



Informe Mensual Coyuntura Económica

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Los datos de 3T23 sugieren que la actividad económica mantuvo ritmos de expansión bajos y similares a los de 2T23. La información preliminar de 4T23, aún escasa, apunta a un ligero rebote del crecimiento. El sector secundario ha sido el más afectado por el desplome de la inversión fija, mientras que el terciario sigue perdiendo impulso. 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 la primera mitad de 2024.*
- *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, aunque se ha incrementado levemente en meses recientes. En este entorno, la dinámica de los salarios nominales se mantiene elevada, pero las presiones de demanda se siguen moderando.*
- *La inflación volvió a desacelerarse en octubre, pero las expectativas de inflación aumentaron y permanecen muy por encima de la meta de inflación de 3%. En este entorno, BanRep mantuvo estable la tasa de referencia en 13.25% y su tono sugiere que en estos niveles finalizaría el año.*
- *La demanda de créditos permanece débil y está comenzando a restarle presiones de liquidez al mercado. El riesgo de impago en el sistema continúa en ascenso y sigue creando restricciones para la colocación de créditos. Las tasas activas y pasivas se han estabilizado, pero se sitúan en niveles muy por debajo de los registros de comienzos de año.*
- *La tesis del aterrizaje suave de la economía mundial sigue ganando el pulso, en medio de una inflación que mantiene una tendencia bajista. La mayoría de los bancos centrales de economías avanzadas ya finalizaron sus aumentos de tasas de interés, mientras que en LATAM algunos continúan flexibilizando su postura monetaria. Las condiciones financieras internacionales se mantienen en terreno restrictivo.*

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

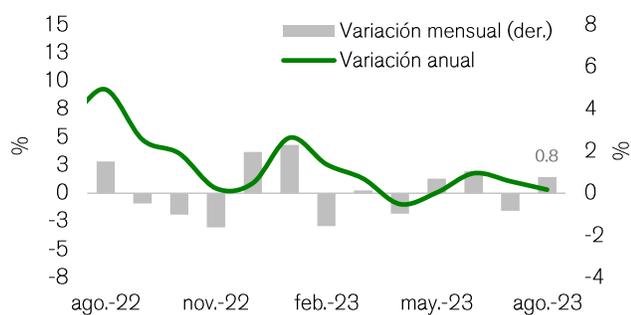


Actividad económica

Las cifras de actividad de 3T23 sugieren que el PIB habría registrado ritmos de crecimiento similares a los observados en 2T23. De manera preliminar, los escasos datos conocidos de 4T23 dan cuenta de un desempeño algo mejor de la economía frente a trimestres anteriores, aunque con crecimientos que siguen siendo bajos.

La dinámica del consumo se mantiene débil, afectada por un entorno de inflación y tasas de interés elevadas. El ritmo de caídas de la inversión se está profundizando, en medio de una mayor carga financiera de los agentes y un ambiente adverso para los negocios. El mayor ritmo de ejecución del gasto público estaría compensando en parte la debilidad del resto de variables de demanda interna.

Gráfico 1. Comportamiento del ISE durante el último año*



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

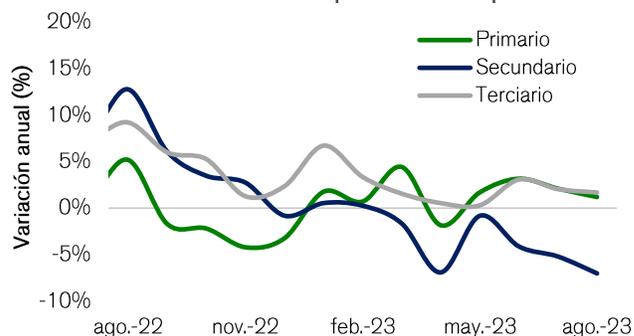
El sector terciario continúa liderando el crecimiento económico, pero en cualquier caso lo hace a ritmos inferiores a lo visto en trimestres pasados. El sector primario sigue ganando algo de tracción, pero permanece rezagado frente al resto de ramas de actividad y enfrenta riesgos no despreciables en 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 un crecimiento mensual de 0.8% en agosto (Gráfico 1). En términos de su variación anual, el crecimiento del ISE en su serie original fue 0.2%¹, en línea con nuestra estimación de 0.3% (ver “Actividad económica” en [IMCE – Octubre de 2023](#)).

El ISE de la cadena **primaria** creció 1.2% en agosto, con lo cual el promedio de los últimos dos meses muestra un crecimiento de 1.6% que supera la expansión de 1% de 2T23. La recuperación de este sector continúa, pero sigue siendo relativamente lenta y rezagada frente a las demás grandes ramas de actividad. De hecho, 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. Según cifras del subíndice de producción industrial ligada a carbón, durante los ocho primeros meses del año la producción de este mineral creció 6.2%.

