



Mayo 15 de 2024

La lupa sobre el PIB

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 PIB habría registrado un comportamiento mejor frente a 4T23, favorecido por un aumento importante en los niveles de producción de las ramas primarias de actividad, especialmente de cultivos agrícolas. Por el lado de la demanda, el consumo mantuvo crecimientos bajos y el mal momento de la inversión fija habría persistido. Este desbalance de oferta y demanda agregada estaría generando incrementos importantes en el acervo de inventarios de la economía.

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, se ha vuelto a moderar.

La inflación al consumidor volvió a descender en abril y continúa en una senda 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% y algunos riesgos alcistas sobre los precios de los alimentos han aparecido. En este entorno, BanRep volvió a recortar su tasa de interés de referencia en 50 pbs durante su última reunión.

La demanda de créditos permanece débil, pero la información más reciente sigue confirmando que el ciclo de desaceleración ya habría tocado fondo. El riesgo de impago en el sistema continúa alto, especialmente para la modalidad de microcrédito. Las tasas de interés siguen descendiendo, aunque permanecen en niveles aún restrictivos para la demanda de nuevos préstamos.

En lo corrido de 2024, el crecimiento de nuestros socios comerciales está superando el del año anterior, a pesar del entorno global de tasas de interés elevadas. La inflación mundial sigue descendiendo y varios bancos centrales continúan recortando sus tasas de referencia. Sin embargo, algunos riesgos alcistas sobre la inflación han comenzado a materializarse y podrían alterar la tendencia del último año. En EEUU, ahora se espera que la Fed recorte sus tasas de interés sólo hacia finales de este año.



Actividad económica

Las cifras de actividad de 1T24 sugieren que el PIB habría registrado un comportamiento mejor frente al trimestre anterior, favorecido por un aumento importante en los niveles de producción de las ramas primarias de actividad, especialmente de cultivos agrícolas. Por el lado de la demanda, el consumo mantuvo crecimientos bajos y el mal momento de la inversión fija habría persistido.

Este desbalance de oferta y demanda estaría generando un incremento importante en el acervo de inventarios de la economía. La información disponible de 2T24 indica que la actividad se sigue expandiendo a ritmos muy bajos.

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 1.6% en febrero (Gráfico 1), la más fuerte desde noviembre de 2022. En términos de su variación anual, el crecimiento del ISE en su serie original fue 2.5%¹, nuevamente superando nuestras estimaciones y siendo el registro más alto del último año (ver sección de “Actividad económica” en [IMCE – Abril de 2024](#)).

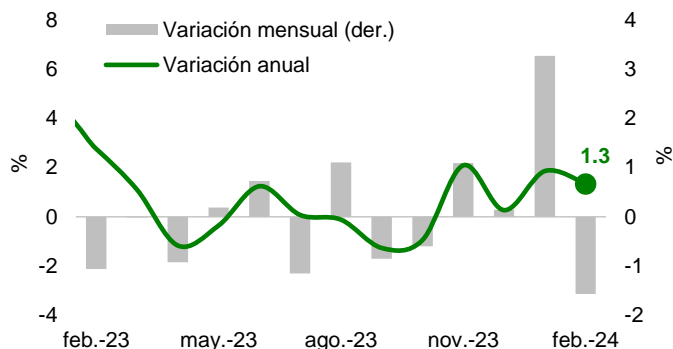
El ISE de la cadena **primaria** creció 7.8% en febrero y se mantuvo como la rama de actividad de mayor crecimiento (Gráfico 2). Tanto el sector minero-energético como el agropecuario muestran tendencias positivas, especialmente este último que evidencia niveles de producción muy altos. Esto estaría sucediendo por la anticipación de cosechas de cultivos de ciclo corto y por mejoras en los niveles de producción de los cultivos agrícolas de ciclo largo como el café.

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 2.6% en febrero. Así, esta rama de actividad completó doce meses de caídas consecutivas en su nivel de producción.

En marzo, la actividad manufacturera, que concentra buena parte de la producción industrial, registró una caída de 11.1% que resulta ser la más fuerte desde mayo de 2020. El sector de la construcción mantuvo un

Comportamiento del ISE durante el último año*

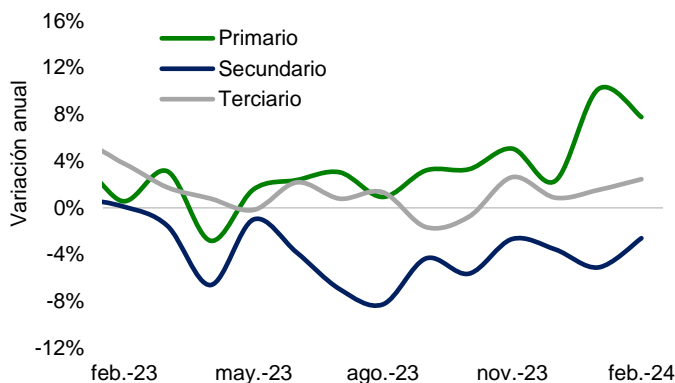
1



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.

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.



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 iniciaciones y ventas de vivienda, sugieren una recuperación gradual del sector en los próximos meses.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al consumo de los hogares y al gasto público, registró un crecimiento en febrero de 2.5%.

El índice de ventas reales del comercio minorista se contrajo 5.6% en marzo, afectado principalmente por la caída de 6.3% de las ventas reales de bienes durables y de 4% de las ventas de bienes semidurables. No obstante, en tendencia su ritmo de caídas se ha moderado y es de esperar que continúe en el corto plazo. Por su parte, según las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS), los ingresos reales de los sectores de servicios se deterioraron en el último mes y registraron una caída de 5.6%.

