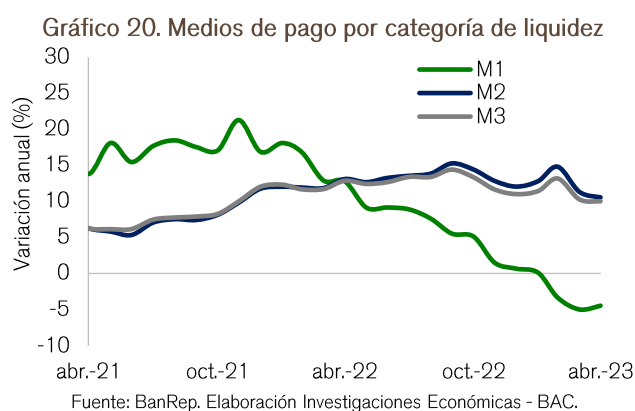
En este entorno, el crecimiento del saldo de la cartera vencida total del sistema se aceleró hasta 17.1% en febrero. Asimismo, teniendo en cuenta la desaceleración económica y la mayor probabilidad implícita de materialización de riesgos de impago en el futuro, el deterioro de la cartera total, una buena variable proxy del



nivel de provisiones del sistema, aceleró su crecimiento hacia ritmos del 7%, los más altos desde agosto de 2021.

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.

La base monetaria se contrajo por primera vez desde junio del 2017, y en abril registró una variación de -0.6%. Allí sobresale la menor dinámica del efectivo circulante, el cual tuvo una contracción de 0.5%, muy por debajo del crecimiento promedio de 3.4% observado en 1T23.



El medio de pago de mayor liquidez, el M1, registró una caída de 4.5% (Gráfico 20), afectado principalmente por retrocesos 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 expansión de 10.6% y 10%, respectivamente.

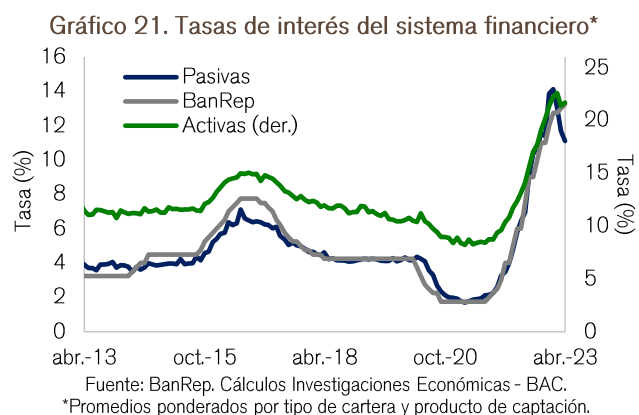
De esta forma, la brecha entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema, medidos a través del M3, se mantiene positiva y fue de 2.3 p.p. en abril. Lo anterior se ha dado en medio de un crecimiento de la demanda de créditos que, pese a estar perdiendo dinamismo en meses recientes, todavía supera el de la oferta.

Bajo este contexto, relativo al incremento acumulado de 1,150 pbs en la tasa de referencia de BanRep desde que inició su ciclo monetario contractivo, las tasas de los créditos han aumentado 1,295 pbs y se sitúan, en promedio, cerca de 21.7%.

No obstante, las tasas activas se han estabilizado y algunas han comenzado incluso a descender, teniendo en cuenta una menor demanda y la competencia entre establecimientos de crédito.

Por su parte, las tasas pasivas han aumentado 895 pbs en todo el ciclo monetario, pero en los últimos tres meses han venido descendiendo. En la actualidad, el promedio de estas tasas se sitúa alrededor de 11.1%, muy por debajo de los niveles de 14% alcanzados a principios de año (Gráfico 21).

Buena parte de lo anterior se explica por la expectativa de un cambio de ciclo por parte del BanRep en el futuro cercano y por menores necesidades de captación.



Esperamos que la dinámica de la cartera de créditos se siga desacelerando en lo que resta de 2023. El creciente riesgo de impago supone restricciones adicionales en la oferta de créditos, lo cual limitará aún más su crecimiento en el corto plazo.



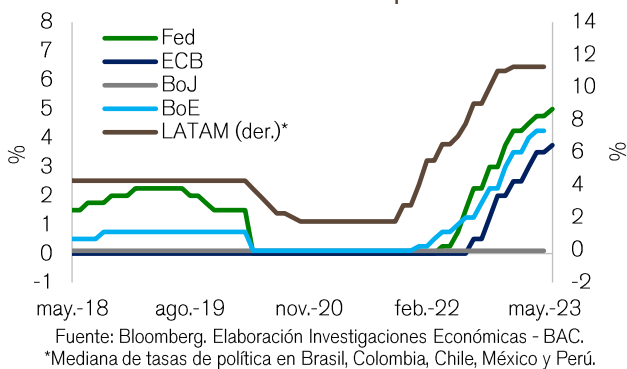
Contexto externo

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 ya está descendiendo. Pese a lo anterior, la inflación se mantiene muy por encima de las respectivas metas de los Bancos Centrales (BC). Además, la inflación básica, que mide las presiones de demanda, revela cierta resistencia que es coherente con rezagos de los excesos de demanda del pasado reciente.

