



Informe Mensual Coyuntura Económica

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Los datos preliminares de 3T23 sugieren que la actividad económica habría tenido un ligero rebote, 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 enfrentan riesgos asociados a la llegada del 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 septiembre, pero permanece en dos dígitos. Las expectativas de inflación aumentaron en el último mes y se sitúan por encima de la meta de 3% de política monetaria. En este entorno, BanRep mantuvo la tasa de referencia en niveles contractivos de 13.25%.*
- *La dinámica de los créditos se sigue desacelerando y está comenzando a restarle presiones de liquidez al mercado. Por su parte, el riesgo de impago en el sistema continúa en ascenso. En este entorno, las tasas activas se mantuvieron estables y las pasivas descendieron, favorecidas por las medidas anunciadas sobre el CFEN.*
- *Los riesgos de una recesión global se siguen moderando. La inflación mundial permanece por encima de las metas de política monetaria, aunque la tendencia continúa siendo bajista. 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	11
Contexto externo	13
Proyecciones	15

Natalia Ossa M.
P.S. - Macroeconomía
natalia.ossa@bancoagrario.gov.co

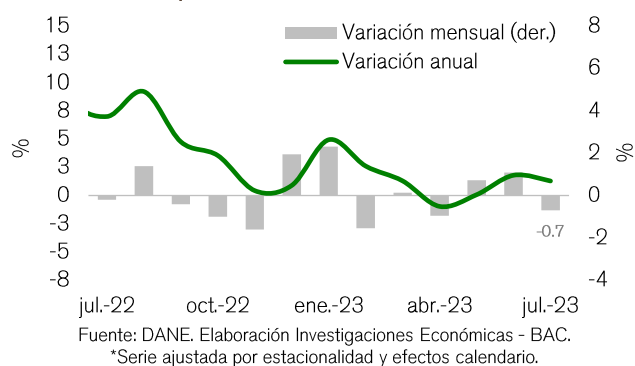
Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co



Actividad económica

La información disponible de 3T23 sugiere que la actividad económica habría tenido un ligero rebote, aunque a ritmos de expansión todavía bajos. La dinámica del consumo se mantiene débil, mientras que la caída de la inversión se habría pronunciado, en medio de un clima para los negocios que se sigue deteriorando. 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*



El sector terciario continúa liderando el crecimiento económico, pero en cualquier caso lo hace a ritmos inferiores a lo visto en trimestres pasados. El sector primario parece estar ganando algo de tracción, pero continúa rezagado frente al resto de ramas de actividad y enfrenta riesgos no despreciables en el corto plazo asociados al fenómeno de El Niño (ver “Las travesuras de El Niño” en [CE – Agosto 1 de 2023](#)). Por su parte, el sector secundario, muy atado al ciclo de la inversión fija, continúa siendo el más afectado en el actual proceso de desaceleración económica.

En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró una caída mensual de 0.7% en julio (Gráfico 1), su mayor contracción desde abril de este año. En términos de su variación anual, el crecimiento del ISE en su serie original fue 1.2%¹, superando levemente

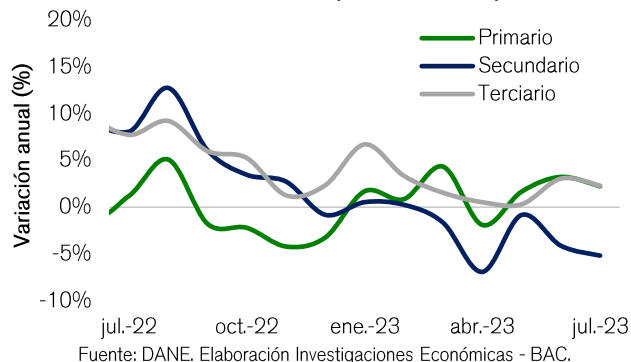
¹ De aquí en adelante, todas las tasas de variación a las que haremos referencia son variaciones anuales, excepto en los casos donde se especifique lo contrario.

nuestra estimación de 0.8% (ver “Actividad económica” en [IMCE – Septiembre de 2023](#)).

El ISE de la cadena **primaria** creció 2.2% en julio, por encima de la expansión de 1% de 1T23. La recuperación de este sector continúa, pero sigue siendo relativamente lenta y permanece rezagado frente a las demás grandes ramas de actividad, pues su nivel de producción se sitúa aún por debajo de los valores pre-pandemia.

En la minería, la producción de carbón se ha recuperado significativamente en meses recientes, si bien permanece por debajo de sus niveles pre-pandemia en un 26%. Según cifras del subíndice de producción industrial ligada a carbón, durante los siete primeros meses del año la producción de este mineral creció 6.9% en promedio.

Gráfico 2. Evolución del ISE por cadena de producción



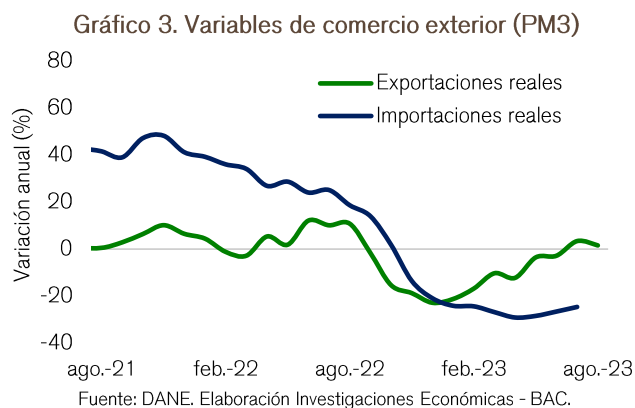
La producción de petróleo tampoco ha alcanzado sus niveles pre-COVID (cerca de 880 mil barriles-día), pero al igual que el sector de carbón sigue ganando terreno. En efecto, según información preliminar de septiembre, la producción de crudo registró un crecimiento de 1.8%, con lo cual la producción mensual promedio en 2023 se sitúa en 773 mil barriles-día. Esto representa un crecimiento preliminar de 3.2% 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 parcialmente ha comenzado a apoyar la recuperación del sector. En la ganadería, el sacrificio de ganado porcino creció 6.3% en agosto y la



producción en la avicultura (incluyendo huevos) lo hizo en 3.4%. En contraste, el sacrificio de ganado vacuno cayó 7.4%, algo que responde en parte a los cambios en hábitos de consumo de los hogares.

