



Informe Mensual Coyuntura Económica

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Los datos preliminares de 3T23 sugieren un ligero rebote en la actividad económica, pero todavía con ritmos de expansión bajos. El sector secundario ha sido el más afectado por el desplome de la inversión fija, mientras que el terciario sigue perdiendo impulso en línea con una debilidad del consumo de los hogares. El sector primario parece estar ganando algo de tracción, pero las actividades agropecuarias enfrentarían riesgos importantes asociados al fenómeno de El Niño en 4T23.*
- *Las condiciones del mercado laboral continúan estrechas, en línea con una brecha del producto ligeramente positiva. El desempleo persiste por debajo de sus niveles estructurales y muy cerca a los niveles mínimos de cinco años que alcanzó en meses anteriores. En este entorno, la dinámica de los salarios nominales se mantiene alta, aunque las presiones de demanda se siguen moderando.*
- *La inflación volvió a desacelerarse en agosto, aunque a un ritmo inferior al previsto. Las expectativas de inflación también descendieron, pero permanecen por encima de la meta de 3%. BanRep no tomó decisiones de tasas de interés durante el último mes.*
- *La dinámica de los créditos se sigue desacelerando, pero todavía supera la de los depósitos. El riesgo de impago en el sistema continúa en ascenso, en medio de unas condiciones de liquidez que se estrecharon recientemente. En este entorno, las tasas activas y pasivas se incrementaron.*
- *Los riesgos de una recesión global se siguen moderando. La inflación mundial permanece por encima de las metas de política monetaria, pero la tendencia bajista persiste. En las economías avanzadas no se descartan incrementos adicionales en las tasas de interés de política, mientras que en LATAM algunos bancos centrales continúan flexibilizando su postura monetaria. Las condiciones financieras internacionales se mantienen en terreno restrictivo.*

investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co

CONTENIDO

Actividad económica	2
Mercado laboral	6
Precios y política monetaria	8
Mercado de créditos	10
Contexto externo	12
Proyecciones	14

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Gabriel F. Granados
P.S. – Mercados Financieros
gabriel.granados@bancoagrario.gov.co

Camila Martínez K.
Profesional Universitario
camila.martinez@bancoagrario.gov.co

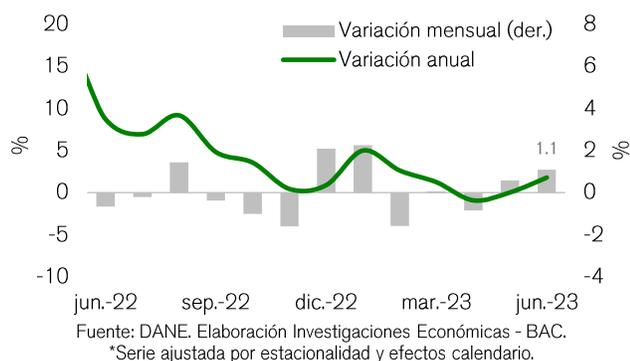


Actividad económica

Las cifras del PIB en 2T23 registraron una fuerte desaceleración en el crecimiento económico hasta tasas de 0.3% anual, en línea con nuestras expectativas. Por el lado de la demanda, la inversión fija se contrajo fuertemente y el gasto de los hogares continuó desacelerándose. El carácter contra-cíclico de la política fiscal se ha visto reflejado en un impulso del gasto público en el PIB, que ha mitigado parcialmente el desplome de la demanda interna (ver “Riesgos de estancamiento” en [CE – Agosto 22 de 2023](#)).

La información disponible de 3T23 sugiere un ligero rebote de la actividad, pero todavía a ritmos de expansión bajos. La dinámica del consumo se mantiene débil y la caída de la inversión fija podría estarse frenando. El contexto de inflación y tasas de interés elevadas mantienen muy limitada la capacidad del gasto agregado.

Gráfico 1. Comportamiento del ISE durante el último año*



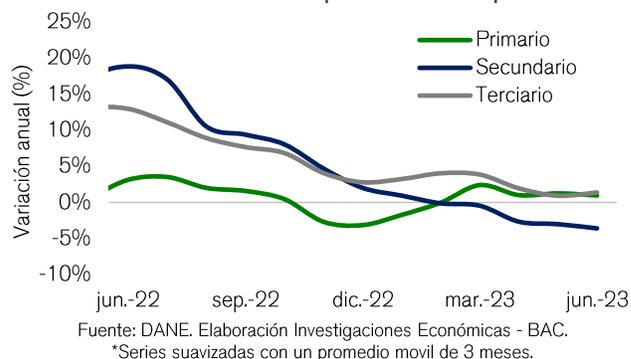
Los sectores secundario y terciario siguen perdiendo tracción, en línea con un menor crecimiento de la demanda interna. El sector primario parece estar ganando algo de tracción, pero continúa rezagado frente al resto de ramas de actividad. Sobre el sector agropecuario persisten unos riesgos de corto plazo importantes, teniendo en cuenta la inminente llegada del fenómeno de El Niño al país en 4T23 (ver “Las travesuras de El Niño” en [CE – Agosto 1 de 2023](#)).

