



Marzo 11 de 2024

Llegó la hora de acelerar

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

Los datos del PIB de 4T23 mostraron un débil desempeño de la economía, que sigue afectada principalmente por la inversión. La información preliminar de 1T24 sugiere crecimientos del producto que podrían ser negativos por primera vez desde la pandemia. 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 se encuentra muy cerca de sus niveles estructurales, lo que indica prácticamente un cierre de la brecha positiva de empleo. En este entorno, la inflación de salarios nominales se mantiene elevada, pero las presiones de demanda asociadas al ciclo se siguen moderando.

La inflación al consumidor volvió a desacelerarse en febrero y continúa en una senda bajista bien encaminada hacia el objetivo de política monetaria. No obstante, tanto la inflación observada como sus expectativas permanecen aún muy por encima de la meta de 3%. BanRep no tomó decisiones de tasas de interés en su reunión de febrero, pero es altamente probable que acelere la magnitud de los recortes de tasas a partir de este mes.

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 las modalidades de microcrédito y consumo. 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 y las tasas de interés de los mercados de deuda han descendido recientemente.



Actividad económica

Las cifras de PIB en 4T23 mostraron un pobre crecimiento de apenas 0.3%¹. Como lo analizamos al detalle en un informe reciente (ver “Sin inversión ni pío” en [CE – Febrero 20 de 2024](#)), el lastre del trimestre volvió a ser la formación bruta de capital, la cual completó cuatro trimestres consecutivos de contracciones y se sitúa en niveles mínimos no vistos desde 2010 (excluyendo el episodio de la pandemia).

De manera preliminar, los datos conocidos de 1T24 dan cuenta de una contracción económica. La dinámica del consumo se mantiene débil, aunque ha comenzado a dar algunas señales de estabilización. En contraste, varios indicadores coincidentes de inversión fija se siguen deteriorando y serían los principales responsables de la probable contracción del producto en el arranque de 2024.

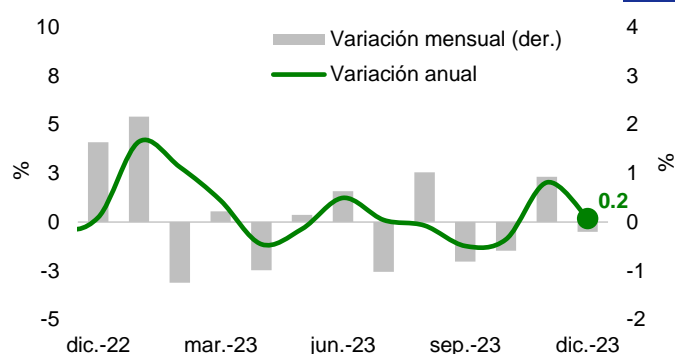
En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró una caída mensual de 0.2% en diciembre (Gráfico 1). En términos de su variación anual, el crecimiento del ISE en su serie original fue 0.1%, inferior a nuestras estimaciones (ver sección de “Actividad económica” en [IMCE – Febrero de 2024](#)).

El ISE de la cadena **primaria** creció 2.3% en diciembre y se mantuvo por cuarto mes consecutivo como la rama de actividad de mayor crecimiento (Gráfico 2). Gracias a lo anterior, sus niveles de producción prácticamente ya recuperaron sus valores pre-pandemia.

Tanto el sector minero-energético como el agropecuario se han recuperado del choque de costos local-externo de los últimos dos años. Unas condiciones climáticas asociadas al fenómeno de El Niño menos severas frente a lo previsto, así como la anticipación de ciclos productivos, han sido un factor de impulso para las actividades agropecuarias, especialmente agrícolas como los cultivos de café.

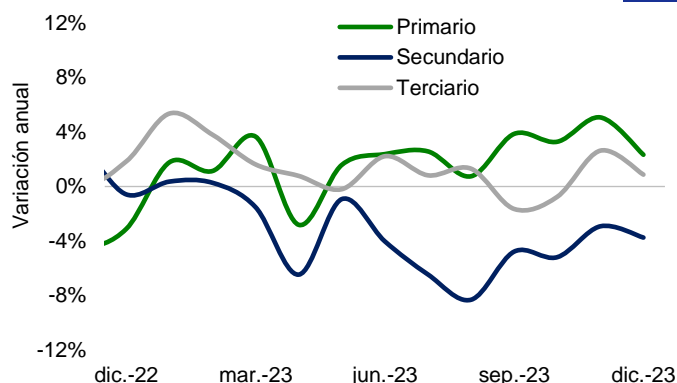
El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital

Comportamiento del ISE durante el último año*



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

Evolución del ISE por cadenas de producción



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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



fijo, registró una nueva contracción de 3.7% en diciembre. De esta manera, esta rama de actividad completó diez meses de caídas consecutivas en su nivel de producción.

La actividad manufacturera, que concentra buena parte de la producción industrial, registró una contracción de 6.8%. 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. El promedio preliminar de 1T24 se ubica en 53.1 puntos, por encima del nivel neutral de 50 puntos y del 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. No obstante, algunos índices adelantados de edificaciones residenciales sugieren una leve recuperación que podría estar indicando que este subsector habría tocado fondo en 4T23.