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 febrero, el crecimiento de estas actividades fue 4.7%, el más alto desde noviembre de 2023. Más aún, las cifras de ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN) muestran un crecimiento del gasto primario en marzo de 13.9% en términos reales.

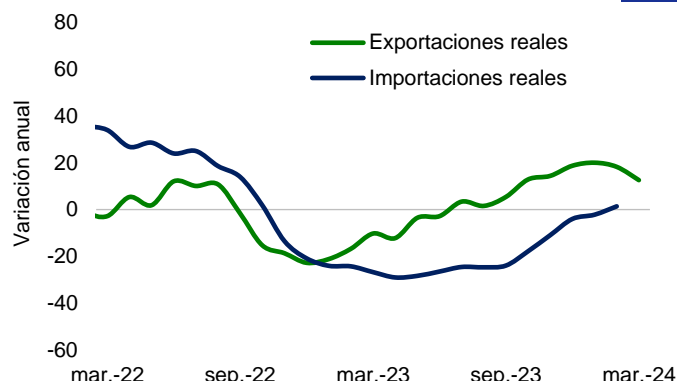
En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB cayeron 14.2% en marzo, su mayor contracción desde septiembre de 2023. En gran medida, esto se sustenta por el descenso de 16.3% de las exportaciones tradicionales. Las exportaciones no tradicionales, concentradas en agroindustria principalmente, también retrocedieron y registraron una caída de 11.5%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de 3.3% en las exportaciones, su menor ritmo desde julio de 2023 (Gráfico 3).

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron una caída de 3.9% en febrero. Las

Variables de comercio exterior (PM3)

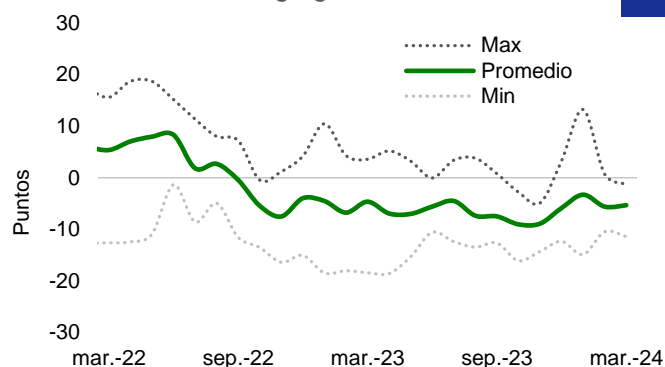
3



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.



compras externas se afectaron, principalmente, por la contracción de 6.8% de las importaciones de bienes intermedios. En términos reales, las compras externas crecieron 5.6%, tras 16 meses consecutivos de contracciones. Si bien las importaciones reales siguen evidenciando debilidad del gasto interno, ciertamente se han venido recuperando en los últimos meses y es de esperar que esta tendencia se mantenga en el futuro cercano.

La información de varios indicadores adelantados y a tiempo real, en el balance, sugieren que la dinámica del gasto agregado de la economía seguiría débil en 2T24, con ritmos de crecimiento similares a los de 1T24. Estas cifras siguen disipando los riesgos de recesión en el horizonte.

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 marzo. No obstante, en tendencia, la información sugiere mejoras de cara a 2T24 (Gráfico 4).

La dinámica del consumo real también se ha venido recuperando en meses recientes, una dinámica 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 0.2% promedio en 1T24, en contraste con la caída de 1.3% de 4T23 (Gráfico 5).

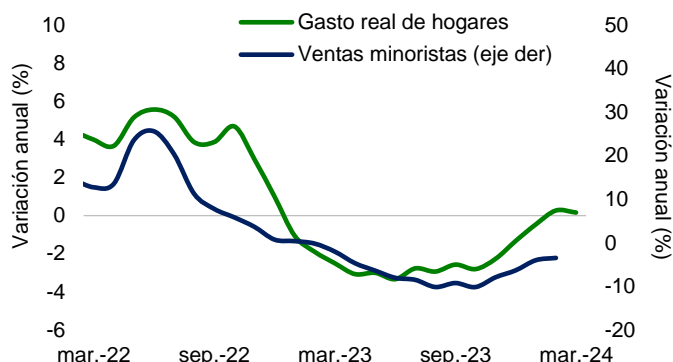
El PMI manufacturero, que es un índice coincidente de actividad con información más actualizada, anticipa una desaceleración de la industria de cara a 2T24. En efecto, el promedio preliminar del trimestre en curso se sitúa en 49.2 puntos, por debajo del promedio de 52.3 puntos de 1T24 y del promedio de 49.8 puntos de 4T23.

La demanda de energía no regulada, una buena variable proxy de consumo intermedio e inversión fija a tiempo real, también apunta a un crecimiento que estaría siendo bajo en 2T24. Más aún, la lectura de los datos sugiere un deterioro frente a trimestres anteriores.

En efecto, la demanda de energía no regulada en abril permaneció estable, pero en mayo su caída se estima en 2.1%. Con esto, el promedio preliminar de 2T24 se sitúa en -1%, lo que empeora el bajo crecimiento de 0.1% registrado en 1T24.

