



## Informe Mensual Coyuntura Económica

### Investigaciones Económicas

#### Resumen

- *Los datos de 4T23 sugieren que la actividad económica se habría recuperado ligeramente frente a los resultados de 3T23, aunque a ritmos de expansión muy bajos. La información preliminar de 1T24, aún escasa, apunta a una nueva contracción del PIB. El sector secundario sigue siendo el más afectado por el desplome de la inversión fija, mientras que el terciario continúa perdiendo impulso. El sector primario es el único que ha ganado algo de tracción.*
- *El mercado laboral sigue incorporando 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 en noviembre alcanzó máximos de varios meses. En este entorno, la inflación de salarios nominales se mantiene elevada, pero las presiones de demanda asociadas al ciclo económico se siguen moderando.*
- *La inflación al consumidor cerró el año en 9.3% y las expectativas de inflación se han moderado en el balance. No obstante, en ambos casos permanecen muy por encima de la meta de inflación de 3%. En este entorno, BanRep anticipó su ciclo de flexibilización monetaria y redujo la tasa de interés de referencia en 25 pbs hasta 13%.*
- *La demanda de créditos permanece débil, en línea con el ciclo de desaceleración de la actividad económica. 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 restrictivos para la demanda de nuevos préstamos en la economía.*
- *El entorno global de menor inflación y bajo crecimiento económico reforzó el fin del endurecimiento monetario de los principales bancos centrales del mundo. En LATAM ya son varios emisores los que iniciaron el ciclo de recortes en las tasas de interés, apoyados por una inflación que se ha acercado a las respectivas metas de política monetaria. Bajo este contexto, las condiciones financieras globales 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)

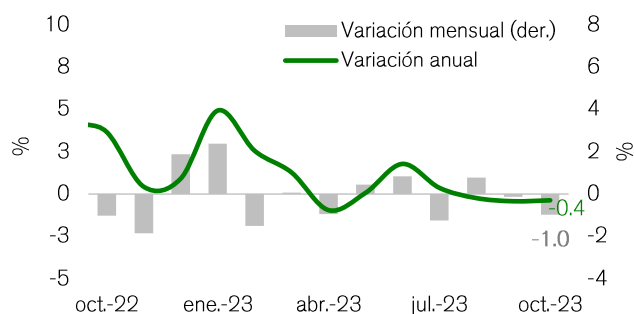
**Fabio D. Nieto**  
Economista Jefe  
[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)



## Actividad económica

Las cifras de actividad de 4T23 sugieren que el PIB habría registrado un desempeño levemente mejor frente al trimestre previo, aunque con ritmos de expansión prácticamente pegados al 0%. El rebote estimado se sustentaría, principalmente, por una baja base estadística 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.

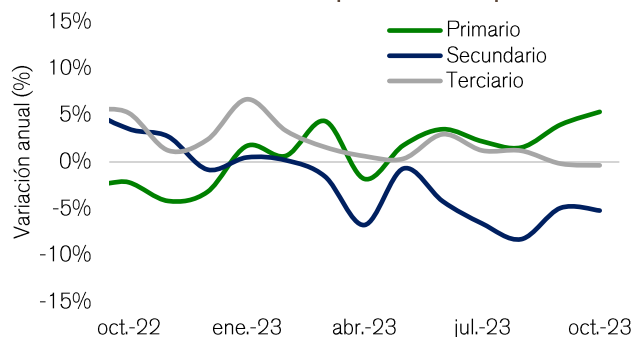
La dinámica del consumo se mantiene débil, afectada por un entorno de inflación y tasas de interés elevadas. La inversión se sigue contrayendo, en un entorno de elevada carga financiera para los agentes y un ambiente adverso para los negocios. La mayor ejecución del gasto público estaría compensando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

El sector terciario continúa liderando el crecimiento económico, pero lo hace a ritmos inferiores a lo observado en trimestres pasados. El sector primario sigue ganando tracción, si bien permanece rezagado frente al resto de ramas de actividad en sus niveles de actividad. 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 su mayor caída mensual desde el pasado mes de julio y se redujo 1% en octubre (Gráfico 1). En términos de su variación anual, el crecimiento del

ISE en su serie original completó tres meses consecutivos en zona de contracción y anotó un retroceso de 0.4%, por debajo de nuestras expectativas (ver sección de “Actividad económica” en [IMCE – Diciembre de 2023](#)).

Gráfico 2. Evolución del ISE por cadena de producción



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El ISE de la cadena **primaria** creció 5.4% en octubre, siendo la expansión más alta desde mayo de 2022. Su nivel de producción se sitúa aún por debajo de los valores pre-pandemia, pero dado este reciente buen comportamiento dicha brecha se sigue cerrando.

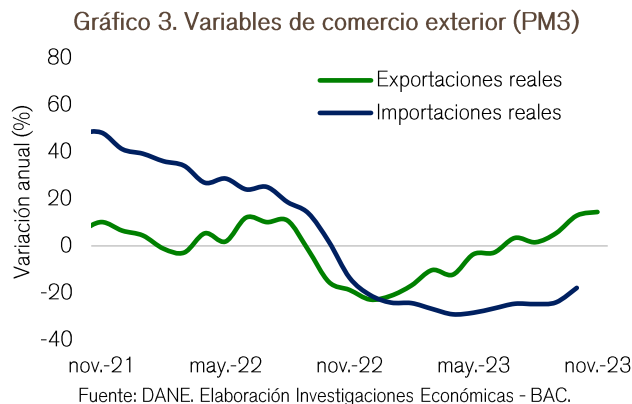
En la minería, la producción de carbón se sigue recuperando a un paso significativo en los últimos meses. Según cifras del subíndice de producción industrial ligada a carbón, durante los diez primeros meses del 2023 la producción de este mineral creció 8.8% y en octubre anotó un crecimiento de 18.6%.