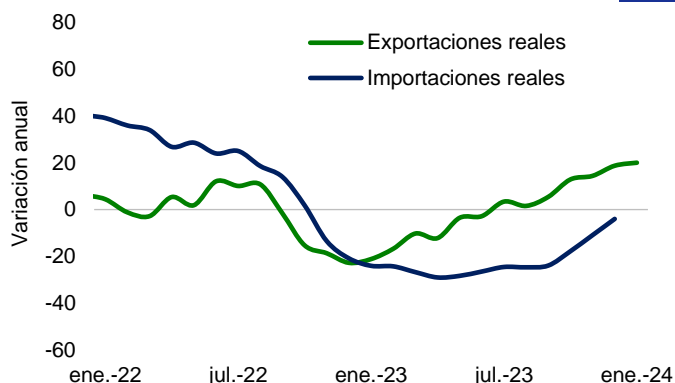
El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al consumo de los hogares y al gasto público, mantiene una tendencia de desaceleración con crecimientos muy bajos. En diciembre, su nivel de producción creció apenas 0.9%.

Dentro de esta rama de actividad, el índice de ventas reales del comercio minorista se contrajo 4.7%, afectado principalmente por la caída de 6.1% 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 su mayor caída desde febrero de 2021 y registraron una reducción de 7.9%.

El contrapeso dentro del sector terciario lo sigue ejerciendo el rubro de actividades de administración pública, favorecidas por el mayor ritmo de ejecución presupuestal del Gobierno durante la segunda mitad de 2023 y por el carácter contracíclico de la política fiscal. En diciembre, el crecimiento de estas actividades fue 0.6%, pero las cifras de ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN) muestran un crecimiento del gasto primario en enero de 7.1% en términos reales, lo que anticipa un rebote importante.

Variables de comercio exterior (PM3)

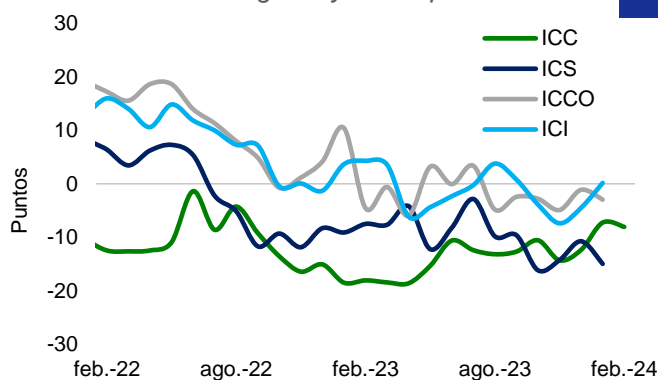
3



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.



En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB registraron un crecimiento de 1.3% en enero, tras anotar reducciones durante doce meses consecutivos. Las exportaciones tradicionales cayeron 8.1%, mientras que las exportaciones no tradicionales, concentradas en agroindustria principalmente, se siguen recuperando y tuvieron un sobresaliente crecimiento de 16.4%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de 23.3% en las exportaciones, el más alto desde junio de 2022 (Gráfico 3). Esto coincide con el crecimiento de 15.7% 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 8.1% en diciembre. 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 24.3%. En términos reales, si bien las importaciones siguen evidenciando una debilidad importante de la demanda interna, ciertamente se han venido recuperando en los últimos meses y en diciembre se contrajeron 1%, su menor caída desde septiembre de 2022.

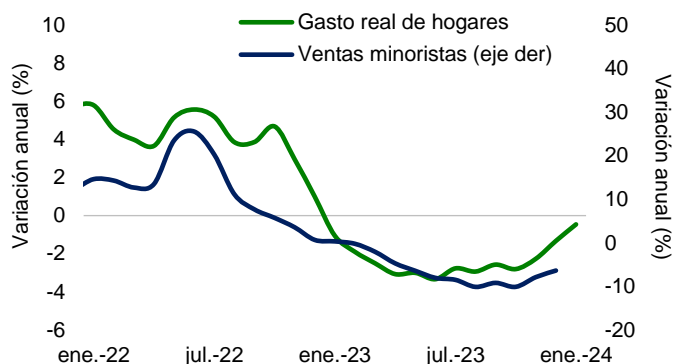
Bajo este contexto, las exportaciones netas siguen contribuyendo de forma positiva al dinamismo de la demanda agregada de la economía (crecimiento positivo de las exportaciones y negativo de las importaciones). Lo anterior es consistente con los favorables registros del déficit de cuenta corriente en Balanza de Pagos, el cual se redujo en 2023 hasta 2.7% del PIB que es un mínimo no visto desde 2010 (ver “Vientos de cambio en la tendencia” en [CE – Marzo 8 de 2024](#)).

La información de varios indicadores adelantados y a tiempo real sugieren que la dinámica del gasto agregado de la economía se estaría deteriorando frente a los registros de 4T23. Más aún, muchos de ellos revelan crecimientos negativos, especialmente los ligados a la inversión fija.

El Índice de Confianza de los Industriales (ICI) y el Índice de Confianza de los Consumidores (ICC), ambos producidos por Fedesarrollo, llevan varios meses en tendencia central recuperándose. Particularmente, en

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)

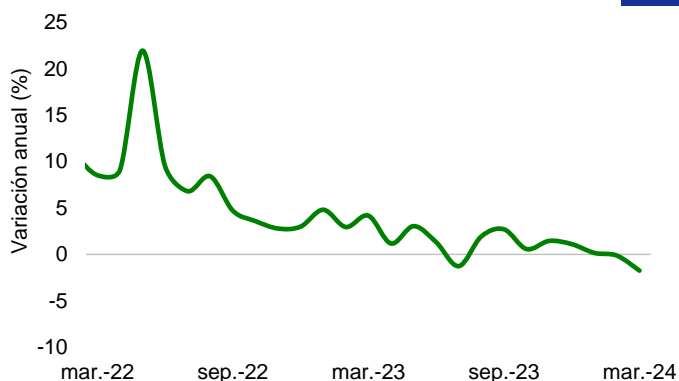
5



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

Demanda total de energía no regulada

6



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



enero el ICC alcanzó máximos no vistos desde agosto de 2022, favorecido por la apreciación de la tasa de cambio y los menores niveles de inflación.