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 1.1% en junio (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 1.8%¹, superando nuestra estimación de 1% (ver “Actividad económica” en [IMCE – Agosto de 2023](#)).

El ISE de la cadena **primaria** tuvo un rebote importante en el último mes con una variación de 3.3%. No obstante, la recuperación de este sector sigue siendo relativamente 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 42%. Según cifras del subíndice de producción industrial ligada a carbón, durante los cinco primeros meses del año la producción de este mineral creció 5.9% en promedio.

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 también sigue ganando terreno. En efecto, según información preliminar de agosto, la producción de crudo registró un crecimiento de 3.7%, con lo cual la producción mensual promedio en 2023 se sitúa en 773 mil barriles-día. Esto representa un

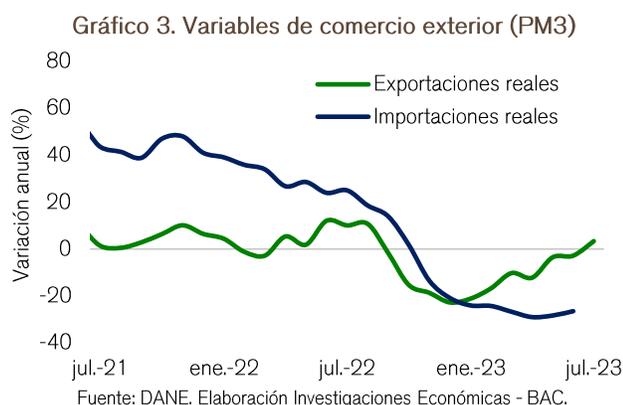
¹ De aquí en adelante, todas las tasas de variación a las que haremos referencia son variaciones anuales, excepto en los casos donde se especifique lo contrario.



crecimiento preliminar de 3.4% frente al mismo periodo de 2022.

En el sector agropecuario, el choque de costos-oferta se diluyó por completo y ha permitido mejorar los márgenes de comercialización, algo que en principio debería apoyar la recuperación del sector en el futuro cercano. En la ganadería, el sacrificio de ganado creció 8.7% en julio y continúa superando el de ganado vacuno, el cual creció 1.1%. En contraste, la producción en la avicultura (incluyendo huevos) cayó 0.9%.

Según nuestros cálculos, el crecimiento del sector de ganadería en lo que va corrido de 2023 se sitúa en 1%, por debajo del 2.3% del mismo periodo de 2022.



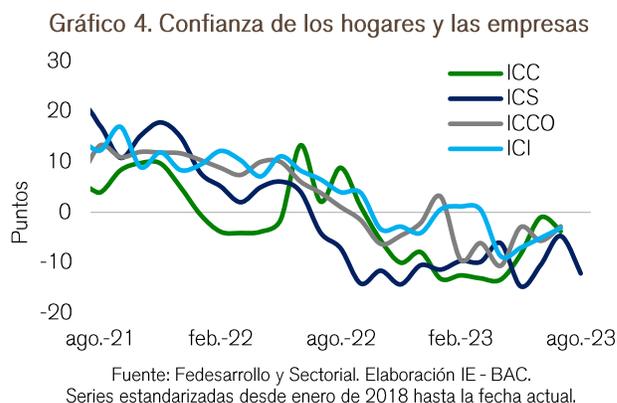
El lunar del agro sigue siendo los cultivos agrícolas, especialmente la actividad cafetera. La producción en julio fue de 947 mil sacos de 60 kg, lo que representa un ligero crecimiento de 0.3%. No obstante, durante los primeros seis meses de 2023 la producción sumó 5.9 millones de sacos, cifra inferior a los 6.4 millones del mismo periodo de 2022. En términos de su variación anual, lo anterior equivale a una caída acumulada de 6.7% 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 contracción de 4.3% en junio. De esta manera, este sector completó 4 meses consecutivos de caídas, situación que no se observaba desde la pandemia.

La actividad manufacturera, que concentra buena parte de la producción industrial, registró una contracción de 4.8%,

completando también un cuatrimestre entero en terreno negativo. Este resultado se concentró principalmente por las fuertes caídas que registraron los subsectores de equipo de transporte (-32.8%), maderas (-28.8%) y vehículos y autopartes (-24.2%).

El índice PMI manufacturero, que es un indicador adelantado del comportamiento de las industrias manufactureras, descendió nuevamente en agosto y se mantuvo en terreno de contracción (inferior a los 50 puntos). En efecto, el PMI cayó hasta 46.8 puntos, un mínimo no observado desde mayo de 2021, lo que sugiere contracciones adicionales de la actividad industrial en 3T23.



