



## Informe Mensual Coyuntura Económica

### Investigaciones Económicas

#### Resumen

- *La información disponible de 2T23 sugiere que la economía habría continuado su fase de desaceleración. Los sectores secundario y terciario siguen perdiendo impulso, como consecuencia de un menor dinamismo en la demanda interna. El sector primario permanece rezagado y enfrenta riesgos importantes en el futuro cercano asociados al fenómeno de El Niño, en particular la rama agropecuaria.*
- *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, aunque las presiones de demanda se están moderando.*
- *La inflación se desaceleró por tercer mes consecutivo en junio. Las presiones de oferta se siguen diluyendo a una velocidad superior a la prevista, pero las de demanda persisten. Las expectativas de inflación descendieron nuevamente, pero permanecen muy por encima de la meta de 3%. En este entorno, BanRep mantuvo estable la tasa de referencia en 13.25% y finalizó su ciclo alcista.*
- *La demanda de créditos se sigue debilitando y el riesgo de impago en el sistema continúa en ascenso. Las tasas activas se estabilizaron, en parte favorecidas por una mayor competencia entre establecimientos de crédito. Las tasas pasivas han vuelto a disminuir, en línea con una menor necesidad de captaciones y el ajuste de expectativas de tasas de política monetaria.*
- *Los riesgos de una recesión global en 2023 han descendido considerablemente. La inflación continúa descendiendo, pero permanece aún lejos de las metas de los Bancos Centrales. En EEUU, la Fed mantuvo sin cambios su tasa de referencia durante el último mes, pero abrió la puerta a incrementos adicionales antes de finalizar este año. Las condiciones financieras internacionales permanecen estrechas.*

[investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co](mailto:investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co)

#### 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)

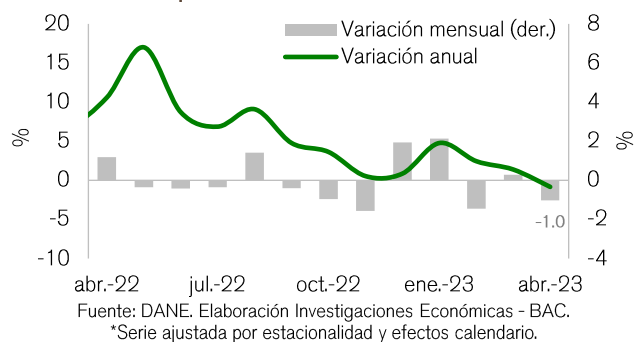


## Actividad económica

La desaceleración de la economía se habría acentuado de forma importante en 2T23, según lo muestra la más reciente información disponible. Buena parte de lo anterior sigue siendo con una postura de política monetaria restrictiva (tasas de interés altas), que ha moderado significativamente la dinámica del gasto interno, principalmente el gasto de los hogares.

Los sectores secundario y terciario siguen perdiendo dinamismo, en línea con un menor crecimiento de la demanda interna. El sector primario continúa rezagado frente al comportamiento del resto de ramas de actividad, donde el agropecuario exhibe los mayores riesgos de corto plazo teniendo en cuenta la inminente llegada del fenómeno de El Niño al país.

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



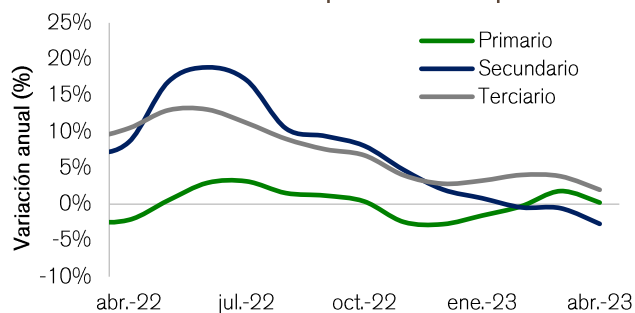
En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró una contracción mensual de 1% en abril (Gráfico 1). En términos de su variación anual, y tomando la serie original, la variación del ISE fue -0.8%<sup>1</sup>, su primera caída desde febrero de 2021 y superando nuestra estimación de -0.3% (ver “Actividad económica” en [IMCE – Junio de 2023](#)).

El ISE de la cadena **primaria**, tras tres meses consecutivos de expansión, en abril registró una variación de -2.9%. Este sector sigue rezagado frente a los demás y su nivel

de producción todavía se sitúa por debajo de sus valores pre-pandemia.

En la minería, la producción de carbón se ha recuperado en meses recientes, aunque permanece por debajo de sus niveles pre-pandemia en un 33%. Según cifras del subíndice de producción industrial ligada a carbón, durante los cuatro primeros meses del año la producción de este mineral creció 6.8%.

Gráfico 2. Evolución del ISE por cadenas de producción\*



La producción de petróleo tampoco ha alcanzado sus niveles pre-COVID (cerca de 880 mil barriles-día), pero al igual que el sector de carbón sigue ganando terreno. En efecto, la producción de crudo en junio registró un crecimiento de 3.4%, con lo cual la producción mensual promedio en 2023 se sitúa en 773 mil barriles-día. Esto representa un crecimiento de 3.5% frente al mismo periodo de 2022.

En el sector agropecuario, los choques de costos-oferta se han venido diluyendo desde 3T22 y han apoyado parcialmente la recuperación del sector. En la ganadería, por ejemplo, el sacrificio de ganado vacuno y porcino creció 6.1% en mayo, con lo cual el crecimiento promedio de 2023 se sitúa en 2.3%.