Estas mejoras en el ICI y el ICC fueron compensadas por deterioros en otros índices de confianza. El Índice de Confianza de los Comerciantes (ICCO) se ha estabilizado en niveles bajos, al igual que el Índice de Confianza Sectorial (ICS), que mide la percepción del entorno de empresas, inversionistas y otros actores de distintos sectores de la economía, el cual permanece muy cerca de mínimos no vistos desde la pandemia (Gráfico 4).

La dinámica del consumo real se ha venido recuperando en meses recientes, algo que continuaría en el corto plazo en la medida que la inflación y las tasas de interés sigan descendiendo. El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, tuvo un crecimiento de 0.3% en enero, la primera expansión real tras catorce meses consecutivos de caídas (Gráfico 5).

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 contracciones en 1T24.

En efecto, la demanda de energía no regulada en febrero cayó 0.1% y en lo que va corrido de marzo su caída se estima en 1.8% (Gráfico 6). Con esto, el crecimiento promedio de esta variable en 1T24 se sitúa en -0.6%, contrastando con la expansión de 1% de 4T23.

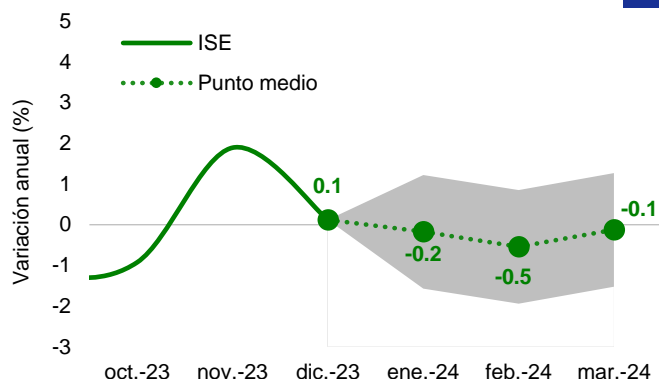
Teniendo en cuenta toda la información analizada anteriormente, pronosticamos para el ISE una variación de -0.2% en enero. Con datos disponibles de alta frecuencia y a tiempo real, nuestro modelo *Nowcast* sugiere caídas del ISE de 0.5% y 0.1% para febrero y marzo, respectivamente (Gráfico 7).

Por todo lo anterior, **el crecimiento de la economía en 1T24 estaría bordeando ritmos de -0.3%, abriendo de esta manera la posibilidad a una contracción del producto que no se tiene desde la pandemia.**

Nuestros ejercicios de pronóstico siguen apuntando a un crecimiento del PIB en todo 2024 de 0.7%, similar al 0.6% de 2023 pero muy cerca de un estancamiento.

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 viene experimentando la economía. Es de esperar que, ante esta coyuntura, 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 tuvo una ligera reducción en enero hasta 10.4% (Gráfico 8). No obstante, este dato está muy cerca del máximo del último año de 10.8% alcanzado en diciembre y supera ampliamente el promedio de todo 2023. Por su parte, tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación aumentó 0.3 p.p. hasta 57.1%, mientras que la tasa global de participación, que mide la oferta de trabajo potencial, se mantuvo inalterada en 63.7%.

En este entorno, la brecha positiva de empleo se sigue ajustando y es altamente probable que se cierre en su totalidad durante la primera mitad de 2024. De hecho, la tasa de desempleo nacional se encuentra muy cerca de sus niveles estructurales o no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales se estiman alrededor de 11%.

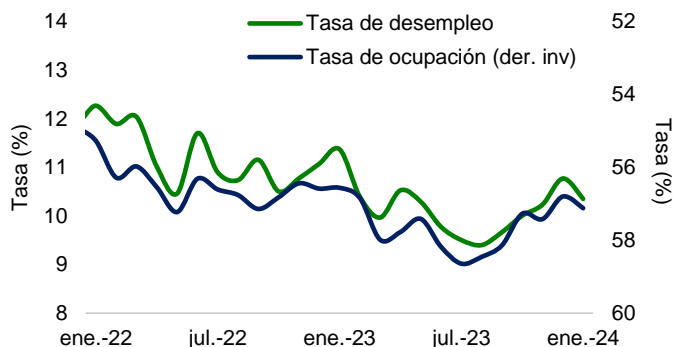
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas la situación es similar. La tasa de desempleo se sitúa en 10.1%, aún por debajo de la tasa NAIRU urbana que, según estimaciones de BanRep, se calcula cerca del 12% (Gráfico 9). Sin embargo, desde los mínimos de 8.8% registrados en junio pasado, la tendencia del desempleo urbano ha sido claramente alcista.

A nivel sectorial, con la única excepción del sector primario, la dinámica de la 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 fuerte fase de desaceleración que actualmente registra la economía.