Gráfico 2. Evolución del ISE por cadena de producción



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

La producción de petróleo no 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 octubre, la producción de crudo registró un crecimiento de 3.3%, con lo cual la producción mensual promedio en 2023 se sitúa en 775

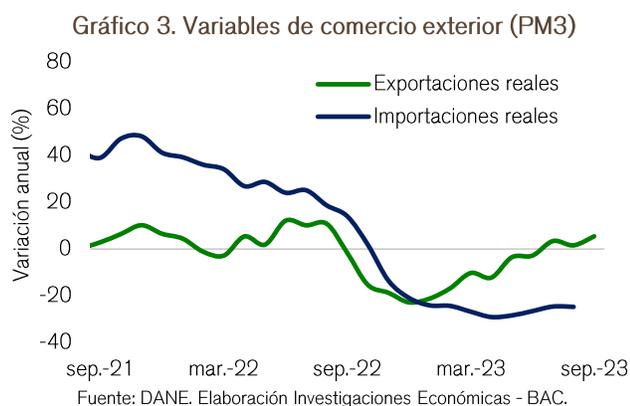
¹ De aquí en adelante, todas las tasas de variación a las que haremos referencia son variaciones anuales, excepto en los casos donde se especifique lo contrario.



mil barriles-día. Esto representa un crecimiento preliminar de 3.5% 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 6.9% en septiembre, en contraste, el sacrificio de ganado vacuno cayó 4.4%, algo que responde en parte a los cambios en hábitos de consumo de los hogares. Por su parte, la producción en la avicultura (incluyendo huevos) aumentó 3.4% en agosto.

De esta forma, según nuestros cálculos el crecimiento promedio del sector de ganadería en 3T23 habría sido de 1%. Este ritmo de expansión contrasta con la caída de 0.1% registrada en 2T23.



El lunar del agro sigue siendo los cultivos agrícolas, cuya duración del ciclo productivo ha sido inferior a la prevista. Como era previsible para la parte final de 2023, la actividad cafetera se está recuperando y en octubre la producción fue de 1.2 millones de sacos de 60 kg, lo que representa un crecimiento de 30.3%.

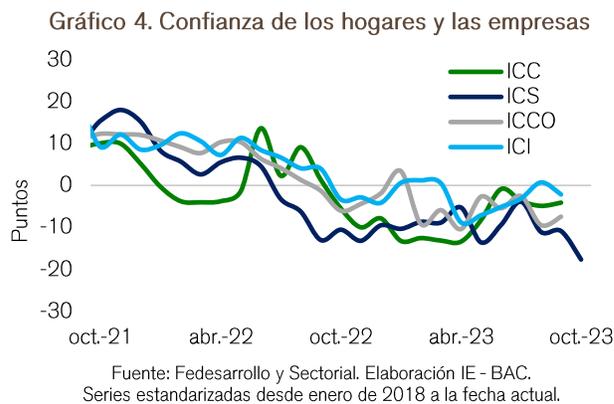
Durante los primeros diez meses de 2023, la producción de café sumó 8.8 millones de sacos, cifra inferior a los 9 millones del mismo periodo de 2022. En términos de su variación, lo anterior equivale a una caída acumulada de 2.2% en la producción de café este año.

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 7% en agosto, su mayor caída desde enero de 2021. De esta manera, este

sector completó seis meses consecutivos de contracciones.

La actividad manufacturera, que concentra buena parte de la producción industrial, registró su mayor contracción desde agosto de 2020 con una variación de -8.6%. Este resultado se explicó principalmente por las fuertes caídas que registraron varios subsectores como el de bebidas y alimentos (-4.6%), químicos y farmacéuticos (-8.7%) y textiles y calzado (-21.7%).

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 48.1 puntos, lo que sugiere que la actividad industrial permanece débil en lo que va corrido de 4T23.



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 40% en agosto.

La producción de cemento gris registró una contracción de 1.4% en septiembre, y en lo corrido de 2023 acumula una caída de 3%. Asimismo, la producción de concreto se redujo 5.6% en agosto y en su variación año corrido registra una contracción de 1.4%.

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 49.2% en septiembre y



completaron 15 meses consecutivos con variaciones negativas.

En línea con lo anterior, los lanzamientos de vivienda cayeron 32.9%. 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 3.6% en agosto. En lo corrido de 2023, su ritmo de expansión promedia 2%, que es muy inferior al 4.7% promedio del mismo periodo de 2022.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al consumo, exhibe 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 agosto fue de 1.7%.

Las ventas de vehículos volvieron a presentar fuertes caídas por cuenta de un elevado costo de apalancamiento, resultado de las altas tasas de interés del crédito. Según información de ANDEMOS, en octubre las matrículas nuevas de vehículos cayeron 38.5%, con lo cual en lo corrido de 2023 se registra una contracción de 31.2%.

El sector de servicios completó tres meses consecutivos contrayéndose. Según las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS), los ingresos reales del sector cayeron 3.8% en agosto. En lo corrido del año, el crecimiento promedio en esta rama de actividad se sitúa en 1.3%, muy por debajo del crecimiento de 21% que mostraba durante el mismo periodo de 2022.

Los ingresos reales de los subsectores de servicios de transporte (-21%), de cine y televisión (-20.8%), y servicios de *call center* (-14%), fueron los que registraron las mayores caídas dentro de los 18 renglones que conforman la EMS.