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)

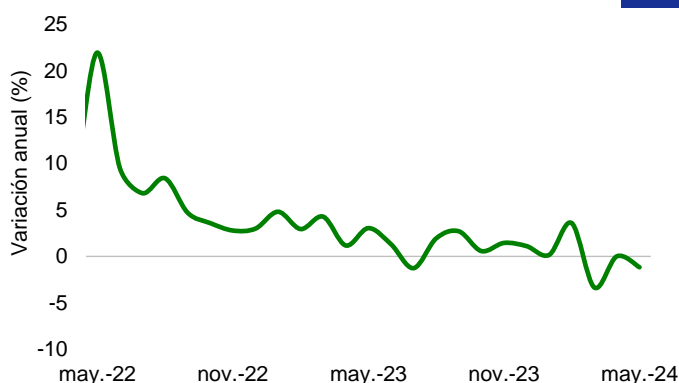
5



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

Demanda total de energía no regulada

6



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



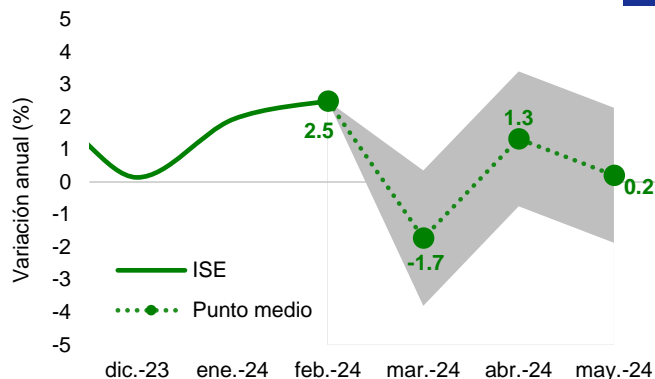
Teniendo en cuenta toda la información analizada anteriormente, pronosticamos para el ISE una contracción de 1.7% en marzo. Es importante advertir que este pronóstico tiene en cuenta la distorsión de efecto calendario por semana santa, que para 2024 tuvo lugar durante la última semana de marzo mientras que en 2023 fue durante la primera semana de abril.

Con los datos disponibles de alta frecuencia y a tiempo real, nuestro modelo *Nowcast* sugiere un crecimiento del ISE de 1.3% para abril, que también sería distorsionado por el efecto calendario mencionado previamente. Para mayo, nuestro modelo estima un crecimiento de 0.2% (Gráfico 7).

Por todo lo anterior, **el crecimiento de la economía en 1T24 habría bordeado un 0.9%**. 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 marzo hasta 10.9% (Gráfico 8), su nivel máximo del último año. Tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación aumentó 0.2 p.p. hasta 56.9%, pero sigue cerca a sus registros mínimos de los últimos 12 meses. La tasa global de participación, que mide la oferta de trabajo potencial, fue 63.8%.

En este entorno, la brecha positiva de empleo se sigue cerrando y es altamente probable que se torne nula durante la segunda 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%.

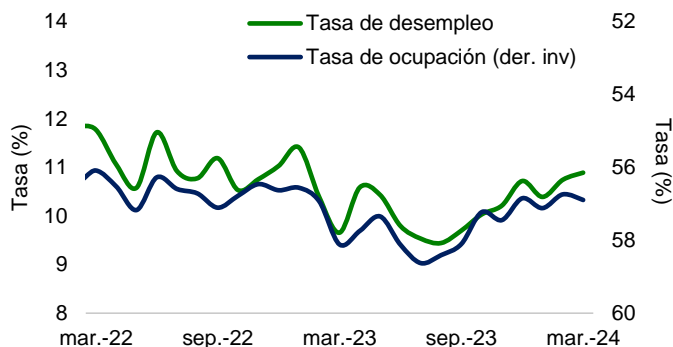
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas la situación es similar. La tasa de desempleo se sitúa en 10.7%, aún por debajo de la tasa NAIRU urbana que, según estimaciones de BanRep, se calcula cerca del 11.3% (Gráfico 9). Sin embargo, desde los mínimos de 8.7% registrados en junio pasado, la tendencia del desempleo urbano ha sido claramente alcista.

A nivel sectorial, la dinámica de la generación de empleos en las diferentes ramas de actividad mantiene una tendencia decreciente y sus variaciones anuales siguen siendo inferiores a las observadas un año atrás (Gráfico 10). Esto también es consistente con la fase de desaceleración que la economía inició el año pasado.

El total de ocupados aumentó 1.2% anual durante el último trimestre móvil con corte a marzo, la menor creación de empleos desde marzo de 2021. Por sectores, la ocupación de la cadena primaria registró un crecimiento de tan solo 0.4% (Gráfico 10). Por su parte, el acervo de ocupados en el sector secundario creció

Principales indicadores del mercado laboral*

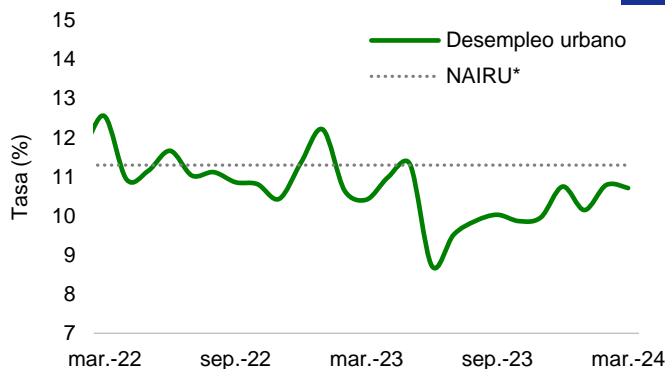
8



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

Evolución del desempleo en grandes ciudades*

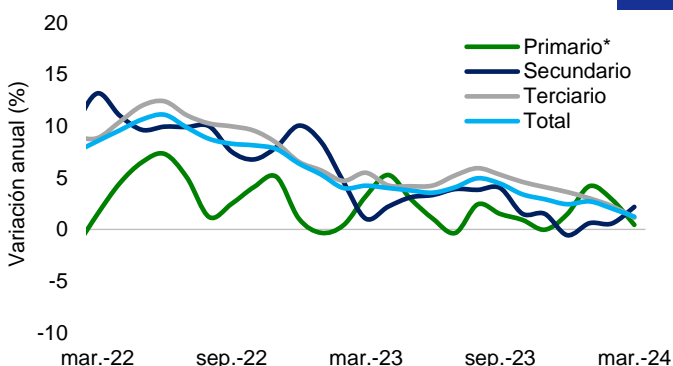
9



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

Ocupados por ramas de actividad (PM3)

