



## Informe Mensual Coyuntura Económica

### Investigaciones Económicas

#### Resumen

- *Los datos de 4T23 sugieren que la actividad económica se estaría recuperando frente a los resultados negativos de 3T23, aunque a ritmos de expansión todavía muy bajos. 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 es el único que ha ganado tracción en los últimos meses, en línea con lo que habíamos anticipado, pero las actividades agropecuarias enfrentan riesgos asociados a la llegada de El Niño en la primera mitad de 2024.*
- *El mercado laboral ha comenzado a incorporar los efectos rezagados de la desaceleración económica y la creación de empleos se ha debilitado. El desempleo persiste por debajo de sus niveles estructurales, pero alcanzó recientemente máximos de varios meses. En este entorno, la inflación de salarios nominales se mantiene elevada, pero las presiones de demanda se siguen moderando.*
- *La inflación al consumidor volvió a desacelerarse en noviembre y las expectativas de inflación también descendieron. No obstante, en ambos casos permanecen muy por encima de la meta de inflación de 3%. BanRep no tomó decisiones de tasas de interés en su reunión de noviembre, según el calendario de política monetaria.*
- *La demanda de créditos permanece débil, en línea con el ciclo de desaceleración de la actividad. El riesgo de impago en el sistema continúa elevado y sigue creando restricciones a la oferta de créditos. Las tasas de interés del sistema financiero se han estabilizado, pero permanecen en niveles no estimulantes para la demanda de nuevos préstamos en la economía.*
- *Los principales bancos centrales de economías avanzadas finalizaron su ciclo de aumentos en las tasas de interés, en un entorno de menor inflación y bajo crecimiento económico. En LATAM, por su parte, algunos emisores continúan flexibilizando su postura monetaria. Bajo este contexto, las condiciones financieras internacionales se han tornado menos restrictivas.*

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

#### CONTENIDO

Actividad económica	2
Mercado laboral	6
Precios y política monetaria	8
Mercado de créditos	11
Contexto externo	13
Proyecciones	15

**Natalia Ossa M.**  
P.S. - Macroeconomía  
[natalia.ossa@bancoagrario.gov.co](mailto:natalia.ossa@bancoagrario.gov.co)

**Fabio D. Nieto**  
Economista Jefe  
[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)

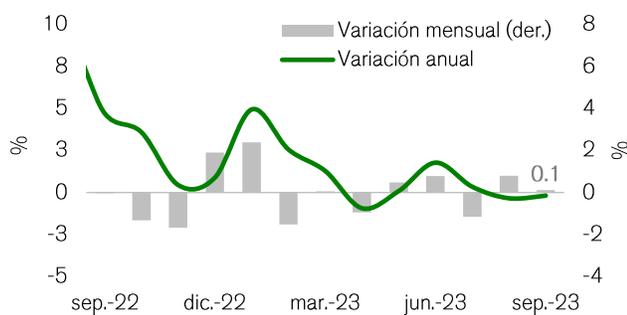


## Actividad económica

Las cifras de PIB en 3T23 evidenciaron un fuerte aterrizaje de la economía, marcando una caída del producto de 0.3%<sup>1</sup> que no se observaba desde el año 2020. Como lo analizamos en un reciente informe, la inversión tuvo un desplome histórico, acusado por factores estructurales e idiosincráticos, que explicó en su totalidad este resultado del PIB (ver “Desaceleración fuerte y dolorosa” en [CE – Noviembre 21 de 2023](#)).

De manera preliminar, los datos conocidos de 4T23 dan cuenta de un desempeño algo mejor de la economía frente a trimestres anteriores, aunque a ritmos de expansión que siguen siendo bajos. El rebote del crecimiento también se sustenta, en parte, por una baja base de comparación en 4T22.

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



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

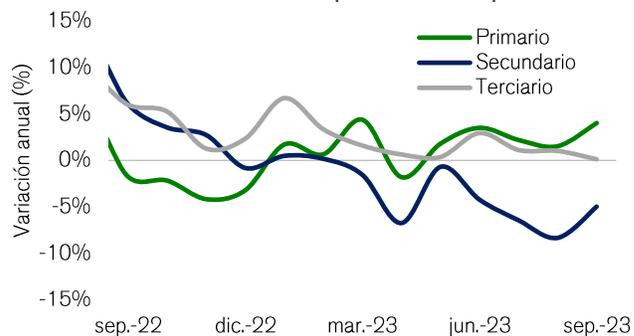
La dinámica del consumo se mantiene débil, afectada por un entorno de inflación y tasas de interés elevadas. El ritmo de caídas de la inversión se estaría moderando, en un entorno de elevada carga financiera y ambiente adverso para los negocios que persiste. El mayor ritmo de ejecución del gasto público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

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 tracción, pero permanece

rezagado frente al resto de ramas de actividad y las actividades agropecuarias enfrentan 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 pobre crecimiento mensual de 0.1% en septiembre (Gráfico 1). En términos de su variación anual, el crecimiento del ISE en su serie original completó dos meses consecutivos en terreno negativo y anotó un retroceso de 0.2%, en línea con nuestras expectativas (ver sección de “Actividad económica” en [IMCE – Noviembre de 2023](#)).

Gráfico 2. Evolución del ISE por cadena de producción



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El ISE de la cadena **primaria** creció 4% en septiembre, siendo la expansión más alta desde el pasado mes de marzo. Su nivel de producción se sitúa aún por debajo de los valores pre-pandemia, pero dado el reciente buen comportamiento del sector dicha brecha se redujo apenas a un 2.6%.