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

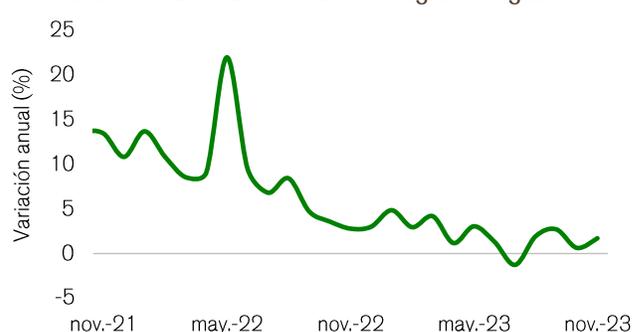


Fuente: RADDAR y DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El índice de ventas reales del comercio minorista se contrajo 10% en agosto, un resultado que empeora su desempeño frente a la contracción promedio de 8% en 2T23. Las ventas minoristas de bienes durables continúan siendo las más afectadas y en el último mes cayeron 11%. En lo corrido de 2023, las ventas minoristas registran una caída de 6%, muy en contraste con el crecimiento de 16.3% del periodo comparable de 2022.

Los subsectores minoristas que más contribuyeron a la caída en las ventas reales fueron el de vehículos y motocicletas (-29.5%), accesorios de vehículos (-11%), combustibles para vehículos (-4.2%) y bienes TIC para el hogar (-16.7%).

Gráfico 6. Demanda total de energía no regulada



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB registraron una contracción de 13.6% en septiembre. Allí sobresale la caída de 47.2% en las exportaciones de carbón, seguido por una caída de 31.5% de las exportaciones de café. Las exportaciones no tradicionales, concentradas en agroindustria principalmente, registraron un decrecimiento de 1.8%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de las exportaciones de 7.4%, favorecido por una caída importante en los precios de bienes exportados. Esto



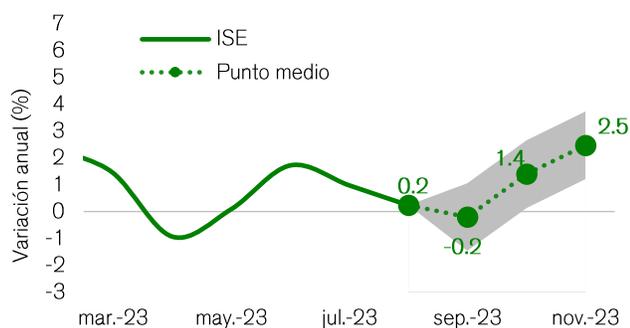
contrasta sustancialmente con las fuertes caídas que venían registrando las exportaciones en meses previos.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron una caída de 25.8% en agosto. Las compras externas se vieron afectadas, principalmente, por la contracción de las importaciones de bienes intermedios, las cuales cayeron 27.6%. En términos reales, las importaciones se redujeron 25.7%, lo cual sigue siendo consistente con un débil comportamiento de la demanda interna.

Bajo este contexto, las exportaciones netas siguen contribuyeron de forma positiva al dinamismo de la demanda agregada de la economía (Gráfico 3). Esto también apoya un ajuste adicional 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 mantenido ritmos de expansión bajos en 3T23.

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



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

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 septiembre, pero en el balance continúan muy por debajo de los registros de trimestres pasados.

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, favorecido por la apreciación de la tasa de cambio y los menores niveles de inflación. El Índice de Confianza Sectorial (ICS), que

mide la percepción del entorno de empresas, inversionistas y otros actores de distintos sectores de la economía, se deterioró nuevamente en octubre y permanece en niveles bajos (Gráfico 4).

El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, se contrajo por onceavo mes consecutivo y en septiembre cayó 2.9%. En tendencia central, la dinámica del consumo real parece estar estabilizando (Gráfico 5) y 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 2.5%.

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 de manera preliminar crecimientos en 4T23 parecidos a los de 3T23.

En efecto, la demanda de energía no regulada en octubre se desaceleró hacia ritmos de 0.6% y en lo que va corrido del mes de noviembre su crecimiento se sitúa en 1.7% (Gráfico 6). Con esto, el crecimiento preliminar de 4T23 se ubica en 1.2%, similar al 1.1% de 3T23.

El gasto público, en respuesta a una postura fiscal contracíclica, está ganando tracción y contrarrestando parcialmente la debilidad del consumo y la inversión. En efecto, según cifras de ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN), el gasto primario en septiembre creció 10.7% en términos reales, alcanzando su mayor expansión desde abril de 2021.

Teniendo en cuenta toda la información analizada anteriormente, pronosticamos para el ISE una variación de -0.2% en septiembre. Así, esperamos que el **crecimiento del PIB en 3T23 haya sido de 0.3%**, contenido en un intervalo de pronóstico entre -0.1% y 0.8%.

Con datos disponibles a tiempo real y de alta frecuencia, nuestro modelo *Nowcast* sugiere crecimientos del ISE de 1.4% y 2.5% para octubre y noviembre, respectivamente (Gráfico 7). Esto sugiere un ligero mejor desempeño de la economía en 4T23.



Mercado laboral

Los principales indicadores del mercado laboral continúan evidenciando unas condiciones estrechas, en línea con una brecha del producto ligeramente 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 ya está casi agotado.

Gráfico 8. Principales indicadores del mercado laboral*



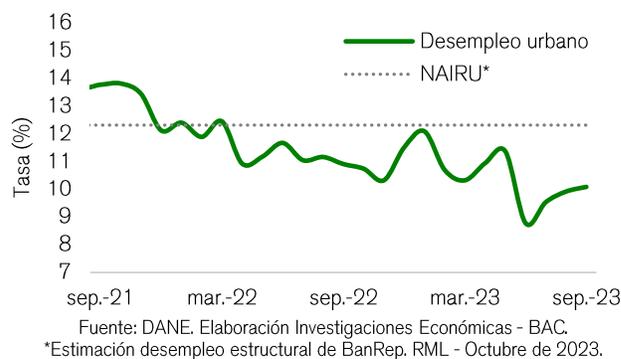
En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional aumentó ligeramente en septiembre y se ubicó en 9.5% (Gráfico 8). Por su parte, tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación descendió 0.2 p.p. y se ubicó en 58.4%, mientras que la tasa global de participación, que mide la oferta de trabajo potencial, tuvo una reducción de 0.1 p.p. hasta 64.5%.