Durante el último trimestre móvil con corte a enero, la ocupación de la cadena primaria registró un crecimiento de 4.2% (Gráfico 10). La demanda de trabajo en este

Principales indicadores del mercado laboral*

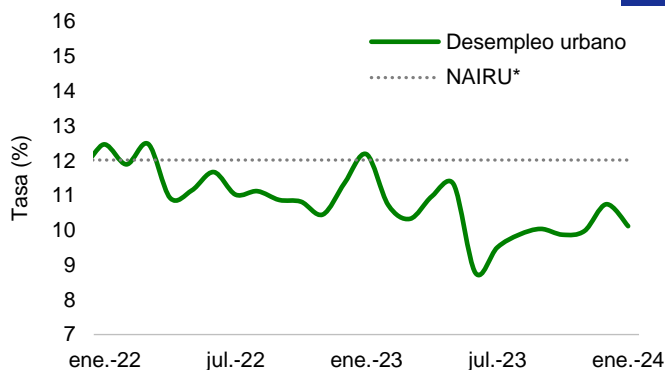
8



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.



sector es la única que se ha dinamizado en meses recientes, en línea con la recuperación que exhiben estas actividades. Por su parte, el acervo de ocupados en el sector secundario creció 0.6%, mientras que el crecimiento de la ocupación en el sector terciario se sigue desacelerando y se situó en 3%, siendo el más bajo de los últimos tres años.

Los sectores de información y comunicaciones, actividades profesionales, y suministro de electricidad, gas y agua, registraron reducciones de 69, 62 y 57 mil ocupados durante el último año con corte a enero, respectivamente. Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron los de agricultura y ganadería, administración pública, educación y salud, e industria. En ese mismo orden, los niveles de ocupación en estos sectores registraron incrementos de 244, 174 y 115 mil personas.

La creación de empleos asalariados y formales en la economía se sigue debilitando (Gráfico 11). En tendencia central, la generación de empleos asalariados continúa superando la del empleo no asalariado, así como la dinámica del empleo formal que sigue superando el ritmo de creación de subempleos y empleos informales.

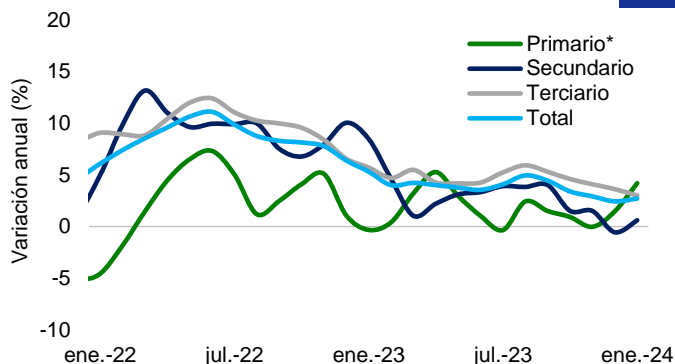
En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados fue de 1.7% en el último mes, mientras que el crecimiento de la demanda de empleo no asalariado fue de 0.9%. Por su parte, el crecimiento del empleo formal fue 3.7%, superior a la caída de 2.9% de los empleos informales.

Bajo este contexto, la inflación de los salarios nominales se mantiene alta y fue de 12.2% en diciembre. 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 viene 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 2.9%, la más alta desde mayo de 2022, consecuencia de los menores niveles de inflación al consumidor desde abril de 2023. Esta mejora del salario real debería apoyar un mejor

Ocupados por ramas de actividad (PM3)

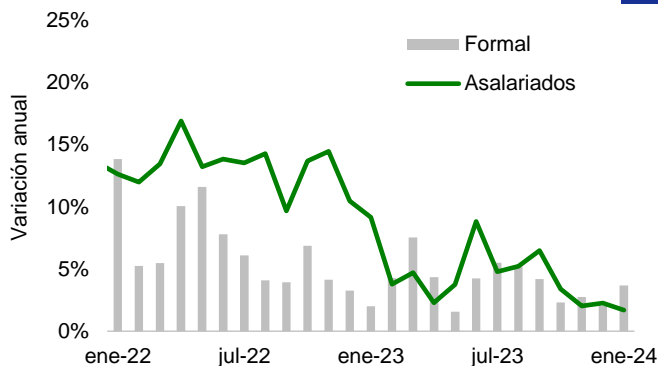
10



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

Dinámicas del empleo asalariado y formal

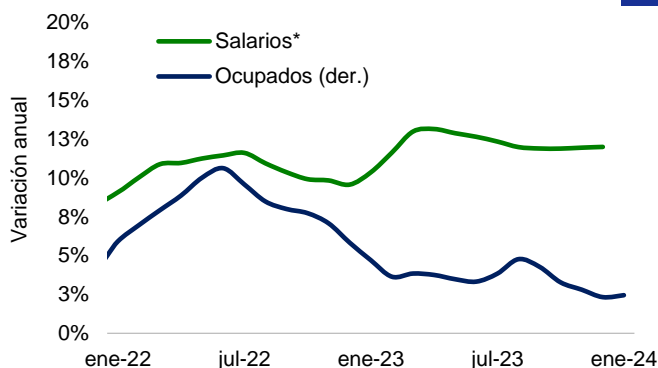
11



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.



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 una tendencia alcista, en medio del actual proceso de cierres de brechas positivas de empleo y de producto. **Pronosticamos 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 1.09% en febrero. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC se situó en línea con el promedio histórico de 1% para el mismo mes y por debajo del 1.66% de febrero de 2023.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.54%, lo que resulta de variaciones positivas de 2.15% y 0.12% 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) una deflación de precios internacionales de alimentos que se ha transmitido a los precios locales.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 2.28%, el más alto dentro de los componentes del IPC (Tabla 1). El IPC de educación preescolar, primaria y secundaria tuvo una variación de 9.11% y fue el que más aumentó en este componente. A este le siguieron el IPC de peajes, el de gas y el de tarifas de acueducto, alcantarillado y aseo, que aumentaron 6.51%, 2.66% y 2.63%, respectivamente

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual de 0.18%. Allí sobresale el aumento de 1.14% que registraron los precios de las bebidas alcohólicas y cigarrillos, y el 0.68% del IPC de prendas de vestir y calzado. Esto contrasta con la caída de 0.24% del IPC de vehículos y autopartes, completando así ocho meses consecutivo de variaciones mensuales negativas.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 1.18%. Dentro de los rubros que más pesaron dentro de este componente se destacan los aumentos de 8.17% del IPC de educación superior, de 0.84% del IPC de arrendamientos, y de 1.17% del IPC de restaurantes y bares.