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 continúa ganando terreno. En octubre la producción de crudo registró un crecimiento de 2.8%, con lo cual la producción mensual promedio en 2023 habría sido de 775 mil barriles-día. Esto representa un crecimiento preliminar de 3.5% frente al mismo periodo de 2022.

En el sector agropecuario, la finalización del choque de costos-oferta ha permitido mejorar los márgenes de comercialización, algo que sumado a mejores condiciones climáticas 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, algo que obedece a unas menores exportaciones y también a cambios en hábitos de consumo de los hogares.



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.

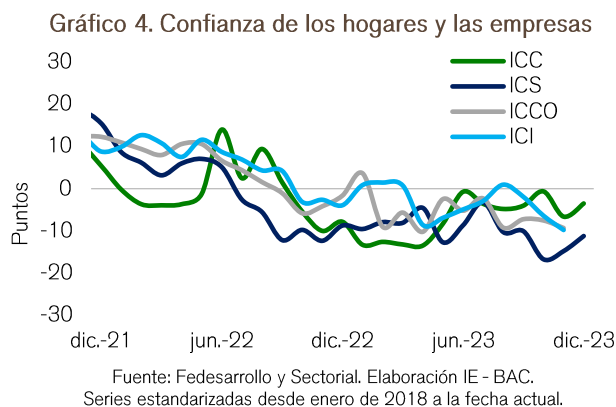
En los cultivos agrícolas, y como era previsible para la parte final de 2023, la actividad cafetera se recuperó y en diciembre la producción fue de 1.2 millones de sacos de 60 kg. Esto representa un crecimiento sobresaliente de 24.4%. Para todo 2023, la producción de café sumó 11.3 millones de sacos, cifra superior a los 11 millones del mismo periodo de 2022. En términos de su variación, lo anterior equivale a un crecimiento de 2.4% en la producción.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital fijo, registró una contracción de 5.2% en octubre y completó ocho caídas consecutivas del producto (Gráfico 2).

La actividad manufacturera, que concentra buena parte de la producción industrial, registró una contracción de 5.9% y en promedio durante los primeros diez meses del 2023 cayó 4.5%. Este resultado se explica, principalmente, por las fuertes caídas que han registrado varios subsectores como el de vehículos (-25.8%), químicos y farmacéuticos (-4.3%), y textiles y calzado (-13.3%).

El índice PMI manufacturero, que es un indicador adelantado del comportamiento de las industrias

manufactureras, tras permanecer siete meses consecutivos por debajo de los 50 puntos retornó a terreno expansivo. En efecto, la lectura en diciembre fue de 52 puntos, con lo cual el promedio de 4T23 fue de 49.8 puntos y superó el promedio de 47.7 puntos de 3T23.



El sector de la construcción también 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 12.4% en octubre. En el acumulado del año de 2023, este indicador registra una caída de 25.9%.

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. 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 su mayor caída desde el pasado mes de abril, con una contracción de 6.8% en noviembre. Con esta información disponible, la producción de este insumo habría caído 3% en 2023. Asimismo, la producción de concreto se redujo 3.6% en octubre y en su variación año corrido acumula una caída de 0.1%. En este indicador sobresale el desplome de

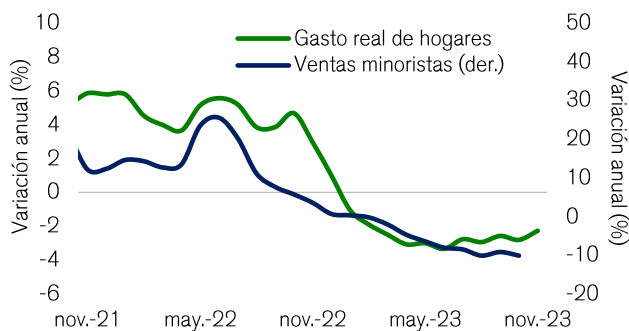


6.4% en la producción de concreto destinada al sector de las edificaciones.

Por su parte, el subsector de suministro de electricidad, gas y agua registró un crecimiento de 3.7% en octubre. En lo corrido de 2023, su ritmo de expansión habría promediado 2.5%, que es muy inferior al 3.9% promedio del mismo periodo de 2022.

El ISE terciario, que mide el comportamiento de sectores ligados al consumo privado y público, ha profundizado su desaceleración. De hecho, en octubre se contrajo por segundo mes consecutivo y cayó 0.4%, comportamiento no observado desde comienzos de 2021.

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 11% en octubre, afectado principalmente por la caída de 12.9% de las ventas reales de bienes durables. Con la información disponible del año 2023, las ventas minoristas registraron una caída de 6.9%, muy en contraste con el crecimiento de 14% del periodo comparable de 2022.