El sector de la construcción también mantiene un desempeño negativo, incluso peor al que registra la actividad industrial. Las licencias de construcción, que son un indicador anticipado de las edificaciones, cayeron abruptamente 41.4% en junio, su peor registro desde mediados de 2020.

La producción de cemento gris registró un leve crecimiento de 1.7% en julio, pero en el acumulado de 2023 registra una contracción de 3%. Asimismo, la producción de concreto aumentó 3% en junio, pero en su variación año corrido registra una caída de 0.4%.

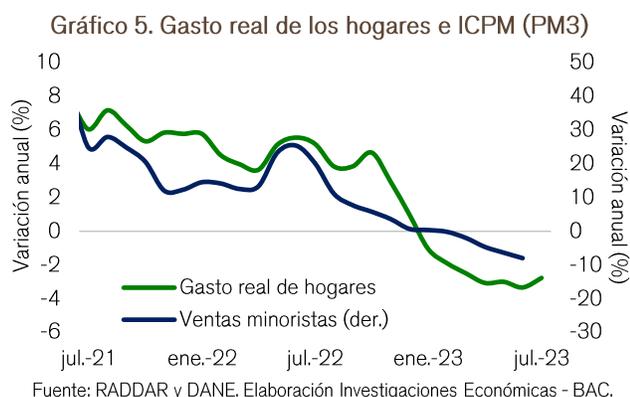
Algunas cifras de demanda de vivienda son consistentes con este pobre desempeño de la construcción y no anticipan mejoras en el futuro cercano. En efecto, según datos de Camacol, las ventas de vivienda en todo el país cayeron 54.4% en julio y completaron 13 meses consecutivos con variaciones negativas. Consistente con



lo anterior, los lanzamientos de vivienda cayeron 59.9%, su peor caída histórica, y la disposición a comprar vivienda, según las encuestas de Fedesarrollo, continúa cerca de los mínimos históricos alcanzados durante la pandemia.

Por su parte, el subsector de suministro de electricidad, gas y agua registró un crecimiento de 3.7% en junio, el más alto desde agosto del año pasado. No obstante, en lo corrido de 2023, su ritmo de expansión promedia 2.3%, que es inferior al 6.3% 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, continúa exhibiendo una resiliencia relativa frente a otras ramas de actividad (Gráfico 2), en medio de la actual fase de desaceleración. En junio, su crecimiento fue de 3.1%, el más alto desde febrero pasado.



El índice de ventas reales del comercio minorista se contrajo 11.9% en junio, su peor caída desde agosto de 2020. Las ventas minoristas de bienes durables continúan siendo las más afectadas y en el último mes cayeron 18.4%. En lo corrido de 2023, las ventas minoristas registran una caída de 5%, muy en contraste con el crecimiento de 19% del periodo comparable de 2022.

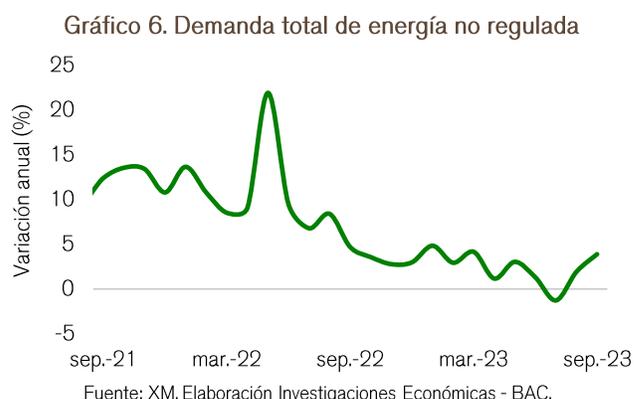
Los subsectores minoristas que más contribuyeron a la caída en ventas fueron el de equipos de sonido y televisión (-47.1%), electrodomésticos y muebles (-37.8%), y artículos de tecnología en el hogar (-37.8%).

Las ventas de vehículos siguen muy afectadas por cuenta de un elevado costo de apalancamiento, resultado de las

altas tasas de interés del crédito. Según información de ANDEMOS, en agosto las matrículas nuevas de vehículos cayeron 39.1%, con lo cual en lo corrido de 2023 se registran caídas de 29.9%.

Por su parte, 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 por primera vez desde 2021 y lo hicieron en -0.7% en junio. En lo corrido del año, el crecimiento acumulado del sector es de 2.7%, lo que contrasta con el desempeño negativo de las ventas minoristas de bienes.

Los ingresos reales de los subsectores de servicios de edición (-7.5%), actividades científicas y técnicas (-7.5%), mensajería (-4.3%) y telecomunicaciones (-2.1%), son los únicos que registran caídas dentro de los 18 renglones que conforman las EMS.



