



Febrero 9 de 2024

Un mayor margen

Autores:

Natalia Ossa M.

P.S. - Macroeconomía

natalia.ossa@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas

Tesorería

Las cifras de actividad de 4T23 sugieren que el crecimiento de la economía se habría recuperado frente a los resultados de 3T23, aunque debido principalmente a un efecto de baja base de comparación. La información preliminar de 1T24 sugiere crecimientos del producto que se mantienen muy bajos. El sector secundario sigue siendo el más afectado por el desplome de la inversión, mientras que el sector primario es el único que ha ganado tracción.

El mercado laboral continúa incorporando los efectos rezagados de la desaceleración económica y la creación de empleos se sigue debilitando. El desempleo se ha incrementado y ya se encuentra cerca de sus niveles estructurales. 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 continúa en una senda bajista bien encaminada y volvió a desacelerarse en enero, al tiempo que las expectativas de inflación se siguen moderando. No obstante, en ambos casos permanecen muy por encima de la meta de inflación de 3%, lo cual sigue requiriendo un ajuste gradual de la política monetaria. En este entorno, BanRep redujo por segundo mes consecutivo la tasa de interés de referencia y el espacio para más recortes se sigue ampliando.

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, especialmente para la modalidad de microcrédito. Las tasas de interés del sistema financiero siguen descendiendo, pero permanecen todavía en niveles altos-restrictivos para la demanda de nuevos préstamos.

El crecimiento económico mundial ha mostrado una resiliencia significativa a pesar del entorno global de tasas de interés elevadas, lo cual ha favorecido el crecimiento de los socios comerciales del país. El proceso desinflacionario continúa y algunos bancos centrales siguen recortando sus tasas de interés de referencia. En EEUU, se espera que la Fed haga lo propio hacia mediados de este año. Bajo este contexto, las condiciones financieras globales se han tornado menos restrictivas.



Actividad económica

Las cifras de actividad de 4T23 sugieren que el PIB habría registrado un desempeño levemente mejor frente al trimestre previo, principalmente por efectos de una baja base de comparación de 4T22, aunque con ritmos de expansión que seguirían siendo muy bajos. La información disponible de 1T24 sugiere ritmos de expansión ligeramente inferiores a 1%.

La dinámica del consumo se mantiene débil, afectada por un entorno de inflación y tasas de interés todavía elevadas. Varios indicadores coincidentes de inversión fija siguen se siguen contrayendo, en medio de un entorno de elevada carga financiera y un ambiente adverso para los negocios. La mayor ejecución del gasto público hacia finales de 2023 estaría compensando en parte la debilidad del resto de variables de demanda.

En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró un aumento mensual de 0.9% en noviembre (Gráfico 1). En términos de su variación anual, el crecimiento del ISE en su serie original fue de 2.3%, tras tres meses consecutivos de variaciones negativas y superando nuestras expectativas (ver sección de “Actividad económica” en [IMCE – Enero de 2024](#)).

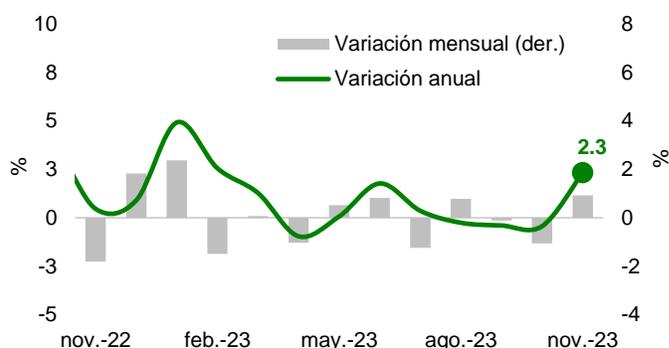
El ISE de la cadena **primaria** creció 8.4% en noviembre, siendo la expansión más alta desde mayo de 2022 (Gráfico 2). Por lo anterior, sus niveles de producción prácticamente ya recuperaron sus valores pre-pandemia.

Tanto el sector minero-energético como el agropecuario se siguen recuperando y mantienen una tendencia positiva, aliviados en gran medida por una corrección completa del choque de costos local-externo de los últimos dos años. Las mejores condiciones climáticas de 2023, así como la anticipación de ciclos productivos al cierre del año, también fueron un factor de impulso positivo para las actividades agropecuarias, especialmente agrícolas como los cultivos de café. No obstante, el sector enfrenta riesgos no despreciables asociados al fenómeno de El Niño en el arranque de 2024.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital

Comportamiento del ISE durante el último año*

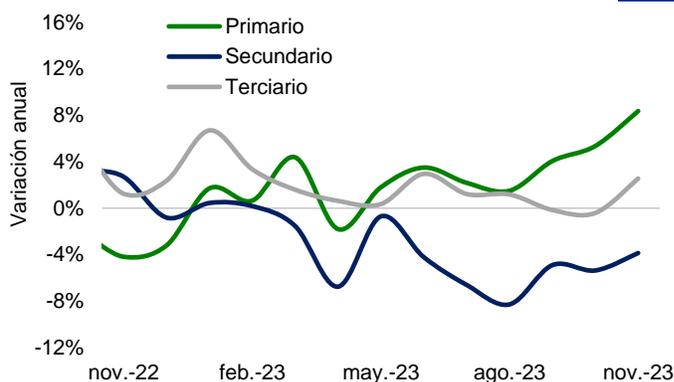
1



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

Evolución del ISE por cadenas de producción

2



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



fijo, registró una nueva contracción de 3.9% en noviembre, completando de esta manera nueve caídas consecutivas del producto.

La actividad manufacturera, que concentra buena parte de la producción industrial, registró una contracción de 6.4%. No obstante, el índice PMI manufacturero, que es un indicador adelantado del comportamiento de las industrias manufactureras, anticipa una recuperación del sector en el corto plazo. En efecto, el resultado de enero fue de 55.1 puntos, retornando a zona de expansión (por encima del nivel neutral de 50 puntos) y superando ampliamente el promedio de 49.8 puntos de 4T23.