Los subsectores minoristas que más contribuyeron a la caída en las ventas reales durante el último mes fueron los relacionados con ventas de vehículos y motocicletas (-28.3%), vestidos y textiles (-12.3%), y alimentos (-3.5%). Según cifras menos rezagadas de las ventas de vehículos publicadas por ANDEMOS, en diciembre las matrículas nuevas de vehículos cayeron 9.3%, con lo cual durante el 2023 la contracción fue de 28.3%, similar a las registradas durante la pandemia.

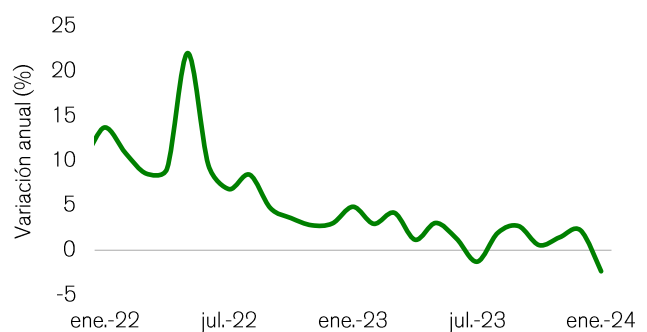
El sector de servicios completó cinco meses consecutivos con caídas de sus ingresos reales. Según las cifras de la

Encuesta Mensual de Servicios (EMS), los ingresos reales del sector cayeron 4% en octubre. En lo observado del 2023, el crecimiento promedio en esta rama de actividad fue 0.7%, muy por debajo del crecimiento de 18.7% que mostraba durante el mismo periodo de 2022.

Los ingresos reales de los subsectores de servicios de transporte (-21.1%), de *call center* (-17.9%) y administrativos (-13.2%) 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 9% en octubre. Las exportaciones tradicionales cayeron 20.6%, donde sobresalen las caídas de 24.3%, 19.5% y 14.7% de las ventas externas de carbón, petróleo y café, respectivamente. Las exportaciones no tradicionales, concentradas principalmente en agroindustria, registraron un crecimiento de 10.7%.

Gráfico 6. Demanda total de energía no regulada



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de las exportaciones de 16.4% (Gráfico 3). Esto coincide con el crecimiento de 24.4% 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 10.1% en octubre. Las compras externas siguen afectadas, principalmente, por la fuerte contracción de las importaciones de bienes intermedios destinados a la industria, las cuales cayeron 23.3%. En términos reales, las importaciones cayeron



5.9%, 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 (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, contribuyendo al cierre del déficit de cuenta corriente de la economía y a la tendencia de apreciación de la tasa de cambio (ver sección de “Mercado local” en [IMC – Diciembre de 2023](#)).

Consistente con toda la información anterior, varios indicadores adelantados de actividad sugieren que el gasto agregado de la economía habría mantenido ritmos de expansión muy bajos en 4T23. De hecho, la información disponible de 1T24 apunta a contracciones del producto que superarían las registradas en 3T23.

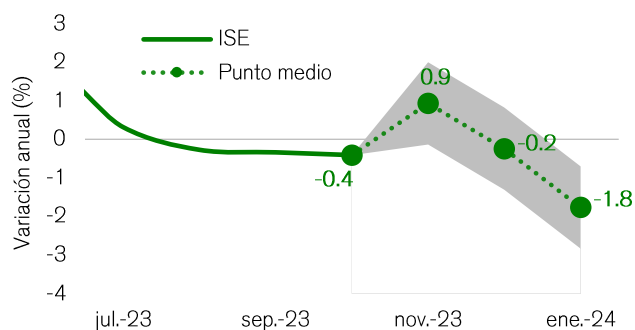
La confianza de hogares y de empresas permanecen en niveles bajos, anticipando una menor dinámica del consumo y de la inversión en el futuro cercano. El Índice de Confianza de los Comerciantes (ICCO) y el Índice de Confianza de los Industriales (ICI), ambos producidos por Fedesarrollo, se siguieron deteriorando en noviembre y se sitúan por debajo de sus promedios de 3T23.

Asimismo, el Índice de Confianza de los Consumidores (ICC) permanece en niveles negativos, si bien se ha venido recuperando a paso muy lento en meses previos. 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 mantuvo cerca a sus mínimos históricos (Gráfico 4).

El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, se contrajo por treceavo mes consecutivo y en noviembre cayó 1.6%. 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 0.5% y la magnitud de dichas caídas también se está moderando.

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 crecimientos de la actividad económica en 4T23 similares a los de 3T23. No obstante, la información de 1T24 apunta a contracciones en los niveles de actividad (Gráfico 6).

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



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

Por su parte, el gasto público primario, en respuesta a una postura fiscal contra-cíclica, sigue ganando tracción y contrarrestando parcialmente la debilidad del consumo y la inversión privada. 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 ritmo de expansión desde marzo de 2021.

Teniendo en cuenta toda la información analizada anteriormente, pronosticamos para el ISE una variación de 0.9% en noviembre. Con datos disponibles a tiempo real y de alta frecuencia, nuestro modelo *Nowcast* sugiere decrecimientos del ISE de 0.2% en diciembre y 1.8% en enero (Gráfico 7).

Por lo anterior, el crecimiento de la economía en 4T23 estaría bordeando un ritmo de 0.1%, que si bien mejora la contracción de 3T23 sigue siendo un registro mediocre. **Mantenemos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB para todo 2023 en 1.1%, pero advertimos un ligero sesgo a la baja dada la información reciente.** Para 2024, esperamos un crecimiento del PIB de 1.5%.