En la minería, la producción de carbón se sigue recuperando a un paso significativo en los últimos meses. Según cifras del subíndice de producción industrial ligada a carbón, durante los nueve primeros meses del año la producción de este mineral creció 7.7% y en septiembre

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



anotó un crecimiento de 20.2%, el más alto del año corrido.

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. De acuerdo con la información disponible al mes 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 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 sumado a mejores condiciones climáticas recientes sigue apoyando la recuperación del sector. En la ganadería, el sacrificio de ganado porcino creció 9.9% en octubre, mientras que la producción de pollo (incluyendo huevos) lo hizo en 0.8%. En contraste, el sacrificio de ganado vacuno cayó 0.1% y completó tres meses consecutivos en terreno negativo, en línea con la dinámica que se ha observado en todo el año y que sigue obedeciendo en parte a cambios en hábitos de consumo de los hogares.

Gráfico 3. Variables de comercio exterior (PM3)



De esta forma, según nuestros cálculos, el crecimiento promedio del sector de la ganadería en octubre fue de 1.7%, similar al promedio de 3T23.

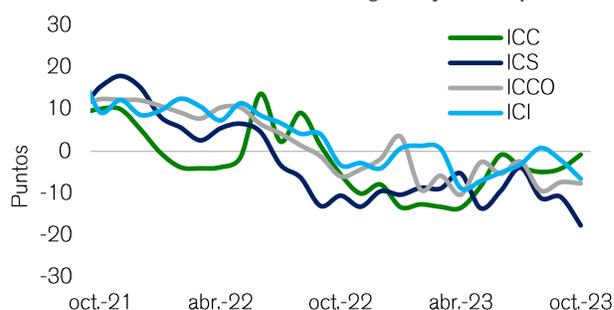
El lunar del agro sigue siendo los cultivos agrícolas, cuya duración del ciclo productivo ha sido inferior a la prevista. No obstante, y como era previsible para la parte final de 2023, la actividad cafetera se está recuperando y en

noviembre la producción fue de 1.3 millones de sacos de 60 kg, lo que representa un crecimiento de 21%.

Durante los primeros once meses de 2023, la producción de café sumó 11.1 millones de sacos, cifra inferior a los 11.5 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 contracción de 5% en septiembre y completó siete caídas consecutivas del producto. No obstante, la magnitud de las caídas durante el último mes parece estarse moderando (Gráfico 2).

Gráfico 4. Confianza de los hogares y las empresas



Fuente: Fedesarrollo y Sectorial. Elaboración IE - BAC. Series estandarizadas desde enero de 2018 a la fecha actual.

La actividad manufacturera, que concentra buena parte de la producción industrial, registró una contracción 6.9%. Este resultado se explicó principalmente por las fuertes caídas que registraron varios subsectores como el de vehículos (-59.2%), trilla de café (-31.1%) y equipo de transporte (-21.5%).

El índice PMI manufacturero, que es un indicador adelantado del comportamiento de las industrias manufactureras, se mantuvo por séptimo mes consecutivo en terreno de contracción (inferior a los 50 puntos). En efecto, la lectura en noviembre fue de 49.4 puntos y dejó el promedio preliminar de 4T23 en 48.8 puntos, apenas por encima de los 47.7 puntos promedio de 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 32.5%

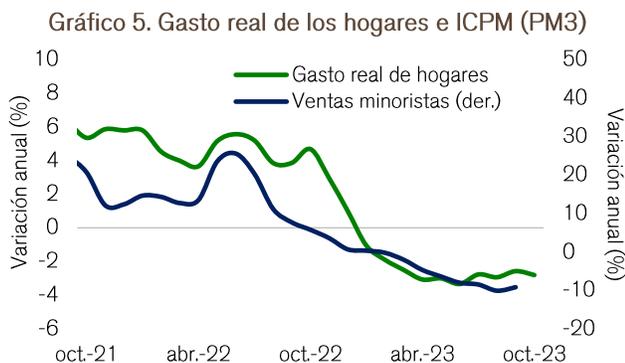


en septiembre. En lo corrido de 2023, este indicador registra una caída de 27.4%.

Algunas cifras de demanda de vivienda son consistentes con este pobre desempeño de las cifras de 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 50.7% en noviembre y completaron 17 meses consecutivos con variaciones negativas.

En línea con lo anterior, los lanzamientos de vivienda cayeron 54.6% durante el mismo mes, apenas mejorando la caída histórica de octubre. La disposición a comprar vivienda de los hogares, según las encuestas de Fedesarrollo, continúa cerca de los mínimos históricos que se alcanzaron durante la pandemia.

La producción de cemento gris registró una leve variación positiva de 1% en octubre, pero en lo corrido de 2023 acumula una caída de 2.6%. Asimismo, la producción de concreto se redujo 0.5% en septiembre y en su variación año corrido acumula un pobre crecimiento de 0.3%. En este indicador sobresale la fuerte caída de 8.7% de la producción de concreto destinada a obras civiles.



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

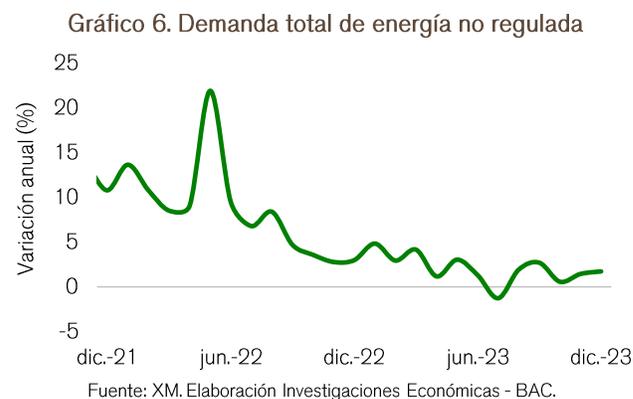
Por su parte, el subsector de suministro de electricidad, gas y agua registró un crecimiento de 4.6% en septiembre. En lo corrido de 2023, su ritmo de expansión promedia 2.3%, que es muy inferior al 4.3% promedio del mismo periodo de 2022.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al consumo privado y público, continuó con su fase de desaceleración y en septiembre registró un

crecimiento prácticamente nulo de 0.1%. Este ritmo de expansión en esta rama de actividad no se observaba desde comienzos de 2021.