De esta forma, según nuestros cálculos el crecimiento promedio del sector de ganadería en 3T23 habría sido de 1.7%. Este ritmo de expansión contrasta la caída de 0.2% registrada en 2T23.

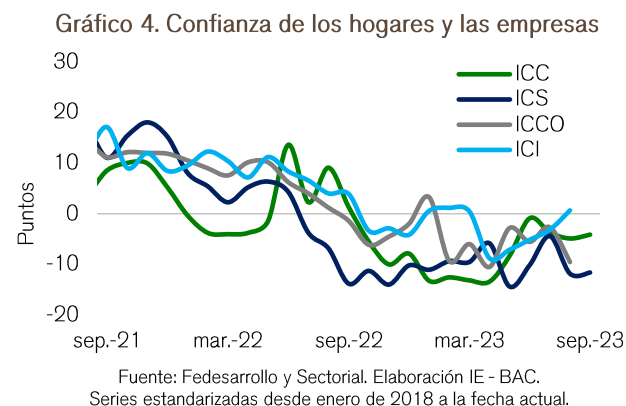


El lunar del agro sigue siendo los cultivos agrícolas, especialmente la actividad cafetera. La producción en agosto fue de 872 mil sacos de 60 kg, lo que representa una contracción de 8.1%. Durante los primeros ocho meses de 2023, la producción sumó 6.8 millones de sacos, cifra inferior a los 7.3 millones del mismo periodo de 2022. En términos de su variación, lo anterior equivale a una caída acumulada de 6.6% en la producción de café este año.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital fijo, registró una fuerte contracción de 5.2% en julio. De esta manera, este sector completó 5 meses consecutivos de caídas, situación que no se observaba desde la pandemia.

La actividad manufacturera, que concentra buena parte de la producción industrial, registró su mayor contracción desde agosto de 2020 con una variación de -7.2%. Este resultado se explicó principalmente por las caídas que registraron los subsectores de químicos y farmacéuticos (-10.3%), textiles y calzado (-19.3%) e industrias básicas de metales (-20.6%).

El índice PMI manufacturero, que es un indicador adelantado del comportamiento de las industrias manufactureras, se mantuvo en terreno de contracción (inferior a los 50 puntos). En efecto, la lectura del último mes fue de 47.8 puntos, lo que sugiere que la actividad industrial se habría contraído en 3T23.



El sector de la construcción mantiene un desempeño negativo e incluso peor al que registra la actividad manufacturera. Las licencias de construcción, que son un indicador anticipado de las edificaciones, cayeron 65.7% en julio, su peor registro desde 2T20.

La producción de cemento gris registró una contracción de 4.5% en agosto, y en el acumulado de 2023 registra una caída de 3.3%. Asimismo, la producción de concreto se redujo 3.1% en julio y en su variación año corrido registra una contracción de 0.8%.

Algunas cifras de demanda de vivienda son consistentes con este pobre desempeño de la construcción de edificaciones y no anticipan mejoras en el futuro cercano. En efecto, según datos de Camacol, las ventas de vivienda en todo el país cayeron 52.2% en agosto y completaron 14 meses consecutivos con variaciones negativas.

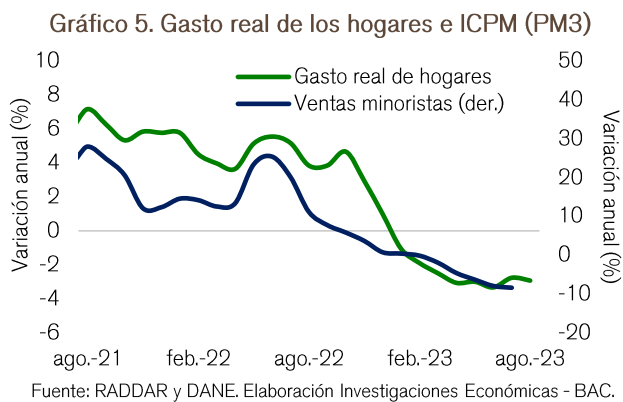
En línea con lo anterior, los lanzamientos de vivienda cayeron 51.1%. La disposición a comprar vivienda de los hogares, según las encuestas de Fedesarrollo, continúa cerca de los mínimos históricos alcanzados durante la pandemia.

Por su parte, el subsector de suministro de electricidad, gas y agua registró un crecimiento de 0.9% en julio, el más bajo desde octubre del año pasado. De hecho, en lo



corrido de 2023, su ritmo de expansión promedia 1.8%, que es muy inferior al 4.9% 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 un comportamiento relativamente mejor frente a otras ramas de actividad (Gráfico 2), en medio de la actual fase de desaceleración. En efecto, su crecimiento en julio fue de 2.3%.



El índice de ventas reales del comercio minorista se contrajo 8.2% en julio, un resultado que empeora la contracción promedio de 8% registrada en 2T23. Las ventas minoristas de bienes durables continúan siendo las más afectadas y en el último mes cayeron 9%. En lo corrido de 2023, las ventas minoristas registran una caída de 5.4%, muy en contraste con el crecimiento de 17.4% del periodo comparable de 2022.