10



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



2.2%, mientras que el crecimiento de la ocupación en el sector terciario se sigue desacelerando y se situó en 1.1%, el más bajo de los últimos tres años.

Los sectores de agricultura, alojamiento y servicios de comida, y administración pública, registraron reducciones de 207, 99 y 77 mil ocupados durante el último año con corte a marzo, respectivamente. Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron los de suministro de servicios públicos, comercio y transporte. En ese mismo orden, los niveles de ocupación en estos sectores registraron incrementos de 132, 120 y 70 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 viene disminuyendo, pero supera la dinámica de subempleos y empleos informales.

En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados fue de 1.9% en el último mes, mientras que la demanda de empleo no asalariado cayó 4.3%. Por su parte, el empleo formal registró una leve caída de 0.1%, comparativamente mejor respecto a la caída de 3.7% de los empleos informales.

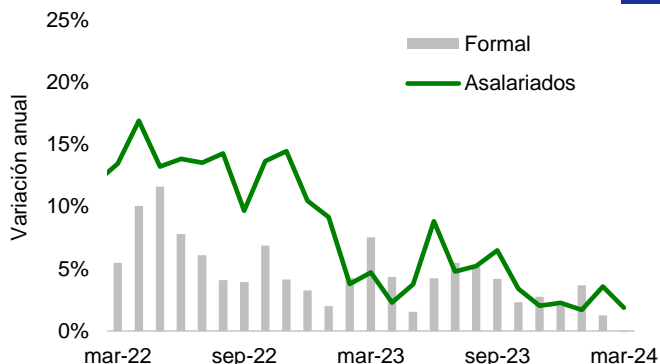
La menor dinámica de la demanda de trabajo parece estar comenzando a restar presiones inflacionarias a los salarios nominales (Gráfico 12), aunque persiste en niveles de 2 dígitos. La inflación salarial fue 10.4% en febrero, su menor valor desde diciembre de 2022.

En términos reales, la inflación salarial fue 2.7% y completó 11 meses en terreno positivo. La tendencia de recuperación 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. **Revisamos al alza nuestra proyección de tasa de desempleo nacional para el promedio-año 2024 hasta 10.8%.**

Dinámicas del empleo asalariado y formal

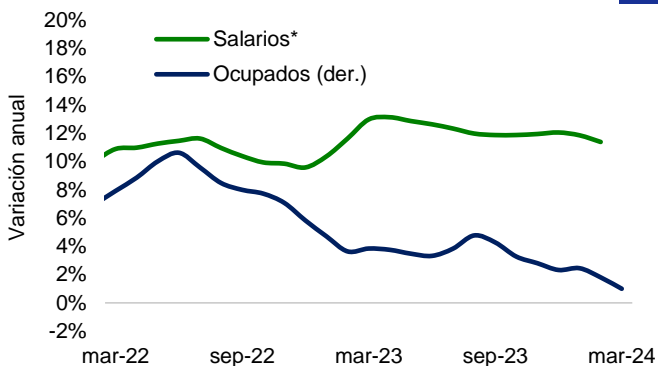
11



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 0.59% en abril. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC se situó en línea con el promedio histórico de 0.57% para el mismo mes, aunque por debajo del 0.78% de abril de 2023.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 1.16%, el más alto dentro de los componentes del IPC. Este resultado obedeció principalmente a un fuerte incremento mensual de 5.1% de los precios de alimentos perecederos, los cuales se vieron afectados al alza por una caída de 9.7% en los niveles de abastecimiento nacional en el último mes. Las mayores presiones derivadas de los precios internacionales de alimentos también influyeron en este resultado.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.27% (Tabla 1). El IPC de energía eléctrica tuvo una variación de 1.56% y fue el que más aumentó, seguido por el IPC de transporte urbano con un incremento de 0.42%. Por su parte, el IPC de gas tuvo una caída mensual de 3.5%.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual de 0.1% y se sigue favoreciendo por la baja dinámica del gasto de los hogares y la apreciación de la tasa de cambio. Allí sobresale el aumento de 0.43% del IPC de bebidas alcohólicas y cigarrillos, y de 0.36% en el ítem de aseo y cuidado personal. Esto contrasta con las caídas de 0.08% y 0.04% que registraron el IPC de vehículos y autopartes, y el de muebles y electrodomésticos, respectivamente.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.68%. Dentro de los rubros que más pesaron dentro de este componente se destacan el aumento de 1.06% del IPC de arrendamientos, seguido por la variación de 1.87% del IPC de servicios domésticos y de 0.29% del IPC de restaurantes y bares. Por su parte, el IPC de entretenimiento y alojamiento tuvo una reducción de 0.31%.