El sector de la construcción mantuvo un desempeño negativo e incluso peor al que registran las actividades manufactureras. Las cifras sectoriales de edificaciones y de obras civiles siguen evidenciando un pobre comportamiento, en línea con el flojo desempeño de la inversión fija, pero especialmente acentuado en infraestructura. Algunos índices adelantados de edificaciones residenciales sugieren una leve recuperación de este subsector.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al consumo de los hogares y al gasto público, se recuperó levemente en noviembre, pero en tendencia continúa exhibiendo crecimientos bajos. Su variación en el último mes fue 2.6% tras dos meses consecutivos de caídas anuales, en parte favorecido por el efecto de baja base de comparación del mismo mes de 2022, pero también por un rebote de las actividades ligadas al sector público.

Dentro de esta rama de actividad, el índice de ventas reales del comercio minorista se contrajo 3.4% en noviembre, afectado principalmente por la caída de 4.6% de las ventas reales de bienes durables. Por su parte, según las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS), los ingresos reales de los sectores de servicios tuvieron una variación positiva por primera vez desde mayo pasado y aumentaron 1%.

El contrapeso dentro del sector terciario lo hacen las actividades de administración pública que registraron crecimientos de 7.1% en el último mes, favorecidas por el mayor ritmo de ejecución presupuestal del Gobierno en meses recientes. En efecto, según las cifras de ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN),

Variables de comercio exterior (PM3)

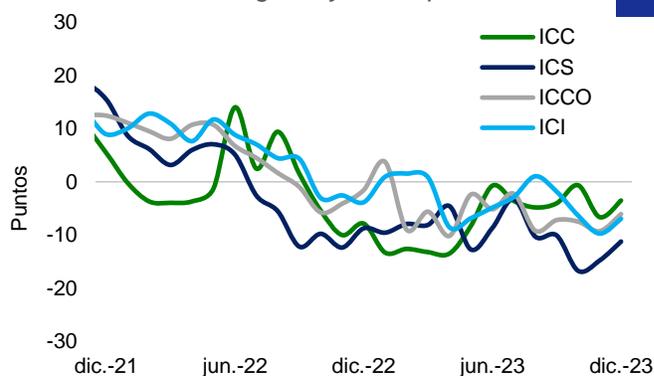
3



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Confianza de los hogares y las empresas*

4



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



el gasto primario en diciembre creció 12.4% en términos reales.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB registraron una contracción de 4.2% en diciembre. Las exportaciones tradicionales cayeron 8.9%, mientras que las exportaciones no tradicionales, concentradas en agroindustria principalmente, registraron un crecimiento positivo de 3.2%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un sobresaliente crecimiento real de 20.4% las exportaciones, el más alto desde junio de 2022 (Gráfico 3). Esto coincide con el crecimiento de 13.7% 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 12.8% en noviembre. Las compras externas siguen afectadas, principalmente, por la fuerte contracción de las importaciones de bienes de capital, muy ligadas al ciclo de la inversión fija, las cuales cayeron 26.5%. En términos reales, las importaciones cayeron 10.9%, lo cual sigue siendo consistente con un débil comportamiento de la demanda interna.

Bajo este contexto, las exportaciones netas siguen contribuyendo 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 ha sido consistente con los favorables registros del déficit de cuenta corriente de la Balanza de Pagos, el cual se redujo en 3T23 hasta niveles mínimos en más de una década de 1.7% del PIB.

Varios indicadores adelantados sugieren que el gasto agregado de la economía habría mantenido ritmos de expansión pobres en 4T23 y 1T23.

El Índice de Confianza de los Comerciantes (ICCO) y el Índice de Confianza de los Industriales (ICI), ambos producidos por Fedesarrollo, tuvieron una ligera recuperación en diciembre, pero permanecen por debajo de sus promedios de 3T23. El Índice de Confianza de los Consumidores (ICC), en tendencia central, lleva varios meses recuperándose y en diciembre se ubicó cerca de sus máximos del último año, favorecido por la

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)

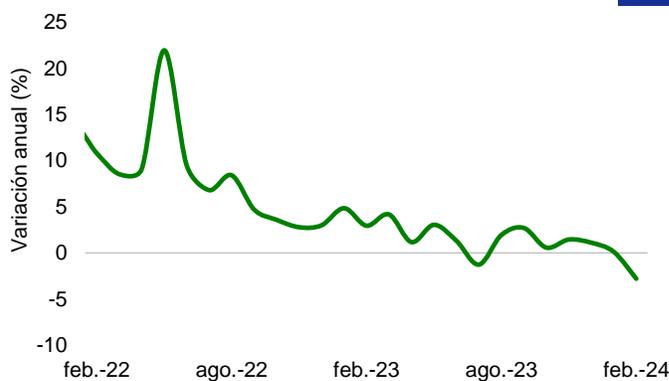
5



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

Demanda total de energía no regulada

6



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



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, también mostró una recuperación no despreciable en diciembre, al igual que el ICC (Gráfico 4).

El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, se contrajo por catorceavo mes consecutivo y en diciembre cayó 0.1%. A pesar de ello, en tendencia central, la dinámica del consumo real se ha venido recuperando en meses recientes (Gráfico 5) y sugiere un rebote. Descontando la inflación núcleo y no la total, el gasto real de los hogares se contrajo 0.2% y la magnitud de dichas caídas también se está moderando.

Las cifras disponibles de demanda de energía no regulada, una buena variable proxy de consumo intermedio e inversión fija de las empresas a tiempo real, sugieren de manera preliminar deterioros de cara a 1T24.

En efecto, la demanda de energía no regulada en enero creció 0.1% y en lo que va corrido del mes de febrero su caída se estima en 2.8% (Gráfico 6). Con esto, el crecimiento promedio de esta variable en 1T24 se sitúa en -1.3%, contrastando con la expansión de 1% de 4T23.

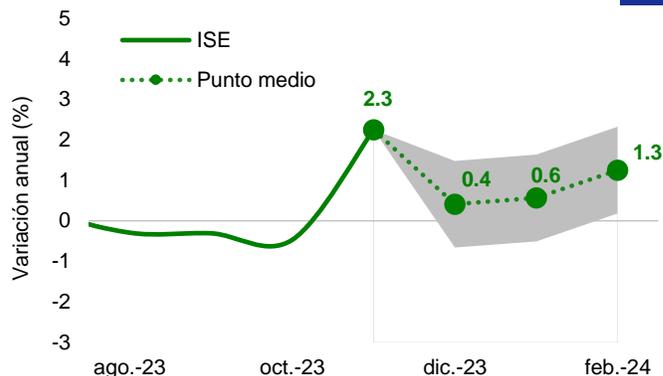
Teniendo en cuenta toda la información analizada anteriormente, pronosticamos para el ISE una variación de 0.4% en diciembre. Con datos disponibles de alta frecuencia y a tiempo real, nuestro modelo *Nowcast* sugiere crecimientos del ISE de 0.6% y 1.3% para enero y febrero, respectivamente (Gráfico 7).

