



Informe Mensual Coyuntura Económica

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Los datos preliminares de 2T23 confirman una desaceleración adicional de la economía. Los sectores secundario y terciario siguen perdiendo impulso, afectados por un menor dinamismo de la demanda interna, mientras que el sector primario permanece rezagado y enfrentaría riesgos importantes asociados al fenómeno de El Niño. No obstante, la información disponible de 3T23 sugiere un leve rebote en el ritmo de expansión de la actividad.*
- *Las condiciones del mercado laboral continúan estrechas, en línea con una brecha positiva del producto. El desempleo persiste por debajo de sus niveles estructurales y alcanzó niveles mínimos de los últimos cinco años. En este entorno, la dinámica de los salarios nominales se mantiene alta, aunque las presiones de demanda se están moderando.*
- *La inflación volvió a desacelerarse en julio. Las presiones de oferta se han diluido en su totalidad, pero algunas de demanda persisten. Las expectativas de inflación descendieron nuevamente, aunque permanecen por encima de la meta de 3%. En este entorno, BanRep mantuvo la tasa de referencia en niveles contractivos de 13.25%.*
- *La demanda de créditos permanece débil y el riesgo de impago en el sistema continúa en ascenso, algo que también estaría creando restricciones de oferta. Las tasas activas y pasivas del sistema financiero se han estabilizado, en línea con la pausa monetaria de BanRep y el ajuste de expectativas de corto plazo.*
- *Los riesgos de una recesión global en 2023 han descendido considerablemente. La inflación mundial se sigue corrigiendo, pero permanece aún por encima de las metas de política monetaria. En las economías avanzadas no se descartan incrementos adicionales en las tasas de interés de política, mientras que en LATAM algunos bancos centrales ya han comenzado a revertir el endurecimiento monetario. 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

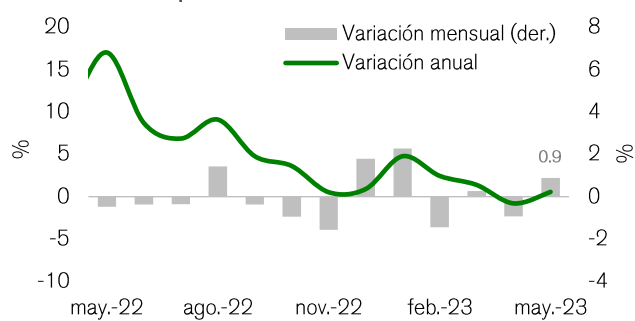


Actividad económica

La desaceleración de la actividad se habría acentuado de forma importante en 2T23, según lo muestran las cifras disponibles. Buena parte de lo anterior sigue siendo consistente con una postura de política monetaria contractiva (tasas de interés altas) y unos niveles de inflación elevados, que han afectado la capacidad de gasto agregado. No obstante, la información preliminar de 3T23 da cuenta de un ligero rebote en la dinámica de expansión económica.

Los sectores secundario y terciario siguen perdiendo tracción, 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 y sus efectos sobre la producción (ver “Las travesuras de El Niño” en [CE – Agosto 1 de 2023](#)).

Gráfico 1. Comportamiento del ISE durante el último año*



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

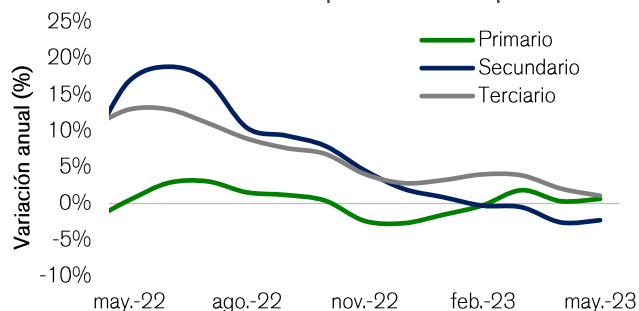
En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró un crecimiento mensual de 0.9% en mayo (Gráfico 1), el más alto desde enero de este año. En términos de su variación anual, y tomando la serie original, la variación del ISE fue 0.6%¹, superando nuestra

estimación de -0.5% (ver “Actividad económica” en [IMCE – Julio de 2023](#)).

El ISE de la cadena **primaria** en mayo tuvo una variación de 1.3%, dejando de esta forma el crecimiento promedio de 2T23 en -0.7%. La recuperación de este sector sigue siendo lenta y permanece rezagado frente a los demás, pues su nivel de producción todavía se sitúa por debajo de los 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 34%. Según cifras del subíndice de producción industrial ligada a carbón, durante los cinco primeros meses del año la producción de este mineral creció 6.3% en promedio.

Gráfico 2. Evolución del ISE por cadenas de producción*



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series suavizadas con un promedio móvil de 3 meses.

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 julio registró un crecimiento de 3%, con lo cual la producción mensual promedio en 2023 se sitúa en 769 mil barriles-día. Esto representa un crecimiento preliminar de 2.9% 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

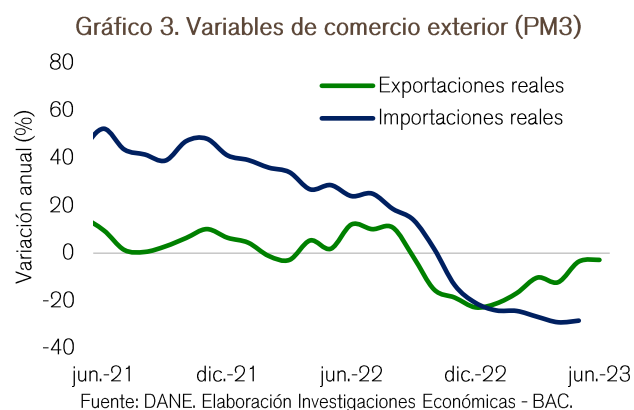
¹ De aquí en adelante, todas las tasas de variación a las que haremos referencia son variaciones anuales, excepto en los casos donde se especifique lo contrario.



de 2023 se sitúa en 2.9%. Por su parte, la producción de pollo cayó 2.3% en junio y, en promedio, durante los primeros seis meses del año se contrajo 0.3%.

