



Coyuntura económica Macroeconomía

Abril 10 de 2024

La prudencia hace sabios

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 1T24 sugieren que el crecimiento de la economía se habría recuperado ligeramente frente a los resultados de 4T23. Sin embargo, los datos preliminares de 2T24 consolidan el estancamiento de la economía en el agregado, especialmente por un pobre desempeño de la inversión. El sector secundario sigue siendo el más afectado y el primario sigue ganando tracción, favorecido por un buen comportamiento de la producción agrícola.

El mercado laboral continúa incorporando los efectos rezagados de la desaceleración económica y la creación de empleos se sigue debilitando. El desempleo sigue al alza 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 los salarios nominales, aunque se mantiene elevada, ha comenzado a moderarse.

La inflación al consumidor volvió a desacelerarse en marzo y continúa en una senda bajista bien encaminada hacia el objetivo de política monetaria. No obstante, tanto la inflación observada como sus expectativas permanecen muy por encima de la meta de 3%. En este entorno, BanRep aceleró su ritmo de recortes de tasa de interés de referencia en su última reunión.

La demanda de créditos permanece débil, pero la información más reciente ha confirmado que el ciclo de desaceleración ya tocó fondo. No obstante, el riesgo de impago en el sistema continúa elevado, especialmente para la modalidad de microcrédito. Las tasas de interés siguen descendiendo, pero permanecen en niveles aún restrictivos para la demanda de nuevos préstamos.

El crecimiento económico mundial ha mostrado una resiliencia importante a la fase de desaceleración global. Más aún, la última información disponible sugiere una aceleración del crecimiento en 1T24, a pesar del entorno global de tasas de interés elevadas. La inflación global sigue descendiendo y varios bancos centrales en el mundo continúan recortando sus tasas de referencia. No obstante, algunas presiones alcistas en los precios podrían frenar esta tendencia de la inflación. En EEUU, ahora se espera que la Fed recorte sus tasas de interés durante la segunda mitad de 2024.



Actividad económica

Las cifras de actividad de 1T24 sugieren que el PIB habría registrado un desempeño algo mejor frente al trimestre anterior. Por el lado de la oferta, la dinámica del sector primario se ha acelerado gracias al repunte de la producción agrícola, especialmente de los cultivos de ciclo largo. Por el lado de la demanda, la dinámica del consumo se mantiene débil, pero en tendencia sigue evidenciando claras señales de recuperación. La escasa información disponible de 2T24 indica que la economía mantiene esta tendencia de recuperación gradual.

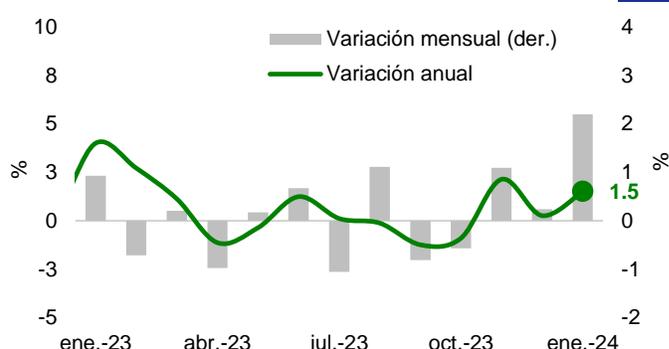
En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró un crecimiento mensual de 2.2% en enero (Gráfico 1), el más alto desde septiembre de 2021. En términos de su variación anual, el crecimiento del ISE en su serie original fue 1.6%¹, muy superior a nuestras estimaciones (ver sección de “Actividad económica” en [IMCE – Marzo de 2024](#)).

El ISE de la cadena **primaria** creció 10.3% en enero, su mayor expansión desde mayo de 2022 y se mantuvo como la rama de actividad de mayor crecimiento (Gráfico 2). Tanto el sector minero-energético como el agropecuario muestran tendencias positivas, especialmente este último que evidencia niveles de producción altos a pesar del fenómeno de El Niño. Los cultivos agrícolas de ciclo largo, que representan un 70%-80% de la oferta agrícola total, han sido los de mejor comportamiento.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital fijo, registró una nueva contracción de 5% en enero. De esta manera, esta rama de actividad completó once meses de caídas consecutivas en su nivel de producción.

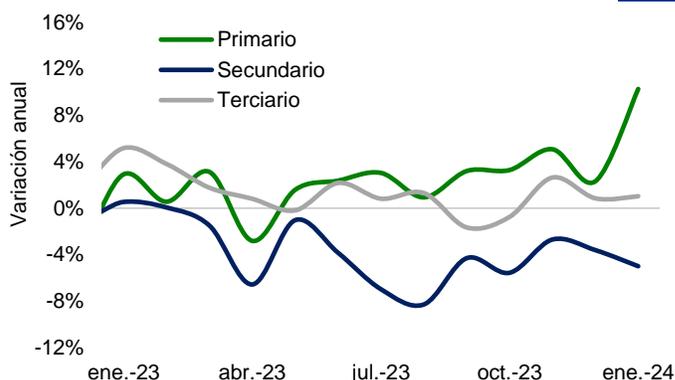
La actividad manufacturera, que concentra buena parte de la producción industrial, registró una caída de 4.3% durante el mismo mes. No obstante, el índice PMI manufacturero, que es un indicador adelantado del comportamiento de las industrias manufactureras y que tiene lecturas de los meses de febrero y marzo, anticipa

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.



una recuperación del sector en el corto plazo. En efecto, el promedio de 1T24 se ubicó en 52.3 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 y 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, como las licencias de construcción, las iniciaciones de vivienda y las ventas de vivienda, sugieren una leve recuperación del sector.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al consumo de los hogares y al gasto público, mantuvo crecimientos muy bajos en enero de 1%.