De esta forma, la inflación anual del IPC se desaceleró hasta 7.16%, su nivel más bajo desde enero de 2022

Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

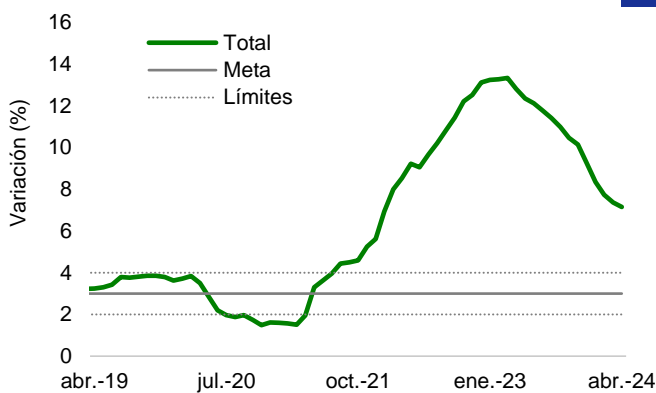
		A	R	B	S	Total
Mensual	abr.-24	1.16	0.27	0.10	0.68	0.59
	abr.-23	-0.07	1.32	0.81	0.94	0.78
Anual	abr.-24	2.98	14.58	2.35	8.02	7.16
	mar.-24	1.73	15.78	3.08	8.29	7.36
Cont.	abr.-24	0.45	2.53	0.44	3.92	7.16
	mar.-24	0.26	2.73	0.58	4.05	7.36
A/C	abr.-24	2.96	5.77	0.52	3.62	3.34
	abr.-23	4.97	8.23	5.19	4.52	5.38
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.



(Gráfico 13). La inflación del IPC de alimentos, luego de un descenso de 15 meses consecutivos, se aceleró en abril hasta 2.98% y le aportó 0.19 p.p. a la inflación total. Los riesgos de corto plazo sobre este componente son alcistas y podrían frenar la velocidad del proceso desinflacionario en los próximos meses.

La inflación del IPC de regulados se ubicó en 14.58% y se mantiene como la más alta dentro de los componentes del IPC, aunque fue el componente que más restó a la dinámica de la inflación entre marzo y abril con una contribución de -0.21 p.p.

La inflación del IPC de bienes se redujo hasta 2.35%, su valor más bajo desde julio de 2021 (Tabla 1). La inflación del IPC de servicios, la más rígida en el ciclo actual, fue de 8.02% y alcanzó su menor nivel desde enero de 2023.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se redujo hasta 7.3%, su registro más bajo desde junio de 2022. Pese a ello, continúa muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos fue 8.19%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 7.33%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 6.37%, un mínimo no observado en los últimos 18 meses (Gráfico 14).

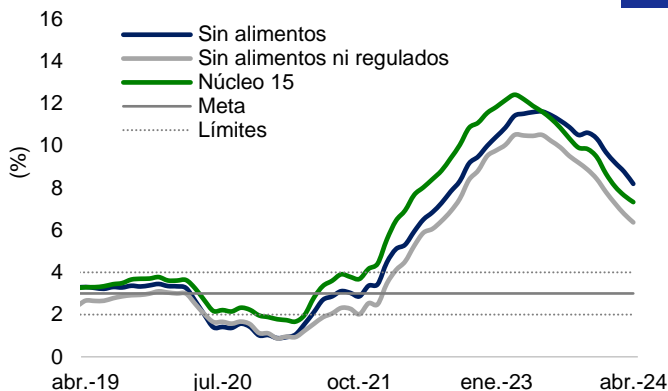
Las expectativas de inflación se han estabilizado en meses recientes y se sitúan por encima de la meta de BanRep (Gráfico 15). Las expectativas de los analistas a horizontes de 1 y 2 años se ubicaron en 4.67% y 3.61%, respectivamente, mientras que a 5 años se sitúan en 3.17%. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES descendió hasta 5.71% (Gráfico 15). Las expectativas de cierre de la actual vigencia vienen en aumento y alcanzaron un 5.56%, mientras que las de cierre de 2025 se sitúan en 3.81%.

Para el mes de mayo pronosticamos una variación mensual de 0.33% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería hasta 7.06%. 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) recortó su tasa de interés de referencia en 50 pbs hasta 11.75% durante su reunión de abril (Gráfico 16). El sesgo

Principales medidas de inflación núcleo

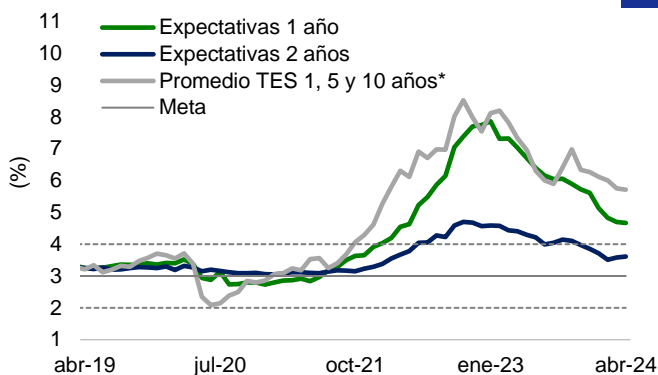
14



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.



de la JDBR sigue siendo totalmente bajista, aunque con divisiones entre sus miembros. En efecto, tal como en la reunión anterior, 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 disparar la tasa de cambio y revertir el avance en el anclaje de las expectativas de inflación. Asimismo, el aumento previsto en el déficit fiscal podría limitar la velocidad de convergencia de la inflación hacia la meta.

Los miembros que formaron parte del grupo minoritario revelaron una preocupación mayor por la reactivación económica. Destacaron la necesidad de promover la recuperación de la inversión tras el desplome que tuvo en 2023.