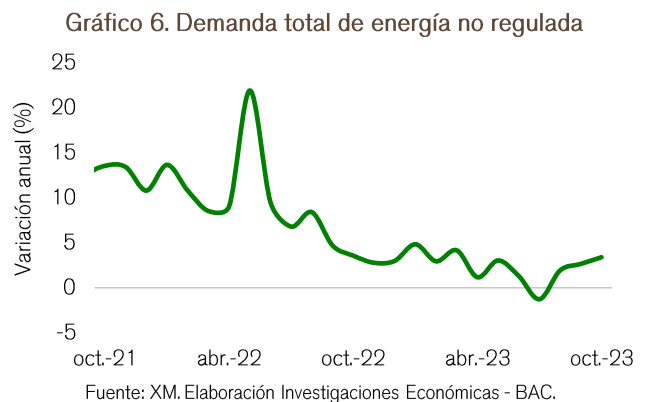
Los subsectores minoristas que más contribuyeron a la caída en las ventas reales fueron el de vehículos y motocicletas (-32%), accesorios de vehículos (-10.8%) y artículos de ferretería (-18%).

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 septiembre las matrículas nuevas de vehículos cayeron 34.7%, con lo cual en lo corrido de 2023 se registran caídas de 31.2%.

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 segundo mes consecutivo y lo hicieron en -2% en julio. En lo corrido del año, el crecimiento promedio del sector se sitúa en 2%. Si bien esta expansión es inferior al ritmo de 22.3% que mostraba durante el mismo periodo de 2022, en cualquier caso contrasta con el desempeño negativo de las ventas minoristas de bienes.

Los ingresos reales de los subsectores de servicios de transporte (-19.6%), servicios de *call center* (-16%) y telecomunicaciones (-13.1%), fueron los que registraron las mayores caídas dentro de los 18 renglones que conforman la EMS.



En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB registraron una contracción de 10.1% en agosto. Allí sobresale la caída de 31.8% en las exportaciones de carbón, seguido por una caída de 30.4% de las exportaciones de café. Las exportaciones no tradicionales, concentradas en agroindustria principalmente, registraron un decrecimiento de 1.9%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de las exportaciones de 5.6%. Esto es coherente con el aumento de 11.3% 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 26.7% en julio. Las compras externas se vieron afectadas, principalmente, por la contracción de las importaciones de bienes intermedios, las cuales cayeron 34.1%. En términos reales, las



importaciones se redujeron 24.3%, lo cual sigue siendo consistente con un menor crecimiento de la demanda interna.

Bajo este contexto, las exportaciones netas siguen contribuyeron 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.

Consistente con toda la información anterior, varios indicadores adelantados de demanda sugieren que la economía habría tenido un desempeño algo mejor en 3T23. No obstante, los ritmos de expansión habrían sido 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 agosto. En el balance, continúan muy por debajo de los registros del año pasado.

Por su parte, el Índice de Confianza de los Consumidores (ICC) 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, tuvo una pequeña recuperación en septiembre, pero permanece en niveles bajos (Gráfico 4).

El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, se contrajo por décimo mes consecutivo y en agosto cayó 3.2%. En tendencia central, la dinámica del consumo real parece estarse estabilizando (Gráfico 5), en parte favorecida por una inflación que viene cediendo desde el pasado mes de abril 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 2.8%.

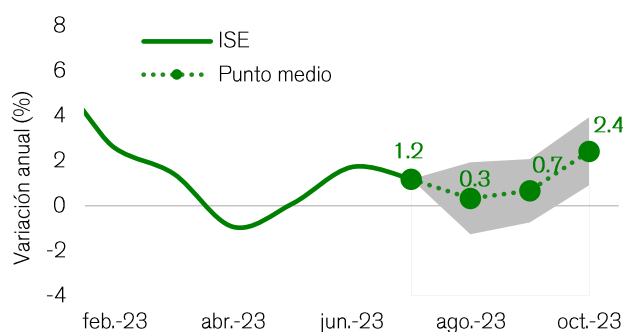
Por su parte, las cifras disponibles de demanda de energía no regulada, una buena variable proxy de consumo intermedio e inversión fija de las empresas, sugieren un rebote de la actividad económica en 4T23.

En efecto, para lo que va corrido del mes de octubre, la demanda total de energía no regulada registra un

crecimiento acumulado de 3.4%. Este ritmo de expansión supera los promedios de 1.8% y 1.1% de 2T23 y 3T23, respectivamente (Gráfico 6).

Teniendo en cuenta toda la información analizada anteriormente, **pronosticamos para el ISE una variación de 0.3% en agosto**. Nuestro modelo *Nowcast* sugiere, de manera preliminar, crecimientos del ISE de 0.7% para el mes de septiembre y 2.4% para octubre (Gráfico 7).

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



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

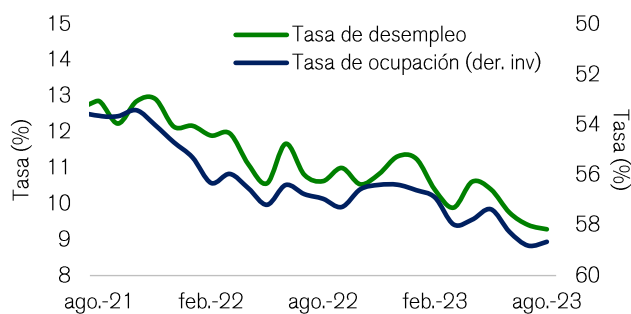
De esta forma, **el crecimiento preliminar del PIB en 3T23 habría sido de 0.7%**, contenido en un intervalo de -0.3% y 1.7%. Mantenemos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB real para todo 2023 en 1.1%.