El índice de ventas reales del comercio minorista se contrajo 9.3% en septiembre, afectado principalmente por la caída de 10.4% de las ventas reales de bienes durables. En lo corrido de 2023, las ventas minoristas registran una caída de 6.4%, muy en contraste con el crecimiento de 15.3% del periodo comparable de 2022.

Los subsectores minoristas que más contribuyeron a la caída en las ventas reales fueron los relacionados con ventas de vehículos y motocicletas (-30.5%), libros y papelería (-21.4%), y ferretería (-12.9%). Según cifras menos rezagadas de las ventas de vehículos publicadas por ANDEMOS, en noviembre las matrículas nuevas de vehículos cayeron 18.1%, con lo cual en lo corrido de 2023 la contracción acumulada asciende a 30%.



El sector de servicios completó cuatro meses consecutivos con caídas de sus ingresos reales. Según las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS), los ingresos reales del sector cayeron 1.2% en septiembre. En lo corrido del año, el crecimiento promedio en esta rama de actividad se sitúa en 1.1%, muy por debajo del crecimiento de 19.7% que mostraba durante el mismo periodo de 2022.

Los ingresos reales de los subsectores de servicios de transporte (-22.2%), de *call center* (-13.9%) y administrativos (-11.6%) 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 1.5% en octubre, la más modesta desde febrero de este año. Las exportaciones tradicionales cayeron 6.6%, donde sobresalen las caídas de 43.2% y 36.9% de las ventas externas de café y carbón, respectivamente. Las exportaciones no tradicionales, concentradas en agroindustria principalmente, registraron un crecimiento positivo de 6.2%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de las exportaciones de 19.4%, el más alto desde julio de 2022 (Gráfico 3). Esto coincide con el crecimiento de 13.6% que registraron los volúmenes de exportación durante el mismo mes.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron una caída de 23.9% en septiembre. Las compras externas siguen afectadas, principalmente, por la fuerte contracción de las importaciones de bienes de capital, las cuales cayeron 28.3%. En términos reales, las importaciones cayeron 21.8%, lo cual sigue siendo consistente con un débil comportamiento de la demanda interna.

Bajo este contexto, las exportaciones netas siguen contribuir de forma positiva al dinamismo de la demanda agregada de la economía (crecimiento positivo de las exportaciones y negativo de las importaciones). Lo anterior también apoya una expectativa de ajustes adicionales en el desbalance comercial de la economía para el futuro cercano.

Consistente con toda la información anterior, varios indicadores adelantados sugieren que el gasto agregado de la economía mantiene ritmos de expansión muy bajos en 4T23.

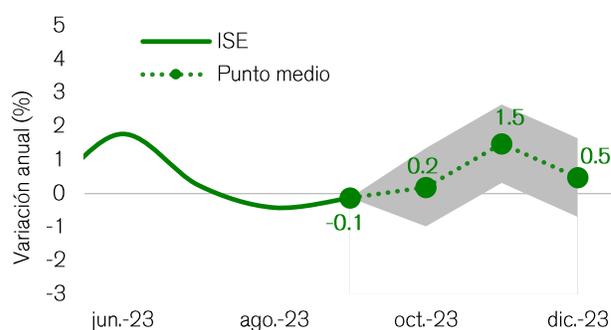
El Índice de Confianza de los Comerciantes (ICCO) y el Índice de Confianza de los Industriales (ICI), ambos producidos por Fedesarrollo, mostraron importantes deterioros en octubre que los sitúan por debajo de sus promedios de 3T23.

Por su parte, el Índice de Confianza de los Consumidores (ICC) en tendencia central, continúa recuperándose y en

octubre alcanzó máximos no vistos desde septiembre de 2022, 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 significativamente y cayó en el último mes a mínimos históricos (Gráfico 4).

El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, se contrajo por duodécimo mes consecutivo y en octubre cayó 2.3%. A pesar de lo anterior, en tendencia central la dinámica del consumo real parece estarse 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 0.3%, pero la magnitud de dichas caídas también se está moderando.

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



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

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 de la actividad económica en 4T23 similares a los de 3T23.

En efecto, la demanda de energía no regulada en noviembre creció 1.5% y en lo que va corrido del mes de diciembre su crecimiento se estima en 1.7% (Gráfico 6). Con esto, el crecimiento preliminar de 4T23 se ubica en 1.3%, similar al 1.1% de 3T23.

El gasto público, en respuesta a una postura fiscal contracíclica, sigue ganando tracción y contrarrestando parcialmente la debilidad del consumo y la inversión. En efecto, según las cifras de ejecución del Presupuesto



General de la Nación (PGN), el gasto primario en noviembre creció 14% en términos reales, alcanzando su mayor expansión desde marzo de 2021.

Teniendo en cuenta toda la información analizada anteriormente, pronosticamos para el ISE una variación de 0.2% en octubre. Con datos disponibles a tiempo real y de alta frecuencia, nuestro modelo *Nowcast* sugiere crecimientos del ISE de 1.5% y 0.5% para noviembre y diciembre, respectivamente (Gráfico 7).