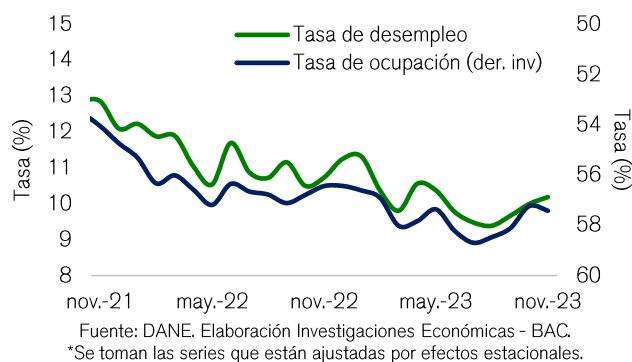




## Mercado laboral

Los principales indicadores del mercado laboral siguen incorporando los efectos negativos de la fuerte desaceleración que tuvo la economía a lo largo de 2023. Es de esperar que, ante el cierre previsto de los excesos de demanda y un bajo crecimiento económico, la demanda de empleo y los niveles de ocupación laboral continúen evidenciando ciertas desmejoras en el futuro cercano.

Gráfico 8. Principales indicadores del mercado laboral\*



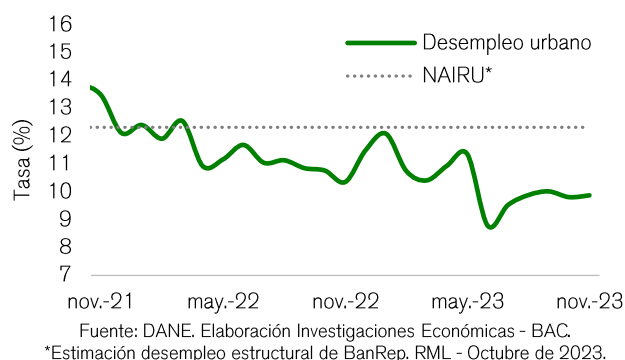
En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional aumentó en noviembre hasta 10.2% (Gráfico 8), su nivel más alto desde el pasado mes de mayo. En contraste con lo anterior, la tasa de ocupación en su serie desestacionalizada aumentó hasta 57.4%, mientras que la tasa global de participación, que mide la oferta de trabajo potencial, hizo lo propio hasta 63.6%.

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, el cierre de esta brecha ya inició y es de esperar que continúe 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 del año pasado, la tendencia del desempleo urbano ha sido claramente alcista.

A nivel sectorial, las dinámicas de generación de empleo en las principales ramas de actividad siguen mostrando desmejoras, con crecimientos inferiores a los observados un año atrás (Gráfico 10). Esto también es consistente con la fase de desaceleración que actualmente registra la economía.

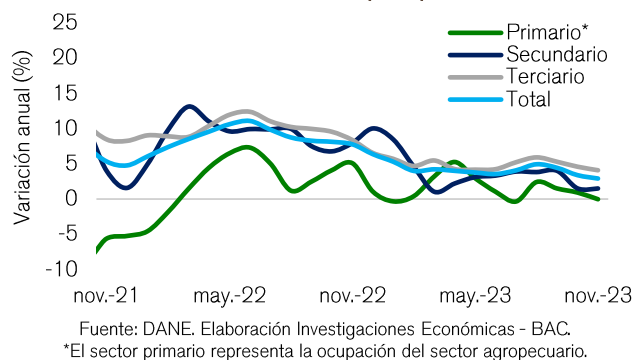
Gráfico 9. Evolución del desempleo grandes ciudades



Durante el último trimestre móvil con corte a noviembre, la ocupación de la cadena primaria tuvo una variación nula, siendo la rama de actividad que evidencia el menor ritmo de creación de empleos (Gráfico 10).

El crecimiento del acervo de ocupados en el sector secundario se ha desacelerado hasta 1.5%, su menor registro desde 1T23. Por su parte, la dinámica de la ocupación en el sector terciario se desaceleró hasta 4.1%, el crecimiento más bajo desde 1T21.

Gráfico 10. Generación de empleo por ramas (PM3)



En este entorno, los sectores de comercio e industria registraron reducciones de 151 y 12 mil ocupados durante el último año con corte a noviembre,



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 transporte y almacenamiento, la construcción, y el de alojamiento y servicios de comida, los cuales tuvieron un incremento en su nivel de ocupación de 297, 121 y 110 mil personas, en ese mismo orden.



En este entorno, la creación de empleos no asalariados superó la de empleos asalariados en el último mes, al tiempo que la dinámica del empleo informal superó la del empleo formal. Esto es consistente con la desaceleración económica, pero también con una recuperación en el desempeño de sector primario, donde la demanda de trabajo tiende a concentrarse más en empleos no asalariados e informales relativo a los sectores secundario y terciario.

En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados fue de 2% en noviembre, mientras que el crecimiento de la demanda de empleo no asalariado fue de 3.1%. Por su parte, el empleo formal creció 2.7%, inferior al 5% del acervo de empleos informales.