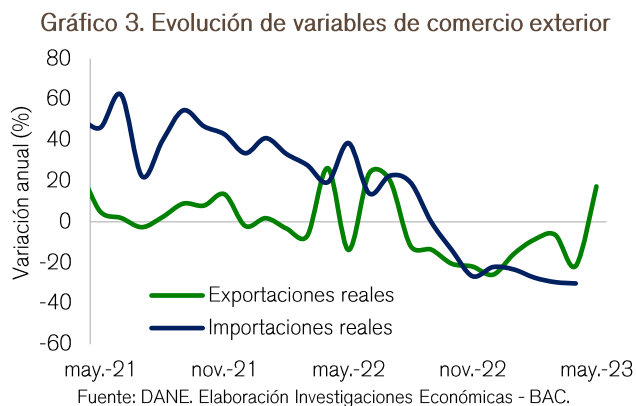
El lunar del agro sigue siendo los cultivos agrícolas, especialmente la actividad cafetera. La producción en junio fue de 956 mil sacos de 60 kg, lo que representa un ligero crecimiento de 0.5%. No obstante, durante los primeros seis meses de 2023 la producción sumó 5

<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.



millones de sacos, cifra inferior a los 5.4 millones del mismo periodo de 2022. En términos de su variación anual, lo anterior equivale a una caída acumulada de 7.5% en la producción de café este año.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y a la formación bruta de capital fijo, registró una fuerte caída de 6.8% en abril, su mayor contracción desde enero de 2021.



La actividad manufacturera, que fue el principal motor de la cadena intermedia de producción en 2021-2022, registró en abril una contracción de 6.4%. Los subsectores manufactureros que más restaron a la actividad del sector fueron los de elaboración de alimentos y bebidas, y el de textiles y calzado.

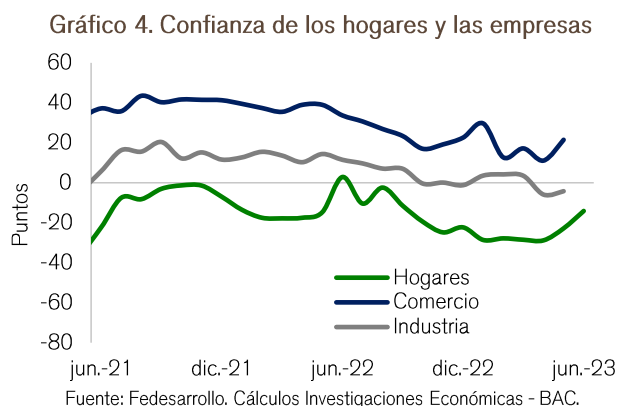
El índice PMI manufacturero, que es un indicador adelantado del comportamiento de las industrias manufactureras, descendió nuevamente en junio y se mantuvo en terreno de contracción (inferior a los 50 puntos). De esta forma, el PMI se ubicó en 49.8 puntos, lo que sugiere una desaceleración adicional de la actividad industrial en los próximos meses.

El sector de la construcción también mantiene un desempeño negativo. Las licencias de construcción cayeron 35.4% en abril, su mayor contracción desde diciembre de 2020. Asimismo, la producción de cemento gris, uno de los insumos más importantes para el sector de la construcción, registró una caída de 1.1% en mayo, dejando el promedio de 2023 en -3.3%.

Algunas cifras de demanda de vivienda son consistentes con este pobre desempeño de la construcción y no

anticipan mejoras en el futuro cercano. En efecto, según datos de Camacol, las ventas de vivienda cayeron 62.6% en mayo, su mayor contracción en al menos 12 años. Los lanzamientos de vivienda cayeron 60.7% y las iniciaciones lo hicieron en 51.6%.

Por su parte, el subsector de suministro de electricidad, gas y agua registró un crecimiento de 1.4% en abril. En lo corrido de 2023, su ritmo de expansión promedia 1.6%, que es inferior al 4.5% promedio del mismo periodo de 2022.



El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto de los hogares como el comercio minorista y los servicios, se sigue desacelerando y se expandió en el último mes 0.8% (Gráfico 2).

El índice de ventas reales del comercio minorista cayó 6.9% en abril. Las ventas minoristas de bienes durables continúan siendo las más afectadas y en el último mes cayeron 6%. En promedio, en lo corrido de 2023 las ventas minoristas han caído 3.2%, muy en contraste con el crecimiento de 15.4% del periodo comparable de 2022.

Los subsectores minoristas que más contribuyeron a la caída en ventas fueron el de vehículos y motocicletas, y el de combustibles para vehículos.

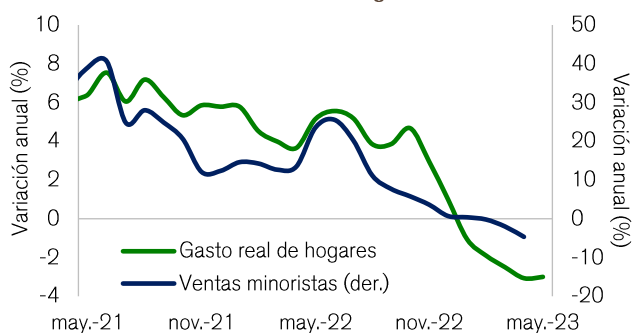
Las ventas de vehículos se han resentido por cuenta de: i) un elevado costo de apalancamiento, resultados de las mayores tasas de interés del crédito; y ii) la depreciación acumulada de la tasa de cambio, que ha afectado al alza los precios. Según información de ANDEMOS, en junio las matrículas nuevas de vehículos cayeron 38.1%, con lo cual en lo corrido de 2023 se registran caídas de 26.1%.



En línea con lo observado en los últimos meses con el gasto de los hogares en servicios, las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS) siguen dando cuenta de cierta resiliencia. En efecto, los ingresos reales del sector de servicios, que sirven para estimar el comportamiento de la demanda de servicios de los hogares, crecieron 1.1% en abril, por encima del promedio año corrido de 0.7% y en contraste con las caídas observadas en las ventas minoristas (bienes). Los ingresos de los rubros de cine y televisión, y de edición, fueron los que registraron un mayor aumento.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB en mayo registraron una contracción de 2.8%. Allí sobresale la reducción de 34.1% de las exportaciones de petróleo, seguido por una caída de 7.9% en las de café. Sin embargo, las exportaciones no tradicionales, concentradas en agroindustria principalmente, registraron un crecimiento de 7.7%, lo que sugiere una demanda externa no tan débil como se estimaba preliminarmente.