Por todo lo anterior, el crecimiento del PIB en 4T23 habría sido de 0.7% que, si bien mejora la contracción de 3T23, es un registro de expansión aún mediocre.

En consecuencia, el crecimiento del PIB para todo 2023 habría sido de 1%. **Nuestros nuevos ejercicios de pronóstico sugieren ahora un crecimiento del PIB para 2024 de 0.9%, inferior a nuestra proyección de 1.5% previa.**

Intervalo de pronóstico de corto plazo del ISE*

7



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



Mercado laboral

Los principales indicadores del mercado laboral se han deteriorado en meses recientes, en línea con la fuerte desaceleración que tuvo la economía a lo largo de 2023. Es de esperar que, ante el cierre de los excesos de demanda y un bajo crecimiento económico, la demanda de empleo y los niveles de ocupación laboral sigan evidenciando desmejoras en el futuro cercano.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional aumentó en diciembre hasta 10.8% (Gráfico 8), su nivel más alto desde enero de 2023. Por su parte, tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación descendió 0.6 p.p. hasta 56.8%, su nivel más bajo en los últimos once meses, mientras que la tasa global de participación, que mide la oferta de trabajo potencial, tuvo una reducción mensual de 0.3 p.p. hasta 63.6%.

La brecha positiva de empleo se sigue cerrando. De hecho, la tasa de desempleo nacional se encuentra muy cerca de sus niveles estructurales, 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%.

Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas la situación es similar. La tasa de desempleo se sitúa en 10.7%, aún por debajo de la tasa NAIRU urbana que, según estimaciones de BanRep, se calcula cerca del 12% (Gráfico 9). Sin embargo, desde los mínimos de 8.8% registrados en junio pasado, la tendencia del desempleo urbano ha sido claramente alcista.

A nivel sectorial, la dinámica de generación de empleos en las diferentes ramas de actividad mantiene una tendencia decreciente y sus crecimientos siguen siendo inferiores a los observados un año atrás (Gráfico 10). Esto también es consistente con la fase de desaceleración que actualmente registra la economía.

Durante el último trimestre móvil con corte a diciembre, la ocupación de la cadena primaria registró un crecimiento de 1.5% (Gráfico 10). La demanda de trabajo en este sector es la que menos se ha deteriorado en meses

Principales indicadores del mercado laboral*

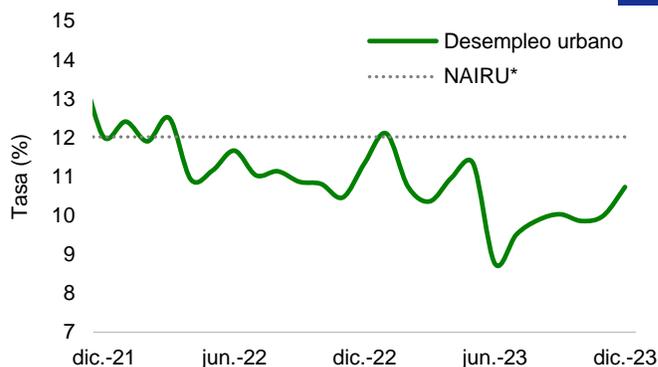
8



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

Evolución del desempleo en grandes ciudades*

9



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Estimación desempleo estructural de BanRep. RML - Enero de 2024.



recientes, en línea con la recuperación que exhiben estas actividades.

Por su parte, el acervo de ocupados en el sector secundario cayó 0.6%, su peor desempeño desde 1T21. El crecimiento de la ocupación en el sector terciario se sigue desacelerando y se situó en 3.6%, siendo el más bajo de los últimos tres años.

En este entorno, los sectores de industria, construcción, y el de información y comunicaciones, registraron reducciones de 135, 88 y 66 mil ocupados durante el último año con corte a diciembre, respectivamente.

Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron los de comercio y reparación de vehículos, actividades profesionales, científicas y técnicas, y el de alojamiento y servicios de comida. En ese mismo orden, los niveles de ocupación registraron incrementos de 319, 138 y 96 mil personas.

La creación de empleos asalariados y formales en la economía se sigue debilitando, en línea con la actual fase de desaceleración económica (Gráfico 11). Sin embargo, la generación de empleos asalariados continúa superando la de no asalariados, así como la dinámica del empleo formal que sigue superando el ritmo de creación de subempleos e informales.

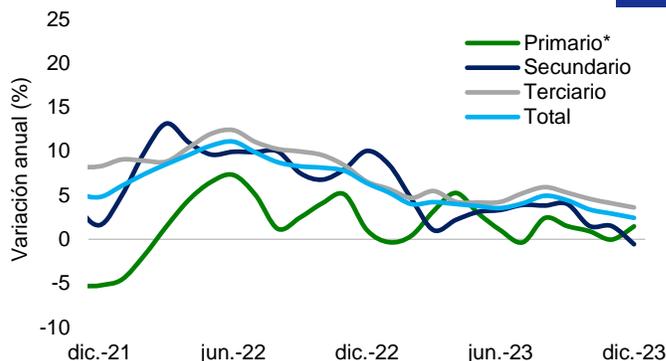
En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados fue de 2.3% en el último mes, mientras que el crecimiento de la demanda de empleo no asalariado fue de 1.2%. Por su parte, el crecimiento del empleo formal fue 2%, superior al 0.4% de empleos informales.

Bajo este contexto, la inflación de los salarios nominales se mantiene alta y fue de 11.8% en noviembre. 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 seguido debilitando desde la segunda mitad de 2022 (Gráfico 12). En principio, una menor dinámica de la demanda de trabajo debería estar restando presiones inflacionarias a los salarios nominales.

En términos reales, la inflación salarial fue 1.6%, la más alta desde junio de 2022, consecuencia de los menores niveles de inflación al consumidor desde abril de 2023.