Por lo anterior, el crecimiento de la economía en 4T23 estaría bordeando ritmos de 0.7%, mejorando los registros de 3T23. En consecuencia, mantenemos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB para todo 2023 en 1.1%.



## Mercado laboral

Los principales indicadores del mercado laboral han comenzado a incorporar los efectos negativos de la fuerte desaceleración que ha tenido la economía a lo largo de 2023, en línea con lo que habíamos anticipado (ver sección de “Mercado Laboral” en [IMCE – Noviembre de 2023](#)). Es de esperar que, ante el cierre previsto de los excesos de demanda y un bajo crecimiento económico, los resultados del mercado laboral sigan evidenciando desmejoras en el futuro cercano.

**Gráfico 8. Principales indicadores del mercado laboral\***



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

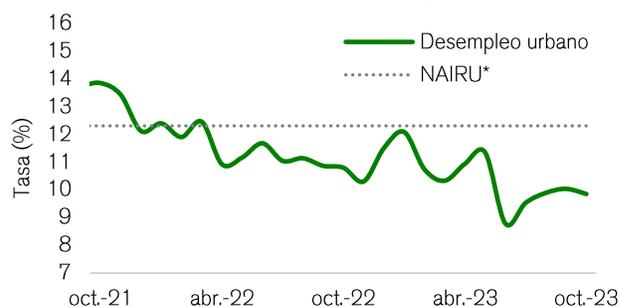
En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional aumentó en octubre hasta 9.9% (Gráfico 8), su nivel más alto desde el pasado mes de mayo. Por su parte, tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación descendió 0.8 p.p. hasta 57.3%, mientras que la tasa global de participación, que mide la oferta de trabajo potencial, tuvo una reducción mensual de 0.7 p.p. hasta 63.6%, un mínimo no visto desde marzo.

El desempleo nacional persiste por debajo de sus niveles estructurales (brecha de empleo positiva), teniendo en cuenta que para el total nacional se estima una tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés) cercana al 11%. No obstante, es de esperar que esta brecha positiva de empleo se cierre en los próximos meses.

Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas la situación es similar. La tasa de desempleo se sitúa en 9.9%, por debajo de la tasa NAIRU urbana que, según estimaciones de BanRep, se calcula

cerca del 12.5% (Gráfico 9). Sin embargo, desde los mínimos de 8.8% registrados en junio pasado, la tendencia del desempleo urbano ha sido claramente alcista.

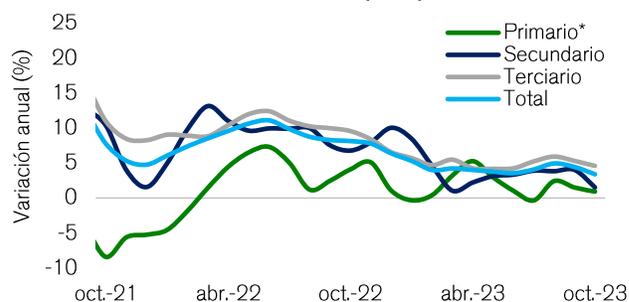
**Gráfico 9. Evolución del desempleo grandes ciudades**



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

A nivel sectorial, la generación de empleos en las diferentes ramas de actividad ha mostrado desmejoras en meses recientes y sus crecimientos siguen siendo inferiores a lo observado un año atrás (Gráfico 10). Esto también es consistente con la fase de desaceleración que actualmente registra la economía.

**Gráfico 10. Generación de empleo por ramas (PM3)**



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

Durante el último trimestre móvil con corte a septiembre, la ocupación de la cadena primaria registró un crecimiento de 0.9%, siendo la rama de actividad que evidencia el menor ritmo de creación de empleos (Gráfico 10). No obstante, la demanda de trabajo en este sector es la única que no se ha desacelerado significativamente en meses recientes.

Por su parte, el crecimiento del acervo de ocupados en el sector secundario se desaceleró hasta 1.5%, su menor



registro desde 1T23. La dinámica de la ocupación en el sector terciario también se sigue desacelerando y se situó en 4.6%, el crecimiento más bajo desde 2T23.

En este entorno, los sectores de comercio, industria y actividades financieros registraron reducciones de 135, 108 y 55 mil ocupados durante el último año con corte a octubre, respectivamente, siendo los únicos que aportaron negativamente al acervo de ocupados de la economía.

Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron los de alojamiento y servicios de comida, administración pública y actividades inmobiliarias, los cuales tuvieron un incremento en su nivel de ocupación de 268, 191 y 83 mil personas, en ese mismo orden.



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

La creación de empleos asalariados sigue superando la de empleos no asalariados, así como la dinámica del empleo formal que sigue superando la informalidad. Esto es consistente con un mejor desempeño de los sectores secundario y terciario, relativo al sector primario, donde la demanda de trabajo se concentra en empleos no asalariados e informales.

En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados fue de 3.4% en el último mes, mientras que el crecimiento de la demanda de empleo no asalariado fue de 0.7%. Por su parte, el crecimiento del empleo formal fue 2.3%, superior al 1% del acervo de empleos informales.

Bajo este contexto, la inflación de los salarios nominales se mantiene alta y fue de 12.1% en septiembre. 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 (Gráfico 11). En principio, la menor dinámica de la demanda de trabajo debería estar restando presiones inflacionarias a los salarios nominales.

En términos reales, la inflación salarial fue 1.1%, la más alta desde julio de 2022, consecuencia de los menores niveles de inflación al consumidor desde abril de este año. Esta mejora del salario real podría apoyar un mejor comportamiento del gasto de los hogares en el futuro cercano.