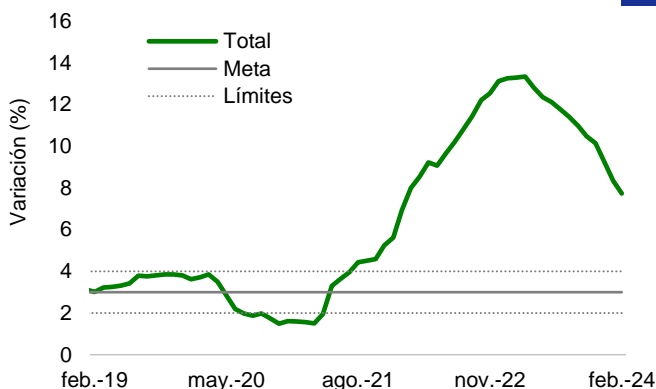
Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

		A	R	B	S	Total
Mensual	feb.-24	0.54	2.28	0.18	1.18	1.09
	feb.-23	1.60	2.63	1.60	1.33	1.66
Anual	feb.-24	1.89	16.02	4.33	8.47	7.74
	ene.-24	2.96	16.41	5.81	8.63	8.35
Cont.	feb.-24	0.28	2.77	0.81	4.14	7.74
	ene.-24	0.45	2.84	1.09	4.21	8.35
A/C	feb.-24	1.02	4.23	0.43	2.15	2.02
	feb.-23	4.10	5.33	3.11	2.61	3.47
Tendencia*		▼	▼	▼	▼	▼

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

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

Inflación al consumidor en últimos 5 años



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



De esta forma, la inflación anual del IPC se desaceleró por onceavo mes consecutivo y se ubicó en 7.74%, su nivel más bajo desde enero de 2022 (Gráfico 13). La inflación del IPC de bienes se redujo hasta 4.33%, siendo el componente que más restó a la dinámica de la inflación entre enero y febrero con una contribución de -0.28 p.p. (Tabla 1). Por su parte, la inflación del IPC de regulados se desaceleró hasta 16.02%, pero sigue siendo la canasta que registra la mayor inflación dentro de los componentes del IPC.

La inflación del IPC de alimentos se desaceleró hasta 1.89%, su menor nivel de inflación desde diciembre de 2018, y fue el segundo componente que más aportó negativamente al desempeño de la inflación total en el último mes, después del IPC de bienes. Por su parte, la inflación del IPC de servicios fue 8.47%, levemente inferior al 8.63% de enero, y continúa exhibiendo una rigidez importante en esta fase de desinflación en la economía.

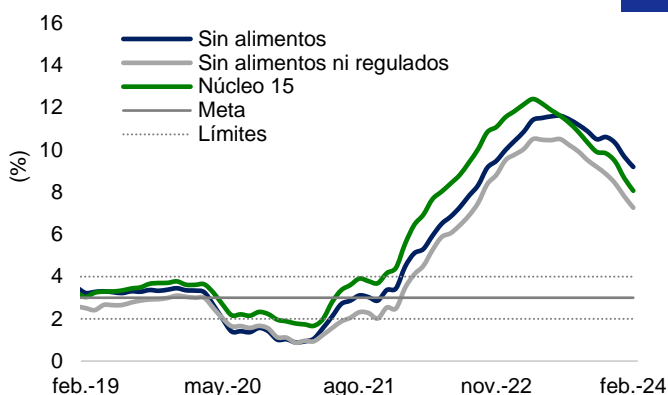
En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se redujo hasta 8.17%, su registro más bajo desde agosto de 2022, pero continúa muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos fue de 9.2%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 8.07%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 7.26%, un mínimo no observado en los últimos 17 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 4.83% y 3.51%, respectivamente, mientras que a horizontes de 5 años lo hicieron hasta 3.2%. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES también se redujo hasta 6% (Gráfico 15). Las expectativas de cierre de la actual vigencia se mantuvieron en 5.41%, mientras que las de cierre de 2025 se sitúan en 3.81%.

Para el mes de marzo pronosticamos una variación mensual de 0.71% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería hasta 7.37%. Mantenemos nuestra proyección de inflación al cierre de 2024 en 5.8%.

Principales medidas de inflación núcleo

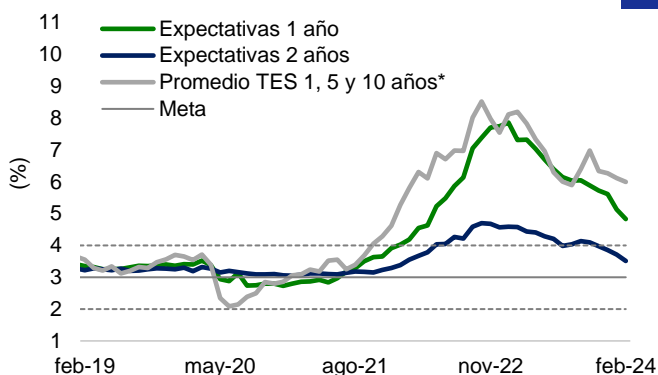
14



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.