El desempleo nacional persiste 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) cercana al 11%, 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 aumentó hasta 10.1%. Sin embargo, de manera similar a lo que ocurre con la dimensión del desempleo nacional, los niveles de desempleo urbano se ubican por debajo de la tasa NAIRU urbana que, según estimaciones de BanRep, se sitúa cerca de 12.5% (Gráfico 9).

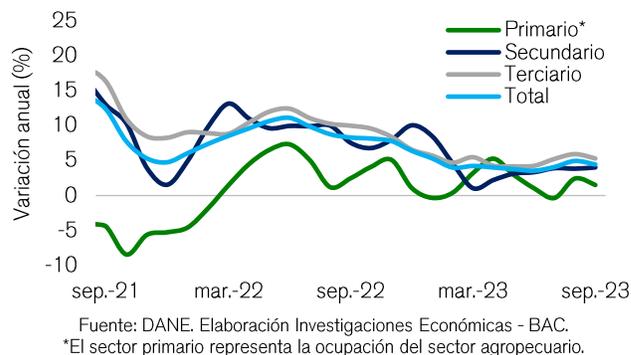
A nivel sectorial, la generación de empleos en las diferentes ramas de actividad ha mostrado una leve mejora en meses recientes, si bien sus crecimientos siguen siendo inferiores a lo visto un año atrás (Gráfico 10). Esto refuerza la expectativa de un ligero rebote de la actividad en el futuro cercano, en línea con lo que sugiere nuestro modelo *Nowcast*.

Gráfico 9. Evolución del desempleo grandes ciudades



Durante el último trimestre móvil con corte a septiembre, la ocupación de la cadena primaria registró un crecimiento de 1.5%, 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)



Por su parte, el crecimiento del acervo de ocupados en el sector secundario se aceleró hasta 4%, uno de los más altos desde 1T23. La dinámica de la ocupación en el sector terciario, en contraste, se desaceleró hasta 5.3%, pero sigue siendo la rama de actividad que revela el mayor crecimiento de la ocupación.



En este entorno, los sectores de administración pública, de transporte y almacenamiento, y el de actividades artísticas, fueron los que más crearon empleos durante el último año. Con corte al mes de septiembre, los incrementos en el acervo de ocupados de estas actividades fueron de 236, 232 y 156 mil personas, respectivamente.

Por su parte, los sectores de agricultura y ganadería, de actividades financieras, y de alojamiento y servicios de comida, tuvieron una reducción en su nivel de ocupación, con caídas de 98, 64 y 28 mil personas, en ese mismo orden.

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 6.5% en el último mes, mientras que la demanda de empleo no asalariado cayó 0.2%.

La tasa de empleos formales se situó en 76.1% durante el último mes. Así, la tasa de formalidad sigue superando ampliamente la tasa de subempleos (subutilización de empleo), que se ubicó en 14.7%.

moderando desde la segunda mitad de 2022 (Gráfico 11). En principio, la menor dinámica de la demanda de trabajo debería estar restando presiones inflacionarias a los salarios nominales, lo cual supone una restricción para la generación de empleo en el futuro cercano.

En términos reales, la inflación salarial fue 0.4%, 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 tasa de desempleo nacional para 2023 en 10.1%.**



Bajo este contexto, la inflación de los salarios nominales se mantiene alta y fue de 11.9% en agosto. 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



Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 0.25% en octubre, inferior a nuestra proyección (0.42%) y a la expectativa del consenso de analistas (0.35%). 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, aunque por debajo del 0.72% de octubre de 2022.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.2% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos aumentaron 0.9% frente al mes anterior. Por su parte, los precios de alimentos procesados aumentaron tan solo 0.01%.

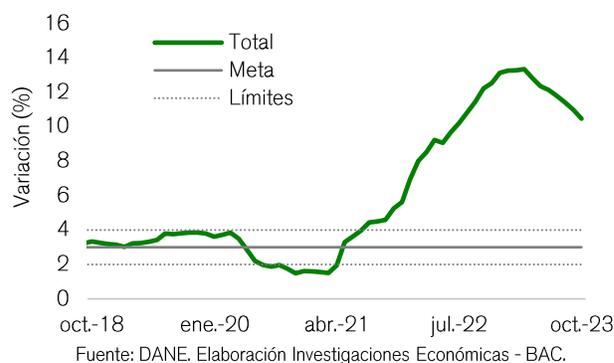
El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.19%, el más bajo desde octubre de 2021. El subcomponente que más contribuyó positivamente en este resultado fue el IPC de energía eléctrica, cuya variación mensual fue de 0.57%. A este rubro le siguió el IPC de gas, el cual aumentó 1.19%.