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 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 un crecimiento de 0.6% en mayo. De manera preliminar, este sector se habría contraído 3.1% en 2T23.



La actividad manufacturera, que fue el principal motor de la cadena intermedia de producción en 2021-2022, registró en mayo una contracción de 3.4%. Los subsectores manufactureros que más restaron a la actividad del sector fueron los de textiles y calzado, y actividades de impresión.

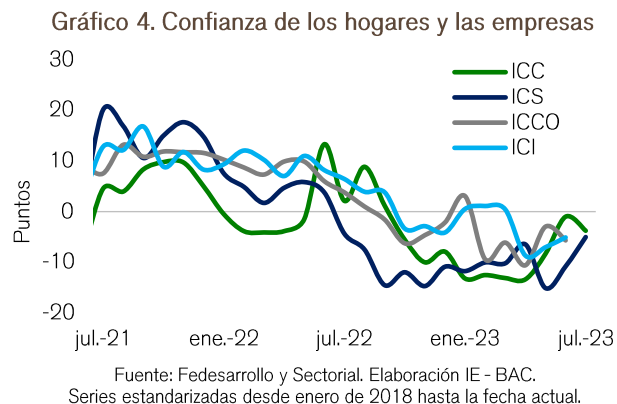
El índice PMI manufacturero, que es un indicador adelantado del comportamiento de las industrias manufactureras, descendió nuevamente en julio y se mantuvo en terreno de contracción (inferior a los 50 puntos). En efecto, el PMI cayó hasta 48.4 puntos, un mínimo de nueve meses, lo que sugiere contracciones

adicionales de la actividad industrial en los próximos meses.

El sector de la construcción también mantiene un desempeño negativo. Las licencias de construcción crecieron 2.9% en mayo, pero en promedio en 2023 han caído 13.4%. Asimismo, la producción de cemento gris, uno de los insumos más importantes para el sector de la construcción, registró una caída de 6.1% en junio, dejando el promedio de 2023 en -3.8%.

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 62.1% en junio, su mayor contracción en al menos 12 años. Los lanzamientos de vivienda cayeron 61.1% y las iniciaciones se redujeron en 43.7%.

Por su parte, el subsector de suministro de electricidad, gas y agua registró un crecimiento de 1.9% en mayo. En lo corrido de 2023, su ritmo de expansión promedia 1.7%, que es inferior al 5.5% 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 0.6%. En promedio, el crecimiento de este sector en 2T23 habría sido de 0.7% (Gráfico 2).

El índice de ventas reales del comercio minorista cayó 5.1% en mayo. Las ventas minoristas de bienes durables continúan siendo las más afectadas y en el último mes



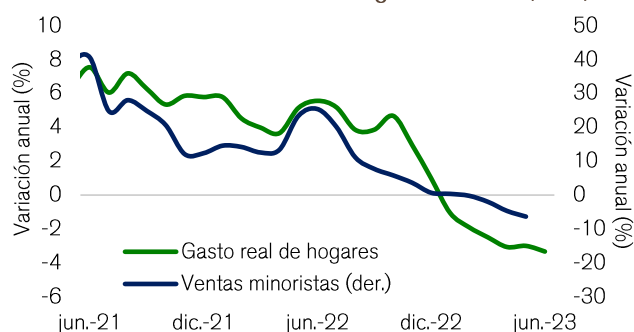
cayeron 5.9%. En lo corrido de 2023 las ventas minoristas registran una caída de 3.6%, muy en contraste con el crecimiento de 19.3% del periodo comparable de 2022.

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

Las ventas de vehículos se han resentido por cuenta de un elevado costo de apalancamiento, resultado de las mayores tasas de interés del crédito. Según información de ANDEMOS, en julio las matrículas nuevas de vehículos cayeron 43.5%, con lo cual en lo corrido de 2023 se registran caídas de 28.6%.

En contraste con lo observado en las ventas minoristas, el comportamiento de los sectores de servicios sigue dando cuenta de cierta resiliencia en el ciclo del consumo de los hogares en servicios.

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



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

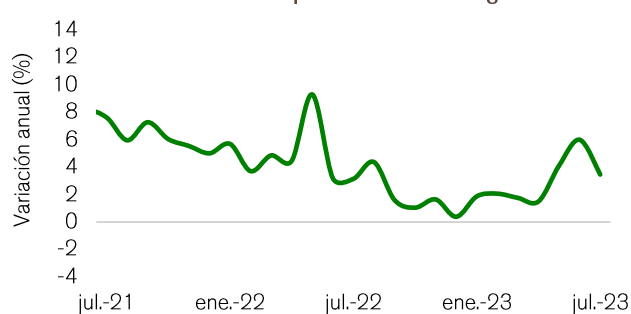
En efecto, según las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS), los ingresos reales del sector, que sirven para estimar el comportamiento de la demanda de servicios de los hogares, cayeron 0.1% en mayo. Sin embargo, en lo corrido del año registran un crecimiento de 0.5% que contrasta con el desempeño del gasto de los hogares en bienes. Los ingresos de los rubros de cine y televisión, y de actividades inmobiliarias, fueron los que registraron un mayor aumento. En contraste, los ingresos de los servicios de edición fueron los más afectados.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB en junio registraron una contracción de 27.5%. Allí sobresale la reducción de

48.5% en las exportaciones de carbón, seguido por una caída de 32.6% de las exportaciones de petróleo. Las exportaciones no tradicionales, concentradas en agroindustria principalmente, registraron un crecimiento de 0.2%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan una caída real de las exportaciones de 4.2% (Gráfico 3). Esto es coherente con la reducción de 7.8% de las exportaciones totales en volúmenes durante el último mes.