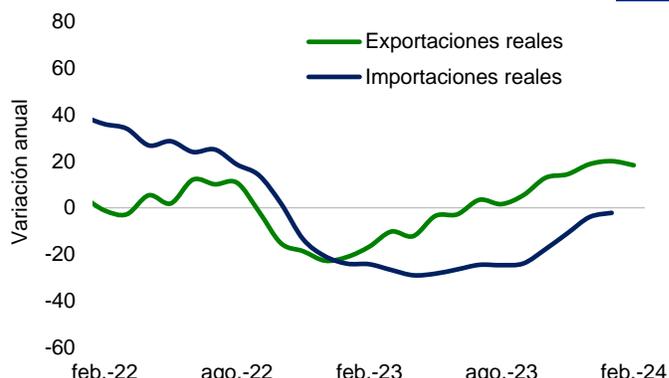
El índice de ventas reales del comercio minorista se contrajo 3.9%, afectado principalmente por la caída de 4.4% de las ventas reales de bienes durables. Por su parte, según las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS), los ingresos reales de los sectores de servicios registraron una reducción de 6%. Respecto a los servicios financieros, en particular establecimientos de crédito y aseguradoras, los crecimientos persisten en terreno negativo, pero han comenzado a mostrar cierta recuperación en su tendencia.

El contrapeso dentro del sector terciario lo sigue ejerciendo el rubro de actividades de administración pública, favorecidas por el carácter contracíclico de la política fiscal. En enero, el crecimiento de estas actividades fue 3.5%. Más aún, las cifras de ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN) muestran un crecimiento del gasto primario en febrero de 14.5% en términos reales.

En cuanto a las variables de comercio exterior, el crecimiento de las exportaciones en valor FOB retornó a terreno negativo y cayeron 10.1% en febrero. En gran medida, esto se sustenta por el retroceso de 21.4% de las exportaciones tradicionales. Las exportaciones no tradicionales, concentradas en agroindustria principalmente, se siguen recuperando y tuvieron un crecimiento de 7.4%.

Variables de comercio exterior (PM3)

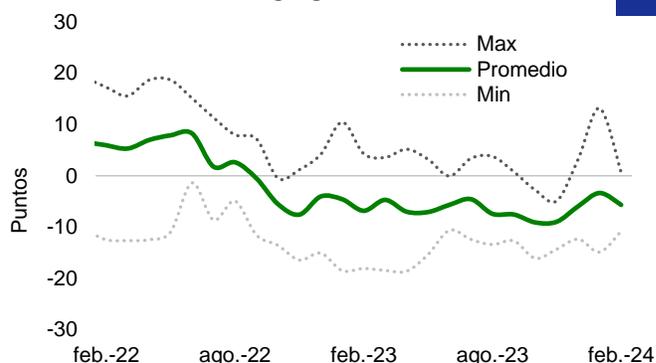
3



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Índice de confianza agregado en Colombia*

4



Fuente: Fedesarrollo, Fenalco y Sectorial. Elaboración IE - BAC.
*Series estandarizadas desde enero de 2018 a la fecha actual. Incluye índices de confianza del consumidor y de empresas.



Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de 11.2% en las exportaciones (Gráfico 3). Esto coincide con el crecimiento de 3.5% que registraron los volúmenes de las exportaciones durante el mismo mes.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron una caída de 9.1% en enero. Las compras externas se afectaron, principalmente, por la fuerte contracción de 19.7% de las importaciones de bienes intermedios. En términos reales, las compras externas se contrajeron 0.5%, su menor caída desde septiembre de 2022. Si bien las importaciones reales siguen evidenciando una debilidad importante de la demanda interna, ciertamente se han venido recuperando en los últimos meses.

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). Al mismo tiempo, este comportamiento de las exportaciones netas seguirá apoyando un menor déficit de cuenta corriente en la economía.

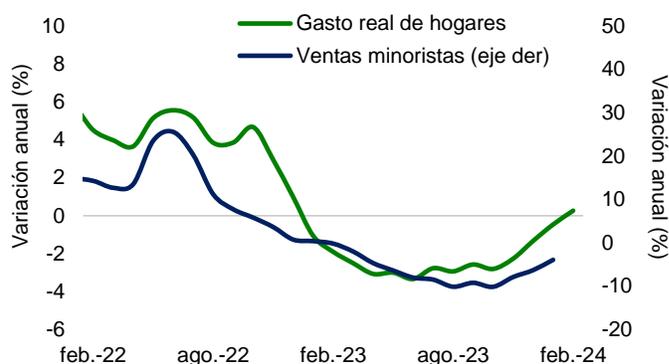
La información de varios indicadores adelantados y a tiempo real sugieren que la dinámica del gasto agregado de la economía habría permanecido baja durante 1T24, pero evidenciando alguna recuperación frente al trimestre inmediatamente anterior. La información preliminar de 2T24 sugiere relativa estabilidad en el crecimiento frente a los registros de 1T24.

Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintos índices disponibles de confianza de hogares y empresas, se mantuvo en niveles bajos en febrero. Más aún, con este registro se completan 18 meses consecutivos donde el índice se ha mantenido en terreno negativo. No obstante, en tendencia, la información de 1T24 mejora los registros del índice en 4T23 (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, se expandió por segundo mes consecutivo y tuvo un crecimiento de 0.6% en febrero (Gráfico 5).

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)

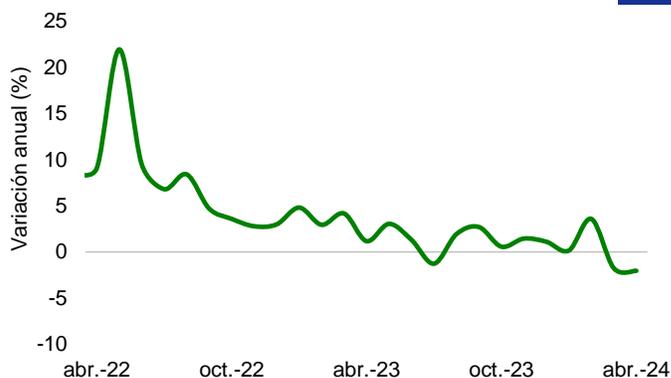
5



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

Demanda total de energía no regulada

6



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



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 un crecimiento que se habría mantenido bajo en 1T24. La escasa información de 2T24 indica que el comportamiento de la inversión fija se estaría deteriorando.