En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB registraron una contracción de 30.8% en julio. Allí sobresale la caída de 62.5% en las exportaciones de carbón, seguido por una caída de 43% de las exportaciones de café. Las exportaciones no tradicionales, concentradas en agroindustria principalmente, registraron un decrecimiento de 0.8%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan una caída real de las exportaciones de 2.9%. Esto es coherente con la contracción de 19.2% de los volúmenes de exportaciones totales durante el último mes.



Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron una caída de 19.2% en junio. Las compras externas se vieron afectadas, principalmente, por la contracción de las importaciones de bienes intermedios, las cuales cayeron 27.1%. En términos reales, las importaciones se redujeron 24% durante el último mes, lo cual sigue siendo 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 (Gráfico 3). Lo anterior seguirá apoyando el ajuste del desbalance comercial de la economía en el futuro cercano, algo que las recientes cifras de Balanza de Pagos han confirmado (ver “Temprano para cantar victoria” en [CE – Septiembre 6 de 2023](#)).

Varios indicadores adelantados de demanda 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 julio. No obstante, en el balance, continúan muy por debajo de los registros del año pasado.

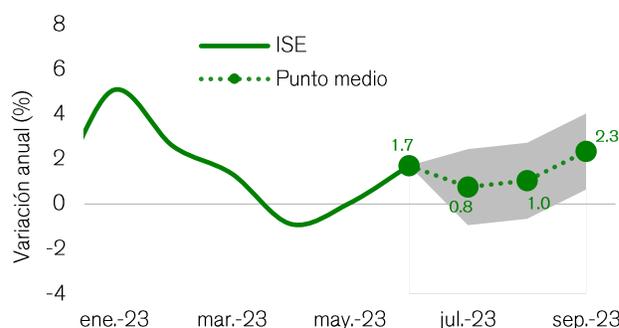
Por su parte, el Índice de Confianza de los Consumidores (ICC) se deterioró levemente, pero en tendencia central viene repuntando frente a los mínimos registrados a comienzos de año. El Índice de Confianza Sectorial (ICS), que mide la percepción del entorno de empresas, inversionistas y otros actores de distintos sectores de la economía, registró una fuerte caída en agosto y retrocedió a sus valores mínimos de mayo (Gráfico 4).

El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, se contrajo por noveno mes consecutivo y en julio cayó 1.6%. En tendencia central, la dinámica del consumo real parece estar estabilizando (Gráfico 5), en parte favorecida por una inflación que se viene desacelerando desde el pasado mes de marzo y que podría anticipar un punto de inflexión en el futuro cercano. Descontando la inflación núcleo y no la total, el gasto real de los hogares se contrajo 1%.

Por su parte, las cifras disponibles de demanda de energía no regulada 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 la industria y el comercio minorista en los próximos meses.

En efecto, la demanda total de energía no regulada en agosto fue de 2,218 GWh, lo que se traduce en un crecimiento de 1.9%. Con la información disponible de septiembre, la demanda de energía se estaría acelerando hacia ritmos del 3.9%, los más altos desde 1T23 (Gráfico 6).

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



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

Teniendo en cuenta toda la información analizada anteriormente, **pronosticamos para el ISE una variación de 0.8% en julio**. Nuestro modelo *Nowcast* sugiere, de manera preliminar, crecimientos del ISE de 1% para el mes de agosto y 2.3% para septiembre (Gráfico 7).

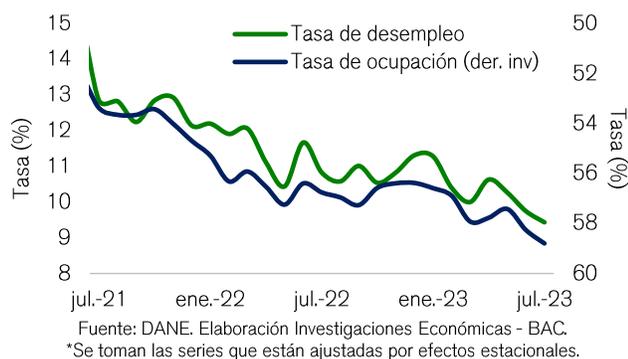
De esta forma, **el crecimiento preliminar del PIB en 3T23 estaría siendo de 1.4%**, contenido en un intervalo de -0.3% y 3.1%. Mantenemos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB real para todo 2023 en 1.1%.



Mercado laboral

Los principales indicadores del mercado laboral continúan evidenciando condiciones estrechas, en línea con una brecha del producto que aún sigue siendo positiva. 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*



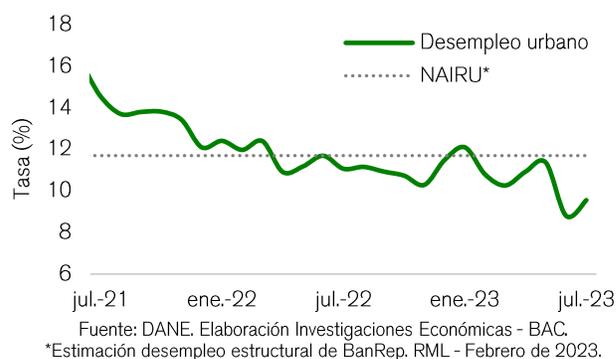
En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional permaneció en un dígito y descendió en julio hasta 9.4% (Gráfico 8), un mínimo no visto desde junio de 2017. Tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación aumentó hasta 58.8%, un máximo no visto desde finales de 2018. Por su parte, la tasa global de participación, que mide la oferta de trabajo potencial, tuvo un incremento de 0.3 p.p. hasta 64.9%, máximos desde mediados de 2019.