Mercado laboral

Los principales indicadores del mercado laboral continúan evidenciando unas condiciones estrechas, en línea con una brecha 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*



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

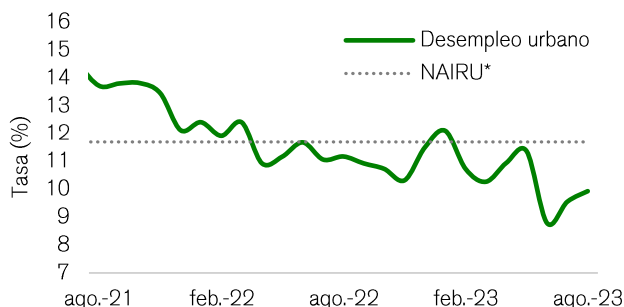
En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional descendió en agosto hasta 9.3% (Gráfico 8), un mínimo no visto desde abril de 2017. Por su parte, tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación descendió 0.1 p.p. y se ubicó en 58.7%, mientras que la tasa global de participación, que mide la oferta de trabajo potencial, tuvo una reducción de 0.2 p.p. hasta 64.7%.

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 9.9%. Estos niveles de desempleo urbano 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 las diferentes ramas de actividad se ha venido recuperando gradualmente en los últimos meses, algo que refuerza la expectativa de un ligero rebote de la actividad en el futuro cercano.

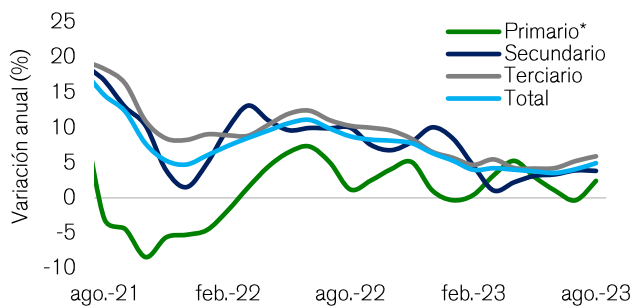
Gráfico 9. Evolución del desempleo grandes ciudades



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

Durante el último trimestre móvil con corte a agosto, la ocupación de la cadena primaria registró un aumento de 2.4%, siendo la rama de actividad que tiene el menor ritmo de creación de empleos (Gráfico 10). Esto es consistente con el lento proceso de recuperación que viene atravesando el sector desde el año pasado.

Gráfico 10. Generación de empleo por ramas (PM3)



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

Por su parte, el crecimiento del acervo de ocupados en el sector secundario fue de 3.8% en el último mes. El crecimiento de empleos en el sector terciario se aceleró hasta 5.9%, el más alto desde el pasado mes de diciembre (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 industria manufacturera, el de administración pública, y el de agricultura, fueron los que más crearon empleos durante el último año. Con corte al mes de agosto, los incrementos en el acervo de ocupados de estas actividades fueron de 206, 184 y 178 mil personas, respectivamente.

Por su parte, los sectores de comercio, el de suministro de electricidad, gas y agua, y el de construcción, tuvieron una reducción en su nivel de ocupación, con caídas de 139, 75 y 51 mil personas.

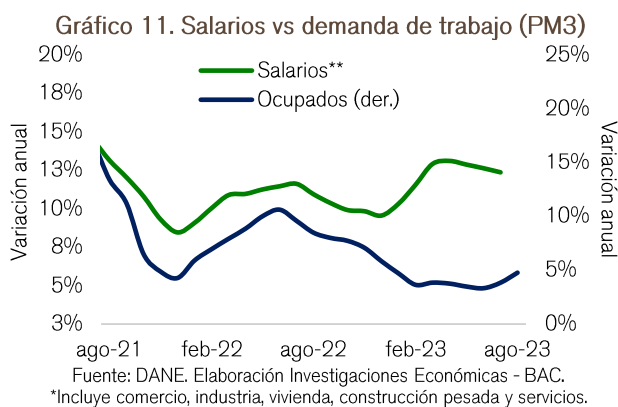
La creación de empleos asalariados sigue superando la de empleos no asalariados. Esto es consistente con un mejor desempeño del sector secundario y terciario relativo al sector primario, donde la demanda de trabajo se concentra en empleos no asalariados. En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados fue de 5.2% en el último mes, mientras que la demanda de empleo no asalariado creció 2.8%.

La tasa de empleos formales se situó en 75.5% durante el último mes. Así, la tasa de formalidad sigue superando ampliamente la tasa de subempleos (subutilización de empleo), que se ubicó en 15.2%.

restando presiones a la dinámica de 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 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, revisamos a la baja nuestro pronóstico de tasa de desempleo nacional para 2023 y ahora esperamos un promedio año de 10.1%.



Bajo este contexto, la inflación de los salarios nominales se mantiene alta y fue de 12.1% en julio. 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



Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 0.54% en septiembre, levemente por debajo de nuestra proyección (0.59%) y la expectativa del consenso de analistas (0.55%). Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC se situó por muy encima del promedio histórico de 0.25% para el mismo mes, aunque por debajo del 0.93% de septiembre de 2022.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.74% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos aumentaron 2.93% frente al mes anterior, afectados por factores climáticos. Por su parte, los precios de alimentos procesados aumentaron 0.16%.