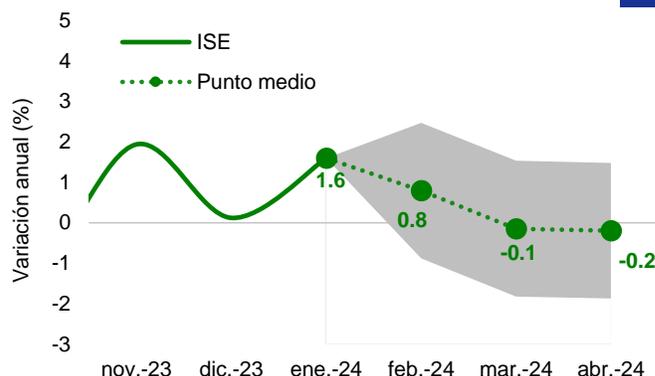
En efecto, la demanda de energía no regulada en marzo habría caído 1.8% (Gráfico 6). Con esto, el crecimiento promedio de esta variable en 1T24 se situó en 0.7%, ligeramente inferior a la expansión de 1% de 4T23. En lo que va corrido de abril, su caída se estima en 2%.

Teniendo en cuenta toda la información analizada anteriormente, pronosticamos para el ISE una variación de 0.8% en febrero. Con datos disponibles de alta frecuencia y a tiempo real, nuestro modelo *Nowcast* sugiere una caída del ISE de 0.1% para marzo y de 0.2% en abril (Gráfico 7).

Por todo lo anterior, **el crecimiento de la economía en 1T24 habría bordeado un 0.8%**. Nuestros ejercicios de pronóstico siguen apuntando a un crecimiento del PIB en todo 2024 de 0.7%, similar al 0.6% de 2023.

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 siguen deteriorando, en línea con la desaceleración de la economía. La demanda de empleo y los niveles de ocupación laboral volvieron a evidenciar desmejoras, al tiempo que la tasa de desempleo alcanzó máximos no vistos desde comienzos de 2023.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional aumentó en febrero hasta 10.7% (Gráfico 8), su nivel máximo del último año. Tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación se redujo 0.4 p.p. hasta 56.7%, que también es un mínimo de 12 meses. La tasa global de participación, que mide la oferta de trabajo potencial, descendió hasta 63.5%.

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%.

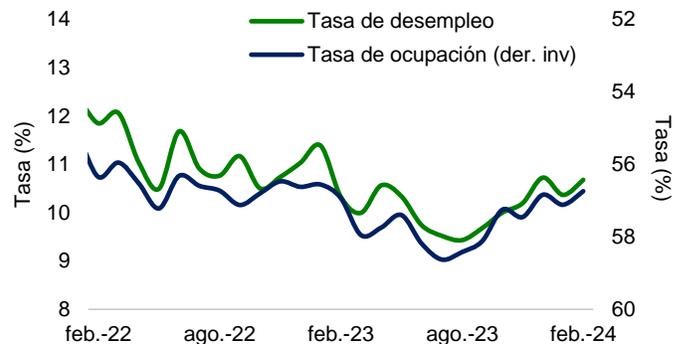
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas la situación es similar. La tasa de desempleo se sitúa en 10.8%, aún por debajo de la tasa NAIRU urbana que, según estimaciones de BanRep, se calcula cerca del 12% (Gráfico 9). Sin embargo, desde los mínimos de 8.7% registrados en junio pasado, 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 fase de desaceleración de la economía que inició el año pasado.

Durante el último trimestre móvil con corte a febrero, la ocupación de la cadena primaria registró un crecimiento de 2.9% (Gráfico 10). La demanda de trabajo en este sector se sustenta en su totalidad por el buen comportamiento que ha tenido el sector agropecuario en

Principales indicadores del mercado laboral*

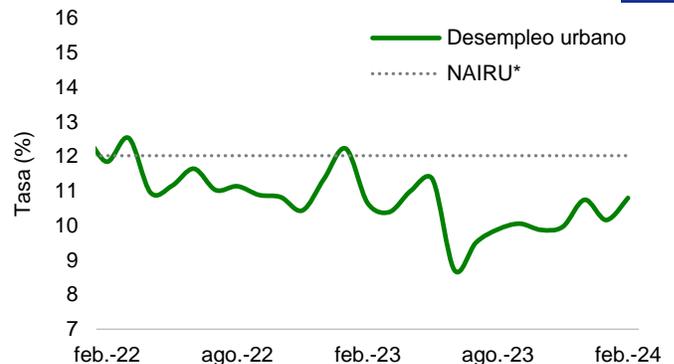
8



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

Evolución del desempleo en grandes ciudades*

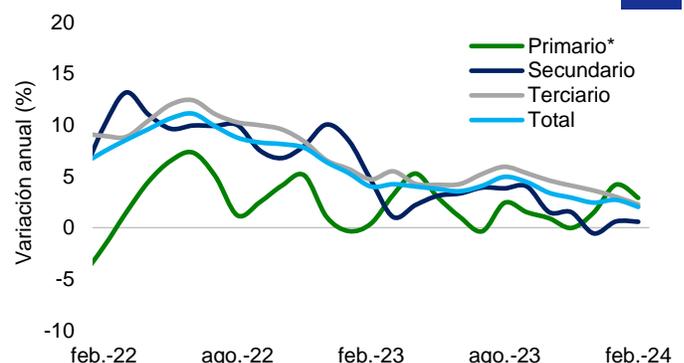
9



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

Ocupados por ramas de actividad (PM3)

10



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



el arranque de año. 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 2.3%, el más bajo de los últimos tres años.