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 permaneció en un dígito, pero aumentó hasta 9.6%. Estos niveles de desempleo urbano también se ubican 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 julio, la ocupación del sector registró un decrecimiento de 0.1%, siendo la única rama de actividad que en la actualidad no está generando empleos (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



En contraste con lo anterior, la demanda de trabajo en el sector secundario y terciario se ha venido recuperando gradualmente en los últimos meses, algo que refuerza la expectativa de un rebote de la actividad en el futuro cercano.

En efecto, el crecimiento del acervo de ocupados en el sector secundario fue de 3.9% en el último mes, el más alto desde el pasado mes de febrero. Por su parte, el crecimiento de empleos en el sector terciario se aceleró hasta 5.2%, el más alto de los últimos 5 meses (Gráfico 10).

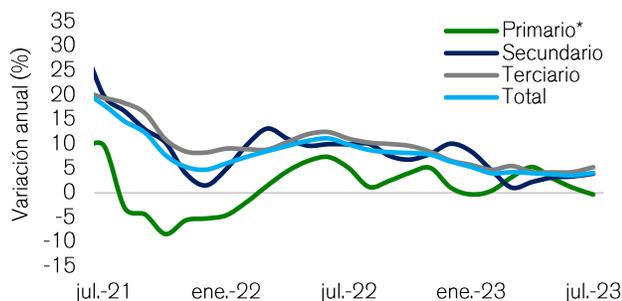
A pesar de la marcada desaceleración del gasto privado, los altos niveles de actividad mantienen relativamente fuerte la demanda de trabajo en el sector terciario.

En este entorno, los sectores de construcción, el de arte, entretenimiento y recreación, y el de comercio, fueron los que más crearon empleos durante el último año. Con corte al mes de julio, los incrementos en el acervo de ocupados de estas actividades fueron de 234, 218 y 176 mil personas, respectivamente.



El sector de actividades profesionales, científicas y técnicas, fue el único que tuvo una reducción en su nivel de ocupación con una caída de 60 mil personas.

Gráfico 10. Generación de empleo por ramas (PM3)



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

La dinámica de empleos asalariados se ha debilitado significativamente en meses recientes y se ha equiparado a la de empleos no asalariados. Esto es consistente con el pobre desempeño que ha tenido el sector secundario recientemente, donde la demanda de trabajo se concentra en empleos asalariados. En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados fue de 4.8% en el último mes, incluso inferior a la demanda de empleo no asalariado que creció 5.8%.

La tasa de empleos formales se situó en 76% durante el último mes. Así, la tasa de formalidad sigue superando ampliamente la tasa de subempleos (subutilización de empleo), que se ubicó en 14.5%.

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, la inflación de los salarios nominales se mantiene alta y fue de 12.3% en junio. 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 la dinámica de los salarios nominales (Gráfico 11).

En términos reales, la inflación salarial fue 0.2%, 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 evolución de la generación de empleos se siga moderando, en medio del actual proceso de cierres de brechas de empleo y de producto requerido para frenar la inflación. En este entorno, mantenemos nuestro pronóstico de desempleo nacional para todo el año en 10.6%.



Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 0.7% en agosto, superando ampliamente nuestra proyección (0.58%) y la expectativa del consenso de analistas (0.46%). Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC se situó por muy encima del promedio histórico de 0.17% para el mismo mes, aunque por debajo del 1.02% de agosto de 2022.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 1.13% (Tabla 1), la más alta de los subcomponentes por clasificación BanRep.