Ocupados por ramas de actividad (PM3)

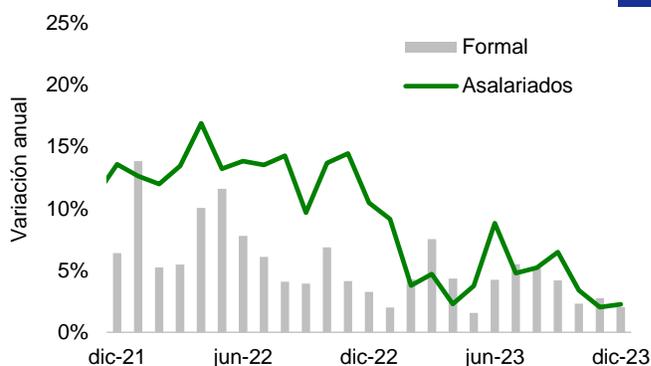
10



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

Dinámicas del empleo asalariado y formal

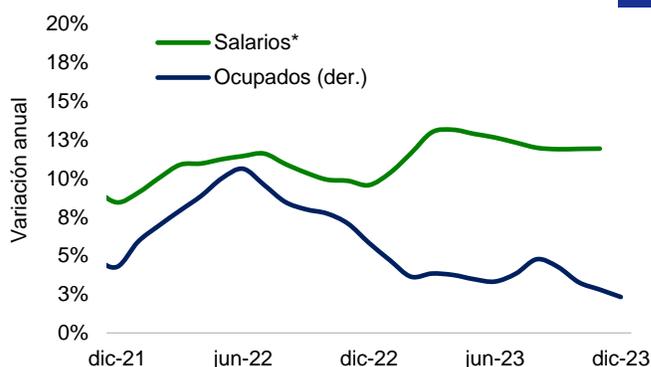
11



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

Salarios nominales vs demanda de trabajo

12



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



Esta mejora del salario real debería apoyar un mejor comportamiento del gasto de los hogares en el futuro cercano.

Esperamos que la demanda de trabajo se siga debilitando y que la tasa de desempleo mantenga su tendencia alcista, en medio del actual proceso de cierres de brechas de empleo y de producto requerido para frenar la inflación. En este entorno, **esperamos una tasa de desempleo nacional para el promedio-año 2024 en 10.5%.**



Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 0.92% en enero, muy por debajo de nuestra expectativa (1.35%). Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC se situó levemente por encima del promedio histórico de 0.84% para el mismo mes, aunque por debajo del 1.78% de enero de 2023.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.48%, lo que resulta de variaciones positivas de 0.83% y 0.38% de los precios de alimentos perecederos y procesados, respectivamente.

A pesar de la llegada del fenómeno de El Niño, varios factores locales y externos siguen favoreciendo los precios de los alimentos. A saber: i) unos amplios niveles de abastecimiento a nivel nacional; ii) la anticipación de ciclos productivos en varios cultivos; iii) la fuerte apreciación de la tasa de cambio en el último año; y iv) deflación de los precios internacionales de los alimentos que se ha transmitido a los precios locales.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 1.91%, el más alto dentro de los componentes del IPC (Tabla 1). Los precios de los combustibles, el transporte urbano y la energía eléctrica fueron los que más aportaron a este resultado.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual baja de 0.25%. Allí sobresale el aumento de 1.1% que registraron los precios de las bebidas alcohólicas y cigarrillos, en contraste con el IPC de vehículos y autopartes que registró, por sexto mes consecutivo, una caída mensual de 0.14%.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.96%. Se destacan en esta canasta los aumentos de 1.78% del IPC de restaurante y bares, y el 1.45% de los rubros de salud y servicios domésticos. El IPC de arrendamientos, el rubro que más peso dentro del IPC total, registró una variación mensual de 0.81%.

De esta forma, la inflación anual del IPC se desaceleró por décimo mes consecutivo y se ubicó en 8.35%, su nivel más bajo desde febrero de 2022 (Gráfico 13). La inflación

Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

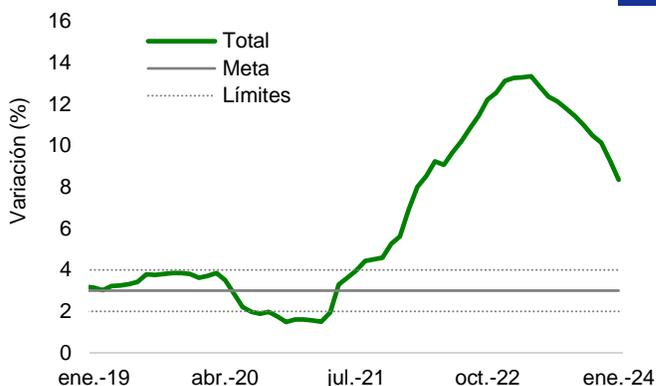
		A	R	B	S	Total
Mensual	ene.-24	0.48	1.91	0.25	0.96	0.92
	ene.-23	2.46	2.63	1.48	1.27	1.78
Anual	ene.-24	2.96	16.41	5.81	8.63	8.35
	dic.-23	5.00	17.24	7.11	8.96	9.28
Cont.	ene.-24	0.45	2.84	1.09	4.21	8.35
	dic.-23	0.75	2.99	1.34	4.38	9.28
A/C	ene.-24	5.50	19.48	7.38	10.01	10.28
	ene.-23	30.96	14.71	16.74	8.77	15.14
Tendencia*		▼	▲	▼	▲	▼

Fuente: BanRep. *Diferencia en la inflación año corrido.

A = Alimentos; R = Regulados; B = Bienes; S = Servicios.

Inflación al consumidor en últimos 5 años

13



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



del IPC de alimentos se redujo hasta 2.96% y fue el que más le restó a la dinámica de la inflación entre diciembre y enero con una contribución de -0.31 p.p. (Tabla 1). Por su parte, la inflación del IPC de regulados se desaceleró hasta 16.41%, pero sigue siendo la canasta que registra la mayor inflación dentro de los componentes del IPC.