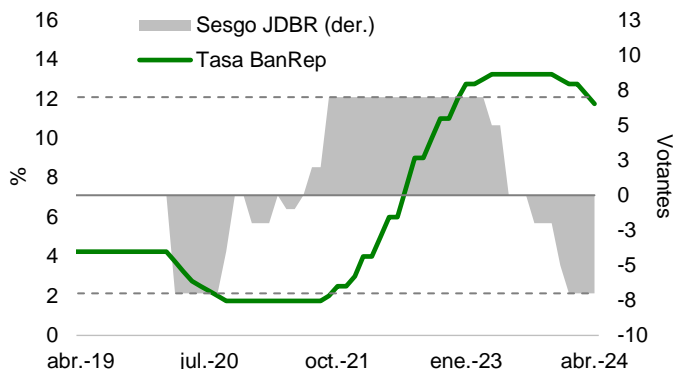
El equipo técnico de BanRep aumentó su proyección de crecimiento para 2024 hasta 1.4%, desde el 1.1% previo. Por su parte, la proyección de inflación para el cierre de 2024 se mantuvo en 5.4%.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política monetaria acumuló 17 meses por encima del nivel neutral (no inflacionario) estimado por el equipo técnico de BanRep y se situó en 5.8% en abril (Gráfico 17). Esto es consistente con la postura colegiada de la JDBR, pues refleja unas condiciones monetarias de la economía altamente contractivas.

Esperamos que BanRep recorte su tasa de referencia en 50 pbs hasta 11.25% durante su próxima reunión de política monetaria, la cual tendrá lugar en junio. La velocidad del proceso de flexibilización monetaria de BanRep seguirá dependiendo, principalmente, de las dinámicas futuras de la inflación, sobre las cuales han surgido algunas preocupaciones de corto plazo. Mantenemos nuestro pronóstico de tasa de intervención al cierre de 2024 en 8.5%.

Tasa de referencia vs distribución JDBR

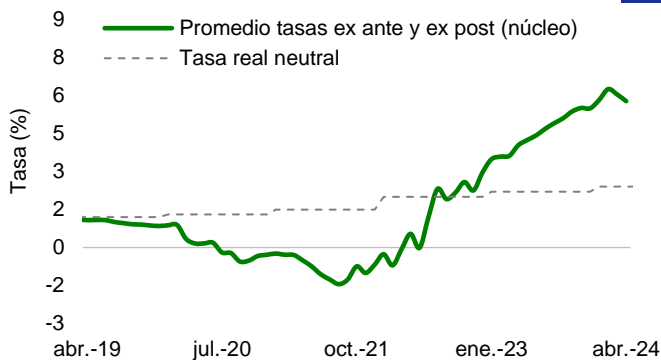
16



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 abril, evidenciando una mejora desde la caída real de 7.2% de diciembre (Gráfico 18). Los créditos hacia los hogares registraron una contracción de 7.5%, mientras que las colocaciones hacia las empresas cayeron 4%.

Por modalidades, la cartera de microcrédito es la que exhibe el mayor crecimiento con una expansión de 4.6%, muy cercana a máximos de los últimos dos años. Esta modalidad sigue apoyada por medidas fiscales enfocadas en el otorgamiento de créditos a la economía popular.

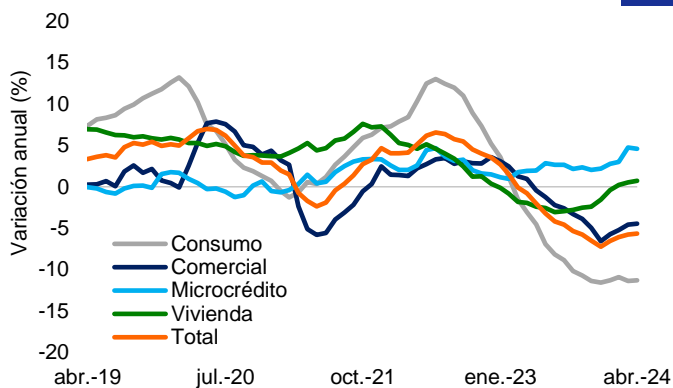
Por su parte, la cartera de vivienda registró un crecimiento real de 0.7%, siendo con microcrédito las únicas modalidades con expansiones en términos reales. La cartera comercial cayó 4.4% y la cartera de consumo sigue siendo la más afectada, con variaciones reales negativas de 11.3%. En todos los casos, 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, pero parecen haber alcanzado techo. Con información disponible al corte de febrero, el crecimiento del saldo de la cartera vencida del sistema fue de 27%, un ritmo que, aunque sigue siendo considerablemente alto, es inferior a los registros máximos alcanzados en 2023.

Febrero fue el primer mes del actual ciclo en reflejar una desaceleración de la cartera vencida en todas las modalidades de crédito (Gráfico 19). El crecimiento de cartera vencida más elevado lo exhibe la modalidad de

Crecimiento real de la cartera por modalidad

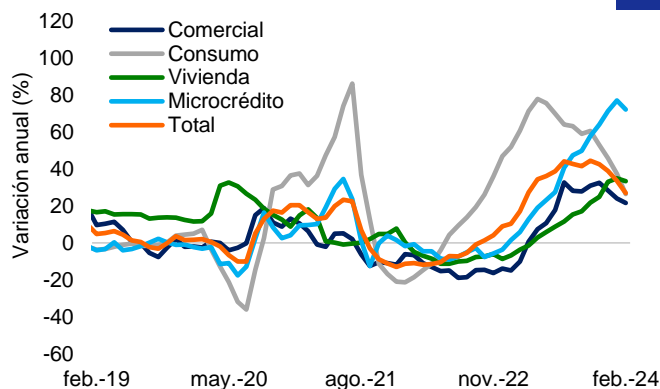
18



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

19



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



microcrédito con 72.1%, seguido por el de la cartera de vivienda, que se situó en 33.3%. Por su parte, la cartera vencida de la modalidad de consumo crece a ritmos del 26.4% y la comercial lo hace a tasas de 21.6%.