Gráfico 6. Demanda promedio-día energía total



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

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron una caída de 18.4% en mayo. Las compras externas se vieron afectadas, principalmente, por la contracción de las importaciones de bienes intermedios para la industria, las cuales cayeron 25.6%. En términos reales, las importaciones se redujeron 25.3% durante el último mes (Gráfico 3), lo cual es consistente con un menor crecimiento de la demanda interna.

Bajo este contexto, las exportaciones netas contribuyeron nuevamente de forma positiva al dinamismo de la demanda agregada. Lo anterior seguirá apoyando el ajuste del desbalance comercial de la economía en el futuro cercano.

Varios indicadores adelantados de variables de demanda interna sugieren un comportamiento de la economía algo mejor de cara a 3T23, aunque con ritmos de expansión que en cualquier caso seguirían siendo bajos.

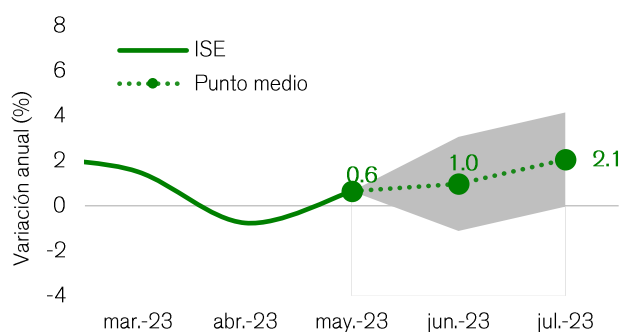
El Índice de Confianza de los Comerciantes (ICCO) y el Índice de Confianza de los Industriales (ICI), ambos producidos por Fedesarrollo, mostraron comportamientos



heterogéneos en junio. No obstante, en el balance, continúan muy por debajo de los registros del año pasado.

Por su parte, con información al corte de julio, el Índice de Confianza de los Consumidores (ICC) de Fedesarrollo se deterioró levemente, pero en tendencia central viene repuntando frente a los mínimos registrados a comienzos de año. El Índice de Confianza Sectorial (ICS), que mide la percepción del entorno de empresas, inversionistas y otros actores de distintos sectores de la economía, registró una mejora importante y se situó en máximos de 12 meses (Gráfico 4).

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



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

El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, se contrajo por octavo mes consecutivo y en junio cayó 4%. En tendencia central, la dinámica del consumo real parece estar estabilizando (Gráfico 5), en parte favorecida por una inflación que en meses recientes alcanzó un pico y que podría anticipar un punto de inflexión en su ciclo en el futuro cercano. Descontando la inflación núcleo y no la total, el gasto real de los hogares se contrajo 3.6%.

Por su parte, las cifras disponibles de demanda de energía total en 3T23, una buena variable proxy de consumo intermedio e inversión fija de las empresas, está dando cuenta de un rebote que sugiere un mejor comportamiento de sectores como el comercio minorista y la industria en los próximos meses.

En efecto, la demanda de energía en julio se situó alrededor de los 218 GWh diarios, lo que se traduce en un crecimiento de 3.5%. Este resultado es superior al

crecimiento promedio de 2.9%, registrado en 1S23 (Gráfico 6).

Teniendo en cuenta toda la información analizada anteriormente, **pronosticamos para el ISE una variación de 1% en junio**. Nuestro modelo *Nowcast* sugiere, de manera preliminar, un crecimiento de 2.1% del ISE para el mes de julio (Gráfico 7).

De esta forma, según nuestros cálculos, **el crecimiento del PIB en 2T23 habría sido de 0.3%**, contenido en un intervalo de -0.4% y 1%.

Seguimos esperando que el crecimiento de la economía continúe 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 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 curso, es de esperar que el espacio para mejoras adicionales sea escaso.

Gráfico 8. Principales indicadores del mercado laboral*



En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional retornó a un dígito y descendió en junio hasta 9.8%, un mínimo no visto desde agosto de 2018 (Gráfico 8). Tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación aumentó 0.7 p.p. hasta 58.1%, un máximo de 47 meses. Por su parte, la tasa global de participación, que mide la oferta de trabajo potencial, tuvo un incremento de 0.4 p.p. hasta 64.5%.

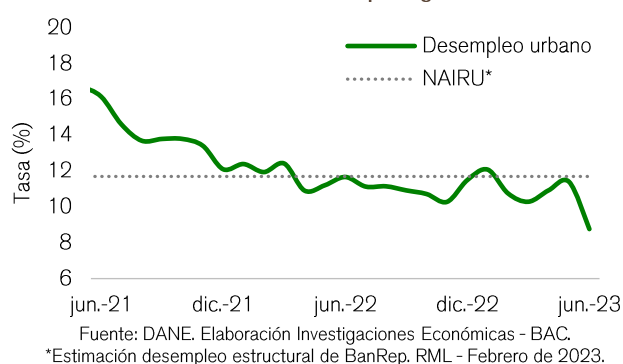
El desempleo nacional continúa por debajo de sus niveles estructurales (brecha de empleo positiva). En efecto, para el total nacional se estima una tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés) cerca del 12%, por lo que los niveles actuales de desempleo nacional se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

Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo también retornó a un dígito y alcanzó un mínimo histórico, al situarse en 8.8%. Estos niveles de desempleo urbano también se ubican muy por debajo de la tasa NAIRU urbana, que

según nuestras estimaciones oscila entre 11.5% y 12% (Gráfico 9).