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



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

De hecho, controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un rebote significativo del crecimiento real de las exportaciones hasta 17.4% (Gráfico 3). Esto es coherente con el aumento de 50.1% de las exportaciones totales en volúmenes.

Las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron también caídas en abril, en este caso de 21.1%. Las compras externas se vieron afectadas, principalmente, por la contracción de las importaciones de bienes intermedios para la industria, las cuales cayeron

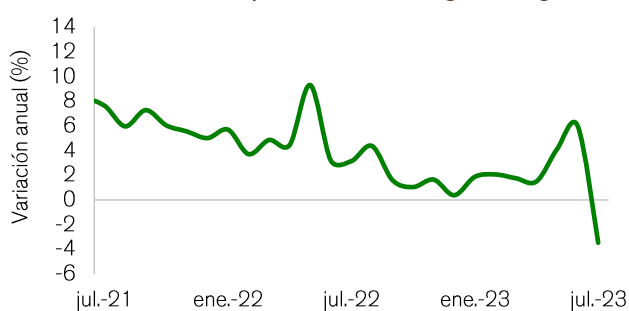
21.4%. En términos reales, las importaciones se redujeron 30.2% durante el último mes (Gráfico 3), lo cual es consistente con el menor crecimiento de la demanda interna de la economía.

Bajo este contexto, en abril las exportaciones netas contribuyeron nuevamente de forma positiva al dinamismo de la demanda agregada. Es de esperar que este comportamiento de las exportaciones netas siga apoyando el ajuste del abultado desbalance comercial de la economía.

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

Al corte de junio, el índice de confianza de los consumidores tuvo una importante recuperación, pero permaneció en terreno negativo (Gráfico 4). Asimismo, los índices de confianza de las empresas en los distintos sectores económicos, según cifras de Fedesarrollo, mejoraron en mayo, pero permanecen muy por debajo del promedio del último año. Esto es consistente con un entorno de alta inflación y elevados niveles de tasas de interés, que siguen desalentando la disposición de compra de los hogares y de inversión de los demás agentes.

**Gráfico 6. Demanda promedio-día energía no regulada**



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

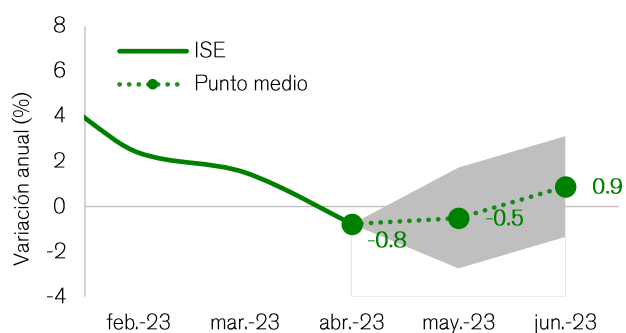
El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, se contrajo por séptimo mes consecutivo y en mayo cayó 2.7% (Gráfico 5). Descontando la inflación núcleo y no la total, el gasto real de los hogares se contrajo 2%.



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, en el balance, crecimientos más bajos que en 2022. En efecto, la demanda de energía en junio se situó alrededor de los 220 GWh diarios, lo que se traduce en un crecimiento de 6% (Gráfico 6). Teniendo en cuenta que la información preliminar de julio sugiere una caída de -3.5%, el crecimiento promedio de 2023 se ubica en 2%, inferior al 4.9% del mismo periodo de 2022.

Tomando toda la nueva información analizada anteriormente, **pronosticamos para el ISE una variación de -0.5% en mayo**. Nuestro modelo *Nowcast* sugiere, de manera preliminar, un crecimiento de 0.9% del ISE para el mes de junio (Gráfico 7). De esta forma, nuestros cálculos sugieren de manera preliminar un crecimiento del PIB en 2T23 de -0.1%, contenido en un intervalo de -1.2% y 1%.

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



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

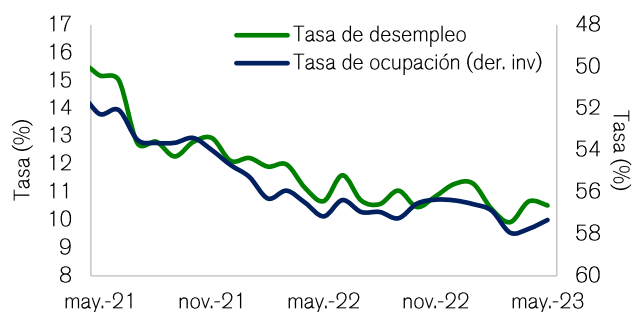
Seguimos esperando que el crecimiento de la economía siga siendo bajo en los próximos meses, coherente con un cierre gradual de la brecha positiva del producto durante la segunda mitad del año. Ratificamos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB real para todo 2023 en 1.1%.



## 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 de los excesos de demanda en el corto plazo, y la desaceleración económica que está en marcha, el espacio para mejoras adicionales es escaso.

**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 permanece baja y descendió en mayo hasta 10.5% (Gráfico 8). Tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación se redujo 0.4 p.p. hasta 57.3%. Por su parte, la tasa global de participación, que mide la oferta de trabajo potencial, se redujo 0.5 p.p. hasta 64.1%.

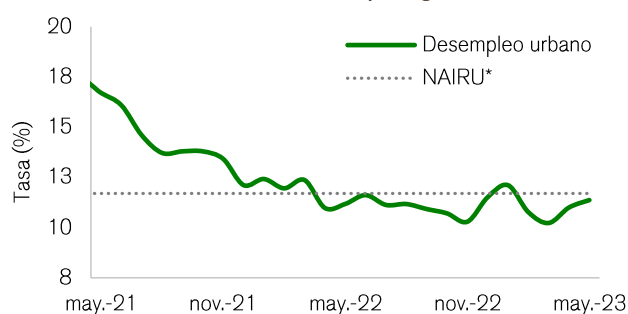
El desempleo nacional continúa por debajo de sus niveles estructurales (brecha de empleo positiva). En efecto, para el total nacional se estima una tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés) cerca del 12%, por lo que los niveles actuales de desempleo nacional se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

Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, el desempleo se situó en 11.4%. 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, si bien se ha venido recuperando lentamente, continúa débil. En efecto, durante el último trimestre móvil

con corte a mayo, la ocupación del sector registró un crecimiento de 3%, el más bajo en términos relativos frente a las otras grandes ramas de actividad (Gráfico 10). Esto es consistente con el pobre desempeño que ha registrado, especialmente, el sector agropecuario durante el último año.