Esperamos que la evolución de la generación de empleos se siga moderando y que la tasa de desempleo siga en ascenso, 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 el promedio-año 2023 en 10.1%.



## Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 0.47% en noviembre, en línea con nuestra expectativa y la del consenso de analistas. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC se situó por encima del promedio histórico de 0.23% para el mismo mes, aunque por debajo del 0.77% de noviembre de 2022.

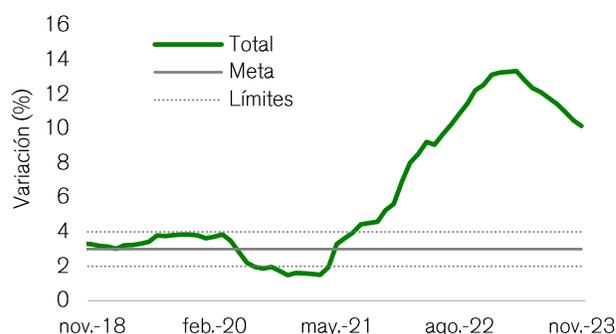
Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de -0.45% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos cayeron 4.49% frente al mes anterior, favorecidos por condiciones climáticas y unos amplios niveles de abastecimiento a nivel nacional. Por su parte, los precios de los alimentos procesados aumentaron 0.67%, incorporando en parte el efecto de la entrada en vigor del impuesto saludable a bebidas azucaradas y alimentos ultraprocesados.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 1.85%, el más alto dentro de los componentes del IPC. El subcomponente que más contribuyó positivamente en este resultado fue el IPC de energía eléctrica, cuya variación mensual fue de 5.89%. Este incremento obedece al ajuste de tarifas de energía que estuvo rezagado por más de un año, así como por la necesidad de las comercializadoras de recuperar la diferencia generada por la opción tarifaria en los precios.

El IPC de combustibles también tuvo un incremento importante y registró una variación mensual de 3.6%. Lo anterior estuvo afectado por el aumento decretado en los precios de la gasolina en el marco de la estrategia del Gobierno para cerrar el déficit del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC).

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual de 0.09%. Allí sobresale el aumento de 0.62% que registraron los precios de las bebidas alcohólicas y cigarrillos, en contraste con el IPC de vehículos y autopartes que registró, por quinto mes consecutivo, una caída mensual de 0.51%.

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 0.46%. Se destaca en esta canasta el aumento de 0.83% que tuvo el IPC de restaurante y bares, sensible a los efectos del impuesto saludable que rige desde noviembre. El IPC de arrendamientos registró una variación mensual de 0.49% y fue el segundo más alto dentro de este componente.

De esta forma, la inflación anual del IPC se desaceleró por octavo mes consecutivo y se ubicó en 10.15%, su nivel más bajo desde junio de 2022 (Gráfico 12). La inflación del IPC de alimentos se redujo hasta 8.25% y le restó 0.32 p.p. a la dinámica de la inflación entre octubre y noviembre (Tabla 1). Por su parte, la inflación del IPC de regulados se aceleró hasta 16.92% y sigue siendo la canasta que registra la mayor inflación dentro de los componentes del IPC.

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

	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont. p.p.	Tendencia
	nov.-22	nov.-23	oct.-23	nov.-23		
<b>Total</b>	<b>0.77</b>	<b>0.47</b>	<b>10.48</b>	<b>10.15</b>	<b>-0.33</b>	↓
Alimentos	1.50	-0.45	10.36	8.25	-0.32	↓
Regulados	0.36	1.85	15.22	16.92	0.29	↑
Bienes	1.07	0.09	9.50	8.45	-0.20	↓
Servicios	0.50	0.46	9.07	9.03	-0.02	↓

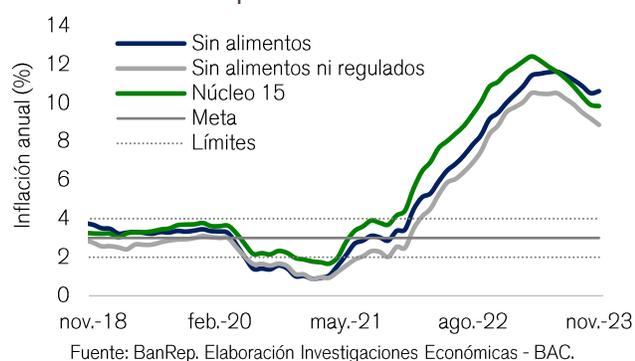
Fuente: Banco de la República. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.



La inflación del IPC de bienes se desaceleró hasta 8.45% y le aportó negativamente al comportamiento de los precios en el último mes, después del IPC de alimentos. Por su parte, la inflación del IPC de servicios fue 9.03%, levemente inferior al 9.07% de octubre, 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 9.77%, su registro más bajo desde octubre de 2022, pero continúa muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos fue 10.61%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 9.84%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 8.86%, un mínimo no observado en los últimos 12 meses (Gráfico 13).

Gráfico 13. Principales medidas de inflación núcleo



Las expectativas de inflación volvieron a descender durante el último mes, pero en el balance permanecen por encima de la meta de BanRep. Las expectativas de los analistas a 1 y 2 años descendieron hasta 5.72% y 3.97%, respectivamente, mientras que a horizontes de 5 años lo hicieron hasta 3.3%. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES también se redujo hasta 6.33% (Gráfico 14). Las expectativas de cierre de la actual vigencia cayeron hasta 9.54%, pero las de cierre de 2024 aumentaron hasta 5.32%.

Para el mes de diciembre pronosticamos una variación mensual de 0.69% en el IPC. Por lo anterior, ahora estimamos que la inflación cierre 2023 en niveles del orden de 9.5%, levemente inferior a nuestro pronóstico preliminar de 9.8%.