Por su parte, el IPC de combustibles dio un respiro y tuvo una variación mensual de 0.07%, favorecido por la estabilidad en las tarifas de la gasolina durante el mes de octubre (por primera vez en un año). Adicionalmente, el IPC de acueducto, alcantarillado y aseo registró una caída de 0.49%.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual de 0.09%. Allí sobresale el aumento que registraron los precios de productos de aseo y cuidado personal, y de bebidas alcohólicas y cigarrillos, con incrementos mensuales de 0.67% y 0.51%, respectivamente. El IPC de vehículos y autopartes registró, por cuarto mes consecutivo, una caída mensual

de 0.83% y fue el rubro que explicó mayoritariamente la baja variación de este componente del IPC.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años



En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.35%, la más alta dentro de la clasificación BanRep. Se destaca en esta canasta el aumento de 0.4% del IPC de arrendamientos, seguido por el 1.35% en el subcomponente de entretenimiento y alojamiento, y el 0.26% del subcomponente de restaurantes y bares.

De esta forma, la inflación anual del IPC se desaceleró por séptimo mes consecutivo y se ubicó en 10.48%, su nivel más bajo desde julio de 2022 (Gráfico 12). La inflación del IPC de alimentos se redujo hasta 10.36% y le aportó -0.17 p.p. a la dinámica de la inflación entre septiembre y octubre (Tabla 1). La inflación del IPC de bienes se desaceleró hasta 9.5%, siendo el componente que más le restó en términos de su contribución a la dinámica de la inflación total en el último mes (-0.18 p.p.).

La inflación del componente de regulados se desaceleró hasta 15.22%, pero sigue siendo el que registra la inflación más alta. Por su parte, la inflación del IPC de servicios fue 9.07%, prácticamente estable frente al

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

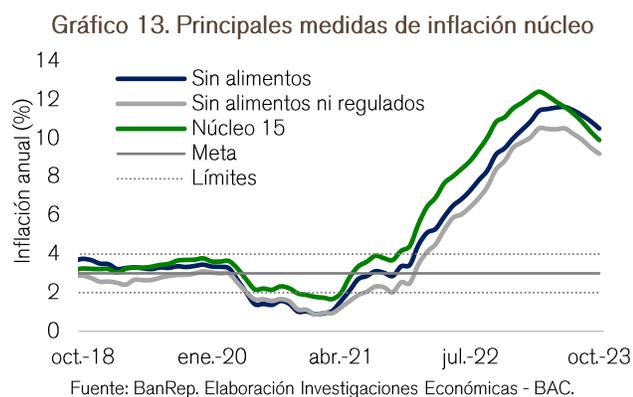
	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont. p.p.	Tendencia
	oct.-22	oct.-23	sep.-23	oct.-23		
Total	0.72	0.25	10.99	10.48	-0.51	↓
Alimentos	1.21	0.20	11.47	10.36	-0.17	↓
Regulados	0.71	0.19	15.81	15.22	-0.10	↓
Bienes	0.94	0.09	10.44	9.50	-0.18	↓
Servicios	0.41	0.35	9.14	9.07	-0.03	↓

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



9.14% de septiembre, por lo cual fue el componente que menos aportó a la desaceleración de la inflación total.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se desaceleró hasta 9.87%, su registro más bajo desde noviembre de 2022, pero continúa muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos fue 10.51%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 9.91%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 9.2% (Gráfico 13).



Las expectativas de inflación permanecen por encima del límite superior del rango meta de BanRep de 4%. Las expectativas de los analistas a 1 y 2 años descendieron hasta 5.89% y 4.1%, respectivamente. No obstante, el promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES se incrementó por segundo mes consecutivo hasta 6.98% (Gráfico 14). Las expectativas de cierre de la actual vigencia también aumentaron hasta 9.55%.

Para el mes de noviembre **pronosticamos una variación mensual de 0.56% en el IPC**, con lo cual la inflación anual descendería hasta 10.24%. 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.

En nuestra opinión, el balance de riesgos de corto plazo continúa siendo alcista. Varios factores imponen este sesgo, a saber: i) la llegada del fenómeno de El Niño durante la primera mitad de 2024; ii) el ajuste sobre las tarifas de los peajes en diciembre de este año y enero de

2024; iii) la entrada en vigencia del impuesto saludable sobre bebidas azucaradas y alimentos ultra-procesados; iv) el ajuste del salario mínimo para 2024 (nuevamente será de dos dígitos); y v) un eventual escalamiento del conflicto en Medio Oriente, que podría disparar los precios del petróleo e implicar aumentos aún mayores a los previstos en los precios de la gasolina y el ACPM para cerrar el diferencial contra los precios externos.

Gráfico 14. Expectativas de inflación analistas vs mercado



Nuestro pronóstico central de inflación para 2023 ya incorpora la mayor parte de estos riesgos, con excepción del ajuste sobre las tarifas de peajes. De momento, **mantenemos nuestra proyección para el cierre de este año en 9.8%**.

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 octubre. La decisión colegiada de la JDBR, por segundo mes consecutivo, fue por mayoría, con 2 de los 7 miembros de la JDBR votando por recortes de 25 pbs (Gráfico 15).

La JDBR volvió a destacar el lento descenso de la inflación y el aumento que han tenido recientemente las expectativas de inflación, en ambos casos superando ampliamente la meta de 3%. Además, los niveles de actividad se mantienen por encima de la tendencia de largo plazo y la incertidumbre externa puede estresar aún más las condiciones financieras internacionales.