**Gráfico 9. Evolución del desempleo grandes ciudades**

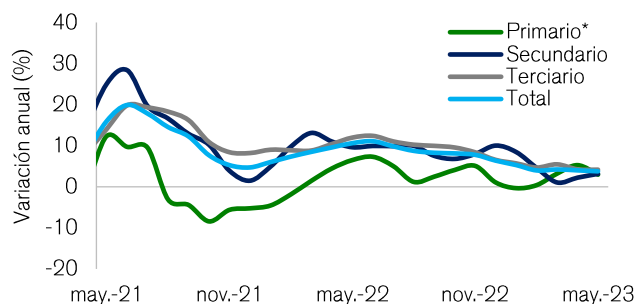


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Estimación desempleo estructural de BanRep. RML - Febrero de 2023.

En línea con la desaceleración de la industria y el débil comportamiento de la construcción, el crecimiento del acervo de ocupados en el sector secundario fue de 3.1%.

Por su parte, el crecimiento de empleos en el sector terciario se mantuvo en 4.2%. A pesar de la marcada desaceleración del gasto privado, los altos niveles de actividad (brecha positiva del producto) mantienen relativamente fuerte la demanda de trabajo en este sector.

**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, los sectores de comercio y reparación de vehículos, industria manufacturera, y alojamiento y servicios de comida, fueron los que más crearon empleos durante el último año. Con corte al mes de mayo, los incrementos en el acervo de ocupados de estas



actividades fueron de 356, 213 y 136 mil personas, respectivamente.

En contraste, los sectores de actividades artísticas, entretenimiento y recreación, y administración pública, fueron lo que más redujeron su nivel de ocupación, con una caída de 196 y 134 mil personas, respectivamente.

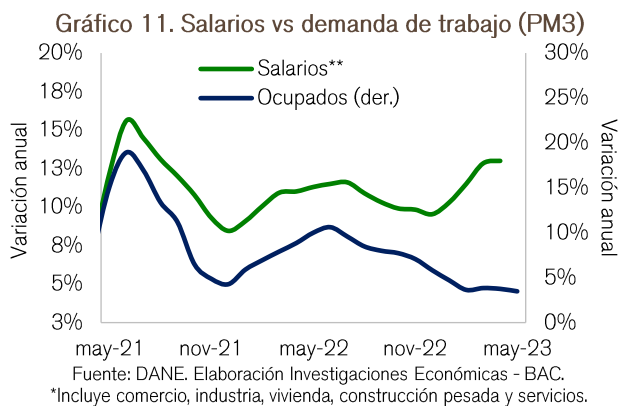
Después de varios meses, la creación de empleos asalariados volvió a superar la de empleos no asalariados. Esto es coherente con el regular desempeño del sector primario relativo al secundario y terciario, pues su demanda de trabajo se concentra en empleos no asalariados. En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos no asalariados fue de 0.7%, mientras que la demanda de empleo asalariado creció 3.7%.

La tasa de empleos formales fue 74.9% en el último mes. Así, la tasa de formalidad sigue superando ampliamente la tasa de subempleos (subutilización de empleo), que se ubicó en 14.6%.

sustenta el menor gasto de los hogares de meses recientes.

Esperamos que la dinámica reciente de la generación de empleos se siga moderando, en medio del proceso de cierres de brechas de empleo y producto requerido para frenar la inflación.

Bajo este contexto, **ahora esperamos un promedio-año de 10.8% para la tasa de desempleo nacional**, inferior al 11.2% anterior.



Bajo este contexto, la inflación de los salarios nominales se mantiene alta y fue de 12.8% en abril. En su mayoría, este comportamiento de la inflación salarial obedece al ajuste del salario mínimo del 16% para 2023 y a la indexación a la inflación del IPC de 2022, pues la dinámica de la demanda de trabajo se viene moderando desde la segunda mitad de 2022 y le estaría restando presiones estructurales a los salarios nominales (Gráfico 11).

En términos reales, la inflación salarial fue -0.1%, consecuencia de los elevados niveles de inflación al consumidor. Lo anterior es un determinante que también

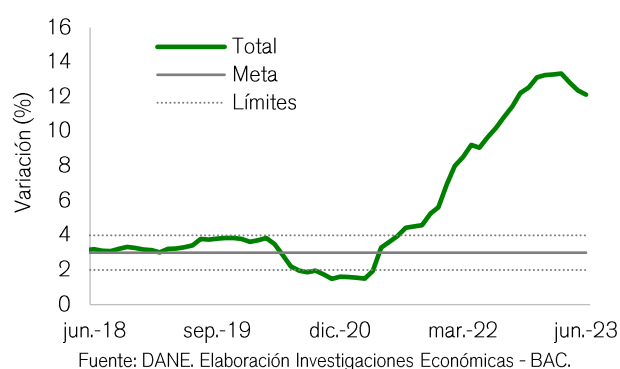


## Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 0.3% en junio, muy por debajo de nuestra proyección (0.4%) y de la expectativa del consenso de analistas de 0.37%, pero todavía por encima de su promedio histórico de 0.2% para el mismo mes.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos cayó por tercer mes consecutivo y tuvo una variación mensual de -0.53% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos cayeron 2.37% frente al mes anterior y los precios de alimentos procesados lo hicieron en 0.04%.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años

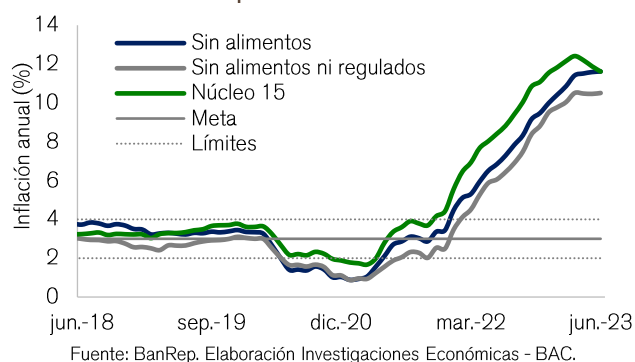


Las presiones sobre el IPC de alimentos continúan descendiendo gracias a la moderación de los choques de costos locales y externos. Mejores condiciones climáticas también han favorecido los niveles de abastecimiento de alimentos a nivel nacional, y por esta vía los precios. Sin embargo, la llegada del fenómeno de El Niño en los próximos meses impone un claro riesgo alcista sobre estos precios para lo que resta del año.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.83%, nuevamente el más alto dentro de la clasificación BanRep.