A nivel sectorial, la generación de empleos en la cadena primaria continúa débil. En efecto, durante el último trimestre móvil con corte a junio, la ocupación del sector registró un crecimiento de 1%, y sigue siendo 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



Coherente con la desaceleración de la industria y el débil comportamiento del sector de la construcción, el crecimiento del acervo de ocupados en el sector secundario se sigue desacelerando y fue de 3.3% en el último mes. Este resultado se sitúa muy por debajo del buen dinamismo que mostró la demanda de trabajo de este sector en 2022, con crecimientos que bordearon el 10.2%.

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

En este entorno, los sectores de administración pública y defensa, actividades profesionales, y transporte y almacenamiento, fueron los que más crearon empleos durante el último año. Con corte al mes de junio, los incrementos en el acervo de ocupados de estas actividades fueron de 269, 266 y 146 mil personas, respectivamente. El sector de información y

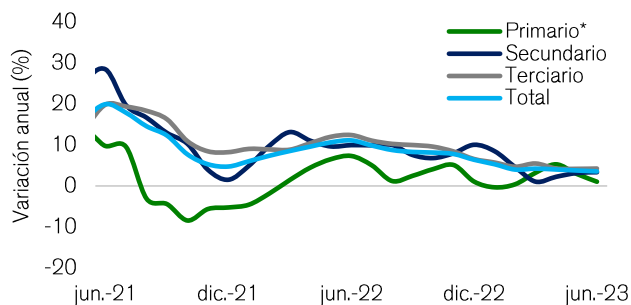


comunicaciones fue el único que tuvo una reducción en su nivel de ocupación, con una caída de 107 mil personas.

La creación de empleos asalariados volvió a superar la de empleos no asalariados. Esto es consistente con un mejor desempeño del sector secundario y terciario relativo al sector primario, donde la demanda de trabajo se concentra en empleos asalariados. En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados fue de 8.8%, mientras que la demanda de empleo no asalariado creció 1.4%.

La tasa de empleos formales se situó en 74.9% durante el último mes. Así, la tasa de formalidad sigue superando ampliamente la tasa de subempleos (subutilización de empleo), que se ubicó en 15.7%.

Gráfico 10. Generación de empleo por ramas (PM3)



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

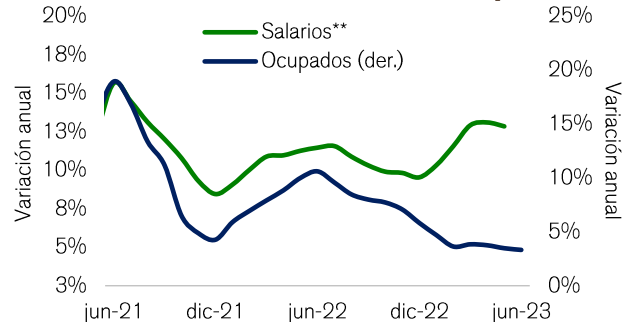
Bajo este contexto, la inflación de los salarios nominales se mantiene alta y fue de 12.7% en mayo. En su mayoría, este comportamiento de la inflación salarial obedece al ajuste del salario mínimo del 16% para 2023 y a la indexación a la inflación del IPC de 2022, pues la dinámica de la demanda de trabajo se ha venido moderando desde la segunda mitad de 2022 y le estaría restando presiones a los salarios nominales (Gráfico 11).

En términos reales, la inflación salarial fue 0.3%, consecuencia de los elevados niveles de inflación al consumidor. Lo anterior es un determinante que también 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 de producto requerido para frenar la inflación.

Gráfico 11. Salarios vs demanda de trabajo (PM3)



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

Bajo este contexto, revisamos a la baja nuestro pronóstico de desempleo nacional y **ahora esperamos un promedio-año de 10.6%**, inferior al 10.8% anterior.

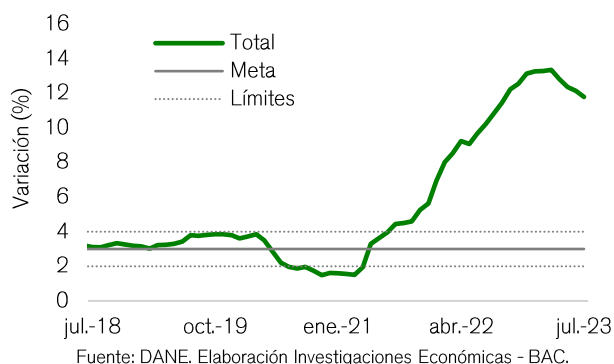


Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 0.5% en julio, superando nuestra proyección (0.33%) y la expectativa del consenso de analistas (0.31%). Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC se situó por encima del promedio histórico de 0.14% para el mismo mes.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.22% (Tabla 1), luego de tres meses consecutivos de variaciones negativas. Los precios de los alimentos perecederos aumentaron 0.67% frente al mes anterior y los precios de alimentos procesados lo hicieron en 0.1%. Buena parte de lo anterior se sustenta en algunas restricciones de oferta creadas por las fuertes lluvias en varias regiones del país y cierres de rutas principales como la vía al llano.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años



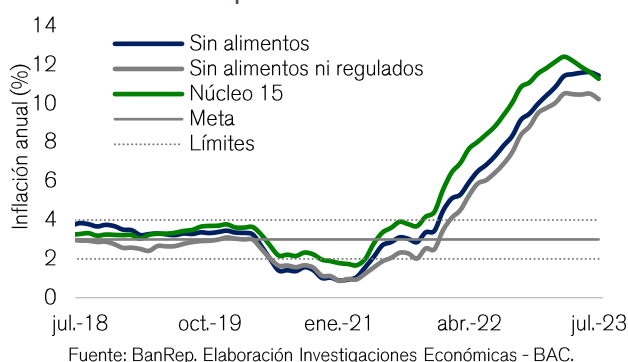
Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 1.18%, nuevamente el más alto dentro de la clasificación BanRep. El subcomponente que más contribuyó fue el IPC de combustibles, cuya variación mensual fue de 4.84%. Vale la pena recordar que lo

anterior sigue asociado a los aumentos decretados en el precio de la gasolina en los últimos meses, en respuesta al plan de Gobierno para mitigar el déficit del Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPC).