Bajo este contexto, la inflación de los salarios nominales se mantiene alta y fue de 11.9% en octubre. 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 en los últimos 18 meses (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 1.4%, la más alta desde junio de 2022, consecuencia de los menores niveles de inflación al consumidor desde abril del 2023. 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 0.45% en diciembre, inferior a nuestra expectativa y a la del consenso de analistas. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC se situó ligeramente por encima del promedio histórico de 0.41% para el mismo mes, aunque por debajo del 1.26% de diciembre de 2022.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de -0.42% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos cayeron 3.73% frente al mes anterior, favorecidos por condiciones climáticas y unos elevados niveles de abastecimiento a nivel nacional. Por su parte, los precios de los alimentos procesados aumentaron 0.46%.

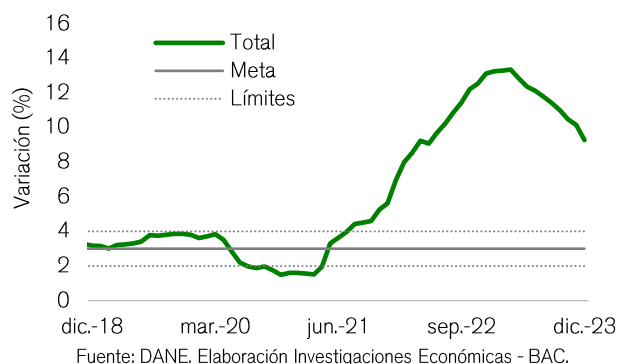
El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.99%, el más alto dentro de los componentes del IPC. El subcomponente que más contribuyó positivamente en este resultado fue el IPC de energía eléctrica, cuya variación mensual fue de 3.51%. Este incremento obedece al ajuste de 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 tuvo una variación mensual de 0.6%, a pesar de que las tarifas de la gasolina y ACPM se mantuvieron estables oficialmente durante el mes de diciembre.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual de 0.11%, favorecida por la menor dinámica de la demanda interna y por la apreciación de la tasa de cambio. Allí sobresale el aumento de 0.68% que

registraron los precios de las bebidas alcohólicas y cigarrillos, seguido por el de 0.48% en los precios de bienes de aseo y cuidado personal. En contraste, el IPC de vehículos y autopartes registró, por sexto mes consecutivo, una caída mensual de 0.46%.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años



En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.75%. Se destaca en esta canasta el aumento de 2.35% que tuvo el IPC de entretenimiento y alojamiento, presionado por la temporada de vacaciones, seguido por el aumento de 1.5% en el IPC de restaurantes y bares. El IPC de arrendamientos registró una variación mensual de 0.52% y fue el tercero más alto dentro de este componente.

De esta forma, la inflación anual del IPC se desaceleró por noveno mes consecutivo y cerró el 2023 en 9.28%, su nivel más bajo desde mayo de 2022 (Gráfico 12). La inflación del IPC de alimentos se redujo hasta 5% y le restó 0.49 p.p. a la dinámica de la inflación entre noviembre y diciembre (Tabla 1). Por su parte, la inflación del IPC de regulados se aceleró hasta 17.24% 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
	dic.-22	dic.-23	nov.-23	dic.-23		
<b>Total</b>	<b>1.26</b>	<b>0.45</b>	<b>10.15</b>	<b>9.28</b>	<b>-0.87</b>	↓
Alimentos	2.66	-0.42	8.25	5.00	-0.49	↓
Regulados	0.71	0.99	16.92	17.24	0.06	↑
Bienes	1.35	0.11	8.45	7.11	-0.25	↓
Servicios	0.81	0.75	9.03	8.96	-0.03	↓

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

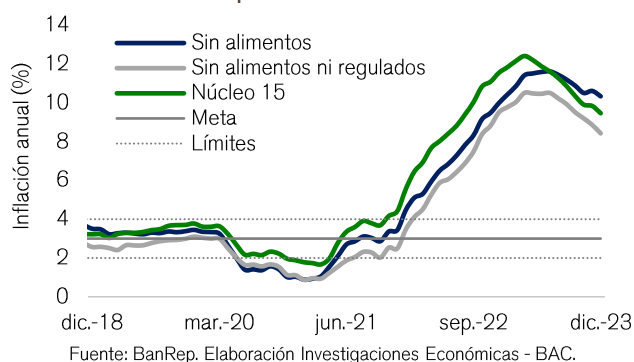




La inflación del IPC de bienes se desaceleró hasta 7.11%, siendo el segundo componente del IPC que más aportó negativamente a la dinámica de los precios en el último mes, después del IPC de alimentos. Por su parte, la inflación del IPC de servicios fue 8.96%, levemente inferior al 9.03% de noviembre.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se desaceleró hasta 9.41%, su registro más bajo desde septiembre de 2022, pero continúa muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos fue 10.33%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 9.46%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 8.42%, un mínimo no observado en los últimos 13 meses (Gráfico 13).

Gráfico 13. Principales medidas de inflación núcleo



Las expectativas de inflación se han moderado, pero tuvieron comportamientos heterogéneos durante el último mes y en el balance permanecen por encima de la meta de BanRep. Las expectativas de los analistas a 1 y 2 años descendieron hasta 5.61% y 3.85%, respectivamente, mientras que a horizontes de 5 años lo hicieron hasta 3.23%. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES también se redujo hasta 6.27% (Gráfico 14). Por su parte, las expectativas de cierre de 2024 aumentaron hasta 5.58%.