El subcomponente que más contribuyó fue el IPC de combustibles, cuya variación mensual fue de 4.6%. Vale la pena recordar que lo anterior está asociado al aumento de 600 pesos decretado en el precio de la gasolina para el mes de junio, en respuesta al plan de Gobierno para mitigar el déficit del Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPC). Por su parte, la reciente apreciación del peso frente al dólar favoreció el IPC de gas y registró una variación mensual de -1.78%.

Gráfico 13. Principales medidas de inflación núcleo



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual de 0.3%. Allí sobresale el aumento que registraron los precios de bebidas alcohólicas y cigarrillos (0.48%), los de prendas de vestir y calzado (0.35%), y los de productos de aseo y cuidado personal (0.33%).

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue de 0.45%, impulsada principalmente por los aumentos de 0.59% en el IPC de arrendamientos y de 0.56% en el IPC de restaurantes y bares, este último presionado por el efecto acumulado en los precios de

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

|              | Variación mensual (%) |             | Variación anual (%) |              | Cambio Cont. | Tendencia |
|--------------|-----------------------|-------------|---------------------|--------------|--------------|-----------|
|              | jun.-22               | jun.-23     | may.-23             | jun.-23      |              |           |
| <b>Total</b> | <b>0.51</b>           | <b>0.30</b> | <b>12.36</b>        | <b>12.13</b> | <b>-0.23</b> | ↓         |
| Alimentos    | 0.65                  | -0.53       | 15.66               | 14.31        | -0.20        | ↓         |
| Regulados    | 0.87                  | 0.83        | 15.69               | 15.64        | -0.01        | ↓         |
| Bienes       | 0.11                  | 0.30        | 14.05               | 14.26        | 0.04         | ↑         |
| Servicios    | 0.47                  | 0.45        | 9.06                | 9.04         | -0.01        | ↓         |

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



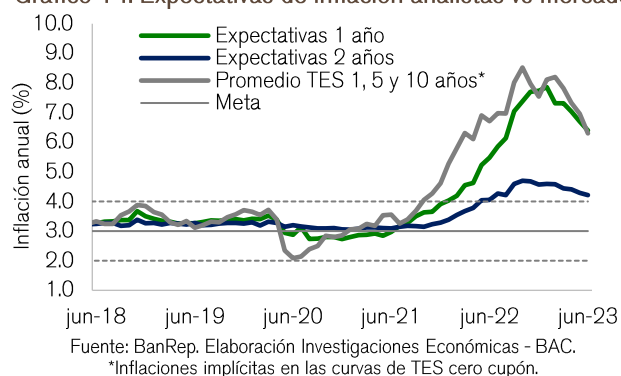


alimentos y el ajuste del salario mínimo. El subcomponente de entretenimiento y alojamiento fue el único que cayó y tuvo una variación mensual de -0.19%, favorecido por la reducción de 6.38% en el IPC de pasajes aéreos.

De esta forma, la inflación anual del IPC se desaceleró por tercer mes consecutivo y se ubicó en 12.13% (Gráfico 12). La inflación de alimentos se desaceleró 1.35 p.p. hasta 14.31% y le restó 0.2 p.p. a la dinámica de la inflación total entre mayo y junio (Tabla 1). Este resultado sigue dando cuenta de unas presiones de oferta sobre los precios al consumidor que se han diluido más rápido de lo esperado. Asimismo, tras 19 meses consecutivos de aceleración en la inflación de servicios, este componente le restó 0.01 p.p. a la inflación total durante el último mes.

El promedio de las principales medidas de inflación núcleo se desaceleró levemente hasta 11.25%, pero continúa muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos y la inflación núcleo 15 fue en ambos casos de 11.62%, mientras que la inflación sin alimentos ni regulados (nuestra medida preferida de inflación núcleo) se ubicó en 10.51% (Gráfico 13).

Gráfico 14. Expectativas de inflación analistas vs mercado



Las expectativas de inflación siguen desancladas y muy por encima del límite superior del rango meta de BanRep de 4%. No obstante, las que se derivan de las encuestas a los analistas para horizontes de política monetaria (1 y 2 años), así como las implícitas en el mercado, han descendido.

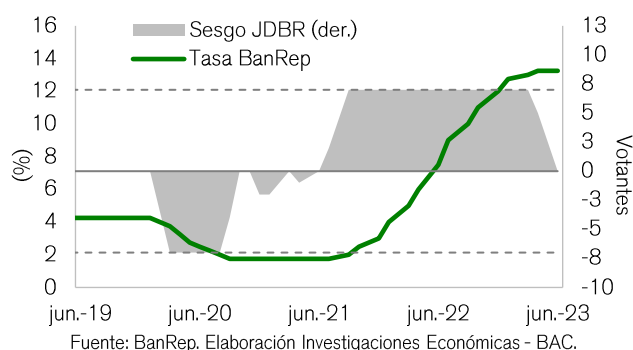
Las expectativas de los analistas a 1 y 2 años descendieron hasta 6.4% y 4.2%, respectivamente.

Asimismo, el promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES disminuyó hasta 6.3% (Gráfico 14). Las expectativas de cierre de la actual vigencia también descendieron hasta 9.1%.

Para el mes de julio pronosticamos una variación mensual de 0.40% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería hasta 11.67%.