El subcomponente de alcantarillado, suministro de agua y aseo tuvo un aumento de 2.12%, uno de los más altos dentro del IPC de regulados en el último mes. Por su parte, la reciente apreciación del peso frente al dólar favoreció al IPC de gas, el cual registró una variación mensual negativa de 0.96%.

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 0.18%. Allí sobresale el aumento que registraron los precios de bebidas alcohólicas y cigarrillos, y los de prendas de vestir y calzado, con sendos incrementos mensuales de 0.46%. El IPC de vehículos y autopartes registró una caída de 0.05%, beneficiado por la reciente apreciación de la tasa de cambio que también ha favorecido otros precios de bienes importados.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.48%, impulsada principalmente por los aumentos de 0.45% en el IPC de arrendamientos y de 0.72% en el IPC de restaurantes y bares. Este último

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

	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont. p.p.	Tendencia
	jul.-22	jul.-23	jun.-23	jul.-23		
Total	0.81	0.50	12.13	11.78	-0.35	↓
Alimentos	1.17	0.22	14.31	13.24	-0.16	↓
Regulados	1.00	1.18	15.64	15.85	0.04	↑
Bienes	1.44	0.18	14.26	12.84	-0.27	↓
Servicios	0.35	0.48	9.04	9.19	0.07	↑

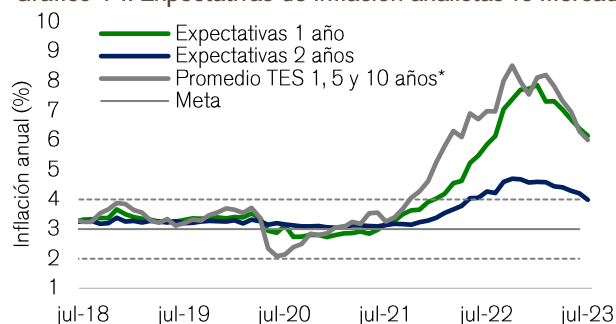
Fuente: Banco de la República. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.



sigue presionado por el efecto acumulado en los precios de alimentos, el ajuste del salario mínimo y también la resiliencia del gasto de los hogares en servicios. Por su parte, el IPC de pasajes aéreos cayó 3.03% en el último mes, afectado también por la apreciación del peso frente al dólar.

De esta forma, la inflación anual del IPC se desaceleró por cuarto mes consecutivo y se ubicó en 11.78% (Gráfico 12). La inflación de bienes se desaceleró 1.42 p.p. hasta 12.84% y le restó 0.27 p.p. a la dinámica de la inflación total entre junio y julio (Tabla 1). La inflación de alimentos se desaceleró hasta 13.24% y le restó 0.16 p.p. a la dinámica de la inflación total en el último mes, aunque ha dejado de ser el componente que más contribuye a la corrección del IPC total.

Gráfico 14. Expectativas de inflación analistas vs mercado



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

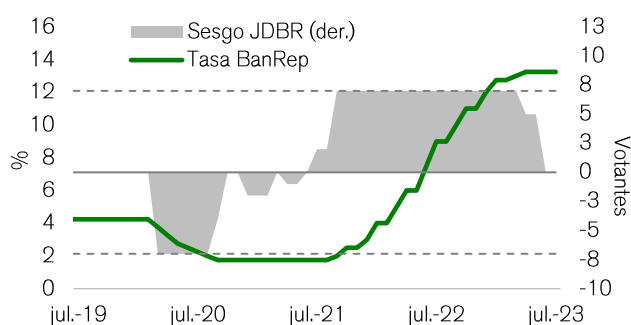
El promedio de las principales medidas de inflación núcleo se desaceleró hasta 10.98%, pero continúa muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos fue 11.44%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 11.27%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 10.22% (Gráfico 13).

Las expectativas de inflación permanecen 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 de deuda pública, mantienen una tendencia descendente que comenzó desde comienzos de 2023.

Las expectativas de los analistas a 1 y 2 años descendieron hasta 6.2% y 4%, respectivamente, sus niveles más bajos en casi 12 meses. Asimismo, el promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES se redujo hasta 6% (Gráfico 14). Las expectativas de cierre de la actual vigencia también descendieron hasta 9%.

Para el mes de agosto pronosticamos una variación mensual de 0.46% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería hasta 11.16%.

Gráfico 15. Tasa de referencia vs distribución JDBR



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Seguimos advirtiendo que el proceso de convergencia de la inflación hacia el rango meta de BanRep será lento y sólo se completaría hacia el año 2025. Riesgos alcistas sobre los precios, como la llegada de El Niño en los próximos meses, supone presiones adicionales sobre la inflación que harían aún más lento el proceso de convergencia. Según nuestros cálculos, un episodio de El Niño tiende a presionar al alza la inflación del IPC total en 1.1 p.p. (ver “Las travesuras de El Niño” en [CE – Agosto 1 de 2023](#)).