Para el mes de enero pronosticamos una variación mensual de 1.35% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería hasta 8.82%. Seguimos advirtiendo que el proceso de convergencia de la inflación hacia el rango meta de BanRep en 2024 será lento, por lo que estimamos un cierre de año en niveles del orden de

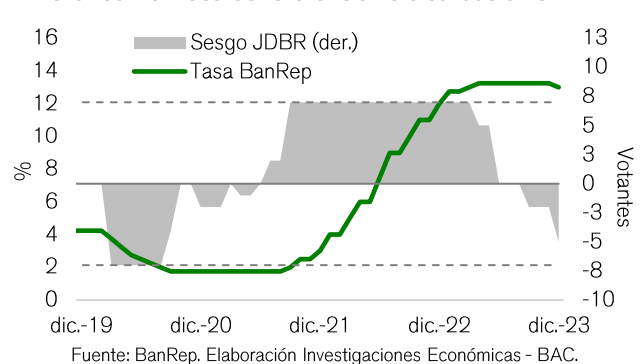
6.3%. Además, creemos que este proceso sólo se completaría hacia el año 2025, donde la inflación retornaría al rango meta de 2% - 4%.

Gráfico 14. Expectativas de inflación analistas vs mercado



Tornando el análisis hacia las recientes decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) durante su reunión de diciembre anticipó el ciclo de reducciones en su tasa de interés de referencia y la recortó en 25 pbs hasta 13%, luego de siete meses de estabilidad. La decisión colegiada de la JDBR fue por mayoría, con 5 de los 7 miembros de la JDBR votando por el recorte de 25 pbs (Gráfico 15).

Gráfico 15. Tasa de referencia vs distribución JDBR



La JDBR reconoce que persisten algunos riesgos que podrían hacer más lento el proceso de convergencia de la inflación (fenómeno de El Niño, indexación de precios y aumentos en tarifas del ACPM). No obstante, la postura contractiva de política monetaria ha implicado una moderación importante en la demanda interna que ha contribuido, al mismo tiempo, a disminuir los desequilibrios macroeconómicos tanto locales como externos.



El grupo mayoritario de la JDBR destacó la tendencia sostenida de la inflación y sus expectativas, el retroceso de la demanda agregada que ha permitido una rápida corrección en el déficit en cuenta corriente y unas mejores condiciones financieras externas.

Para el grupo minoritario, las condiciones aún no están dadas para iniciar reducciones en la tasa de intervención, teniendo en cuenta que el descenso de la inflación ha sido lento. Los miembros de este grupo resaltaron los efectos negativos sobre la credibilidad en la política monetaria de una reducción prematura de los tipos de interés, considerando los riesgos que enfrentaría la inflación en el corto plazo.

aceleraría la flexibilización monetaria con recortes de al menos 50 pbs mensuales hasta finales del año.

De esta manera, esperamos que BanRep recorte en enero nuevamente la tasa de interés en 25 pbs hasta 12.75%. Anticipamos que este ciclo de reducciones en la tasa de interés las llevará hasta niveles de 9.75% al cierre de año.

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.

El equipo técnico de BanRep redujo su proyección de crecimiento para 2023 desde 1.2% hasta 1%, el cual se estimaba hasta el pasado mes de agosto. Esta proyección se encuentra en línea con nuestras expectativas.

Bajo una óptica técnica, el promedio de la tasa de interés real de política ex ante y ex post acumuló 18 meses por encima del nivel neutral (Gráfico 16), lo cual es consistente con la postura monetaria contractiva de BanRep. Más aún, en diciembre la tasa real se mantuvo en niveles superiores al 5%, los cuáles son altamente restrictivos.

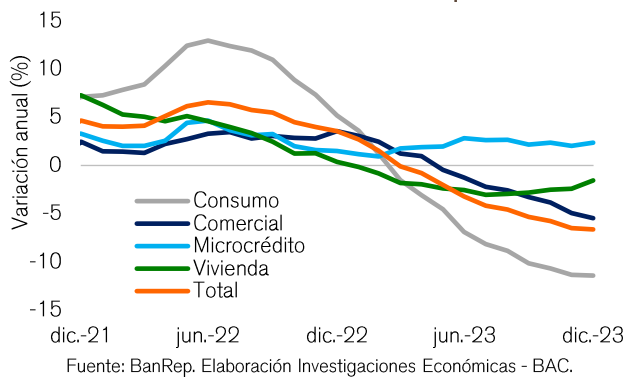
Es de esperar que, ante el nuevo tono de la JDBR, la tasa de interés de política monetaria continuará descendiendo gradualmente en los próximos meses, probablemente en magnitudes de 25 pbs. Hacia 2T24, en la medida que la inflación otorgue un mayor espacio, creemos que BanRep



## 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 modalidad**



En términos reales (descontando inflación), el saldo de la cartera total de créditos se contrajo 6.7% en diciembre. Los créditos hacia los hogares registraron una reducción de 8.4%, mientras que las colocaciones hacia las empresas cayeron 5.1% (Gráfico 17).