Seguimos anticipado que el proceso de convergencia de la inflación hacia el rango meta de BanRep será lento y tardaría unos 2 años en completarse. Mantenemos nuestra proyección para el cierre de 2023 en 9.8%.

Gráfico 15. Tasa de referencia vs distribución JDBR



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 de forma unánime mantener inalterada la tasa de interés de referencia en 13.25% en su reunión de junio. Lo anterior tras 14 incrementos consecutivos sobre su tasa de intervención, los cuales iniciaron en septiembre de 2021 (Gráfico 15).

Para esta decisión, la JDBR consideró que: i) la inflación de alimentos se ha desacelerado y el peso colombiano se ha apreciado en lo corrido de 2023, pero persisten presiones vía regulados y servicios; ii) existen riesgos sobre la inflación como el fenómeno de El Niño, los aumentos previstos sobre el precio de los combustibles y la incertidumbre internacional; iii) las expectativas de inflación superan ampliamente la meta de 3% del emisor; iv) la actividad económica continúa desacelerándose, pero no se ha reflejado en un deterioro del mercado laboral; v) la cartera de créditos se sigue desacelerando, lo que



reduce el riesgo de sobre endeudamiento de los hogares; y vi) la moderación de la demanda interna ha favorecido la reducción del déficit en cuenta corriente.

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 y el lenguaje del emisor sugiere que así se mantendrá en el futuro cercano.

El promedio de la tasa de interés real de política ex ante y ex post núcleo, acumuló 12 meses por encima del nivel neutral estimado alrededor de 1.5% (Gráfico 16). Más aún, en junio se mantuvo en niveles superiores al 4%, los cuáles son altamente contractivos. La JDBR mencionó la necesidad de mantener la tasa de intervención en niveles contractivos por algún tiempo y definió que, para iniciar el ciclo de reducciones, la inflación observada y esperada deben ubicarse en una senda clara de desaceleración.

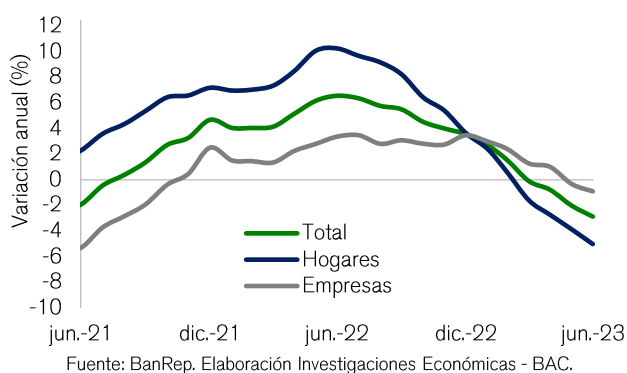
**Esperamos estabilidad en 13.25% para la tasa de intervención durante la reunión de julio.** Mantenemos nuestra expectativa de estabilidad en los tipos hasta al menos 1T24 (ver "Actualización de proyecciones" en [CE – Junio 9 de 2023](#)).



## Mercado de créditos

La dinámica de la cartera total se sigue debilitando, especialmente en las modalidades de créditos hacia los hogares. Esto se encuentra en línea con una demanda de créditos afectada por el contexto de tasas de interés e inflación altas, un menor ritmo de expansión económica y una mayor restricción en los préstamos por parte de los establecimientos de crédito.

Gráfico 17. Evolución de la cartera por tipo de agente



En términos reales (descontando inflación), la cartera total de créditos se contrajo 2.9% en junio, siendo la mayor caída desde el 2003. Los créditos hacia los hogares registraron una reducción de 5%, mientras que las colocaciones a las empresas cayeron, por segundo mes consecutivo, a una tasa real de 0.9% (Gráfico 17).

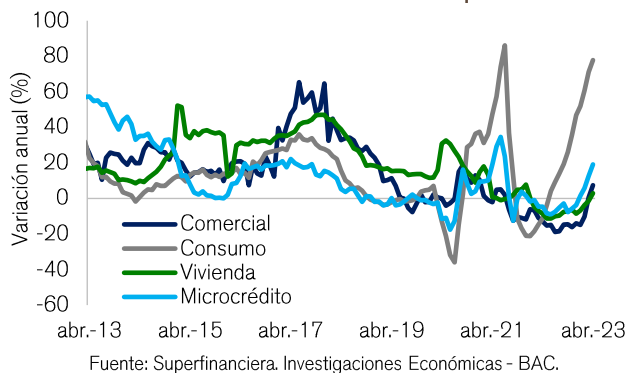
Por modalidades, la cartera de microcrédito es la única que crece en términos reales, con ritmos del orden de 2.3%. Por su parte, cartera comercial cayó 1.1%, seguida por la de vivienda que registró una variación negativa de 2.4%. La cartera de consumo profundizó su ritmo de caídas y en junio registró una variación real negativa de 6.2%.

Varios indicadores sugieren un mayor riesgo de impago en el sistema. En algunas modalidades, como la de consumo, dicho riesgo es más elevado, 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 4.6% en abril, registrando un aumento frente al mes

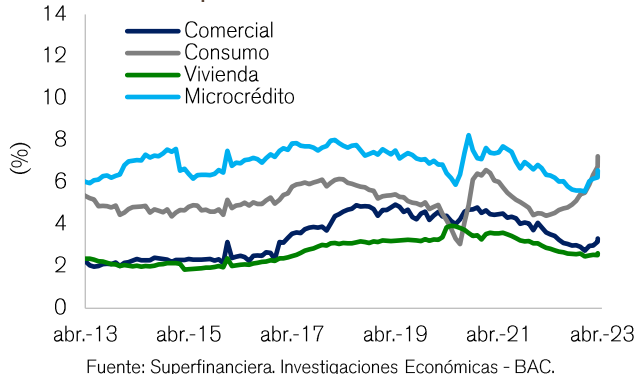
anterior y superando el promedio de los últimos 10 años. Es de esperar que en el corto plazo la cartera vencida continúe ganando terreno frente a la cartera bruta, creando deterioros adicionales en el ICV para las diferentes modalidades.