Los sectores de comercio, actividades profesionales y construcción, registraron reducciones de 167, 115 y 50 mil ocupados durante el último año con corte a febrero, respectivamente. Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron los de industria manufacturera, actividades artísticas y transporte. En ese mismo orden, los niveles de ocupación en estos sectores registraron incrementos de 149, 141 y 112 mil personas.

La creación de empleos asalariados y formales en la economía sigue siendo baja (Gráfico 11). En tendencia central, la generación de empleos asalariados continúa superando la del empleo no asalariado. La demanda de empleo formal también supera la de subempleos y empleos informales.

En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados fue de 3.6% en el último mes, mientras que la demanda de empleo no asalariado cayó 1.7%. Por su parte, el crecimiento del empleo formal fue 1.3%, superior al aumento de 0.7% de los empleos informales.

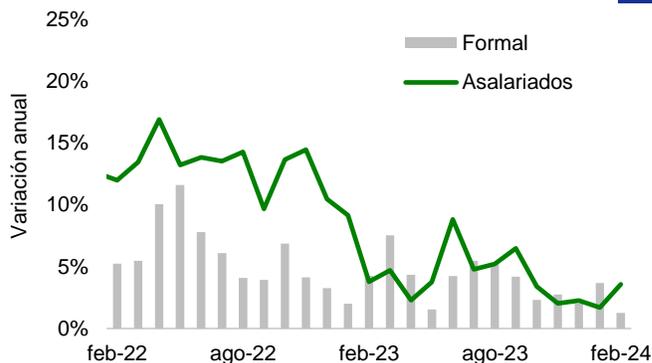
La menor dinámica de la demanda de trabajo parece estar comenzando a restar presiones inflacionarias a los salarios nominales (Gráfico 12), aunque persiste en niveles de 2 dígitos. La inflación salarial fue 11.4% en enero, su menor valor desde diciembre de 2022.

En términos reales, la inflación salarial fue 3.1%, la más alta desde febrero de 2022. Esta mejora del salario real seguirá apoyando mejoras del gasto de los hogares en el futuro cercano.

Esperamos que la demanda de trabajo se siga debilitando y que el desempleo mantenga una tendencia alcista este año. **Pronosticamos una tasa de desempleo nacional para el promedio-año 2024 en 10.5%.**

Dinámicas del empleo asalariado y formal

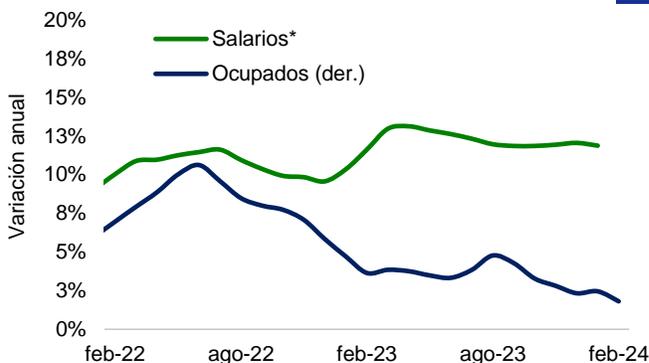
11



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.



Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 0.7% en marzo. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC se situó ligeramente por encima del promedio histórico de 0.66% para el mismo mes y por debajo del 1.05% de marzo de 2023.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.75%, lo que resulta de variaciones de 3.65% y -0.01% de los precios de alimentos perecederos y procesados, respectivamente.

Pese a la llegada del fenómeno de El Niño, los precios de los alimentos no han mostrado los incrementos previstos. Esto obedece a unos amplios niveles de abastecimiento de productos agrícolas a nivel nacional, la apreciación acumulada de la tasa de cambio y los menores de precios internacionales de alimentos.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 1.2%, el más alto dentro de los componentes del IPC (Tabla 1). El IPC de gas tuvo una variación de 3.57% y fue el que más aumentó en este componente. A este le siguieron el IPC de transporte urbano y el de tarifas de acueducto, alcantarillado y aseo, con incrementos de 3.02% y 1%, respectivamente.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual de -0.01%, afectado por la persistente debilidad del gasto de los hogares y la apreciación de la tasa de cambio. Allí sobresale el aumento de 0.78% del IPC de bebidas alcohólicas y cigarrillos. Esto contrasta con la caída de 0.26% y de 0.24% del IPC de muebles y electrodomésticos, y el de vehículos y autopartes, respectivamente.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.75%. Dentro de los rubros que más pesaron dentro de este componente se destacan los aumentos de 0.74% del IPC de arrendamientos y de 1.55% del IPC de servicios domésticos. Por su parte, el IPC de entretenimiento y alojamiento tuvo una reducción de 1.68%.

Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

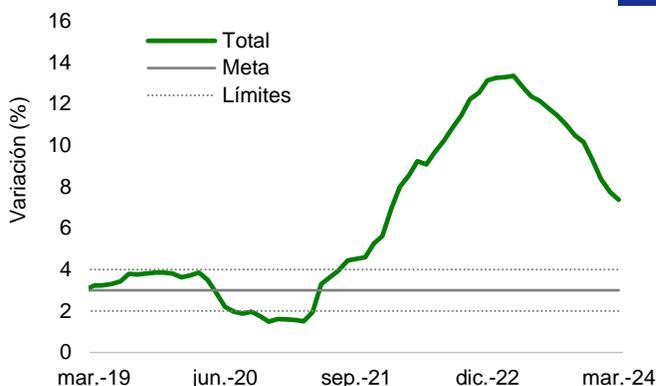
		T1				
		A	R	B	S	Total
Mensual	mar.-24	0.75	1.20	-0.01	0.75	0.70
	mar.-23	0.91	1.41	1.20	0.92	1.05
Anual	mar.-24	1.73	15.78	3.08	8.29	7.36
	feb.-24	1.89	16.02	4.33	8.47	7.74
Cont.	mar.-24	0.26	2.73	0.58	4.05	7.36
	feb.-24	0.28	2.77	0.81	4.14	7.74
A/C	mar.-24	1.78	5.49	0.42	2.91	2.73
	mar.-23	5.04	6.82	4.35	3.55	4.56
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.