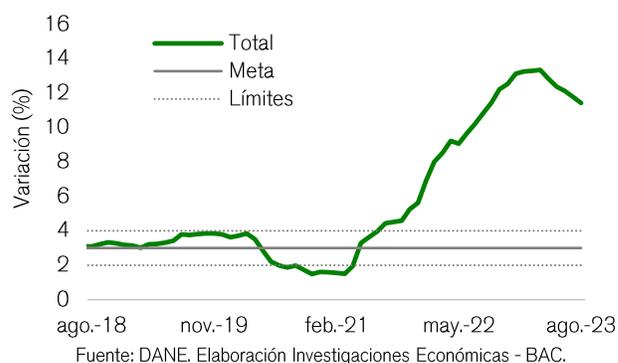
Los precios de los alimentos perecederos aumentaron 4.06% frente al mes anterior, afectados parcialmente por los cierres de rutas principales como la vía al llano, pero también por factores climáticos. Por su parte los precios de alimentos procesados aumentaron 0.38%.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.95%. El subcomponente que más contribuyó fue el IPC de combustibles, cuya variación mensual fue de 3.53%. Vale la pena recordar que lo anterior sigue asociado a los aumentos decretados en el precio de la gasolina, 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 0.46%, mientras que el IPC de energía eléctrica aumentó 0.82%. Por su parte, los precios del gas en el IPC registraron una variación mensual positiva de 1.11%.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual de 0.34%. Allí sobresale el aumento que registraron los precios de bebidas alcohólicas y cigarrillos, con un incremento mensual de 1.14%. El IPC de vehículos y autopartes registró una caída de 0.08%, por segundo mes consecutivo, beneficiado por la reciente apreciación de la tasa de cambio que también ha favorecido otros precios de bienes importados.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años



En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.55%, impulsada principalmente por los aumentos de 0.97% del ítem de educación superior y de 0.81% de servicios de telefonía, internet y televisión. El IPC de arrendamientos y el de restaurantes y bares, registraron incrementos mensuales de 0.56% y 0.51%, respectivamente. Por su parte, el IPC de pasajes aéreos cayó 0.13% en el último mes, afectado positivamente por la apreciación del peso frente al dólar.

De esta forma, la inflación anual del IPC se desaceleró por quinto mes consecutivo y se ubicó en 11.42%, su nivel más bajo en un año (Gráfico 12). La inflación del IPC de alimentos se redujo hasta 12.44% y le aportó -0.12 p.p. a la dinámica de la inflación entre julio y agosto (Tabla 1).

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

	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont. p.p.	Tendencia
	ago.-22	ago.-23	jul.-23	ago.-23		
Total	1.02	0.70	11.78	11.42	-0.36	↓
Alimentos	1.85	1.13	13.24	12.44	-0.12	↓
Regulados	1.05	0.95	15.85	15.74	-0.02	↓
Bienes	1.25	0.34	12.84	11.83	-0.19	↓
Servicios	0.57	0.55	9.19	9.16	-0.01	↓

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

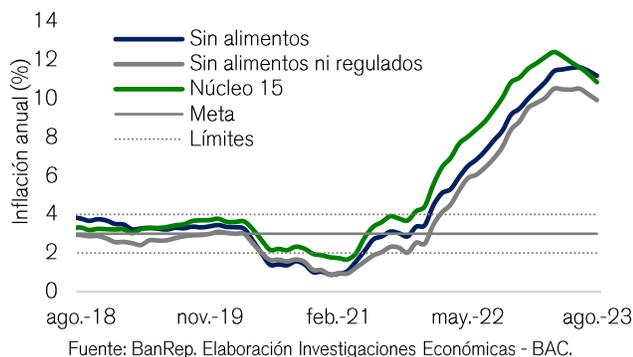


La inflación del IPC de bienes se desaceleró hasta 11.83%, siendo el componente que más le restó en términos de su contribución a la dinámica de la inflación total entre julio y agosto (-0.19 p.p.).

La inflación del IPC de servicios y el IPC de regulados permaneció relativamente estable frente a sus valores de julio. En efecto, la inflación del IPC de servicios fue 9.16%, apenas por debajo del 9.19% de julio, mientras que la del IPC de regulados se redujo hasta 15.74%, desde el 15.85% anterior.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se desaceleró hasta 10.65%, su registro más bajo desde diciembre de 2022. No obstante, continúa en dos dígitos y muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos fue 11.19%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 10.85%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, retornó a un dígito y descendió hasta 9.92% (Gráfico 13).

Gráfico 13. Principales medidas de inflación núcleo



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 inicios de 2023.

Las expectativas de los analistas a 1 y 2 años descendieron hasta 6% y 4%, respectivamente, sus niveles más bajos en 12 meses. Asimismo, el promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado

de TES se redujo hasta 5.9% (Gráfico 14). Las expectativas de cierre de la actual vigencia se mantuvieron estables alrededor del 9%.

Para el mes de septiembre **pronosticamos una variación mensual de 0.63% en el IPC**, con lo cual la inflación anual descendería hasta 11.09%.

Gráfico 14. Expectativas de inflación analistas vs mercado



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.

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.

Según el calendario de 2023, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) no tomó decisiones de tasas de interés durante el mes de mayo.