La inflación del IPC de bienes se desaceleró hasta 5.81% y fue el segundo componente que más aportó negativamente al desempeño de la inflación total en el último mes, después del IPC de alimentos. Por su parte, la inflación del IPC de servicios fue 8.63%, levemente inferior al 8.96% de diciembre, y continúa exhibiendo una rigidez importante en esta fase de desinflación en la economía.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se redujo hasta 8.73%, su registro más bajo desde septiembre de 2022, pero continúa muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos retornó a un dígito y fue de 9.69%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 8.68%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 7.81%, un mínimo no observado en los últimos 16 meses (Gráfico 14).

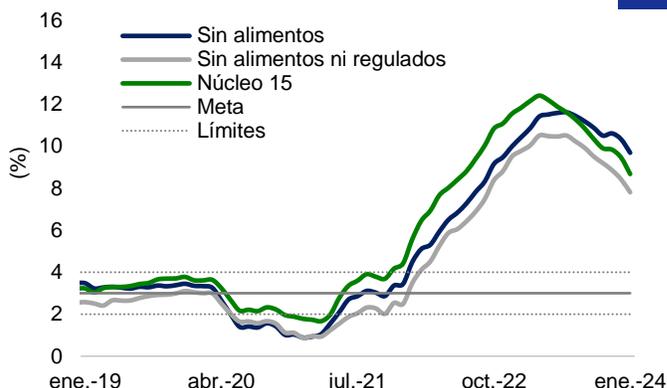
Las expectativas de inflación volvieron a descender durante el último mes, pero en el balance permanecen por encima de la meta de BanRep. Las expectativas de los analistas a 1 y 2 años descendieron hasta 5.13% y 3.71%, respectivamente, mientras que a horizontes de 5 años lo hicieron hasta 3.22%. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES también se redujo hasta 6.12% (Gráfico 15). Las expectativas de cierre de la actual vigencia cayeron hasta 5.41%, mientras que las de cierre de 2025 se sitúan en 3.77%.

Para el mes de febrero pronosticamos una variación mensual de 1.12% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería hasta 7.78%. Las cifras de inflación de diciembre y enero se han situado por debajo de nuestras expectativas y la senda reciente sugiere que la dinámica de los precios está bien encaminada hacia las metas de política monetaria en el horizonte de pronóstico.

Además de los anterior, y a pesar de algunos riesgos alcistas como el fenómeno de El Niño, la indexación y el ajuste del salario mínimo, las presiones desinflacionarias

Principales medidas de inflación núcleo

14



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Expectativas de inflación analistas vs mercado

15



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Inflaciones implícitas en las curvas de TES cero cupón.



estructurales se han intensificado. Lo anterior debido a: i) una brecha del producto que se cerraría antes de lo previsto y sería más negativa en los años 2024-2025; ii) una tasa de cambio que, si bien podría depreciarse en el futuro cercano, no necesariamente generaría presiones inflacionarias; iii) unos niveles de abastecimiento nacional de alimentos en máximos históricos; y iv) un ajuste requerido en los precios del ACPM para 2024 que ahora no sería tan fuerte como se preveía.

Teniendo en cuenta esta nueva información, **revisamos a la baja nuestra proyección de inflación al cierre de 2024 hasta niveles de 5.8%**, desde valores del 6.3% que pronosticábamos preliminarmente.

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) redujo su tasa de interés de referencia en 25 pbs hasta 12.75% durante su primera reunión del año (Gráfico 16). Como lo analizamos al detalle en un informe reciente, si bien la JDBR estuvo nuevamente dividida, en esta ocasión el sesgo fue totalmente bajista, con 5 codirectores votando por un recorte de 25 pbs y los dos restantes por uno de 50 pbs (ver “Decisión acertada” en [CE – Febrero 1 de 2024](#)).

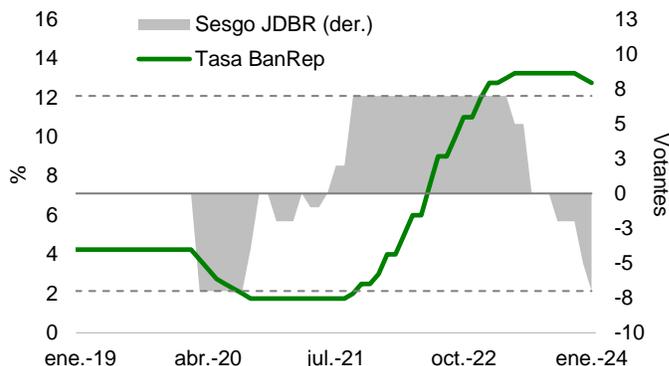
Para el grupo mayoritario de la JDBR, una reducción más acelerada de la tasa de interés en las condiciones actuales podría erosionar la credibilidad en la meta. Esto resulta importante especialmente si se tiene en cuenta que la inflación observada y sus expectativas todavía se sitúan muy por encima de la meta de 3%.

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, tendencias que podrían acentuarse dados unos niveles de tasas de interés reales excesivamente contractivos. Además, resaltaron que el fuerte ajuste que tuvo el déficit de cuenta corriente en 2023 reduce las vulnerabilidades externas del país.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política ex ante y ex post núcleo acumuló 17 meses por encima del nivel neutral (no inflacionario) estimado por el equipo técnico de BanRep y se incrementó hasta 5.8% en enero, un máximo no visto en lo que va corrido

Tasa de referencia vs distribución JDBR

16



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución tasa real de política monetaria

17



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasa de interés real neutral estimada del equipo técnico de BanRep.



del nuevo milenio (Gráfico 17). Esto es consistente con las afirmaciones del grupo minoritario de la JDBR, pues refleja una postura monetaria excesivamente contractiva.

En nuestra opinión, la necesidad de mantener una postura tan restrictiva ha disminuido, especialmente por los factores estructurales mencionados anteriormente y que sustentan una senda bajista sostenida de la inflación en 2024-2025. Creemos que BanRep tiene ahora un mayor margen técnico para acelerar los recortes mensuales en las tasas de interés a ritmos de 50 pbs, pero no más allá de eso. Es importante recordar el criterio de gradualidad inherente en las decisiones del emisor, pues cambios abruptos (recortes muy superiores a 50 pbs mensuales) podrían generar desequilibrios indeseados.

Por todo lo anterior, **esperamos que BanRep recorte su tasa de referencia en 50 pbs hasta 12.25% durante su próxima reunión de política monetaria, la cual tendrá lugar en marzo**. Seguimos esperando que hacia mediados del año la velocidad de la flexibilización monetaria del BanRep aumente, probablemente con recortes mensuales de hasta 75 pbs.