Según su calendario de 2024, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) no tomó decisiones de tasas de interés durante el mes de febrero. **Esperamos que BanRep acelere la magnitud del ciclo de flexibilización monetaria y recorte su tasa de referencia en 50 pbs hasta 12.25% durante su reunión de política monetaria de este mes.**

Seguimos esperando que hacia mediados del año la velocidad de la flexibilización monetaria del BanRep aumente, probablemente con recortes mensuales de hasta 75-100 pbs. Mantenemos nuestro pronóstico de tasa de intervención al cierre de 2024 en 8.5%.



Mercado de créditos

La dinámica de la cartera total de créditos del sistema permanece débil. Esto se encuentra en línea con una demanda de créditos afectada por el contexto de tasas de interés e inflación aún elevadas, 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 parece ya haber tocado fondo y se contrajo 6.2% en febrero, mejorando la caída real de 7.2% de enero (Gráfico 16). Los créditos hacia los hogares registraron una reducción de 7.5%, mientras que las colocaciones hacia las empresas cayeron 5.1%.

Por modalidades, la cartera de microcrédito es la que exhibe el mayor crecimiento con una expansión de 3.1%. 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.

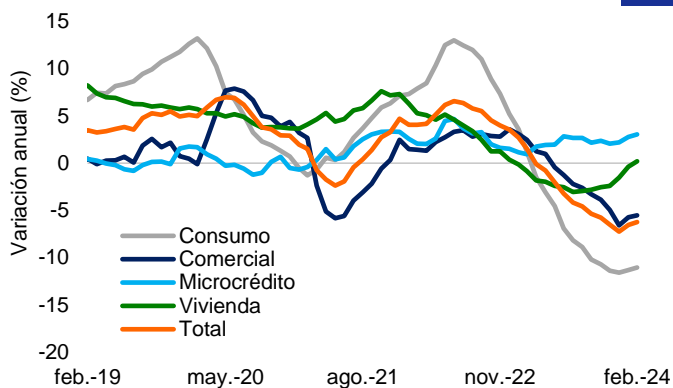
La cartera de vivienda retornó a terreno positivo, con un crecimiento real de 0.2%. Por su parte, la cartera comercial cayó 5.5% y la cartera de consumo sigue siendo la más afectada con variaciones reales negativas de 11%. A pesar de lo anterior, en todos los casos se observó un cambio de tendencia que probablemente se consolidará en el futuro cercano.

En este entorno, varios indicadores continúan evidenciando un riesgo de impago elevado en el sistema. Con información disponible al corte de diciembre, el crecimiento del saldo de la cartera vencida del sistema fue de 38.9%, 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 se han venido moderando (Gráfico 17). El crecimiento de cartera vencida más elevado lo exhibe la modalidad de microcrédito con 71.3%, la cual registra un ritmo de crecimiento no observado en los últimos 23 años, seguido por la cartera de consumo que aumentó

Crecimiento real de la cartera por modalidad

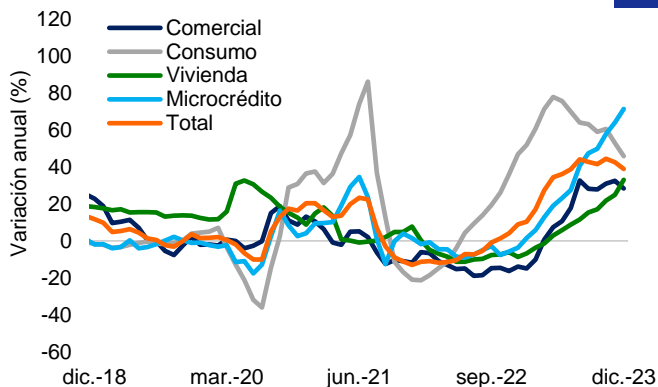
16



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

17



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



45.9%. Por su parte, la cartera vencida de la modalidad comercial crece a ritmos del 28.3% y la de vivienda lo hace a tasas de 33%.

En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se ubicó en 5% en diciembre. Por modalidades, el ICV de microcrédito fue el único que aumentó en el último mes y ya superó al de la cartera de consumo, alcanzando 8.6%. El ICV de la modalidad de consumo se ubicó en 8.2%, mientras que para la cartera comercial y vivienda se sitúa en niveles de 3.4% y 3%, respectivamente (Gráfico 18).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total, una buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema, registra crecimientos todavía elevados del orden del 7.1%, 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 0.82% con corte al mes de diciembre.

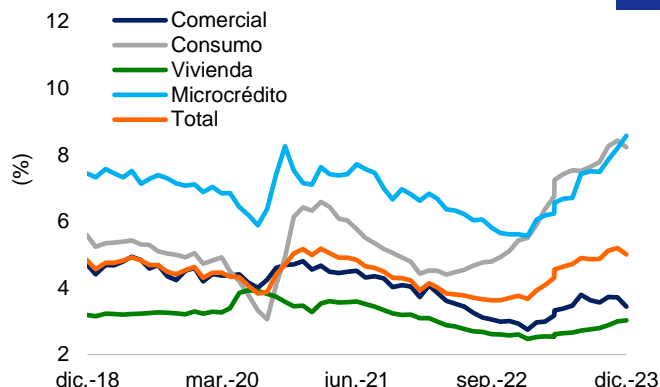
Los agregados monetarios de menor liquidez, como el M2 y el M3, mantienen crecimientos superiores a los de alta rotación como el M1. Sin embargo, y consistente con lo que muestran las dinámicas de la cartera, el M1 evidenció un crecimiento de 1.6% en febrero que es el más alto desde 4T22, donde depósitos a la vista como las cuentas corrientes crecieron 2.2%. Los crecimientos del M2 y el M3, por su parte, crecieron a ritmos del orden de 6.4% y 5.7%, respectivamente, pero mantienen una senda de desaceleración importante (Gráfico 19).