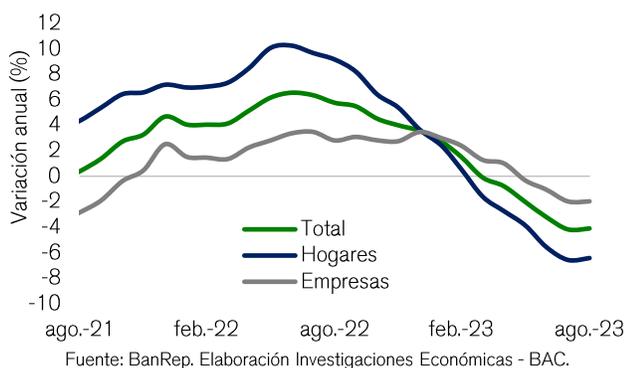
Esperamos que BanRep mantenga estable su tasa de referencia en 13.25% durante su reunión de septiembre. Seguimos anticipando estabilidad en estos niveles por lo que resta de 2023 y hasta 1T24, donde la inflación comenzaría a darle espacio al emisor para flexibilizar su postura de política monetaria.



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 15. Evolución de la cartera por tipo de agente



En términos reales (descontando inflación), la cartera total de créditos se contrajo 4.1% en agosto. Los créditos hacia los hogares registraron una reducción de 6.4%, y el crecimiento de las colocaciones hacia las empresas fue negativo en 2% (Gráfico 15).

Por modalidades, la cartera de microcrédito es la única con crecimientos reales positivos del orden de 3.2%, favorecida por medidas fiscales como la estrategia de inclusión crediticia para la economía popular (otorgamiento de garantías) y acuerdos con la banca para reducciones en las tasas de interés de estos créditos. Por su parte, la cartera comercial cayó 2.2%, seguida por la de vivienda que registró una variación negativa de 2.7%. La cartera de consumo registró en agosto una variación real negativa de 8.1%.

En este entorno, varios indicadores continúan evidenciando 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.

Con información disponible al corte de mayo, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se situó en 4.6%, 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 16. 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 16).

Gráfico 17. Comportamiento de la calidad de la cartera



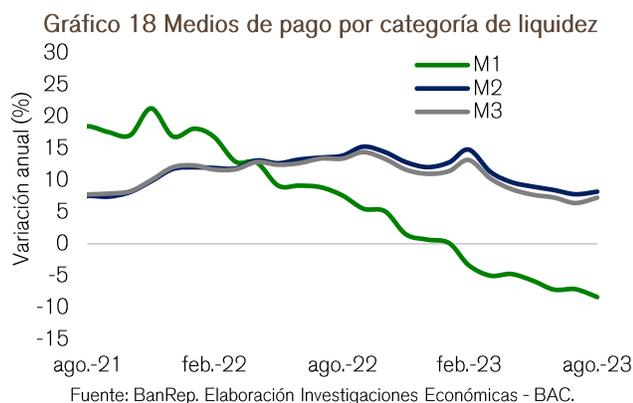
En línea con lo anterior, el ICV para consumo se situó en 7.4% en mayo, su mayor valor desde noviembre del 2009. Le siguen el ICV de microcrédito, comercial y vivienda con niveles de 6.7%, 3.4% y 2.6%, respectivamente, en la mayoría de los casos aumentando frente a meses previos (Gráfico 17).



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 3.2% en agosto. Allí sobresale una menor dinámica del efectivo circulante, el cual tuvo una contracción de 3.4%.



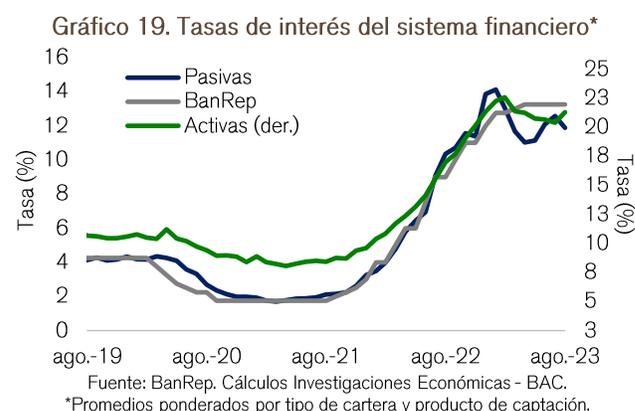
El medio de pago de mayor liquidez, el M1, registró una caída de 8.4% (Gráfico 18), afectado principalmente por retrocesos en los depósitos en cuentas corrientes en 15.3%. En contraste, los crecimientos del M2 y el M3, que son medios de pago de menor liquidez, registran a la fecha ritmos de 8.2% y 7.3%, 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 agosto fue 0.5 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.

Esto último ha sido uno de los factores explicativos por los cuáles las condiciones de liquidez se estrecharon recientemente. Además, el cumplimiento de las exigencias del Coeficiente de Fondo Estable Neto (CFEN) ha seguido creando fuertes presiones en la composición del pasivo en los balances de los establecimientos de crédito, y por esta vía sobre las tasas de interés del mercado.

Bajo este contexto, las tasas de los créditos registraron en agosto un promedio de 21.3%, aumentando cerca de 0.9 p.p frente al promedio de julio. Por su parte, las tasas de captación alcanzaron niveles promedio cercanos al 12%, desde los mínimos de 11% que habían tocado hacia finales de 2T23 (Gráfico 19).