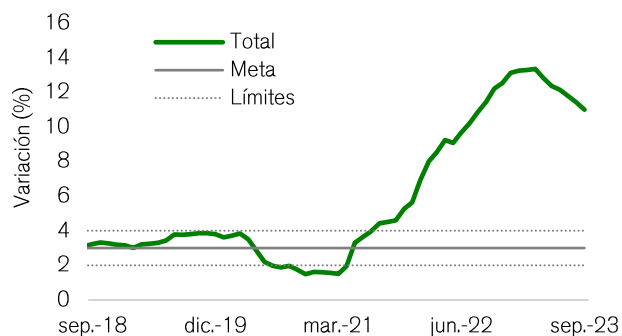
El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.95%, el más alto dentro de la clasificación BanRep. El subcomponente que más contribuyó fue el IPC de combustibles, cuya variación mensual fue de 3.43%. Vale la pena recordar que lo anterior sigue asociado a los aumentos decretados 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 educación preescolar, primaria y secundaria tuvo un incremento de 2.91%, mientras que el IPC de energía eléctrica aumentó 0.23%. Por su parte, los precios del gas en el IPC registraron una variación mensual de -2.03%, favorecidos por la apreciación que registró la tasa de cambio durante el mes pasado.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual de 0.15%. Allí sobresale el aumento

que registraron los precios de bebidas alcohólicas y cigarrillos, con un incremento mensual de 0.81%. El IPC de vehículos y autopartes volvió a registrar una caída mensual por tercer mes consecutivo, esta vez de 1.1%. La apreciación de la tasa de cambio fue el principal determinante de lo anterior, algo que también ha favorecido otros precios de bienes importados.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.44%. Se destaca en esta canasta el aumento de 0.61% del IPC de arrendamientos y el 0.29% de incremento en el subcomponente de restaurantes y bares.

De esta forma, la inflación anual del IPC se desaceleró por sexto mes consecutivo y se ubicó en 10.99%, su nivel más bajo en un año (Gráfico 12). La inflación del IPC de alimentos se redujo hasta 11.47% y le aportó -0.15 p.p. a la dinámica de la inflación entre agosto y septiembre (Tabla 1). La inflación del IPC de bienes se desaceleró hasta 10.44%, siendo el componente que más le restó en términos de su contribución a la dinámica de la inflación total entre agosto y septiembre (-0.26 p.p.).

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

	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont. p.p.	Tendencia
	sep.-22	sep.-23	ago.-23	sep.-23		
Total	0.93	0.54	11.42	10.99	-0.43	↓
Alimentos	1.61	0.74	12.44	11.47	-0.15	↓
Regulados	0.89	0.95	15.74	15.81	0.01	↑
Bienes	1.42	0.15	11.83	10.44	-0.26	↓
Servicios	0.46	0.44	9.16	9.14	-0.01	↓

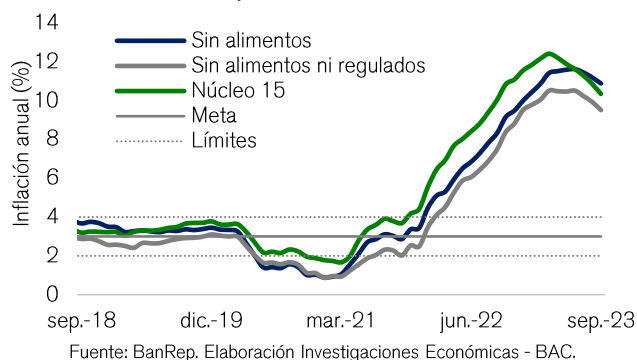
Fuente: Banco de la República. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.



Por su parte, la inflación del IPC de servicios fue 9.14%, y permaneció relativamente estable frente al 9.16% de agosto. La inflación del componente de regulados se aceleró hasta 15.81%, desde el 15.74% anterior.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se desaceleró hasta 10.24%, su registro más bajo desde noviembre de 2022. No obstante, continúa en dos dígitos y muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos fue 10.88%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 10.34%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 9.51% (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%. De hecho, 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, rompieron la tendencia descendente que traían desde inicios de 2023 y registraron un ligero aumento en el último mes.

Las expectativas de los analistas a 1 y 2 años subieron hasta 6.05% y 4.14%, respectivamente. Asimismo, el promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES se incrementó hasta 6.4% (Gráfico 14). Las expectativas de cierre de la actual vigencia incrementaron a 9.45%.

Para el mes de octubre pronosticamos una variación mensual de 0.42% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería hasta 10.66%.

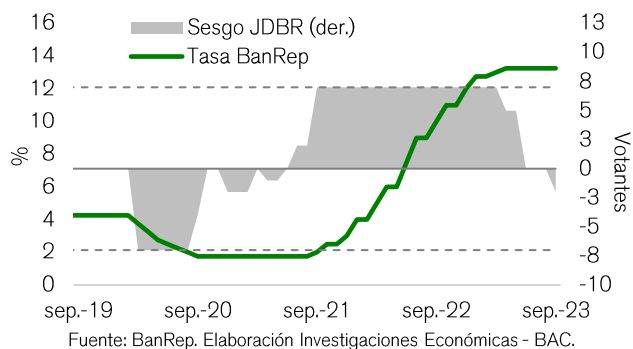
Seguimos advirtiendo que el proceso de convergencia de la inflación hacia el rango meta de BanRep será lento y sólo se completaría hacia el año 2025. Riesgos alcistas sobre los precios, como la llegada de El Niño en los próximos meses, supone presiones adicionales sobre la inflación que harían aún más lento el proceso de convergencia.

Gráfico 14. Expectativas de inflación analistas vs mercado



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%.

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 mantener inalterada la tasa de interés de referencia en 13.25% durante su reunión de septiembre. Sin embargo, a diferencia de las dos reuniones anteriores, la decisión colegiada de la JDBR no fue unánime (Gráfico 15).



La JDBR destacó los avances en materia de corrección de los excesos de demanda, normalización del crecimiento del crédito y reducción del déficit de cuenta corriente, todos ajustes resultado de las decisiones de política monetaria.

No obstante, la mayoría de los codirectores resaltaron algunas amenazas que persisten en el horizonte y que hacen adecuada la postura de mantener inalteradas las tasas de interés. A saber: i) la inflación total y básica permanecen en niveles excesivamente altos, ii) las expectativas de inflación permanecen lejos de la meta; iii) el riesgo de un fenómeno de El Niño fuerte; iv) una mayor probabilidad de tasas de interés más altas en economías avanzadas; y v) unos mayores precios del petróleo, que podrían reflejarse en aumentos adicionales en las tarifas de los combustibles.