Nuestro pronóstico de inflación para 2023 ya incorpora los potenciales efectos de estos riesgos. Por lo anterior, mantenemos nuestra proyección para el cierre de este año en 9.8%, cerca de 1 p.p. por encima de la expectativa de los analistas.

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 unanimidad mantener inalterada la tasa de interés de



referencia en 13.25% durante su reunión de julio (Gráfico 15).

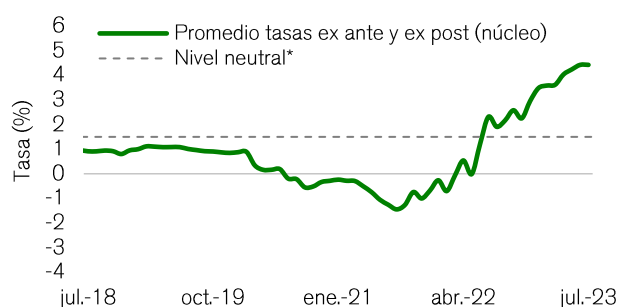
Muchos argumentos de la JDBR siguen sobreponderando, en el balance de riesgos, la necesidad de mantener una postura contractiva para alcanzar los objetivos de política monetaria. A saber: i) la inflación y sus expectativas siguen descendiendo, pero se sitúan muy por encima de la meta de 3%; ii) la rigidez de la inflación núcleo persiste; y iii) el mercado laboral permanece apretado. Riesgos asociados a la evolución futura de la tasa de cambio y los potenciales efectos de El Niño, también han sido considerados.

No obstante, la JDBR reconoce que la desaceleración de la economía estaría siendo superior a la prevista y que la demanda de crédito se ha debilitado de manera importante, ambos consecuencia de las decisiones de política monetaria. De hecho, el equipo técnico de BanRep redujo levemente su proyección de crecimiento para 2023 desde 1% hasta 0.9%, muy por debajo del 1.8% esperado por el Gobierno.

aún, en julio la tasa real se mantuvo en niveles superiores al 4%, los cuáles son altamente contractivos.

Esperamos que la tasa de interés de política se mantenga estable en 13.25% durante la próxima reunión de la JDBR con decisión de tasas, la cual tendrá lugar en septiembre. Mantenemos nuestra expectativa de que los primeros recortes de tasas de interés llegarían hacia 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.

En este entorno, el lenguaje del emisor sugiere que las tasas de interés se mantendrían estables en el futuro cercano. Las señales que darían espacio para recortes en los tipos están condicionadas a que la inflación y sus expectativas muestren sendas robustas de desaceleración.

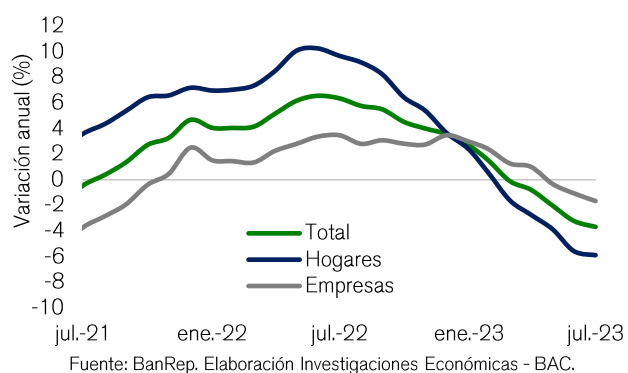
Bajo una óptica técnica, el promedio de la tasa de interés real de política ex ante y ex post núcleo, acumuló 13 meses por encima del nivel neutral (Gráfico 16), coherente con una postura monetaria contractiva. Más



Mercado de créditos

La dinámica de la cartera total de créditos del sistema permanece débil, especialmente 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



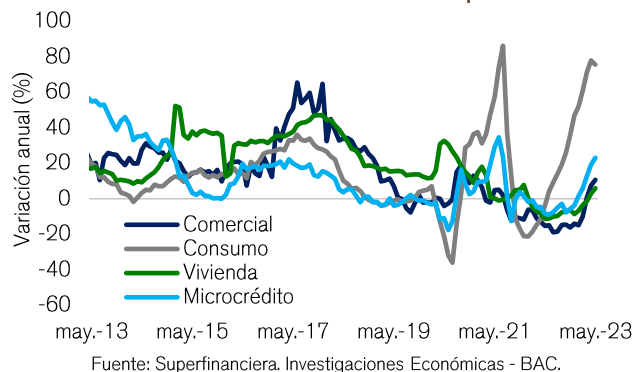
En términos reales (descontando inflación), la cartera total de créditos se contrajo 3.7% en julio. Los créditos hacia los hogares registraron una reducción de 5.9%, mientras que el crecimiento de las colocaciones hacia las empresas fue negativo en 1.7% (Gráfico 17).

Por modalidades, la cartera de microcrédito es la única que crece en términos reales, con ritmos del orden de 2.9%, favorecida por la estrategia de inclusión crediticia para la economía popular (otorgamiento de garantías) y las reducciones en las tasas de interés de estos créditos. Por su parte, la cartera comercial cayó 1.9%, seguida por la de vivienda que registró una variación negativa de 2.7%. La cartera de consumo registró en julio una variación real negativa de 7.3%.

En este entorno, 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.