En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se ubicó en 5.1% en febrero. Por modalidades, el ICV de microcrédito es el más alto y fue 9.6%. El ICV de la modalidad de consumo se ubicó en 8.3% y parece estar estabilizando, mientras que para la cartera comercial y vivienda se mantuvieron 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, se viene desacelerando y alcanzó un crecimiento de 4.8%, el más bajo desde noviembre de 2022. Pese a las leves mejoras previamente mencionadas, la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito sigue afectada y se situó en 0.55% en el mes de febrero. Es de esperar que la rentabilidad de los establecimientos de crédito continúe presionada en el futuro cercano.

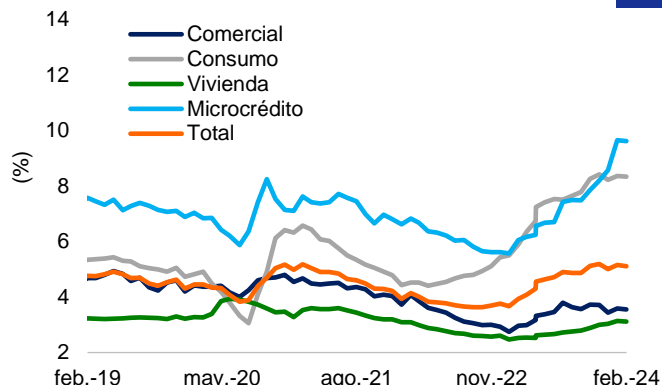
Los agregados monetarios de menor liquidez, como el M2 y el M3, mantienen crecimientos superiores a los de alta rotación como el M1. Sin embargo, la tendencia del M1 ha sido claramente alcista desde septiembre del año pasado y en la actualidad registra un crecimiento de 0.9%. Los crecimientos del M2 y el M3 crecieron a ritmos del orden de 8.8% y 7.1%, respectivamente (Gráfico 21).

Las nuevas tendencias de los agregados monetarios obedecen, en su totalidad, a la flexibilización monetaria que inició BanRep desde finales del año pasado, 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 abril. Allí sobresale la recuperación del efectivo circulante con un crecimiento de 3.7%. 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 -4.6 p.p, su menor valor desde mediados de 2021. Este desequilibrio continúa liberando presiones

Evolución calidad de la cartera por modalidad

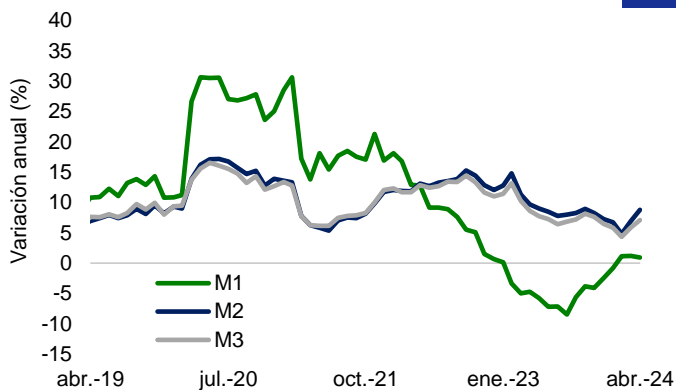
20



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

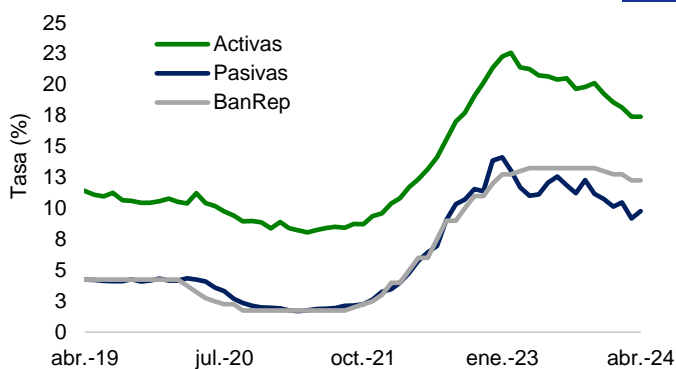
21



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.



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 17.4% en abril, por debajo del promedio de 18% de 1T24. El promedio de las tasas de captación fue 9.8% en el mes de abril, ligeramente por debajo del promedio de 9.9% 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 y que ha disipado significativamente los temores de recesión.

La inflación global continúa bajando 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, así como unos mayores costos de transporte marítimo, podrían frenar mejoras de la inflación en los próximos meses. En línea con lo anterior, los BC de economías avanzadas aún no han iniciado su proceso de reducción de tasas de intervención.

En EEUU, la Fed decidió mantener inalterada su tasa de intervención en 5.25% - 5.5% durante su reunión de mayo y advirtió que antes de tomar una decisión sobre posibles recortes de tasas de interés requiere más confianza sobre la tendencia de la inflación hacia su objetivo (ver “Un respiro no es olvido” en [CE – Mayo 8 de 2024](#)). En línea con nuestras expectativas, la Fed también anunció que comenzará a moderar el ritmo mensual al cual viene reduciendo sus tenencias de activos financieros.