De esta manera, **revisamos también a la baja nuestro pronóstico de tasa de intervención al cierre de 2024 hasta 8.5%**, por debajo del nivel de 9.75% que anticipábamos previamente.



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 7.2% en enero. Los créditos hacia los hogares registraron una reducción de 8.7%, mientras que las colocaciones hacia las empresas cayeron 5.8%.

Por modalidades, la cartera de microcrédito sigue siendo la única con crecimientos reales positivos y en enero su expansión fue 1.9% (Gráfico 18). 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 abril.

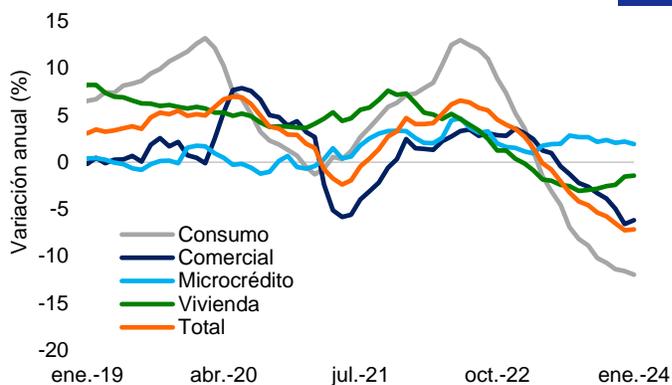
Por su parte, la cartera de vivienda registró una variación negativa de 1.4% y es la única dentro de las distintas modalidades que está comenzando a exhibir un cambio de tendencia. Por su parte, la cartera comercial cayó 6.2% y la cartera de consumo, como lo indicamos previamente, sigue siendo la más afectada con variaciones reales negativas de 12%.

En este entorno, varios indicadores continúan evidenciando un riesgo de impago elevado en el sistema aún elevado. Con información disponible al corte de noviembre, el crecimiento del saldo de la cartera vencida del sistema fue de 42.5%, un ritmo considerablemente alto y cercano al máximo de 44.4% que se alcanzó el pasado mes de octubre.

Todas las modalidades siguen registrando variaciones positivas en su cartera vencida, pero las de consumo y la comercial han comenzado a moderarse (Gráfico 19). El crecimiento de cartera vencida más elevado lo

Crecimiento real de la cartera por modalidad

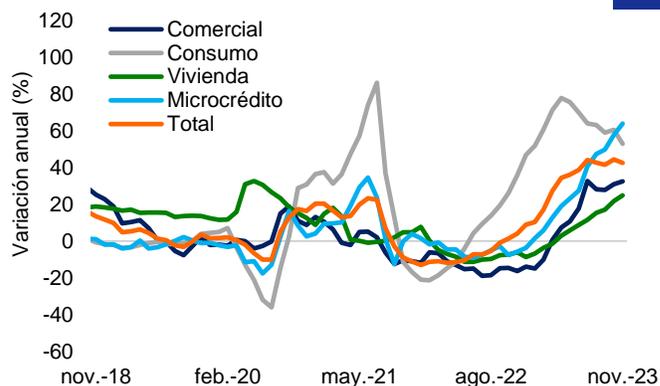
18



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

19



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



muestra la modalidad de microcrédito con 63.9%, la cual superó la de consumo que crece a ritmos de 52.9%. Por su parte, la cartera vencida de la modalidad comercial crece a ritmos del 32.4% y la de vivienda lo hace a tasas de 24.8%.

En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se ubicó en 5.2% en noviembre y permanece en máximos no registrados desde noviembre de 2020. El ICV para consumo sigue siendo el más alto por modalidades, alcanzando niveles de 8.4% que no se registraban desde 2009. Le sigue el ICV de microcrédito con 8.2%, que ha sido el que más ha repuntado en los últimos meses. El ICV para la cartera comercial y vivienda se sitúa en niveles de 3.7% y 3%, respectivamente (Gráfico 20).

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 10%, aunque ha venido descendiendo desde los máximos de 13.4% alcanzados a mediados de 2023. Esto seguirá afectando la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito, el cual se sitúa en 0.8%.

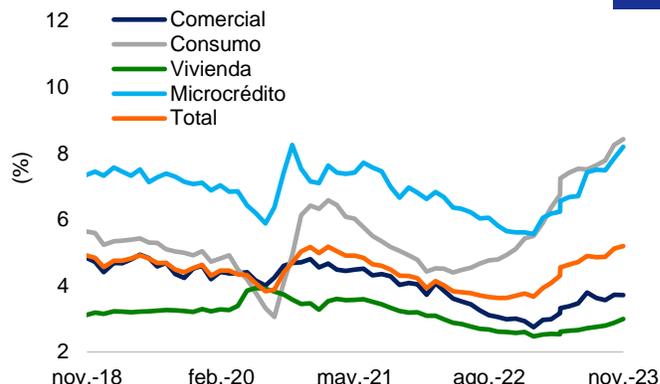
Los agregados monetarios de menor liquidez, como el M2 y el M3, mantienen crecimientos superiores a los de alta rotación como el M1. El M1 registró una caída de 1.6%, afectado principalmente por retrocesos en los depósitos en cuentas corrientes de 5.2%. Los crecimientos del M2 y el M3, por su parte, crecen a ritmos del orden de 6.5% y 5.7%, respectivamente.

Pese a lo anterior, y en función del fin del endurecimiento monetario de BanRep desde mediados del año pasado, el comportamiento del M1 ha comenzado a mejorar, al tiempo que los crecimientos del M2 y el M3 se han desacelerado (Gráfico 21). En la medida que BanRep continúe recortando las tasas de interés, es de esperar que este patrón se prolongue a lo largo del año, aunque al final del mismo el crecimiento de los depósitos a plazo seguiría superando el de los depósitos a la vista.

De esta manera, la base monetaria se mantuvo inalterada en enero. Allí sobresale la baja dinámica del efectivo circulante con un pobre crecimiento de 0.7%, en línea con los bajos crecimientos de la actividad real.