Más aún, seguimos anticipando estabilidad de tasas en estos niveles por lo que resta de 2023 y hasta 1T24, momento en el cual la inflación comenzaría a dar espacio al emisor para flexibilizar su postura de política monetaria.

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. De hecho, el comunicado señala de forma explícita que la mayoría de la JDBR considera que con la información disponible no es prudente iniciar un proceso de reducción de las tasas de interés.

Bajo una óptica técnica, el promedio de la tasa de interés real de política ex ante y ex post núcleo acumuló 15 meses por encima del nivel neutral (Gráfico 16), coherente con una postura monetaria contractiva. Más aún, en septiembre la tasa real se mantuvo en niveles cercanos al 5%, los cuáles son altamente contractivos.

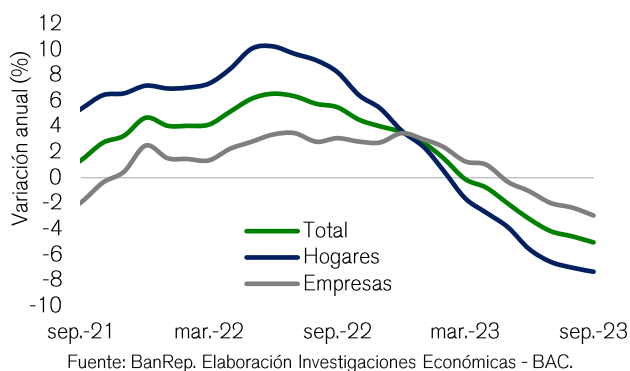
Esperamos que BanRep mantenga estable su tasa de referencia en 13.25% durante su reunión de octubre.



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



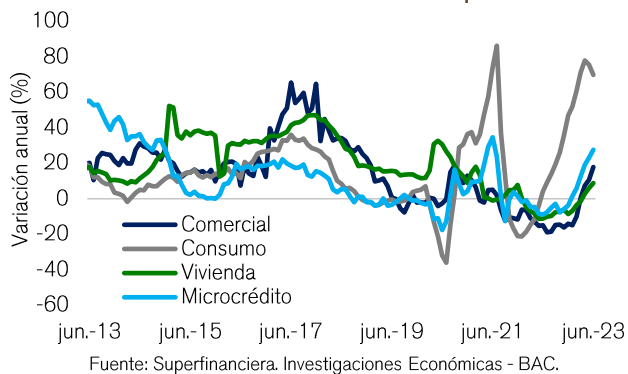
En términos reales (descontando inflación), la cartera total de créditos se contrajo 5.1% en septiembre. Los créditos hacia los hogares registraron una reducción de 7.3%, y el crecimiento de las colocaciones hacia las empresas fue negativo en 3% (Gráfico 17).

Por modalidades, la cartera de microcrédito es la única con crecimientos reales positivos del orden de 2.6%, 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 3.2%, seguida por la de vivienda que registró una variación negativa de 2.9%. La cartera de consumo registró en septiembre una variación real negativa de 9.4%.

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.

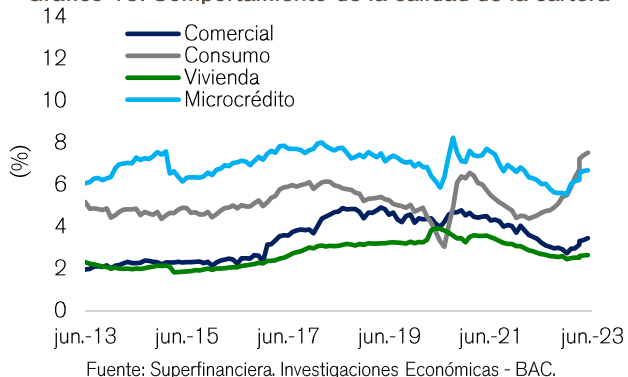
Con información disponible al corte de junio, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se situó en 4.7%, aumentando frente al mes anterior y superando el promedio de los últimos 10 años. Es de esperar que en el corto plazo la cartera vencida continúe ganando terreno frente a la cartera bruta, 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 junio 8.8% y 17.9%, respectivamente. Por su parte, la cartera vencida de microcrédito aumentó 27.5% y la de consumo crece a tasas del 69.8% (Gráfico 18).

Gráfico 19. Comportamiento de la calidad de la cartera



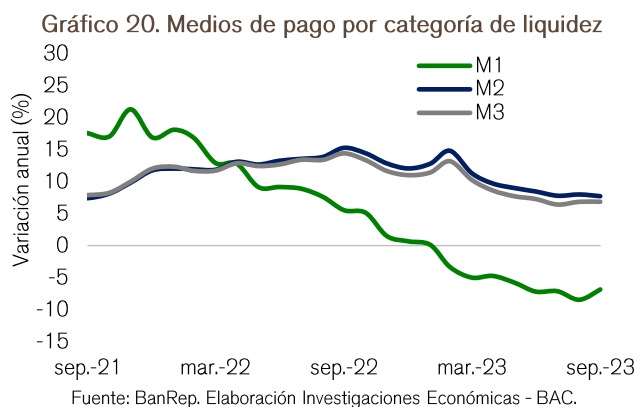
En línea con lo anterior, el ICV para consumo se situó en 7.5% en junio, su mayor valor desde octubre del 2009. Le siguen el ICV de microcrédito, comercial y vivienda con niveles de 6.7%, 3.5% y 2.7%, respectivamente. En todos los casos, la lectura del ICV refleja aumentos frente a meses previos (Gráfico 19).