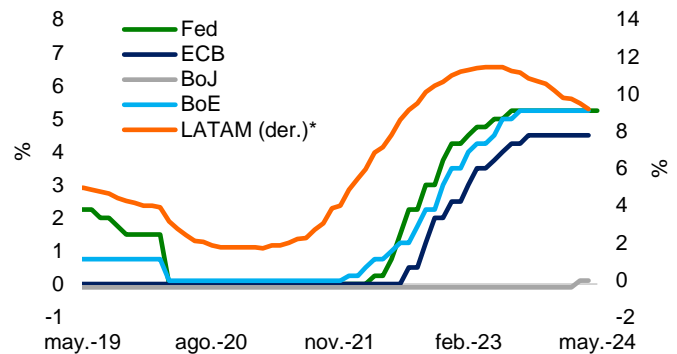
Bajo este contexto, las condiciones financieras en economías avanzadas se mantienen favorables (Gráfico 24). En LATAM, los BC de las economías más grandes siguen recortando sus tasas de interés, lo que en consecuencia ha mejorado las perspectivas de crecimiento para 2024-2025.

En cuanto a las cifras recientes de actividad económica, los últimos datos del índice PMI compuesto continúan mostrando unas dinámicas de crecimiento que, en lo que va corrido de 2024, no solo han sido superiores a las previsiones iniciales, sino también están siendo mayores a los niveles de actividad de 2023.

El PMI compuesto de las principales economías avanzadas (EEUU, Reino Unido, Eurozona y Japón) y China, permanecen por encima de la barrera de los 50

Tasas de interés de política monetaria

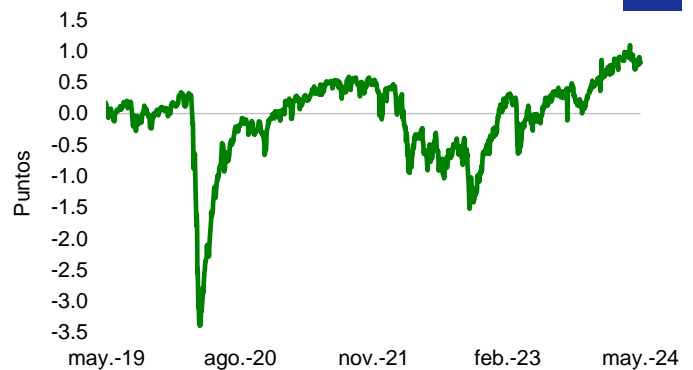
23



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).



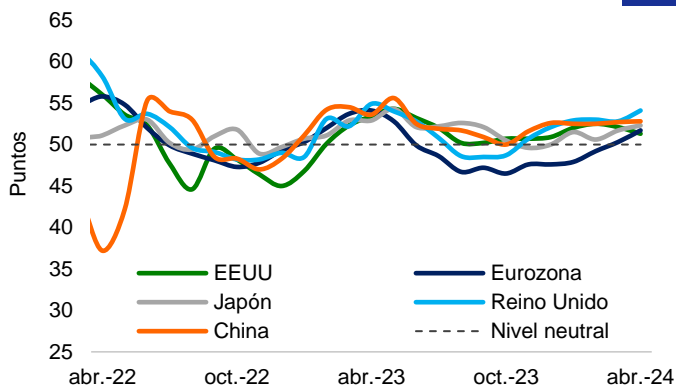
puntos, denotando expansión en el ritmo de la producción. El PMI de la Eurozona ha tenido una mejor dinámica y alcanzó su nivel máximo en el último año, consistente con la recuperación que han presentado otros datos de actividad en la región (Gráfico 25).

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante 1T24 habría sido de 2.1%, superior a la expansión de 1.3% de 4T23. Aunque dichos crecimientos siguen siendo inferiores a los registros de años anteriores (Gráfico 26), siguen alejando riesgos de recesión en el futuro cercano.

México y Brasil lideran este comportamiento en LATAM y se estima que sus economías hayan crecido 3.4% y 3% en 1T24, respectivamente. Por su parte, la economía de Argentina habría tenido una contracción de 3.6%.

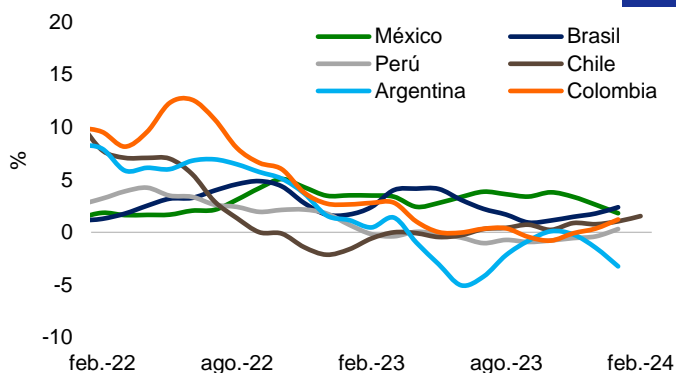
En este entorno, según la más reciente encuesta de Bloomberg a analistas económicos, la probabilidad de recesión durante los próximos 12 meses volvió a descender. La probabilidad de recesión en la Eurozona se ubica en niveles del orden de 40%, mientras que para EEUU disminuyó hasta 30%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se estima en apenas 20%.

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	10.3	6.9	↓
IBR overnight EA (promedio año %)	1.9	7.2	13.0	11.0	6.2	↓
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	8.5	13.0	10.4	9.5	8.7	↑
Tasa de desempleo nacional (%)	13.8	11.2	10.2	10.8	11.6	↑
Sector externo						
Tasa de cambio (promedio anual)	3749	4246	4326	3950	3845	↓
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4766	3950	3925	3800	↓
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.