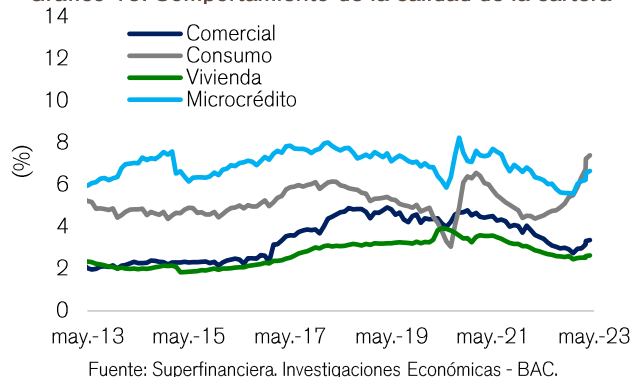
El indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se situó en 4.6% en mayo, manteniéndose estable frente al mes anterior y superando el promedio de los últimos 10 años. Es de esperar que en el corto plazo la cartera vencida continúe ganando terreno frente a la cartera bruta, creando deterioros adicionales 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 mayo 5.9% y 10.6%, respectivamente. Por su parte, la cartera vencida de microcrédito aumentó 23.1%, mientras que la de consumo crece a tasas del 75.5% (Gráfico 18).

Gráfico 19. Comportamiento de la calidad de la cartera



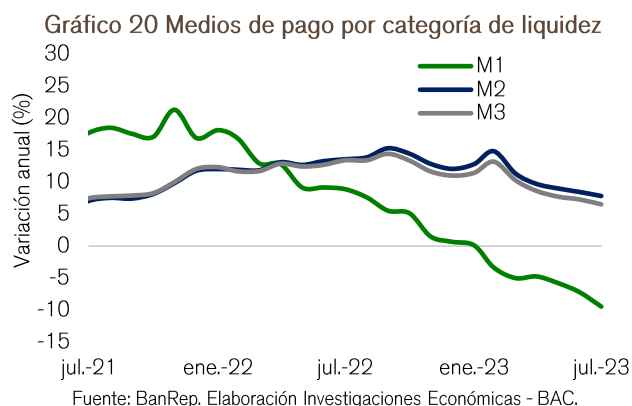
En línea con lo anterior, el ICV para consumo se situó en 7.4% en mayo, su mayor valor desde noviembre del 2009. Le siguen el ICV de microcrédito, comercial y vivienda con niveles de 6.7%, 3.4% y 2.6%, respectivamente, en la mayoría de los casos aumentando frente a meses previos (Gráfico 19).



De esta forma, el crecimiento del saldo de la cartera vencida total del sistema se aceleró hasta 36.2% en mayo, siendo su mayor valor desde noviembre de 2017. 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 11.6%.

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 0.2% en julio. Allí sobresale una menor dinámica del efectivo circulante, el cual tuvo una contracción de 2.3%.

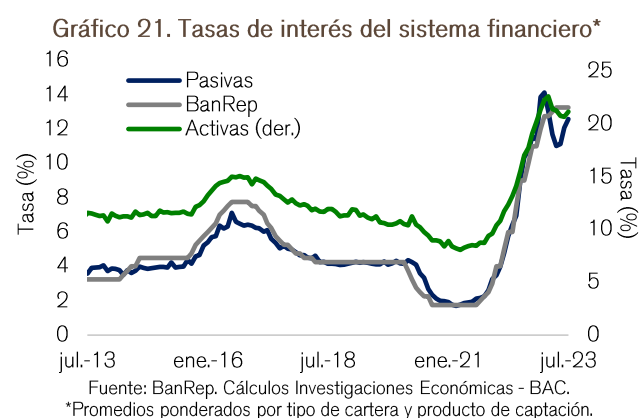


El medio de pago de mayor liquidez, el M1, registró una caída de 9.4% (Gráfico 20), afectado principalmente por retrocesos en los depósitos en cuentas corrientes. En contraste, los crecimientos del M2 y el M3, que son medios de pago de menor liquidez, registran a la fecha ritmos de 7.8% y 6.5%, respectivamente.

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 en meses recientes y en julio fue 2.2 p.p. 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, las tasas de los créditos registraron en el último mes un promedio de 21.12%, relativamente estables frente a meses previos. Por su parte, el promedio de las tasas pasivas se sitúa alrededor de 12.58%, 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.

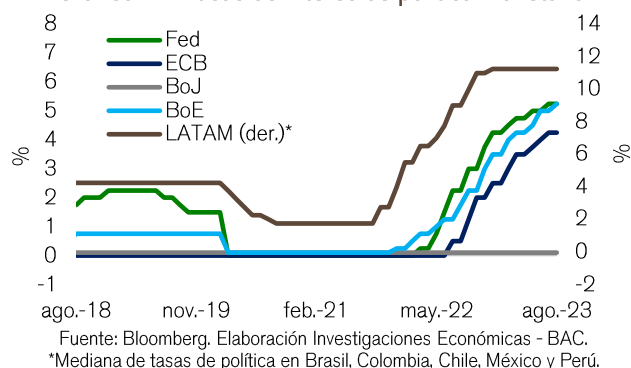


Contexto externo

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 con una menor probabilidad implícita de contracción.

A su vez, la inflación global continúa desacelerándose, aunque en buena parte del mundo se mantiene por encima de las respectivas metas de los Bancos Centrales (BC). El foco de los BC sigue siendo la inflación básica, que mide presiones puras de demanda y que revela cierta resistencia asociada a: i) los elevados niveles de gasto alcanzados en el pasado reciente; y ii) efectos inerciales no vistos en varias décadas.