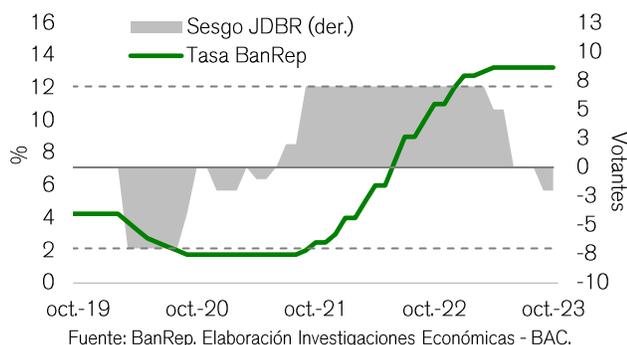
La JDBR reconoce que el efecto que ha tenido las altas tasas de interés sobre la actividad económica y considera



conveniente iniciar los recortes en los tipos tan pronto como sea prudente hacerlo. En nuestra opinión, esta no corresponde a una señal de una inminente flexibilización monetaria en el muy corto plazo, si bien tiene algo más de probabilidad de ocurrencia hacia 1T24.

Para el grupo mayoritario de la JDBR, las condiciones para iniciar los recortes en las tasas de referencia aún no están dadas. El balance sugiere más riesgos y costos de mediano-largo plazo que beneficios de corto plazo. Además, uno de los codirectores de este grupo señaló que las reducciones que han tenido las tasas de interés de captación y colocación, producto de ajustes en las exigencias del CFEN e intervenciones del emisor, mitigan la urgencia de recortar la tasa de intervención.

Gráfico 15. Tasa de referencia vs distribución JDBR



Para el grupo minoritario, si bien no discrepan de las consideraciones de los demás miembros de la JDBR, los riesgos inflacionarios son menores que los que se derivan de un crecimiento económico y generación de empleo bajos, generados por los efectos de unas altas tasas de interés sobre la inversión.

La publicación del Informe de Política Monetaria (IPM) de octubre reveló algunos cambios en las proyecciones del equipo técnico de BanRep. Para el PIB se revisó al alza el pronóstico de crecimiento de 2023 desde 0.9% hasta 1.2%, mientras que el de 2024 se redujo desde 1% hasta 0.8%. Asimismo, ahora se espera que la inflación cierre en 9.8% y 4% los años 2023 y 2024, respectivamente, lo que representa revisiones al alza de 0.8 p.p. y 0.5 p.p. frente a los pronósticos previos, en ese mismo orden.

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

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.

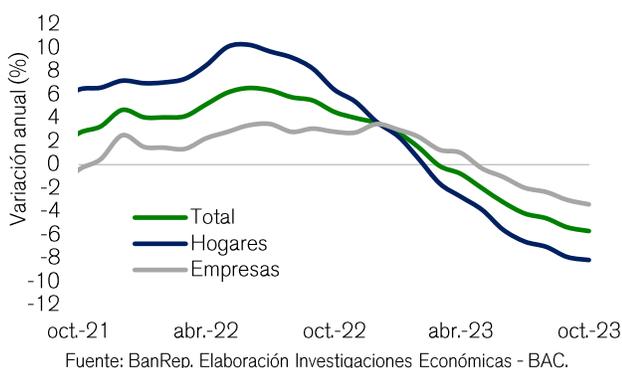
Esperamos que BanRep mantenga estable la tasa de referencia en 13.25% durante su última reunión del año en diciembre, con lo cual la tasa de interés cerraría el año en el nivel actual. Seguimos anticipando que el ciclo de recortes de tasas de interés llegará hacia finales de 1T24 y comienzos de 2T24, momento en el cual la inflación comenzaría a dar 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, dado el creciente riesgo de impago.

Gráfico 17. Crecimiento real de cartera por tipo de agente



En términos reales (descontando inflación), la cartera total de créditos se contrajo 5.7% en octubre. Los créditos hacia los hogares registraron una reducción de 8.2%, y las colocaciones hacia las empresas cayeron 3.4% (Gráfico 17).

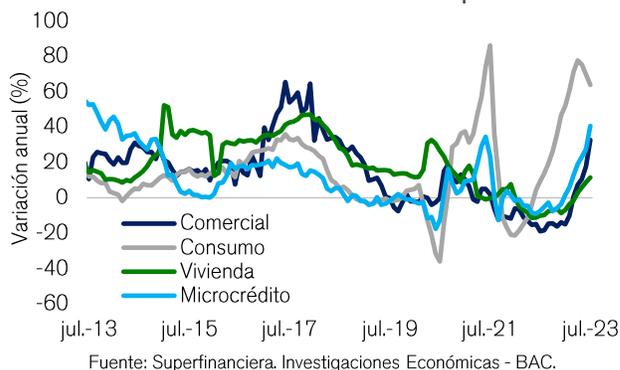
Por modalidades, la cartera de microcrédito es la única con crecimientos reales positivos del orden de 2.2%, favorecida por medidas fiscales como la estrategia de inclusión crediticia para la economía popular (otorgamiento de garantías) y acuerdos con la banca para reducciones en las tasas de interés de estos créditos. Por su parte, la cartera de vivienda registró una variación negativa de 2.6%, seguida por la cartera comercial que cayó 3.7%. La cartera de consumo, como lo indicamos previamente, sigue siendo la más afectada y registró en octubre una variación real negativa de 10.6%.

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.