Gráfico 18. Evolución de cartera vencida por modalidad



A la fecha, todas las modalidades registran variaciones positivas en su cartera vencida. Las carteras vencidas de vivienda y comercial crecieron en abril 2.9% y 7.4%, respectivamente. Por su parte, la cartera vencida de microcrédito aumentó 19.1%, mientras que la de consumo crece a tasas del 77.8%, similar a los niveles de pandemia (Gráfico 18).

Gráfico 19. Comportamiento de la calidad de la cartera



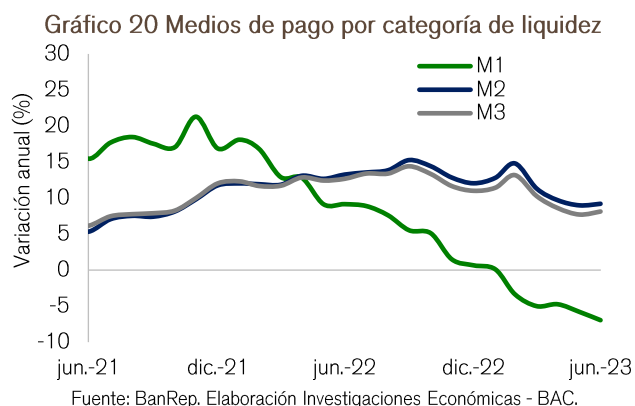
En línea con lo anterior, el ICV para consumo se situó en 7.2% en abril, su mayor valor desde noviembre del 2009. Le siguen el ICV de microcrédito, comercial y vivienda con niveles de 6.6%, 3.3% y 2.6%, respectivamente, en todos los casos aumentando frente a meses previos (Gráfico 19).



En este entorno, el crecimiento del saldo de la cartera vencida total del sistema se aceleró hasta 34.3% en abril, siendo su mayor valor desde febrero de 2018. Teniendo en cuenta la desaceleración económica y la potencial materialización de riesgos de impago en el futuro próximo, el deterioro de la cartera total, una buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema, aceleró su crecimiento hacia ritmos del 9.6%.

Los agregados monetarios siguen reflejando unas condiciones favorables para la oferta de crédito, especialmente por un buen comportamiento 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.

De esta forma, la base monetaria presentó una caída de 3.2% en junio. Allí sobresale una menor dinámica del efectivo circulante, el cual tuvo una contracción de 2.5%.



El medio de pago de mayor liquidez, el M1, registró una caída de 7% (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 9.2% y 8.1%, 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 ha venido cerrando, pero se mantiene positiva y fue de 1.3 p.p. en junio. 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 total de 1,150 pbs en la tasa de referencia de BanRep desde septiembre de 2021, las tasas de los créditos han aumentado 1,200 pbs y se sitúan, en promedio, cerca de 20.7%. No obstante, las tasas activas han descendido recientemente, teniendo en cuenta una menor demanda y la competencia entre establecimientos de crédito.

Las tasas pasivas siguen cayendo y en la actualidad el promedio de ellas se sitúa alrededor de 11.1%, muy por debajo de los niveles de 14% alcanzados a principios de año. Buena parte de lo anterior se explica por unas menores necesidades de captación, debido a una menor demanda de créditos, y al ajuste de expectativas de tasa BanRep en el corto plazo (Gráfico 21).



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 futuro cercano, algo que se sentirá con particular intensidad en la cartera de consumo.

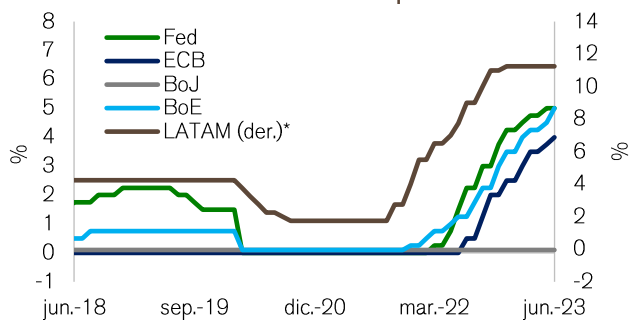


## Contexto externo

La información disponible en el frente externo sigue dejando al margen los riesgos de recesión en 2023. Se estima que la actividad económica continúe perdiendo impulso a nivel global, pero de una forma más lenta a la prevista y con una menor probabilidad implícita de contracción.

A su vez, la inflación total continúa desacelerándose, aunque se mantiene muy por encima de las respectivas metas de los Bancos Centrales (BC). El foco de los BC sigue siendo sobre la inflación básica, que mide presiones puras de demanda y que revela cierta resistencia asociada a los elevados niveles de gasto alcanzados en el pasado reciente y a efectos inerciales. Así, se espera que el proceso de convergencia de la inflación hacia las metas de política tarde (al menos) un año más en completarse.

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



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

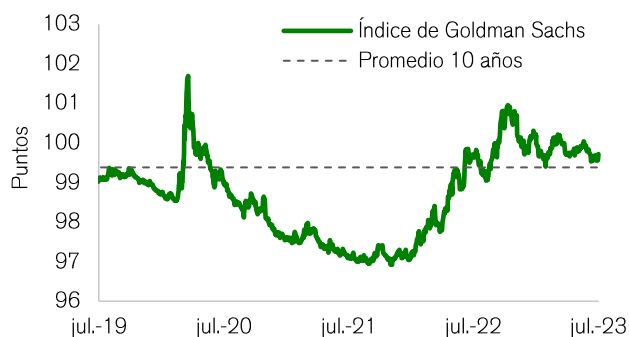
En el balance, el endurecimiento monetario continuó en el último mes y el tono de algunos BC se ha tornado más restrictivo (Gráfico 22). La mayoría de emisores de economías avanzadas continuaron aumentando sus tasas de intervención y en algunos casos incluso aceleraron el ritmo del ajuste. Otros, que ya habían frenado los incrementos de los tipos, retomaron los incrementos de tasas. En LATAM, los BC ya alcanzaron el techo del actual ciclo monetario.