Seguimos advirtiendo que el proceso de convergencia de la inflación hacia el rango meta de BanRep en 2024 será lento. Además, creemos que esta convergencia sólo se completaría hacia el año 2025, donde la inflación retornaría al rango meta de 2% - 4%.

Gráfico 14. Expectativas de inflación analistas vs mercado



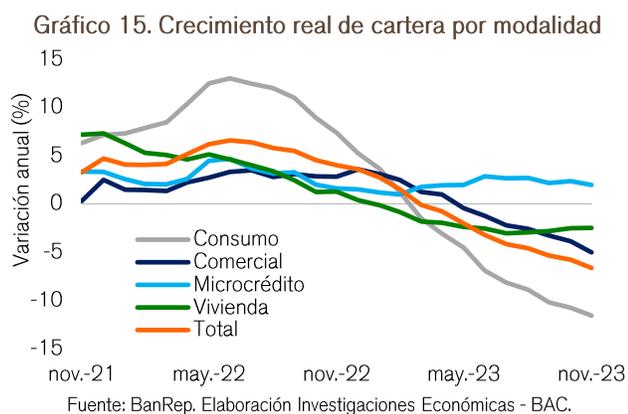
Según su calendario de 2023, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) no tomó decisiones de tasas de interés durante el mes de noviembre.

Esperamos que BanRep mantenga estable su tasa de referencia en 13.25% durante su última reunión del año en diciembre. Seguimos anticipando estabilidad en estos niveles hasta finales de 1T24, pero advertimos que la discusión de la JDBR sobre el momento de iniciar los recortes de tasas de interés seguirá intensificándose en los próximos meses.



## 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.



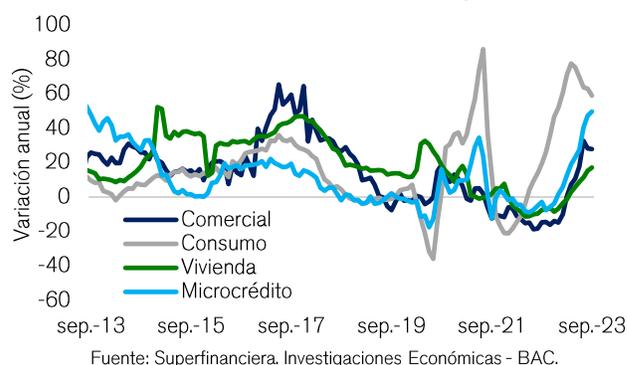
En términos reales (descontando inflación), el saldo de la cartera total de créditos se contrajo 6.6% en noviembre. Los créditos hacia los hogares registraron una reducción de 8.8%, mientras que las colocaciones hacia las empresas cayeron 4.7% (Gráfico 15).

Por modalidades, la cartera de microcrédito sigue siendo la única con crecimientos reales positivos y en noviembre su expansión fue 2%. Si bien esta modalidad sigue apoyada 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, en los últimos meses se ha venido desacelerando y el ritmo del último mes fue el más bajo desde el pasado mes de junio.

Por su parte, la cartera de vivienda registró una variación negativa de 2.5%, seguida por la cartera comercial que cayó 5%. La cartera de consumo, como lo indicamos previamente, sigue siendo la más afectada y registró en noviembre una variación real negativa de 11.6%.

En este entorno, varios indicadores continúan evidenciando un riesgo de impago en el sistema elevado. En algunas modalidades, como la de consumo, dicho riesgo es comparativamente más alto, con un deterioro significativo en la calidad de la cartera que sigue restringiendo la oferta de este tipo de créditos.

**Gráfico 16. Evolución de cartera vencida por modalidad**



Con información disponible al corte de septiembre, el crecimiento del saldo de la cartera vencida del sistema fue de 41.4%, un ritmo considerablemente alto. No obstante, esta dinámica de la cartera vencida se viene moderando desde los máximos de 44% que alcanzó el pasado mes de julio.

Todas las modalidades siguen registrando variaciones positivas en su cartera vencida, pero las de consumo y la comercial han comenzado a moderarse (Gráfico 16). El crecimiento más elevado lo sigue mostrando la modalidad de consumo con 59%, seguida de microcrédito con ritmos del 49.7%. Por su parte, la cartera vencida de la modalidad comercial crece a ritmos del 27.9% y la de vivienda lo hace a tasas del 17.1%.

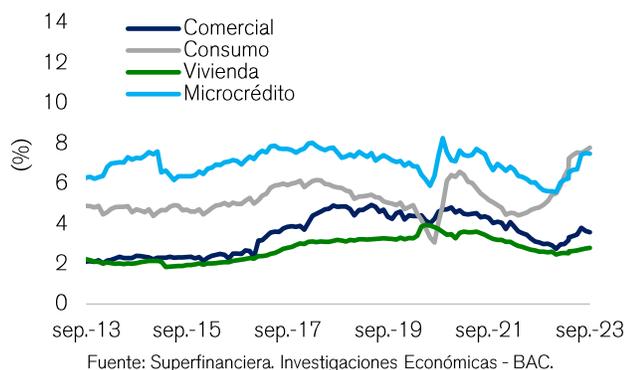
En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se ubicó en 4.9% en septiembre y permanece en máximos no registrados desde febrero de 2021. El ICV para consumo sigue siendo el más alto por modalidades, alcanzando niveles de 7.8% que no se registraban desde 2009. Le siguen el ICV de microcrédito, comercial y vivienda con niveles de 7.5%, 3.6% y 2.8%, respectivamente (Gráfico 17).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total, una buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema,