Las nuevas tendencias de los agregados monetarios obedecen, en parte, a la flexibilización monetaria que inició BanRep desde finales del año pasado. En la medida que el emisor continúe recortando su tasa de referencia, es de esperar que estas tendencias se prolonguen a lo largo del año.

De esta manera, la base monetaria tuvo una ligera expansión de 0.3% en febrero. Allí sobresale la baja dinámica del efectivo circulante con un crecimiento de 1.2%, en línea con los bajos crecimientos de la actividad real. Además, 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 -2.9 p.p., liberando presiones

Evolución calidad de la cartera por modalidad

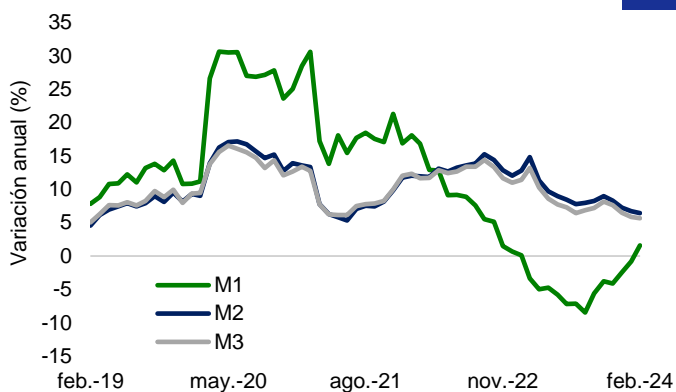
18



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

19



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



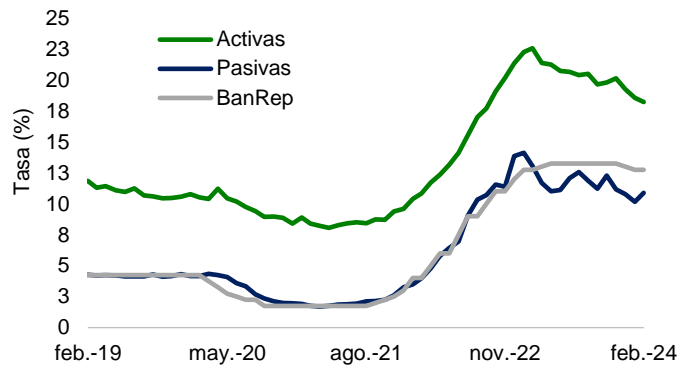
sobre las tasas de interés de corto plazo del sistema financiero.

En este entorno, las tasas de interés del mercado de fondos prestables continúan descendiendo (Gráfico 20). En promedio, las tasas de colocación se ubican preliminarmente en niveles de 18.4% en 1T24, por debajo del promedio de 19.7% de 4T23. Por su parte, las tasas de captación se han ubicado en promedio cerca de 10.5%, también en niveles inferiores al 11.4% del trimestre anterior.

Esperamos que la recuperación que parece haber iniciado la cartera de créditos se mantenga en el corto plazo, aunque de manera gradual. Buena parte de esta expectativa se sustenta por la reducción que ha tenido y seguirá teniendo la inflación en los próximos meses, a lo que se suma un apoyo parcial de los recortes de tasas de interés de BanRep. Es importante resaltar que el riesgo de impago se mantiene elevado, lo que supone restricciones a los créditos por el lado de la oferta.

Tasas de interés en el sistema financiero*

20



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. Esto se ha dado gracias al aterrizaje suave que viene mostrando la economía mundial, que ha disipado significativamente los temores de recesión.

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

En EEUU, la Fed sigue dando señales de que el primer recorte de tasas de interés llegaría hacia mediados de año, en línea con nuestro escenario base (ver “La Fed sin apuros” en [CE – Febrero 5 de 2023](#)). Los mercados se han ajustado a esta nueva expectativa y en jornadas recientes las tasas de interés de los mercados de deuda han descendido.

En LATAM, la mayoría de BC siguen recortando las tasas de interés (Gráfico 21), aliviados por unas menores dinámicas de la inflación observada y esperada. En consecuencia, las perspectivas de crecimiento para estas economías en 2024-2025 siguen mejorando.

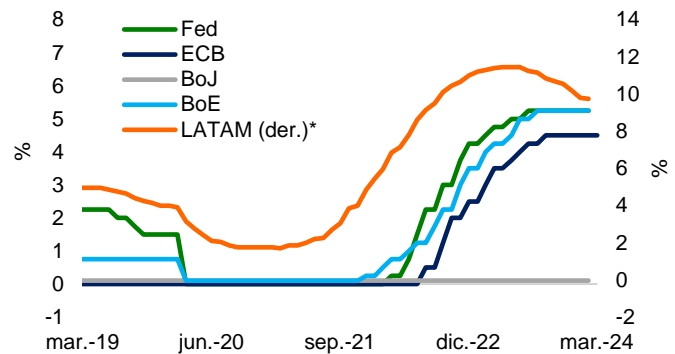
Bajo este contexto, las condiciones financieras internacionales se han suavizado hasta mínimos no vistos desde finales de 2022 (Gráfico 22), favorecidas por el fin del endurecimiento monetario mundial. Sin embargo, según varias mediciones, dichas condiciones todavía permanecen en niveles restrictivos y superiores a sus promedios históricos.