De esta forma, la inflación anual del IPC se desaceleró hasta 7.36%, su nivel más bajo desde enero de 2022 (Gráfico 13). La inflación del IPC de bienes se redujo hasta 3.08%, siendo el componente que más restó a la dinámica de la inflación entre febrero y marzo con una contribución de -0.23 p.p. (Tabla 1). La inflación del IPC de servicios, que es la que ha sido más rígida en el ciclo actual, fue 8.29% y alcanzó su menor nivel desde enero de 2023.

La inflación del IPC de alimentos se desaceleró hasta 1.73% y se ubicó en un mínimo desde noviembre de 2018. Por su parte, la inflación del IPC de regulados se redujo levemente a 15.78%, pero se mantiene como la más alta dentro de los componentes del IPC.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se redujo hasta 7.72%, su registro más bajo desde julio de 2022. Pese a ello, continúa muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos fue 8.76%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 7.64%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 6.77%, un mínimo no observado en los últimos 18 meses (Gráfico 14).

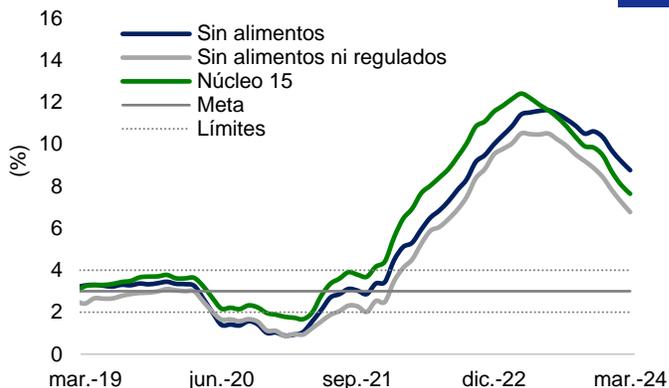
Las expectativas de inflación también persisten por encima de la meta de BanRep, pero su tendencia continúa siendo bajista (Gráfico 15). Las expectativas de los analistas a 1 y 2 años se redujeron hasta 4.7% y 3.58%, respectivamente, mientras que a horizontes de 5 años lo hicieron hasta 3.16%. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES también descendió hasta 5.76% (Gráfico 15). Las expectativas de cierre de la actual vigencia tuvieron un ligero aumento hasta 5.51%, mientras que las de cierre de 2025 se sitúan en 3.8%.

Para el mes de abril pronosticamos una variación mensual de 0.45% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería hasta 7.02%. Mantenemos nuestra proyección de inflación al cierre de 2024 en 5.8%.

Tornando el análisis hacia las recientes decisiones de política monetaria, y en línea con nuestras expectativas, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) aceleró el proceso de flexibilización monetaria y recortó su tasa de interés de referencia en 50 pbs hasta 12.25% durante su reunión de marzo (Gráfico 16). El sesgo de la

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.



JDBR sigue siendo totalmente bajista, aunque con divisiones entre sus miembros. En efecto, cinco codirectores (grupo mayoritario) votaron por un recorte de 50 pbs, uno votó por una reducción de 75 pbs y el restante por recortar la tasa en 100 pbs.

Para el grupo mayoritario, reducciones abruptas en la tasa de interés podrían erosionar la credibilidad en la meta. Lo anterior, sumado a los crecientes riesgos sobre la sostenibilidad fiscal del país, limitan el margen de maniobra del BanRep.

Los miembros que formaron parte del grupo minoritario revelaron una preocupación mayor sobre el bajo crecimiento de la economía, en un entorno donde los riesgos sobre la inflación se han decantado. También señalaron que los niveles de la tasa de interés real continúan siendo muy elevados.

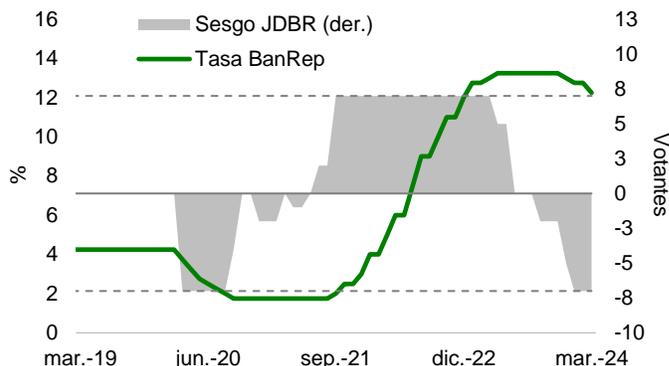
El equipo técnico de BanRep aumentó su proyección de crecimiento para 2023 hasta 1.1%, desde el 0.8% que mantenía desde el pasado mes de enero. Por su parte, la proyección de inflación para el cierre de 2024 fue revisada a la baja desde 5.9% hasta 5.4%.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política monetaria acumuló 16 meses por encima del nivel neutral (no inflacionario) estimado por el equipo técnico de BanRep y se situó en 6% en marzo (Gráfico 17). Esto es consistente con las afirmaciones del grupo minoritario de la JDBR, pues refleja una postura monetaria excesivamente contractiva.