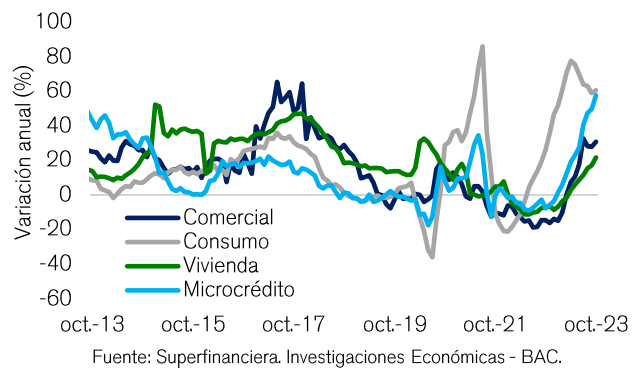
Por modalidades, la cartera de microcrédito sigue siendo la única con crecimientos reales positivos y en diciembre su expansión fue 2.4%. Esta modalidad sigue apoyada por medidas fiscales como la estrategia de inclusión crediticia para la economía popular (otorgamiento de garantías) y acuerdos con la banca para reducciones en las tasas de interés de estos créditos.

Por su parte, la cartera de vivienda registró una variación negativa de 1.5%, seguida por la cartera comercial que cayó 5.5%. La cartera de consumo, como lo indicamos previamente, sigue siendo la más afectada y registró en noviembre una variación real negativa de 11.5%.

En este entorno, varios indicadores continúan evidenciando un riesgo de impago elevado en el sistema. En algunas modalidades, como la de consumo, dicho

riesgo sigue siendo comparativamente más alto, aunque en los últimos meses ha mostrado algunas señales de estabilización.

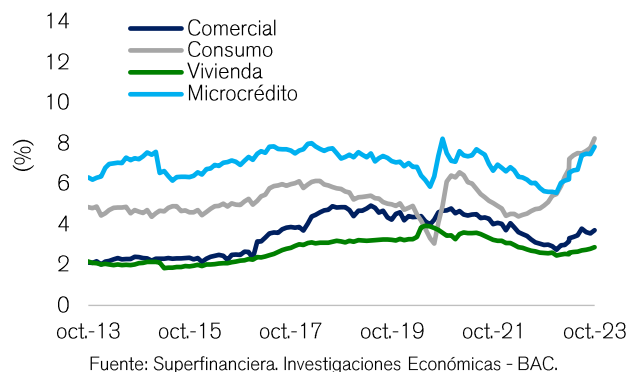
**Gráfico 18. Evolución de cartera vencida por modalidad**



Con información disponible al corte de octubre, el crecimiento del saldo de la cartera vencida del sistema fue de 44.4%, el mayor ritmo de crecimiento desde septiembre de 2017.

Todas las modalidades siguen registrando variaciones positivas en su cartera vencida, pero las de consumo y la comercial han comenzado a moderarse (Gráfico 18). El crecimiento más elevado lo sigue mostrando la modalidad de consumo con 60.6%, seguida de microcrédito con ritmos del 57.7%. Por su parte, la cartera vencida de la modalidad comercial crece a ritmos del 30.9% y la de vivienda lo hace a tasas del 21.7%.

**Gráfico 19. Comportamiento de la calidad de la cartera**



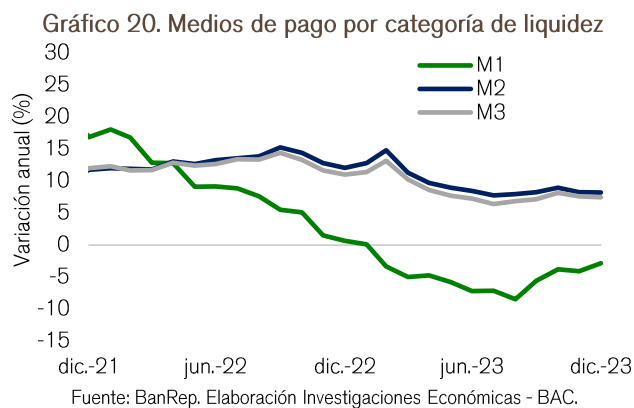
En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se ubicó en 5.1% en octubre y permanece en máximos no registrados desde enero de 2021. El ICV para consumo sigue siendo el más alto por



modalidades, alcanzando niveles de 8.3% que no se registraban desde 2009. Le siguen el ICV de microcrédito, comercial y vivienda con niveles de 7.9%, 3.7% y 2.9%, respectivamente (Gráfico 19).

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 su máximo crecimiento de 13.4% alcanzado a mitad de 2023. Este factor, sumado a unas tasas de captación todavía elevadas, seguirán afectando la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito, el cual se sitúa en 0.8%.

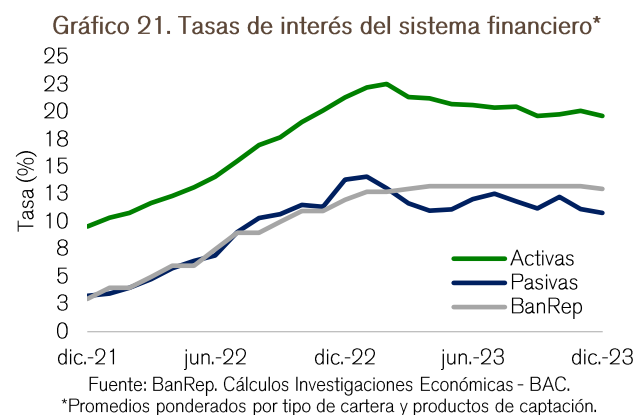
Los agregados monetarios continúan reflejando unas condiciones favorables para la oferta de créditos, especialmente por un buen comportamiento de los depósitos a mayor plazo. La otra cara de la moneda la revelan los medios de pago de alta rotación, como el efectivo y los depósitos a la vista, los cuales se han afectado por cuenta de la postura contractiva de política monetaria de BanRep, la desaceleración de la economía y los cambios normativos en el fondeo de los establecimientos de crédito asociados a la implementación del Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN).