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 mejoras que

Tasas de interés de política monetaria

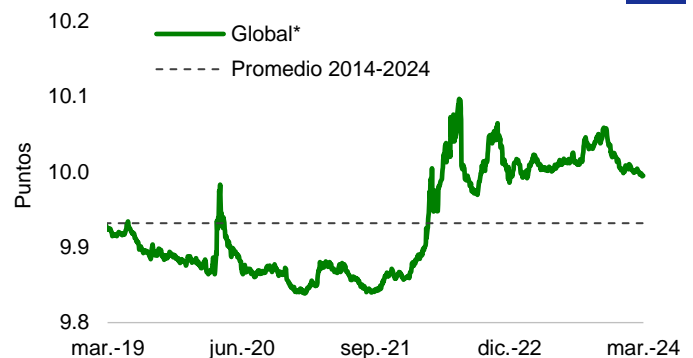
21



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

Estado de las condiciones financieras globales

22



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



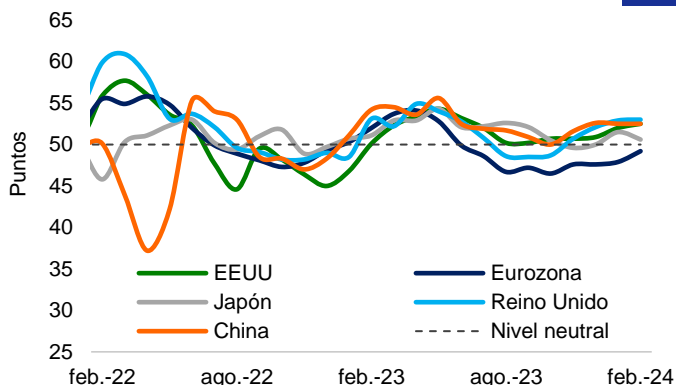
son consistentes con otros datos de actividad en la región (Gráfico 23).

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento económico promedio durante 4T23 habría sido de 1.3%, similar a la expansión de 1.2% de 3T23. Dichos crecimientos siguen siendo inferiores a los registros de trimestres anteriores (Gráfico 24), pero sustentan un menor riesgo de recesión en la medida que se han estabilizado en ritmos de expansión ligeramente por encima de 1%.

México y Brasil lideran este comportamiento en LATAM, con crecimientos promedio en 4T23 de 2.6% y 1.8%, respectivamente. Chile habría registrado una expansión de 0.5%, mientras que las economías de Perú y Argentina tuvieron contracciones de 0.4% y 1.5%, respectivamente.

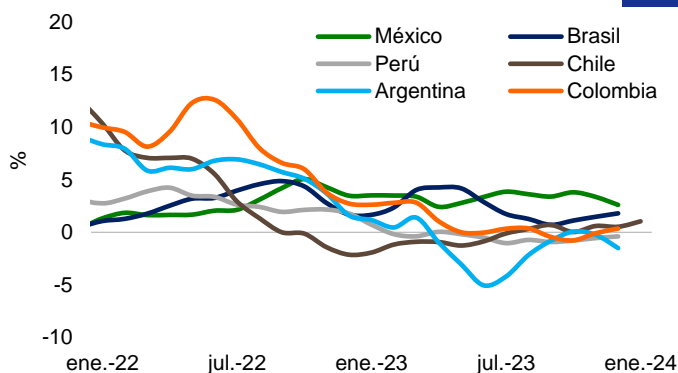
En este entorno, según la más reciente encuesta a analistas económicos de Bloomberg, la probabilidad de recesión durante los próximos 12 meses volvió a descender. La probabilidad de recesión en la Eurozona se ubica en niveles del orden de 60%, mientras que para EEUU disminuyó hasta 40%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se estima en apenas 22%.

Evolución PMI compuesto en economías grandes **23**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Índices de actividad en economías de LATAM** **24**



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



Proyecciones Económicas

	2022	2023	2024(p)	2025(p)	
Demanda agregada					
PIB (%)	7.3	0.6	0.7	↓	2.6 ↑
Consumo privado (%)	10.7	1.1	0.9	↑	2.3 ↑
Gasto público (%)	0.8	0.9	1.7	↓	2.6 ↑
Inversión fija (%)	11.5	-8.9	-3.0	↓	4.2 ↓
Demanda interna (%)	10.2	-3.8	0.6	↓	2.6 ↓
Exportaciones (%)	12.3	3.1	2.4	↑	3.0 ↑
Importaciones (%)	23.6	-14.7	0.2	↓	2.6 ↓
Sectores actividad económica					
Agropecuario (%)	-0.8	1.8	0.3	↓	4.1 ↓
Comercio (%)	10.7	-2.8	0.7	↑	2.2 ↑
Construcción (%)	6.8	-4.2	-0.6	↓	1.5 ↓
Financiero (%)	6.6	7.9	2.7	↑	3.3 ↓
Industria (%)	9.5	-3.5	-2.4	↓	1.6 ↓
Minería (%)	1.3	2.6	-2.7	↓	-0.1 ↓
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	10.5	↓	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	4100	↓	3920
Tasa de cambio (final del periodo)	4766	3950	4025	↓	3835 ↑
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-6.2	-2.7	-3.3	↓	-3.9 ↓
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	5.0	4.8	3.9	↑	3.6 ↑
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.