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.

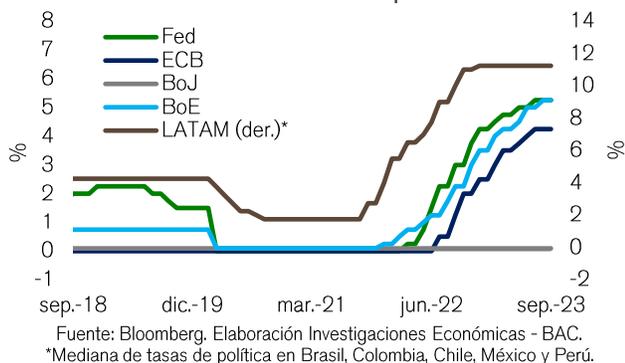


Contexto externo

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 20. Tasas de interés de política monetaria



La mayoría de los BC en economías avanzadas continuaron aumentando sus tasas de intervención (Gráfico 22). En EEUU, la Fed mantiene abierta la puerta de aumentos adicionales en sus tasas de interés, teniendo en cuenta que la inflación persiste por encima de su meta y las condiciones del mercado laboral se mantienen apretadas (desempleo por debajo de sus niveles estructurales).

En nuestro escenario base, esperamos que la Fed mantenga inalterada su tasa de interés de referencia en los niveles actuales de 5.25% - 5.5% hasta 2T24. No descartamos que este periodo de estabilidad pueda extenderse incluso hasta mediados del próximo año.

En contraste, algunos BC en LATAM siguen recortando sus tasas de interés, aliviados por unas dinámicas de la

inflación observada y sus expectativas que han convergido rápidamente a sus respectivas metas de política.

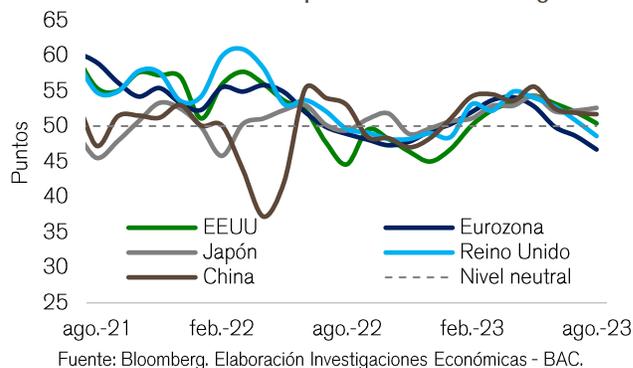
Gráfico 21. Estado de condiciones financieras globales



Bajo este contexto, según el índice de Goldman Sachs, las condiciones financieras mundiales aumentaron ligeramente en agosto y permanecen en niveles restrictivos.

Lo anterior es consistente con una postura de política monetaria que sigue siendo contractiva en buena parte del mundo. Además, la liquidez en los mercados financieros globales se ha apretado, especialmente en el mercado de deuda pública de EEUU, generando así presiones adicionales sobre las tasas de interés de los mercados (ver “Lo que el Tesoro se llevó” en [IMDP – Agosto de 2023](#)).

Gráfico 22. 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 22).

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento económico en junio habría sido de 1.6%, dejando el promedio de 2T23 en 1.5%, 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 registraron expansiones de 3.7% y 2.6%, respectivamente, las economías de Perú, Chile y Argentina se contrajeron 0.5%, 1.1% y 4.8%, 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 continúa en 60%, mientras que en LATAM dicha probabilidad de ocurrencia es de apenas 34%.



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	0.8	0.6	↓	↓
Gasto público (%)	10.3	0.3	8.4	6.9	↑	↑
Inversión fija (%)	11.2	11.4	-13.3	8.5	↓	↑
Demanda interna (%)	13.6	9.4	-2.5	3.8	↓	↑
Exportaciones (%)	14.8	14.8	1.3	2.6	↑	↑
Importaciones (%)	28.7	22.3	-13.3	13.5	↓	↑
Sectores actividad económica						
Agropecuario (%)	3.1	-1.8	-1.1	1.6	↑	↓
Comercio (%)	20.9	11.1	-2.1	0.6	↓	↓
Construcción (%)	5.7	6.5	-3.3	3.3	↑	↑
Financiero (%)	3.4	6.5	7.0	2.4	↑	↓
Industria (%)	16.4	9.8	-2.5	0.2	↓	↓
Minería (%)	0.2	1.6	3.6	1.5	↑	↑
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	9.75		↓
DTF EA (promedio año %)	2.0	8.2	13.4	12.5	↑	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	1.9	7.2	13.0	11.6		↓
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	4325	4125	↓	↓
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4810	4000	3950	↓	
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-5.7	-6.1	-3.3	-2.7	↑	↑
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.1	4.9	4.9	3.8	↑	↑
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.