Esperamos que BanRep recorte su tasa de referencia en 50 pbs hasta 11.75% durante su reunión de política monetaria de este mes. Seguimos esperando que hacia mitad del año BanRep aumente la velocidad de su proceso de flexibilización monetaria, probablemente con recortes mensuales de hasta 75-100 pbs. Mantenemos nuestro pronóstico de tasa de intervención al cierre de 2024 en 8.5%.

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.



Mercado de créditos

La dinámica de la cartera total de créditos del sistema permanece débil. Esto sigue siendo coherente con una demanda de créditos afectada por el contexto de tasas de interés aún altas y un bajo crecimiento económico, así como por un riesgo de impago que se mantiene elevado y limita la oferta de créditos. No obstante, las cifras recientes han comenzado a exhibir un cambio de tendencia que puede estar marcando el inicio de un proceso de recuperación.

En términos reales (descontando inflación), el saldo de la cartera total de créditos se contrajo 5.7% en marzo, mejorando la caída real de 6.1% de febrero (Gráfico 18). Los créditos hacia los hogares registraron una reducción de 7.6%, mientras que las colocaciones hacia las empresas cayeron 3.9%.

Por modalidades, la cartera de microcrédito es la que exhibe el mayor crecimiento con una expansión de 5.2%, la más alta desde julio de 2017. Esta modalidad sigue apoyada por medidas fiscales enfocadas en el otorgamiento de créditos a la economía popular.

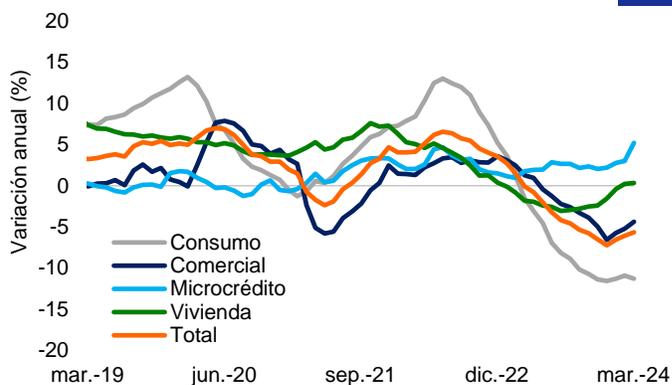
Por su parte, la cartera de vivienda registró un crecimiento real de 0.4%, siendo con microcrédito las únicas modalidades con expansiones reales positivas. La cartera comercial cayó 4.4% y la cartera de consumo sigue siendo la más afectada, con variaciones reales negativas de 11.3%. En todos los casos, los datos recientes están marcando un punto de inflexión 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 enero, el crecimiento del saldo de la cartera vencida del sistema fue de 33.6%, un ritmo que si bien es inferior a los registros máximos alcanzados en 2023, sigue siendo considerablemente alto.

La dinámica de la cartera vencida en consumo y créditos comerciales se sigue desacelerando, mientras que la de microcréditos y vivienda continúa al alza (Gráfico 19). El crecimiento de cartera vencida más elevado lo exhibe la modalidad de microcrédito con 77%, algo no visto en los últimos 20 años, seguido por el de la cartera de consumo

Crecimiento real de la cartera por modalidad

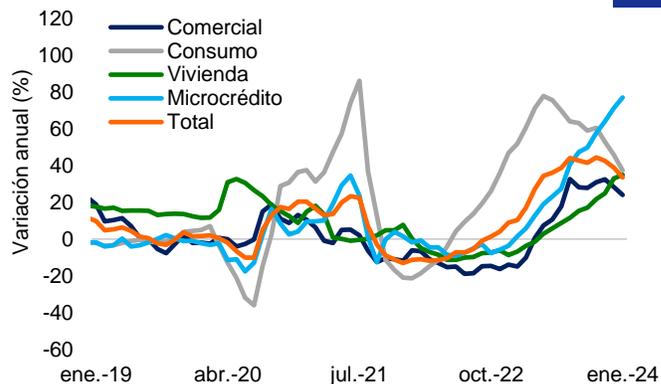
18



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

19



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



que se situó en 37.3%. Por su parte, la cartera vencida de la modalidad comercial crece a ritmos del 24.1% y la de vivienda lo hace a tasas de 35%.

En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se ubicó en 5.2% en enero. Por modalidades, el ICV de microcrédito es el más alto y alcanzó un máximo histórico de 9.7%. El ICV de la modalidad de consumo se ubicó en 8.4%, mientras que para la cartera comercial y vivienda se sitúa en niveles de 3.6% y 3.1%, respectivamente (Gráfico 20).

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 6.6%, 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 0.63% con corte al mes de enero.

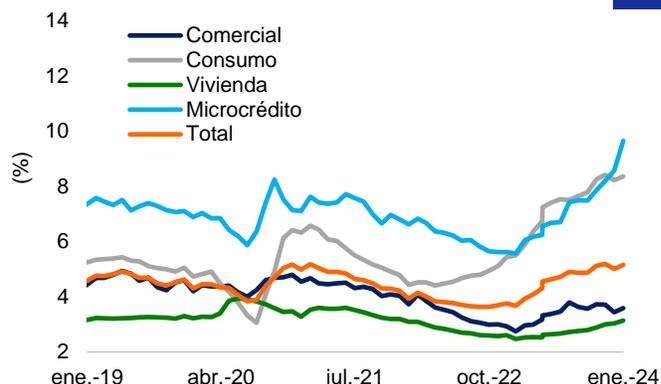
Los agregados monetarios de menor liquidez, como el M2 y el M3, mantienen crecimientos superiores a los de alta rotación como el M1. Sin embargo, consistente con lo que muestran las dinámicas de la cartera, el M1 evidenció un crecimiento de 1.6% en marzo que es el más alto desde 4T22, donde depósitos a la vista como las cuentas corrientes crecieron 0.3%. Los crecimientos del M2 y el M3, por su parte, crecieron a ritmos del orden de 6.3% y 6.1%, respectivamente, pero mantienen una senda de desaceleración importante (Gráfico 21).