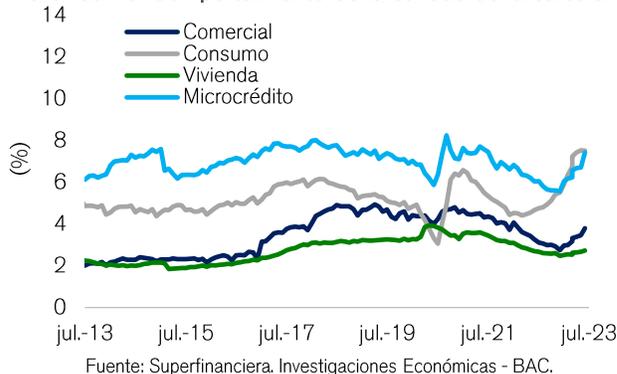
Con información disponible al corte de julio, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se situó en 4.9%, aumentando frente al mes anterior y superando el promedio de los últimos 10 años. Es de esperar que en el corto plazo la cartera vencida continúe ganando terreno frente a la cartera bruta, 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 julio 11.5% y 32.7%, respectivamente. Por su parte, la cartera vencida de microcrédito aumentó 40.6% y la de consumo crece a tasas del 63.9% (Gráfico 18).

Gráfico 19. Comportamiento de la calidad de la cartera



En línea con lo anterior, el ICV para consumo se mantuvo en 7.5% en julio, su mayor valor desde octubre del 2009. Le siguen el ICV de microcrédito, comercial y vivienda con

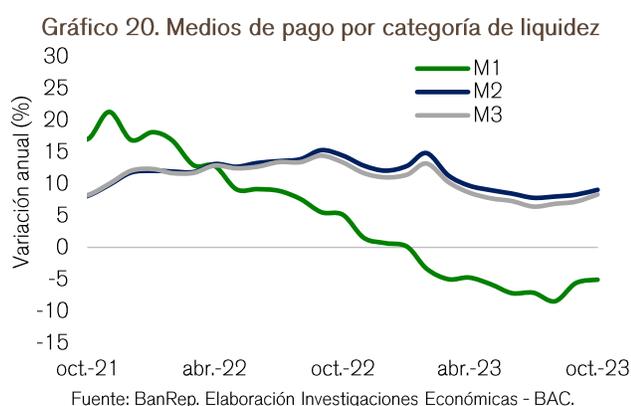


niveles de 7.4%, 3.8% y 2.7%, respectivamente (Gráfico 19).

De esta forma, el crecimiento del saldo de la cartera vencida total del sistema se aceleró hasta 44% en julio, 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, mantiene crecimientos elevados del orden del 13.4%. Esto seguirá afectando la rentabilidad de los establecimientos de crédito en el corto plazo.

Los agregados monetarios continúan 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 y los depósitos a la vista, 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.

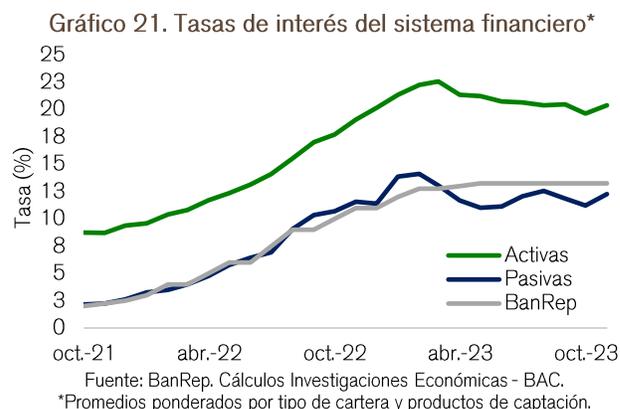
De esta forma, la base monetaria presentó una caída de 2.4% en octubre. Allí sobresale una menor dinámica del efectivo circulante, el cual tuvo una contracción de 3%.



El medio de pago de mayor liquidez, el M1, registró una caída de 5.1% (Gráfico 20), afectado principalmente por retrocesos en los depósitos en cuentas corrientes de 8.1%. En contraste, los crecimientos del M2 y el M3, que son medios de pago de menor liquidez y están

constituidos casi en su totalidad por depósitos a plazo, registraron ritmos de 9% y 8.3%, 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) permaneció en terreno negativo en el último mes, ubicándose en -2.2 p.p. Esto continúa liberando presiones de liquidez en el sistema financiero asociadas a la cartera.



Las tasas de interés han descendido desde los niveles máximos alcanzados a comienzo de año, y en los últimos meses se han estabilizado. Desde el pico de 1T23, las tasas de interés de los créditos han descendido cerca de 240 pbs hasta niveles de 20.4% en octubre. Por su parte, las tasas de captación se ubican en niveles promedio de 13.2%, lo que significa caídas levemente superiores a los 100 pbs desde los máximos de principios de 2023 (Gráfico 21).