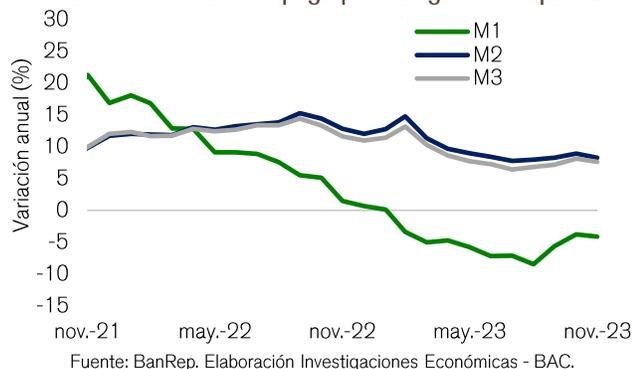
registra crecimientos elevados del orden del 9.5%, aunque ha venido descendiendo desde los máximos 13.4% alcanzados a mitad de este año. Esto seguirá afectando la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito, el cual se sitúa en 0.9%.

**Gráfico 17. Comportamiento de la calidad de la cartera**



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 por liquidez en la economía y la desaceleración de la actividad.

**Gráfico 18. Medios de pago por categoría de liquidez**

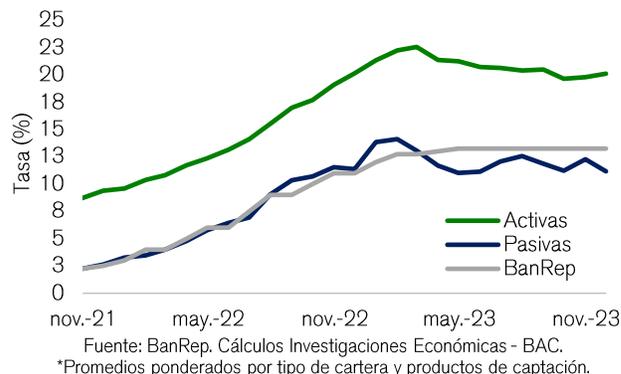


De esta manera, la base monetaria presentó una contracción de 0.2% en noviembre. Allí sobresale la baja dinámica del efectivo circulante, que tuvo una contracción de 1.9%.

El medio de pago de mayor liquidez, el M1, registró una caída de 4.1% (Gráfico 18), afectado principalmente por retrocesos en los depósitos en cuentas corrientes de 7.1%. 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, se han estabilizado en meses recientes y crecen a ritmos del orden de 8.3% y 7.6%, respectivamente.

Consecuencia de lo anterior, la brecha negativa entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema (medidos a través del M3) se acentuó en el último mes y se ubicó en -2.8 p.p. Esto continúa liberando presiones de liquidez en el sistema financiero asociadas a la dinámica de la cartera, así fricciones sobre las tasas de interés de corto plazo del sistema financiero.

**Gráfico 19. Tasas de interés del sistema financiero\***



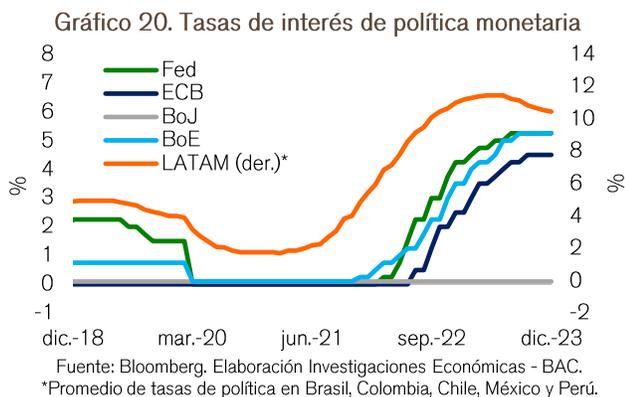
En este entorno, las tasas de interés se han mantenido relativamente estables en los últimos meses y se mantienen por debajo de los máximos registrados en 1T23 (Gráfico 19). Las tasas de colocación en lo corrido de 4T23 se sitúan en 20%, levemente inferior al 20.2% promedio de 3T23. Por su parte, las tasas de captación se ubican en promedio cerca de 11.7%, un poco por debajo del 11.9% del trimestre anterior (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 de actividad en el frente externo sigue reforzando la tesis de un aterrizaje suave de la economía mundial en 2023-2024. La inflación global continúa desacelerándose, aunque en buena parte del mundo todavía se mantiene por encima de las respectivas metas de los Bancos Centrales (BC), especialmente las medidas de inflación básica.

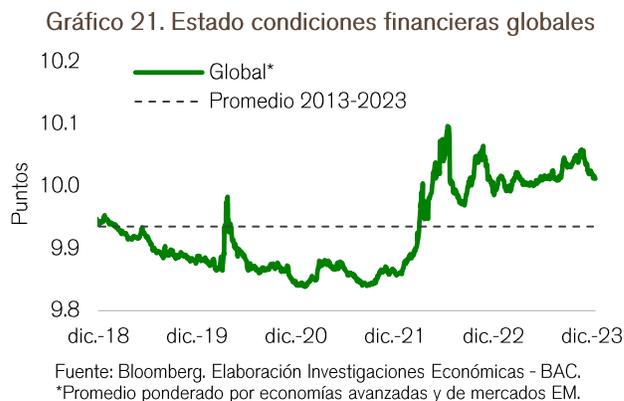


En este entorno, los principales BC en economías avanzadas mantuvieron estables sus tasas de intervención en el último mes y confirmaron el fin del ciclo de endurecimiento monetario que inició a principios de 2022 (Gráfico 20).