Evolución calidad de la cartera por modalidad

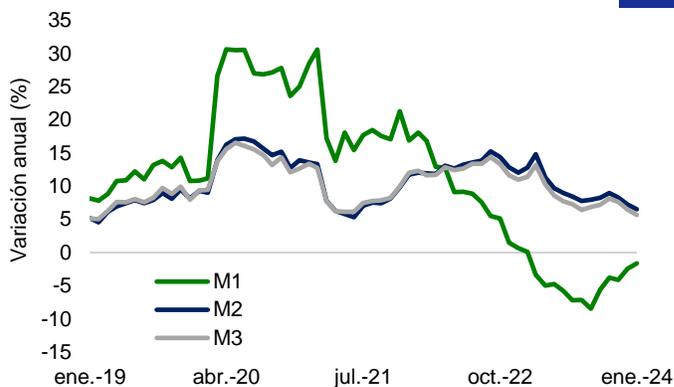
20



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

21



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



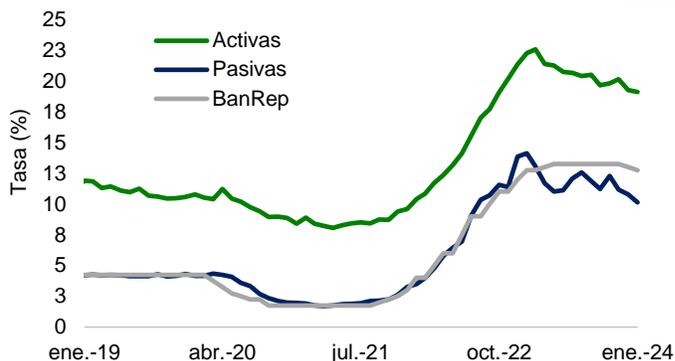
La brecha entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema (medidos a través del M3) permaneció en terreno negativo y en el último mes se ubicó en -2.5 p.p. Esto continúa liberando presiones de liquidez en el sistema financiero asociadas a la dinámica de la cartera, así como fricciones sobre las tasas de interés de corto plazo del sistema financiero.

En este entorno, las tasas de interés del mercado de fondos prestables descendieron en el último mes (Gráfico 22). Las tasas de colocación registraron un promedio de 19.1% en enero, inferior al 19.7% promedio de 4T23. Por su parte, las tasas de captación se ubicaron en promedio cerca de 10.1%, por debajo del 11.4% del trimestre anterior.

Esperamos que la fase de desaceleración de la cartera de créditos se estabilice durante la primera mitad de 2024 y comience a recuperarse durante la segunda mitad del año. Parte de esta expectativa se sustenta por la reducción esperada de la inflación y los recortes de tasas de interés de BanRep. Sin embargo, dicho rebote será necesariamente lento, pues el riesgo de impago se mantiene elevado y supone restricciones para la oferta de créditos.

Tasas de interés en el sistema financiero*

22



Fuente: BanRep. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

*Promedios ponderados por tipo de cartera y productos de captación.



Contexto externo

La información disponible de actividad en el frente externo sigue mostrando unos crecimientos de nuestros socios comerciales mejores a los previstos, reforzando por esta vía la tesis de un aterrizaje suave de la economía mundial.

De acuerdo con la más reciente actualización de proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento económico mundial en 2024 se mantendría estable en 3.1% y en 2025 se desaceleraría a 2.9%. Para el grupo de economías avanzadas se esperan crecimientos de 1.5% en 2024 y 1.4% en 2025, en ambos casos crecimientos inferiores al de 2023 pero lejos de reflejar un escenario de recesión (Gráfico 23).

Para las economías emergentes, el FMI estima una expansión de 4.1% para 2024, estable frente al crecimiento del PIB de 2023, y para 2025 se proyecta una leve aceleración hasta 4.2%. Dentro de este grupo de economías, la de LATAM registraría una desaceleración hacia ritmos del orden de 1.9% en 2024, desde el 2.5 de 2023, pero para 2025 se anticipa una aceleración del crecimiento hacia 2.5% (Gráfico 23).

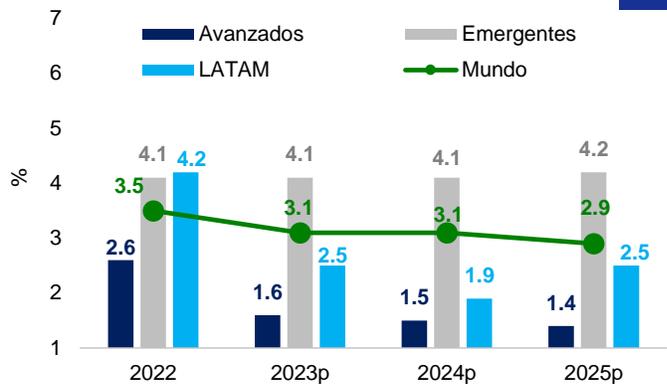
La inflación global continúa desacelerándose y abriendo espacio para que los Bancos Centrales (BC) flexibilicen sus posturas de política monetaria. Dicho patrón sigue siendo especialmente marcado en LATAM, donde los BC siguen recortando sus tipos de interés.

En EEUU, la Fed decidió mantener inalterada su tasa de intervención en 5.25% - 5.5% durante su primera reunión de política monetaria del año, en línea con nuestras expectativas. El emisor considera que un recorte de tasas tan pronto como marzo no es apropiado, por lo que las primeras reducciones de tasas de interés llegarían hacia mitad de año (ver “La Fed sin apuros” en [CE - Febrero 5 de 2023](#)).

En LATAM, la mayoría de BC volvieron a recortar las tasas de interés (Gráfico 24), aliviados por unas menores dinámicas de la inflación observada y esperada. En consecuencia, las perspectivas de crecimiento para estas economías en 2024-2025 han mejorado, en línea con lo que el reporte de perspectivas económicas del FMI mostró recientemente.

Proyección del FMI para crecimiento del PIB

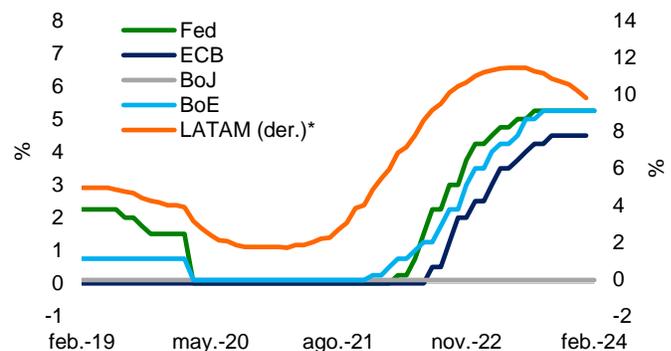
23



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas de interés de política monetaria

24



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



Bajo este contexto, las condiciones financieras internacionales se han suavizado frente a meses previos, 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 25).