Las nuevas tendencias de los agregados monetarios obedecen, en parte, a la flexibilización monetaria que inició BanRep desde finales del año pasado y que recientemente se aceleró, tal como lo explicamos en la sección anterior. En la medida que el emisor continúe recortando su tasa de referencia, es de esperar que estas tendencias se acentúen a lo largo del año.

De esta manera, la base monetaria tuvo una expansión de 3.3% en marzo. Allí sobresale la baja dinámica del efectivo circulante con un crecimiento de 2.5%, 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 -3.1 p.p. Este desequilibrio continúa

Evolución calidad de la cartera por modalidad

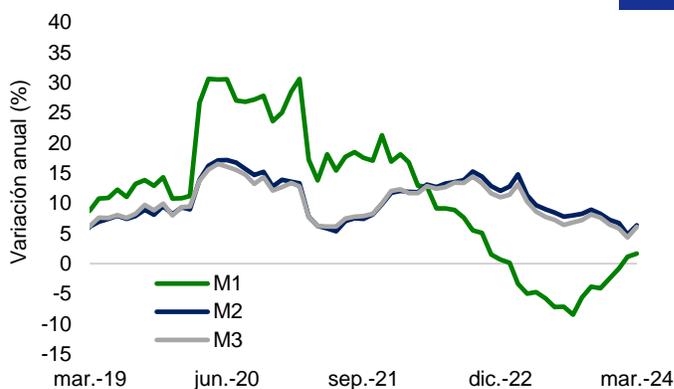
20



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

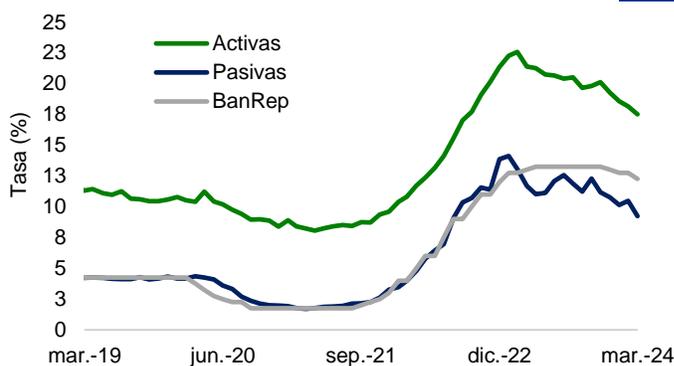
21



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas de interés en el sistema financiero*

22



Fuente: BanRep. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedios ponderados por tipo de cartera y productos de captación.



liberando presiones sobre las tasas de interés de corto plazo en el sistema financiero.

En este entorno, las tasas de interés del mercado de fondos prestables continúan descendiendo (Gráfico 22). En promedio, las tasas de colocación se ubicaron en niveles de 18.1% en 1T24, por debajo del promedio de 19.7% de 4T23. Por su parte, el promedio de las tasas de captación fue cercano al 10% en 1T24, también por debajo del promedio de 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. No obstante, el riesgo de impago en el sistema se mantiene elevado y supone restricciones a los créditos por el lado de la oferta.



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 (Gráfico 23). Dicho patrón continúa siendo especialmente marcado en LATAM, donde los BC han seguido recortando sus tipos de interés. Sin embargo, unos precios del petróleo más altos en 2024, y una senda descendente de costos que llegó a su fin, podrían retrasar el proceso desinflacionario en el corto plazo.

En EEUU, la Fed decidió mantener inalterada su tasa de intervención en 5.25% - 5.5% durante su reunión de marzo y continuó dando señales de no tener afán por iniciar los recortes sobre la tasa de interés. Los mercados financieros han comenzado a descontar ahora el inicio de la flexibilización monetaria para la segunda mitad del año, algo que ha producido incrementos en las tasas de interés a plazo en los mercados de deuda.

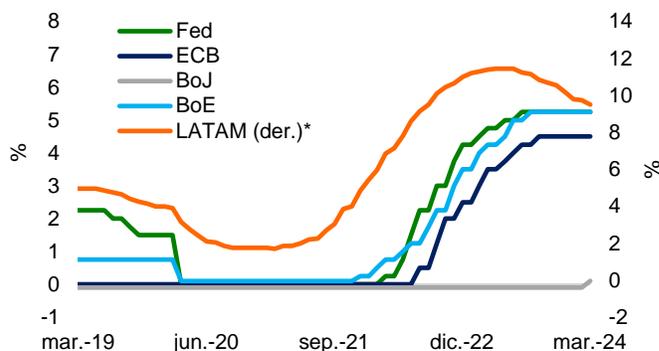
Bajo este contexto, y a pesar del retraso en el ciclo de recortes de tasas de interés de política, las condiciones financieras en economías avanzadas se mantienen favorables (Gráfico 24). En LATAM, los BC de las economías más grandes siguen recortando sus tasas de interés, lo que en consecuencia ha mejorado las perspectivas de crecimiento para 2024-2025.

En cuanto a las cifras recientes de actividad económica, los últimos datos del índice PMI compuesto sugieren un crecimiento de la economía mundial levemente superior en lo que va corrido de 2024 frente a los registros de 2023.