De esta forma, el crecimiento del saldo de la cartera vencida total del sistema se aceleró hasta 38.7% en junio, siendo su mayor valor desde diciembre 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, tuvo un crecimiento de 11.5%.

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, la consecuente menor preferencia de liquidez en la economía y la desaceleración de la actividad.

De esta forma, la base monetaria presentó una caída de 0.2% en septiembre. Allí sobresale una menor dinámica del efectivo circulante, el cual tuvo una contracción de 3.5%.

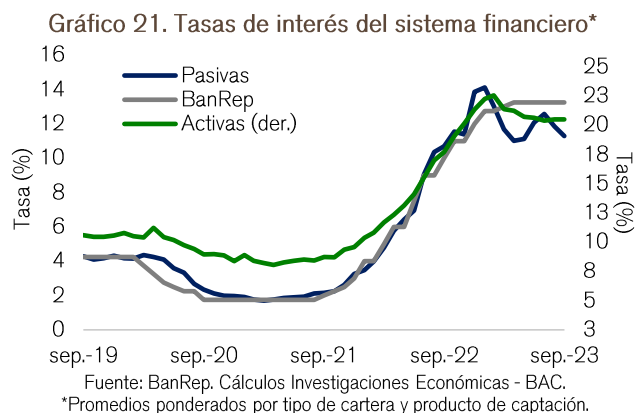


El medio de pago de mayor liquidez, el M1, registró una caída de 6.9% (Gráfico 20), afectado principalmente por retrocesos en los depósitos en cuentas corrientes de 11.9%. En contraste, los crecimientos del M2 y el M3, que son medios de pago de menor liquidez, registraron ritmos de 7.7% y 6.8%, respectivamente.

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 septiembre fue de 0.1 p.p. Lo anterior se ha dado en medio de un crecimiento de la demanda de créditos que ha perdido dinamismo en los últimos meses, liberando de esta manera presiones sobre la liquidez del sistema financiero (ver “Inversión extranjera y liquidez” en [IMDP – Septiembre de 2023](#)).

Las tasas de los créditos registraron en septiembre un promedio de 20.5%, permaneciendo relativamente estables frente al promedio de agosto. Por su parte, las tasas de captación se redujeron hasta niveles de 11.3%, desde el 12.6% promedio de meses anteriores (Gráfico 21). Esto ha sido favorecido por los cambios anunciados por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia sobre las exigencias del Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN).



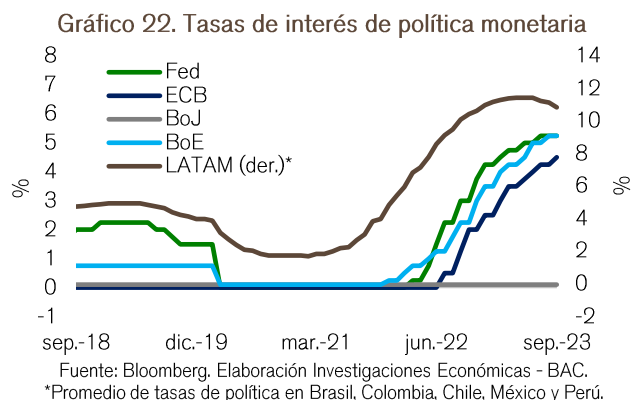
Esperamos que la dinámica de la cartera de créditos se siga desacelerando en lo que resta de 2023. El creciente riesgo de impago supone restricciones adicionales en la oferta de créditos, lo cual limitará aún más su crecimiento en el futuro cercano.



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.



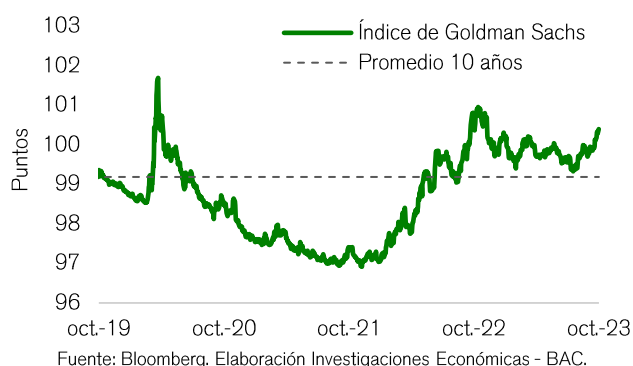
La mayoría de los BC en economías avanzadas continuaron aumentando sus tasas de intervención (Gráfico 22). De hecho, como lo analizamos en informes recientes, las tasas de interés permanecerían en terreno altamente contractivo por un periodo de tiempo superior al previsto (ver “Más altas por más tiempo – Parte 2” en [CE – Septiembre 27 de 2023](#)).

En EEUU, la Fed decidió mantener inalterada su tasa de intervención en 5.25% - 5.5%. No obstante, los miembros del FOMC están dispuestos a realizar aumentos adicionales si es necesario, teniendo en cuenta que: i) la inflación persiste por encima de su meta; ii) las condiciones del mercado laboral se mantienen apretadas; y iii) la actividad económica se expande a un ritmo sólido.

En nuestro escenario base, esperamos que la Fed aumente por última vez su tasa de interés de referencia en su reunión de noviembre hasta 5.5% - 5.75%. Asimismo, ahora esperamos que la Fed inicie su ciclo de reducciones de tasas de interés en 2T24 (ver “Más altas por más tiempo” en [CE – Septiembre 26 de 2023](#)).

Por su parte, 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 las respectivas metas de política.

Gráfico 23. Estado de condiciones financieras globales



Bajo este contexto, según el índice de Goldman Sachs, las condiciones financieras mundiales se estrecharon recientemente y permanecen en niveles restrictivos (Gráfico 23).