Gráfico 22. Tasas de interés de política monetaria

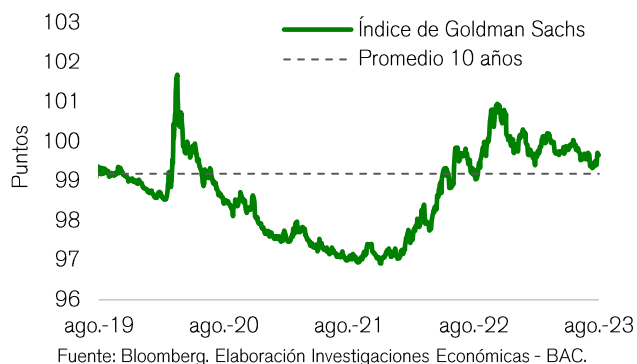


La mayoría de los BC en economías avanzadas continuaron aumentando sus tasas de intervención (Gráfico 22). En contraste, algunos BC en LATAM, como el caso de Chile y Brasil, ya iniciaron reducciones de tasas de interés, aliviados por unas dinámicas de la inflación observada y sus expectativas que han convergido rápidamente a sus respectivas metas de política.

En el caso particular de EEUU, la Fed decidió retomar los incrementos de tasas y en su última reunión las elevó en 25 pbs hasta el rango 5.25% - 5.5%, en línea con nuestra expectativa. La puerta de un aumento adicional en septiembre sigue abierta, en la medida que la inflación núcleo persista por encima de la meta de 2% y que el mercado laboral continúe apretado.

En nuestro escenario base, esperamos que la Fed mantenga inalterada su tasa de interés de referencia en los niveles actuales hasta 2T24, momento en el cual la inflación daría un espacio.

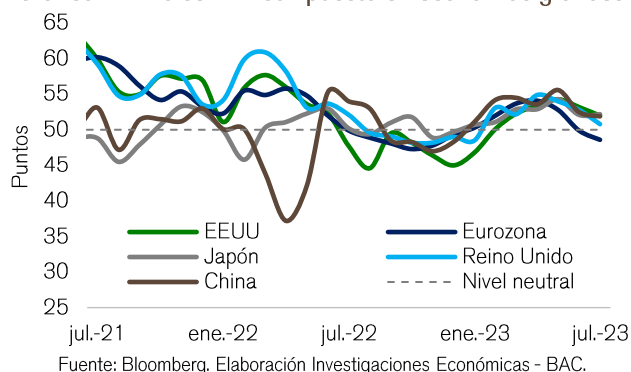
Gráfico 23. Estado de condiciones financieras globales



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 24. Índice PMI compuesto en economías grandes



Los últimos datos del índice PMI compuesto en las economías avanzadas confirman la actual fase de desaceleración global, aunque la mayoría de ellos todavía permanecen en valores por encima de los 50 puntos (expansión). Esto obedece en buena medida al sólido comportamiento del sector de servicios, que ha cubierto la



debilidad registrada en el componente manufacturero del PMI (Gráfico 24).

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento económico en mayo habría sido de 1.3%, dejando el promedio preliminar de 2T23 en 1.4% que es inferior al 3.1% de 1T23. Esto oculta un grado de heterogeneidad elevado entre sus principales economías. En efecto, mientras las economías de México y Brasil son las que más crecen, con expansiones preliminares en 2T23 de 3.5% y 2.8%, respectivamente, las economías de Perú, Chile y Argentina tendrían contracciones de 0.6%, 1.3% y 5%, en ese mismo orden.

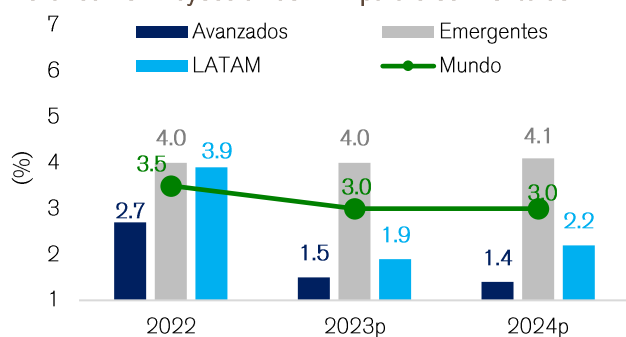
En este entorno, según la más reciente encuesta a analistas económicos de Bloomberg, la probabilidad de recesión durante los próximos 12 meses permanece por debajo de las estimaciones de comienzos de año.

En particular, la probabilidad de recesión en la Eurozona se ubica en niveles del orden de 50%, 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 60%, mientras que en LATAM dicha probabilidad de ocurrencia es de apenas 36%.

La desaceleración económica se sigue pronosticando más fuerte para el grupo de economías avanzadas, donde se espera un crecimiento de apenas 1.5% 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 4% en 2023 y 4.1% en 2024, similar al crecimiento de 4% de 2022. Sin embargo, en este grupo de economías se destaca la fuerte desaceleración esperada para LATAM, cuyos crecimientos en 2023 y 2024 se estiman en 1.9% y 2.2%, respectivamente.

Gráfico 25. Proyección del FMI para crecimiento del PIB



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Toda la información anterior es consistente con la última actualización de proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), que sugiere una desaceleración económica mundial en el bienio 2023-2024 hacia ritmos del orden de 3%. A pesar del endurecimiento monetario y condiciones adversas (incluidos unos elevados niveles de incertidumbre), durante el año actual la actividad económica se ha mostrado resiliente.



Proyecciones Económicas

	2021	2022	2023(p)	2024(p)
Demanda agregada				
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	0.8	3.8
Inversión fija (%)	11.2	11.4	-2.9	3.0
Demanda interna (%)	13.6	9.4	-0.6	2.3
Exportaciones (%)	14.8	14.8	-1.4	0.7
Importaciones (%)	28.7	22.3	-5.8	3.5
Sectores actividad económica				
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
Precios, tasas de interés y desempleo				
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	13.3	12.4
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	9.5	8.5
Tasa de desempleo nacional (%)	13.8	11.2	10.6	11.1
Sector externo				
Tasa de cambio (promedio anual)	3749	4246	4355	4200
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4810	4050	3950
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
Finanzas públicas				
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.