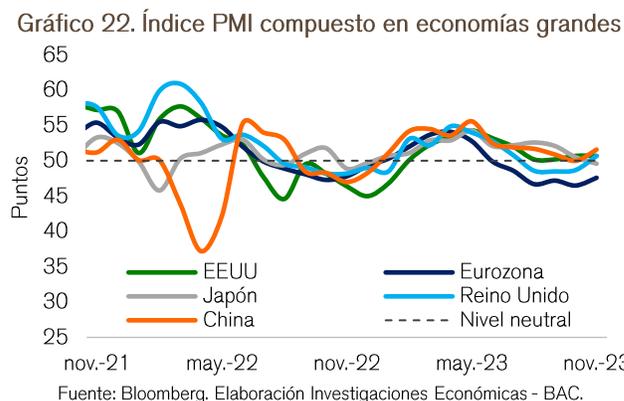
En EEUU, la Fed decidió mantener inalterada su tasa de intervención en 5.25% - 5.5%, en línea con nuestras expectativas. A diferencia de meses previos, la probabilidad de una flexibilización monetaria en 2024 aumentó notablemente y el ciclo completo de recortes en las tasas de interés ahora sería de hasta 75 pbs (ver “El techo es un hecho” en [CE – Diciembre 14 de 2023](#)). Los mercados financieros están descontando un ciclo de recortes de hasta 150 pbs el próximo año.

En LATAM, algunos BC siguen recortando sus tasas de interés, aliviados por unas menores dinámicas de la inflación observada y esperada. En consecuencia, las perspectivas de crecimiento para estas economías en 2024 han mejorado, al tiempo que la fase de desaceleración de la actividad en muchas de ellas se ha estabilizado.

Bajo este contexto, las condiciones financieras internacionales se tornaron menos apretadas durante el último mes, favorecidas por el fin del endurecimiento monetario mundial. Sin embargo, según varias mediciones, dichas condiciones todavía permanecen en niveles restrictivos y superiores a sus promedios históricos (Gráfico 21).



Como lo explicamos en un informe reciente, es de esperar que las condiciones financieras se sigan suavizando en el futuro cercano, aún cuando en varias economías avanzadas las tasas de interés de política monetaria sólo descenderían hacia mediados de 2024 (ver “Focos de inversión 2024” en [CE – Diciembre 6 de 2023](#)). Esto favorecería reducciones en las tasas de interés de los mercados de deuda, una menor cotización del dólar y un incremento en el apetito por riesgo de los inversionistas.



Por su parte, los últimos datos del índice PMI compuesto en las grandes economías siguen confirmando la tesis del



aterriaje suave, en medio de la actual fase de desaceleración global.

El PMI compuesto de EEUU, Reino Unido y China supera la barrera de los 50 puntos y se sitúa en zona de expansión. Aunque el PMI de la Eurozona permanece en zona de contracción (por debajo de 50 puntos), en los últimos meses ha venido mostrando mejoras que son consistentes con otros datos de actividad (Gráfico 22).

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento económico promedio durante 3T23 fue de 1.3%, ligeramente inferior a la expansión de 1.6% de 2T23. Sin embargo, dichos crecimientos siguen estando muy por debajo de los registros de trimestres anteriores.

Lo anterior, además, sigue ocultando un grado de heterogeneidad muy elevado entre las principales economías de la región. En efecto, mientras que las economías de México, Brasil y Chile registraron expansiones de 3.4%, 0.8% y 0.7% en 3T23, respectivamente, las economías de Perú y Argentina mostraron contracciones de 1% y 0.7%, 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 volvió a descender. La probabilidad de recesión en la Eurozona se ubica en niveles del orden de 65%, mientras que para EEUU la probabilidad de recesión descendió a 50%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión es de apenas 26%.



## Proyecciones Económicas

	2021	2022	2023(p)	2024(p)		
<b>Demanda agregada</b>						
PIB (%)	10.7	7.3	1.1	1.5		
Consumo privado (%)	14.8	9.5	1.3	0.7	↑	↑
Gasto público (%)	10.3	0.3	3.3	6.0	↓	↓
Inversión fija (%)	11.2	11.4	-7.6	7.0	↑	↑
Demanda interna (%)	13.6	9.4	-3.8	1.6	↓	↑
Exportaciones (%)	14.8	14.8	5.3	2.1	↑	↑
Importaciones (%)	28.7	22.3	-14.9	0.6	↓	↓
<b>Sectores actividad económica</b>						
Agropecuario (%)	3.1	-1.8	0.9	0.3	↑	↓
Comercio (%)	20.9	11.1	-2.2	-0.2	↓	↓
Construcción (%)	5.7	6.5	-4.7	3.0	↓	↓
Financiero (%)	3.4	6.5	6.5	1.3	↓	↓
Industria (%)	16.4	9.8	-3.7	0.8	↓	↑
Minería (%)	0.2	1.6	4.9	1.6	↑	↑
<b>Precios, tasas de interés y desempleo</b>						
Inflación (final del periodo %)	5.6	13.1	9.5	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	10.0	8.5	↓	↓
Tasa de desempleo nacional (%)	13.8	11.2	10.1	10.5		↑
<b>Sector externo</b>						
Tasa de cambio (promedio anual)	3749	4246	4355	4300		
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4810	4150	4150		↑
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-5.7	-6.2	-2.5	-3.1	↑	↑
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.1	5.0	4.5	3.4	↓	↓
<b>Finanzas públicas</b>						
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-7.1	-5.3	-4.3	-4.5		
Saldo deuda neta total GNC (% del PIB)	60.8	57.9	55.8	57.1		

Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Convenciones de flechas (↑ ↓) indican revisión de proyecciones.



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

---

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.

---