El PMI compuesto de EEUU, Reino Unido, China y Japón permanecen por encima de la barrera de los 50 puntos y se sitúan en zona de expansión. Tras 9 meses consecutivos en zona de contracción (por debajo de 50 puntos), el PMI de la Eurozona retornó a terreno de expansión, consistente con la recuperación que han

Tasas de interés de política monetaria

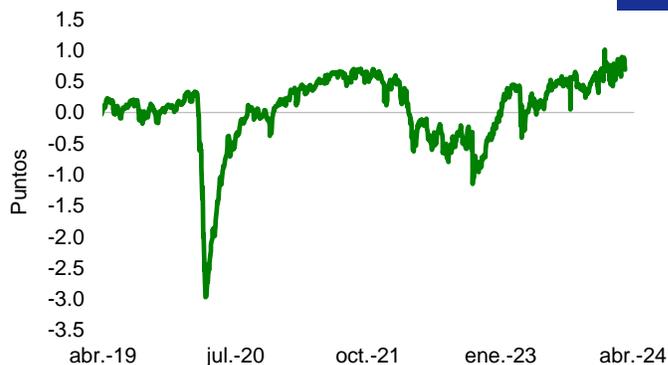
23



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

Estado de condiciones financieras globales*

24



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio de EEUU, Eurozona, Reino Unido y Asia (sin Japón).



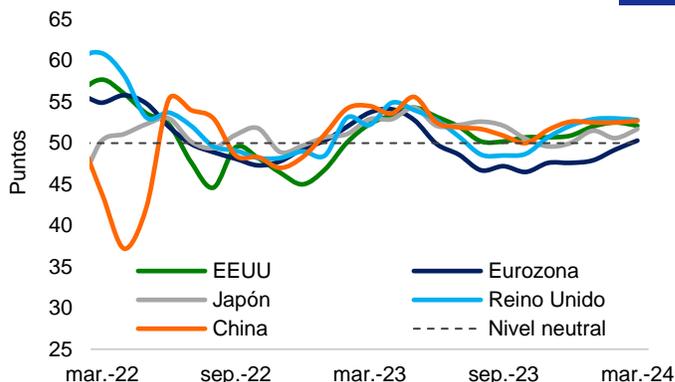
presentado otros datos de actividad en la región (Gráfico 25).

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento económico promedio durante 1T24 habría sido de 1.7%, ligeramente superior a la expansión de 1.4% de 4T23. Dichos crecimientos siguen siendo inferiores a los registros de trimestres anteriores (Gráfico 26), pero sustentan un menor riesgo de recesión en la medida que se han estabilizado en ritmos de expansión ligeramente por encima de 1%.

Brasil, Chile y México lideran este comportamiento en LATAM, con crecimientos preliminares en 1T24 de 3.5%, 2.2% y 2%, respectivamente. Perú habría registrado una expansión de 1.4%, mientras que la economía de Argentina habría tenido una contracción de 4.3%.

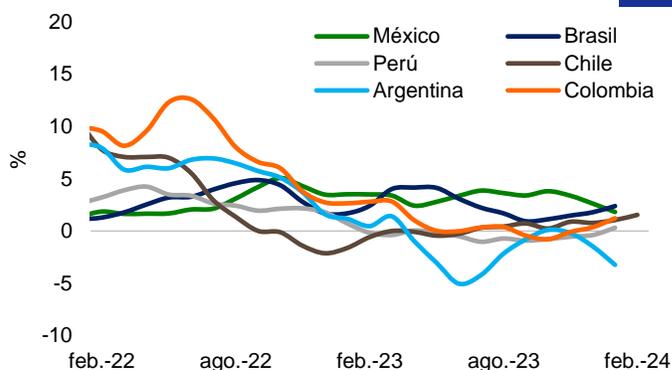
En este entorno, según la más reciente encuesta de Bloomberg a analistas económicos, la probabilidad de recesión durante los próximos 12 meses volvió a descender. La probabilidad de recesión en la Eurozona se ubica en niveles del orden de 45%, mientras que para EEUU disminuyó hasta 35%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se estima en apenas 22%.

Evolución PMI compuesto en economías grandes **25**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Índices de actividad en economías de LATAM** **26**



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



Proyecciones Económicas

	2021	2022	2023	2024(p)	2025(p)	
Demanda agregada						
PIB (%)	10.7	7.3	0.6	0.7	2.6	
Consumo privado (%)	14.8	10.7	1.1	0.9	2.3	
Gasto público (%)	10.3	0.8	0.9	1.7	2.6	
Inversión fija (%)	11.2	11.5	-8.9	-3.0	4.2	
Demanda interna (%)	13.6	10.2	-3.8	0.6	2.6	
Exportaciones (%)	14.8	12.3	3.1	2.4	3.0	
Importaciones (%)	28.7	23.6	-14.7	0.2	2.6	
Sectores actividad económica						
Agropecuario (%)	3.1	-0.8	1.8	2.1	↑ 2.6	↓
Comercio (%)	20.9	10.7	-2.8	0.7	2.2	
Construcción (%)	5.7	6.8	-4.2	-0.6	1.5	
Financiero (%)	3.4	6.6	7.9	1.3	↓ 2.7	↓
Industria (%)	16.4	9.5	-3.5	-0.9	↑ 1.8	↑
Minería (%)	0.2	1.3	2.6	-1.9	↑ 0.4	↑
Precios, tasas de interés y desempleo						
Inflación (final del periodo %)	5.6	13.1	9.3	5.8	3.9	
Tasa BanRep (final del periodo %)	3.00	12.00	13.00	8.50	5.00	
DTF EA (promedio año %)	2.0	8.2	13.2	10.4	↓ 7.1	↓
IBR overnight EA (promedio año %)	1.9	7.2	13.0	10.8	↑ 6.4	
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	8.5	13.0	10.4	9.5	↑ 8.6	↑
Tasa de desempleo nacional (%)	13.8	11.2	10.2	10.5	11.0	
Sector externo						
Tasa de cambio (promedio anual)	3749	4246	4326	3900	↓ 3870	↓
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4766	3950	3960	↓ 3925	↓
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-5.7	-6.2	-2.7	-3.3	-3.9	
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.1	5.0	4.8	3.9	3.6	
Finanzas públicas						
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-7.1	-5.3	-4.2	-5.3	-3.5	
Saldo deuda neta total GNC (% del PIB)	60.8	57.9	52.8	57.0	57.0	

Fuente: Investigaciones Económicas - BAC.

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.