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. La región donde más lentamente descendería la inflación sería LATAM.

Gráfico 22. Tasas de interés de política monetaria



En este entorno, el endurecimiento monetario de los BC 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 Fed volvió a subir la tasa de referencia durante su última reunión, llevándola hasta el rango 5% - 5.25%. El emisor dio algunas señales que sugieren estabilidad a partir de este momento,

especialmente por los crecientes riesgos asociados a la inestabilidad del sistema bancario.

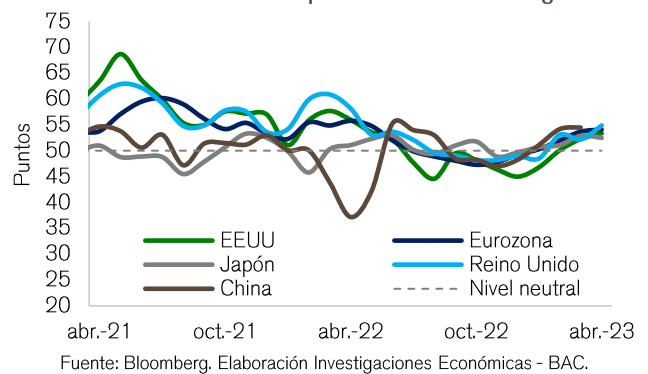
Gráfico 23. Estado de condiciones financieras globales



Sin embargo, el modo de la Fed sigue siendo data-dependiente. Si las cifras de inflación siguen revelando cierta resistencia al proceso de convergencia (especialmente la inflación núcleo), y las del mercado laboral evidencian condiciones apretadas que presionan la inflación, no se pueden descartar más incrementos en las tasas de política.

En nuestro escenario base, el techo en el ciclo monetario de la Fed ya se alcanzó en mayo. A diferencia del mercado, que anticipa recortes en los tipos de interés hacia el mes de septiembre, creemos que las tasas de interés permanecerían estables por lo que resta de 2023.

Gráfico 24. Índice PMI compuesto en economías grandes



Bajo este contexto, según el índice de Goldman Sachs, las condiciones financieras mundiales permanecen en niveles restrictivos, consistente con una postura contractiva de política monetaria de los BC. Los niveles de este índice se han estabilizado en semanas recientes, en parte por unos



menores niveles de aversión al riesgo y estrés de los mercados financieros (Gráfico 23).

Los últimos datos del índice PMI compuesto confirman una mayor resiliencia de la actividad económica en las economías avanzadas, donde sus resultados han sido más favorables de lo esperado. Esto obedece a mejoras importantes en el sector de servicios, que cubren más que proporcionalmente la debilidad registrada en la actividad manufacturera. En efecto, el PMI compuesto para estas economías sigue superando la barrera de los 50 puntos (Gráfico 24).

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento en 1T23 habría sido de 2.9%, superior al promedio de 2.1% de 4T22. Esto es consistente con el aterrizaje suave que otras economías del mundo están exhibiendo, pero oculta un grado de heterogeneidad elevado entre sus principales economías. En efecto, mientras que las de Brasil y México están rebotando y se alejan de la contracción, las economías de Chile y Perú registran crecimientos negativos del producto.

En este entorno, según la más reciente encuesta a analistas económicos de Bloomberg, la probabilidad de recesión durante los próximos 12 meses ha vuelto a descender.

Particularmente, la probabilidad de recesión en la Eurozona se redujo hasta niveles del orden de 45%, muy por debajo del 80% que se asignaba a este evento hace unos meses atrás. Para el caso de EEUU, la probabilidad de recesión se estima en 65%, mientras que en LATAM dicha probabilidad de ocurrencia es de 29%.



Proyecciones Económicas

	2021	2022	2023(p)	2024(p)
Demanda agregada				
PIB (%)	10.7	7.5	1.1	1.8
Consumo privado (%)	14.8	9.5	2.0	1.5
Gasto público (%)	10.3	1.4	4.2	2.3
Inversión fija (%)	11.2	11.8	2.0	2.9
Demanda interna (%)	13.6	10.0	0.9	1.9
Exportaciones (%)	14.8	14.9	0.7	3.4
Importaciones (%)	28.7	23.9	1.3	3.1
Sectores actividad económica				
Agropecuaria (%)	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	1.3	1.6
Minería (%)	0.2	0.6	0.4	1.8
Precios, tasas de interés y desempleo				
Inflación (final del periodo %)	5.6	13.1	9.8	6.4
Tasa BanRep (final del periodo %)	3.00	12.00	13.50	10.00
DTF EA (promedio año %)	2.0	8.2	13.0	11.9
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	11.3	9.5
Tasa de desempleo nacional (%)	13.8	11.2	11.3	11.9
Sector externo				
Tasa de cambio (promedio anual)	3749	4246	4850	4535
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4810	4750	4380
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-5.7	-6.2	-5.4	-3.8
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.1	4.9	3.8	3.2
Finanzas públicas				
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.