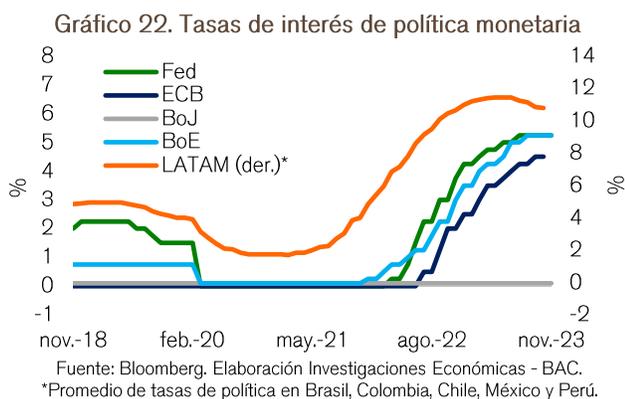
Esperamos que la dinámica de la cartera de créditos se siga desacelerando en lo que resta de 2023. El creciente riesgo de impago supone restricciones adicionales en la oferta de créditos, lo cual limitará aún más su crecimiento en el futuro cercano.



Contexto externo

La información disponible en el frente externo confirma la tesis de un aterrizaje suave la economía mundial en 2023-2024, si bien persisten algunos riesgos de recesión. Se estima que la actividad económica continúe perdiendo impulso a nivel global, pero con una menor probabilidad implícita de contracción.

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. Un foco de incertidumbre adicional ha surgido por un potencial escalamiento del conflicto en Medio Oriente, que presionaría al alza los precios de los energéticos.



En este entorno, la mayoría de los BC en economías avanzadas mantuvieron estables sus tasas de intervención y parecen haber alcanzado su punto máximo en el actual ciclo de política monetaria (Gráfico 22). Sin embargo, 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, la actividad económica se mantiene fuerte, la demanda de trabajo aún

es robusta y la inflación sigue siendo elevada, por lo que es factible que otro aumento en las tasas de interés pueda llegar antes de finalizar este año.

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

En LATAM, algunos BC siguen recortando sus tasas de interés, aliviados por unas menores dinámicas de la inflación observada y esperada que han convergido rápidamente a las respectivas metas de política. No obstante, los diferenciales de tasas de interés frente al resto del mundo en esas economías se está cerrando rápidamente, creando por esta vía presiones no menores sobre sus monedas (ver “Entre fundamentos y factores de riesgo” en [IMC – Octubre de 2023](#)).

Gráfico 23. Estado de condiciones financieras globales



Bajo este contexto, según el índice de Goldman Sachs, las condiciones financieras mundiales permanecen altamente estrechas y en niveles restrictivos para la economía (Gráfico 23).

Lo anterior es consistente con una postura de política monetaria que permanece contractiva en buena parte del mundo y unas tasas de interés de los mercados de deuda, especialmente las de largo plazo, que se han elevado significativamente en meses recientes (ver “La tormenta perfecta” en [IMDP – Octubre de 2023](#)).

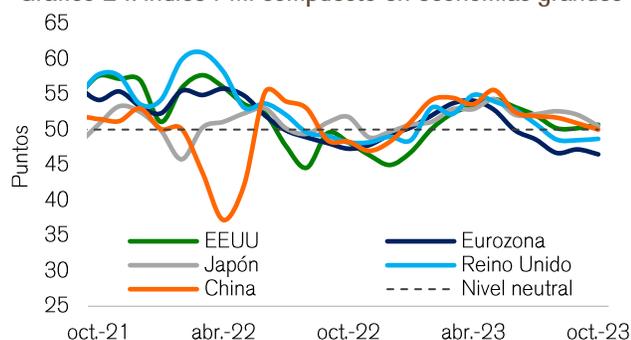
Los últimos datos del índice PMI compuesto en las economías avanzadas confirman la actual fase de



desaceleración global, donde el comportamiento del sector de servicios, que había cubierto la debilidad registrada en el sector manufacturero, también ha comenzado a desacelerarse. El PMI compuesto de EEUU, Japón y China superan los 50 puntos (expansión). Sin embargo, en las economías de Europa la lectura del PMI sugiere niveles muy bajos de la actividad económica en el futuro cercano (Gráfico 24).

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento económico promedio durante 3T23 habría sido de 1.4%, levemente inferior al 1.6% de 2T23 y muy por debajo de los registros de trimestres anteriores. Esto oculta un grado de heterogeneidad elevado entre sus principales economías. En efecto, en los últimos dos meses, mientras que las economías de México, Brasil y Chile registraron expansiones de 3.4%, 1.1% y 0.4%, respectivamente, las economías de Perú y Argentina se contrajeron 1% y 0.6%, 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 44%, mientras que en LATAM dicha probabilidad de ocurrencia es de apenas 28%.



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	0.1	0.6	↓
Gasto público (%)	10.3	0.3	6.7	6.7	↓
Inversión fija (%)	11.2	11.4	-7.8	2.8	↑
Demanda interna (%)	13.6	9.4	-2.3	2.8	↓
Exportaciones (%)	14.8	14.8	1.4	1.9	↑
Importaciones (%)	28.7	22.3	-12.3	8.4	↓
Sectores actividad económica					
Agropecuario (%)	3.1	-1.8	0.6	1.3	↑
Comercio (%)	20.9	11.1	-2.1	0.7	↑
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	6.3	
Tasa BanRep (final del periodo %)	3.00	12.00	13.25	9.75	
DTF EA (promedio año %)	2.0	8.2	13.2	12.0	
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	9.5	↓
Tasa de desempleo nacional (%)	13.8	11.2	10.1	10.3	
Sector externo					
Tasa de cambio (promedio anual)	3749	4246	4355	4300	↓
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4810	4150	3975	
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-5.7	-6.2	-3.6	-3.8	
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.1	5.0	5.1	4.0	
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.