De esta manera, la base monetaria presentó una contracción de 1.3% en diciembre. Allí sobresale la baja dinámica del efectivo circulante, que tuvo una contracción de 1.2%.

El medio de pago de mayor liquidez, el M1, registró una caída de 2.8% (Gráfico 20), afectado principalmente por retrocesos en los depósitos en cuentas corrientes de 5.2%. 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 8.2% y 7.5%, respectivamente.

Consecuencia de lo anterior, la brecha entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema (medidos a través del M3) sigue siendo negativa y se ubicó en -3.6 p.p. Esto continúa liberando presiones de liquidez en el sistema financiero asociadas a la dinámica de la cartera y también en las tasas de interés de corto plazo.



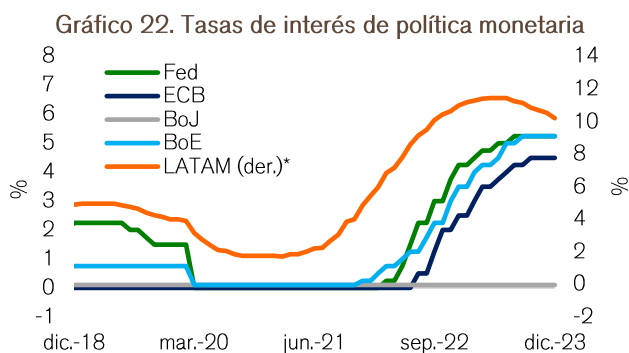
En este entorno, las tasas de interés descendieron levemente en el último mes y se mantienen muy por debajo de los máximos registrados en 1T23 (Gráfico 21). Las tasas de colocación se situaron durante 4T23 en promedio en 19.9%, levemente inferior al 20.2% promedio de 3T23. Por su parte, las tasas de captación se ubicaron en promedio cerca de 11.4%, por debajo del 11.9% del trimestre anterior (Gráfico 21).

Esperamos que la dinámica de la cartera de créditos se siga desacelerando en el corto plazo. El riesgo de impago parece estar estabilizando en algunas modalidades, pero todavía supone restricciones adicionales en la oferta de créditos.



## 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, con crecimientos que en cualquier caso se mantienen muy bajos. 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.



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Promedio de tasas de política en Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.

En este entorno, los principales BC en economías avanzadas mantuvieron estables sus tasas de intervención en el último mes, confirmando el final del ciclo de endurecimiento monetario que inició a principios de 2022 (Gráfico 22).

En EEUU, la Fed decidió mantener inalterada su tasa de intervención en 5.25% - 5.5% en diciembre, 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](#)).

En LATAM, varios 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 algunas de 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 23).



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Promedio ponderado por economías avanzadas y de mercados EM.

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](#)).

Por su parte, los últimos datos del índice PMI compuesto en las grandes economías siguen evidenciando ritmos de expansión relativamente bajos de la actividad. No obstante, se mantienen por encima de niveles de contracción y siguen alejando los temores de recesión.

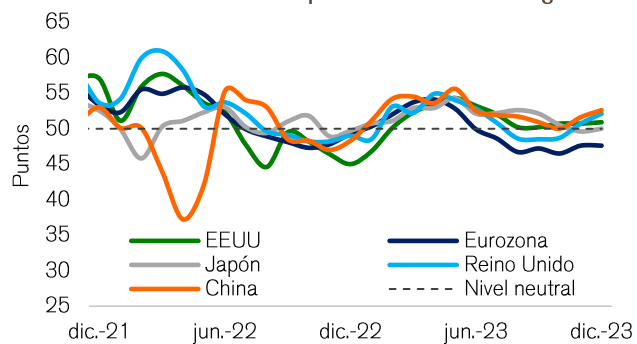
El PMI compuesto de EEUU, Reino Unido, China y Japón supera la barrera de los 50 puntos y se sitúa en zona de expansión (Gráfico 24). Aunque el PMI de la Eurozona permanece en zona de contracción (por debajo de 50 puntos), en los últimos meses ha venido mostrando mejoras que son consistentes con otros datos de actividad en la región.

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento económico promedio durante 4T23 habría sido de 1.9%, ligeramente superior a la expansión de 1.2% de 3T23. Sin embargo, dichos crecimientos siguen estando muy por debajo de los registros de trimestres anteriores.



Esta mejora en el agregado para LATAM 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 Argentina habrían registrado expansiones de 4.2%, 1.5% y 0.6 en 4T23, respectivamente, las economías de Perú y Chile mostraron contracciones de 0.8% y 0.1%, en ese mismo orden.

Gráfico 24. Índice PMI compuesto en economías grandes



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 es de 50%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se estima en apenas 24%.





## 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>				
Agropecuaria (%)	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	9.3	6.3
Tasa BanRep (final del periodo %)	3.00	12.00	13.00	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	11.5 ↓
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	8.5	13.0	10.4	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	4328	4300
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4810	3845	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	3.5 ↑
<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.

---