Lo anterior es consistente con una postura de política monetaria que permanece contractiva en buena parte del mundo, al tiempo que la liquidez en los mercados financieros globales se mantiene relativamente apretada. El mercado de deuda pública de EEUU, el más importante para la determinación de las tasas de interés a plazo a nivel internacional, se vio afectado recientemente por múltiples factores de oferta y demanda que generaron presiones adicionales al alza en las tasas de interés.

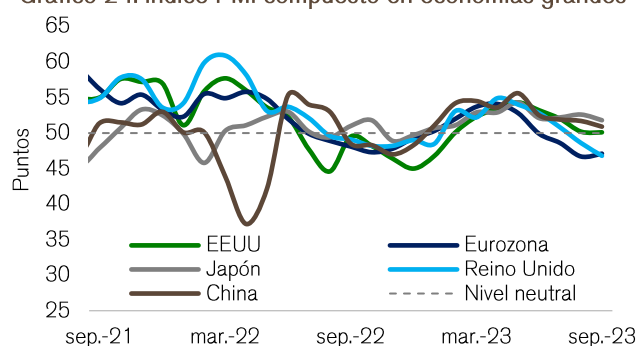
Los últimos datos del índice PMI compuesto en las economías avanzadas confirman la actual fase de desaceleración global, aunque la mayoría de ellos todavía permanecen en valores por encima de los 50 puntos (expansión). Esto obedece en buena medida al sólido comportamiento del sector de servicios, que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



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

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento económico en julio habría sido de 1.2%, inferior al 1.7% de 2T23. Esto oculta un grado de heterogeneidad elevado entre sus principales economías. En efecto, en los últimos tres meses, mientras que las economías de México y Brasil registraron expansiones de 3.9% y 1.9%, respectivamente, las economías de Chile, Perú y Argentina se contrajeron 0.3%, 1.1% y 3.9%, en ese mismo orden.

Gráfico 24. Índice PMI compuesto en economías grandes



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

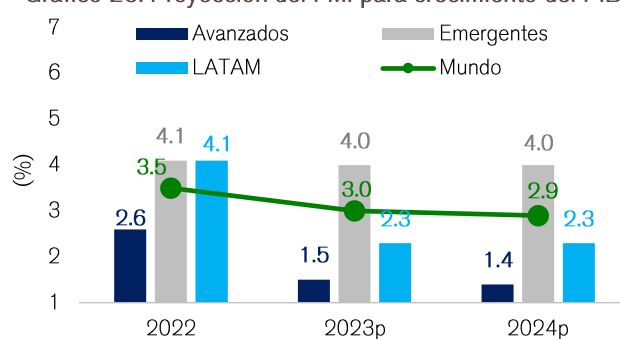
En particular, la probabilidad de recesión en la Eurozona se ubica en niveles del orden de 50%, muy por debajo del 80% que se asignaba a este evento unos meses atrás. Para el caso de EEUU, la probabilidad de recesión descendió a 55%, mientras que en LATAM dicha probabilidad de ocurrencia es de apenas 29%.

Toda la información anterior es consistente con la última actualización de proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), que sugiere una desaceleración económica mundial hacia ritmos del orden de 3% en 2023 y 2.9% en 2024. A pesar del endurecimiento monetario, la actividad económica se ha mostrado resiliente, lo que ha reforzado la expectativa de un aterrizaje suave de la economía y ha restado probabilidad

de ocurrencia a una recesión, como explicamos previamente.

La desaceleración económica se sigue pronosticando más fuerte para el grupo de economías avanzadas, donde se esperan crecimientos de apenas 1.5% en 2023 y 1.4% en 2024 (Gráfico 25). Las perspectivas de EEUU mejoraron, teniendo en cuenta una inversión más fuerte y un consumo de los hogares resiliente. Por su parte, las economías del Reino Unido y la Eurozona serían las más afectadas, con crecimientos cercanos al 0%.

Gráfico 25. Proyección del FMI para crecimiento del PIB



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Para las economías emergentes, el FMI estima una expansión de 4% para 2023 y 2024, similar al crecimiento de 4.1% de 2022. Sin embargo, en este grupo de economías se destaca la fuerte desaceleración esperada para LATAM, cuyos crecimientos previstos para 2023 y 2024 se estiman en sendos 2.3%. En el marco de esta actualización de proyecciones, para la economía colombiana el FMI estima un crecimiento de 1.4% para 2023 y un 2% para 2024, en ambos casos superiores a nuestros pronósticos de 1.1% y 1.5% para esos mismos años, respectivamente.



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	0.7	0.5	↓	↓
Gasto público (%)	10.3	0.3	7.5	5.6	↓	↓
Inversión fija (%)	11.2	11.4	-9.3	8.1	↑	↓
Demanda interna (%)	13.6	9.4	-2.0	3.5	↑	↓
Exportaciones (%)	14.8	14.8	0.5	1.0	↓	↓
Importaciones (%)	28.7	22.3	-11.6	10.7	↑	↓
Sectores actividad económica						
Agropecuario (%)	3.1	-1.8	-1.0	2.0	↑	↑
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	3.7	1.1	↑	↓
Precios, tasas de interés y desempleo						
Inflación (final del periodo %)	5.6	13.1	9.8	6.4		↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	3.00	12.00	13.25	9.75		
DTF EA (promedio año %)	2.0	8.2	13.3	12.3	↓	↓
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	11.5	9.8	↑	↑
Tasa de desempleo nacional (%)	13.8	11.2	10.1	10.4	↓	↓
Sector externo						
Tasa de cambio (promedio anual)	3749	4246	4365	4300	↑	↑
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4810	4150	3975	↑	↑
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-5.7	-6.2	-3.4	-3.5	↓	↓
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.1	5.0	4.8	3.7	↓	↓
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.