En cuanto a las cifras recientes de actividad, los últimos datos del índice PMI compuesto en las grandes economías siguen confirmando la tesis del aterrizaje suave, en medio de la actual fase de desaceleración global.

El PMI compuesto de EEUU, Reino Unido, China y Japón 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 algunas leves mejoras que son consistentes con otros datos de actividad en la región (Gráfico 26).

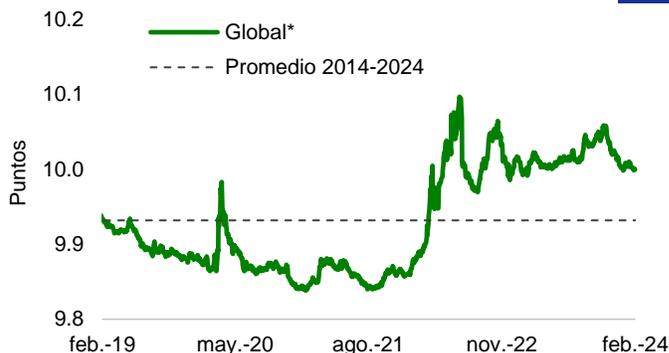
En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento económico promedio durante 4T23 habría sido de 1.8%, ligeramente superior a la expansión de 1.2% de 3T23. Sin embargo, dichos crecimientos siguen estando muy por debajo de los registros de trimestres anteriores (Gráfico 27).

México y Brasil lideran este comportamiento en LATAM, con crecimientos promedio en 4T23 de 3.3% y 1.7%, respectivamente. Chile y Argentina habrían registrado expansiones de 0.6% y 0.1%, en ese mismo orden, mientras que la economía de Perú se habría contraído 0.3%.

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 disminuyó hasta 48%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se estima en apenas 24%.

Estado de las condiciones financieras globales

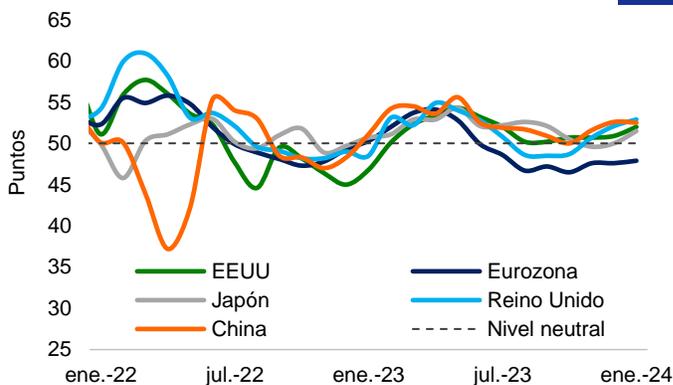
25



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

Evolución PMI compuesto en economías grandes

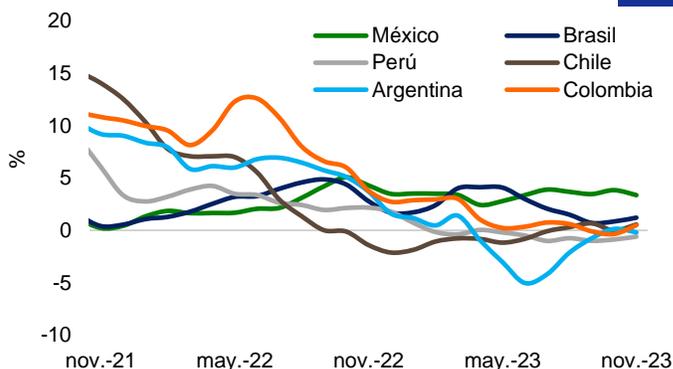
26



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Índices de actividad en economías de LATAM*

27



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series suavizadas con un promedio móvil de 3 meses.



Proyecciones Económicas

	2022	2023(p)	2024(p)	2025(p)
Demanda agregada				
PIB (%)	7.3	1.0 ↓	0.9 ↓	2.4 ↓
Consumo privado (%)	9.5	1.3	0.7	2.0 ↓
Gasto público (%)	0.3	2.8 ↓	5.1 ↓	1.5 ↓
Inversión fija (%)	11.4	-6.4 ↑	10.1 ↑	5.7 ↓
Demanda interna (%)	9.4	-3.6 ↑	2.0 ↑	2.7 ↓
Exportaciones (%)	14.8	5.3	1.6 ↓	2.7 ↓
Importaciones (%)	22.3	-13.8 ↑	4.5 ↑	3.8 ↓
Sectores actividad económica				
Agropecuario (%)	-1.8	0.9	0.3	6.3
Comercio (%)	11.1	-2.2	-0.3 ↓	2.0 ↓
Construcción (%)	6.5	-4.1 ↑	4.4 ↑	2.7 ↓
Financiero (%)	6.5	6.5	1.3	3.9
Industria (%)	9.8	-3.2 ↑	1.8 ↑	1.6 ↓
Minería (%)	1.6	4.9	1.6	0.3
Precios, tasas de interés y desempleo				
Inflación (final del periodo %)	13.1	9.3	5.8 ↓	3.9 ↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	12.00	13.00	8.50 ↓	5.00 ↓
DTF EA (promedio año %)	8.2	13.2	10.9 ↓	7.2 ↓
IBR overnight EA (promedio año %)	7.2	13.0	10.7 ↓	6.4 ↓
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	13.0	10.4	9.0 ↑	8.1 ↑
Tasa de desempleo nacional (%)	11.2	10.2	10.5	11.0 ↑
Sector externo				
Tasa de cambio (promedio anual)	4246	4326	4200 ↓	3920
Tasa de cambio (final del periodo)	4766	3950	4150	3825
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-6.2	-2.5 ↑	-3.1	-3.7 ↓
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	5.0	4.5 ↓	3.5	2.7
Finanzas públicas				
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-5.3	-4.2	-5.3 ↓	-3.5
Saldo deuda neta total GNC (% del PIB)	57.9	52.8	57.0 ↓	57.0

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.