En el caso particular de EEUU, la Fed en su última reunión decidió mantener inalterada la tasa de referencia en el rango 5% - 5.25%, en línea con nuestra expectativa. No obstante, la puerta de aumentos adicionales antes de finalizar 2023 sigue abierta. De hecho, la mayoría de los

miembros del FOMC estiman que sería necesario aumentar la tasa de interés en 50 pbs durante lo que resta de año.

En nuestro escenario base, estimamos un aumento adicional de 25 pbs sobre la tasa de interés de la Fed durante 3T23. Allí permanecerían estables los tipos hasta 2T24, en línea con lo que descuenta el mercado.

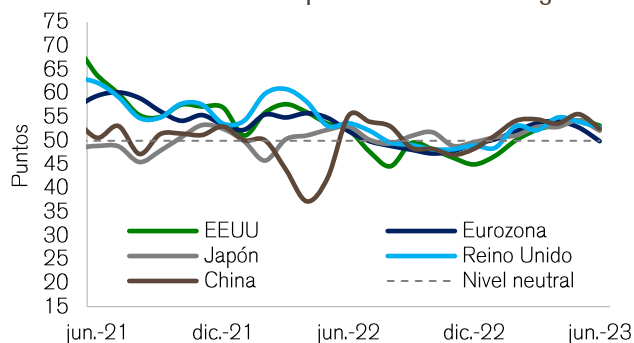
**Gráfico 23. Estado de condiciones financieras globales**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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. Algunos leves descensos se han observado en meses recientes, en parte por unos menores niveles de aversión al riesgo y la estabilidad del sistema financiero global tras la turbulencia del pasado mes de marzo en EEUU (Gráfico 23).

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



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Los últimos datos del índice PMI compuesto en las economías avanzadas confirman la actual fase de desaceleración global, aunque todavía permanecen en valores por encima de los 50 puntos (expansión). Esto



obedece a una buena dinámica del sector de servicios, que ha cubierto más que proporcionalmente la debilidad registrada en el componente manufacturero del PMI (Gráfico 24).

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento en abril habría sido de 1.4%, inferior al promedio de 3% de 1T23. Esto oculta un grado de heterogeneidad elevado entre sus principales economías. En efecto, mientras que Brasil está rebotando y aceleró su crecimiento hacia ritmos de 3.3%, las economías de Argentina, Colombia y Chile registraron contracciones de 4.2%, 0.8% y 0.7%, respectivamente.

En este entorno, según la más reciente encuesta a analistas económicos de Bloomberg, la probabilidad de recesión durante los próximos 12 meses permanece por debajo de las estimaciones de comienzos de año.

Particularmente, la probabilidad de recesión en la Eurozona se ubica en niveles del orden de 42.5%, muy por debajo del 80% que se asignaba a este evento 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 apenas 30.6%.



## Proyecciones Económicas

|  | 2021 | 2022  | 2023(p) | 2024(p) |   |
|--|------|-------|---------|---------|---|
| <b>Demanda agregada</b>                      |      |       |         |         |   |
| PIB (%)                                      | 10.7 | 7.3   | 1.1     | 1.5     | ↓ |
| Consumo privado (%)                          | 14.8 | 9.5   | 1.7     | 1.2     | ↓ |
| Gasto público (%)                            | 10.3 | 0.3   | 1.1     | 4.1     | ↑ |
| Inversión fija (%)                           | 11.2 | 11.4  | -2.9    | 2.7     | ↓ |
| Demanda interna (%)                          | 13.6 | 9.4   | -0.6    | 2.3     |   |
| Exportaciones (%)                            | 14.8 | 14.8  | -1.4    | 0.7     | ↓ |
| Importaciones (%)                            | 28.7 | 22.3  | -5.7    | 3.5     | ↓ |
| <b>Sectores actividad económica</b>          |      |       |         |         |   |
| Agropecuario (%)                             | 3.1  | -1.8  | -1.4    | 1.7     | ↓ |
| Comercio (%)                                 | 20.9 | 11.1  | 0.4     | 1.4     | ↓ |
| Construcción (%)                             | 5.7  | 6.5   | -4.0    | 1.4     | ↓ |
| Financiero (%)                               | 3.4  | 6.5   | 8.9     | 3.0     |   |
| Industria (%)                                | 16.4 | 9.8   | 0.3     | 1.2     |   |
| Minería (%)                                  | 0.2  | 1.6   | 2.6     | 1.3     | ↑ |
| <b>Precios, tasas de interés y desempleo</b> |      |       |         |         |   |
| Inflación (final del periodo %)              | 5.6  | 13.1  | 9.8     | 6.3     | ↓ |
| Tasa BanRep (final del periodo %)            | 3.00 | 12.00 | 13.25   | 10.00   |   |
| DTF EA (promedio año %)                      | 2.0  | 8.2   | 13.1    | 12.1    | ↑ |
| IBR overnight EA (promedio año %)            | 1.9  | 7.2   | 13.0    | 11.7    |   |
| Tasa de interés de los TES a 10 años (%)     | 8.5  | 13.0  | 10.0    | 8.8     | ↓ |
| Tasa de desempleo nacional (%)               | 13.8 | 11.2  | 10.8    | 11.3    | ↓ |
| <b>Sector externo</b>                        |      |       |         |         |   |
| Tasa de cambio (promedio anual)              | 3749 | 4246  | 4500    | 4380    | ↑ |
| Tasa de cambio (final del periodo)           | 3981 | 4810  | 4300    | 4300    | ↑ |
| Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)      | -5.7 | -6.1  | -4.1    | -3.3    | ↑ |
| Inversión Extranjera Directa (% del PIB)     | 3.1  | 4.9   | 4.3     | 3.5     | ↓ |
| <b>Finanzas públicas</b>                     |      |       |         |         |   |
| Balance fiscal total GNC (% del PIB)         | -7.1 | -5.3  | -4.3    | -4.5    | ↓ |
| Saldo deuda neta total GNC (% del PIB)       | 60.8 | 57.9  | 55.8    | 57.1    | ↑ |

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.

---