



Coyuntura económica Macroeconomía

Un llamado al optimismo moderado

Junio 17 de 2024

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

La información preliminar de 2T24 sugiere que la actividad económica se sigue expandiendo a ritmos bajos, aunque ligeramente superiores a los de 1T24. El gasto de los hogares sigue ganando tracción y compensando en parte la debilidad de la inversión fija. El impulso del sector agropecuario parece estarse agotando y es de esperar crecimientos más modestos de esta rama de actividad en los próximos meses.

El mercado laboral continúa incorporando los efectos rezagados de la desaceleración económica y la creación de empleos se sigue debilitando. En tendencia, el desempleo sigue al alza y se encuentra 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, continúa moderándose.

La inflación al consumidor permaneció estable en mayo, frenando así la tendencia bajista ininterrumpida de los últimos 13 meses. Tanto la inflación observada como sus expectativas permanecen muy por encima de la meta de 3% y muchos riesgos inflacionarios, especialmente en los precios de alimentos, se han materializado. BanRep no tomó decisiones de tasas de interés en su reunión de mayo, según calendario de política monetaria.

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, aunque el deterioro de la cartera está dando algunas señales de mejora. Las tasas de interés siguen descendiendo, pero permanecen en niveles aún restrictivos para la demanda de nuevos préstamos.

El crecimiento de nuestros socios comerciales sigue superando las expectativas, a pesar del entorno global de tasas de interés aún elevadas. El proceso desinflacionario mundial está perdiendo velocidad y algunos bancos centrales, particularmente en LATAM, están frenando los recortes de tasas de referencia. En EEUU, la Fed espera iniciar el ciclo de reducciones de tipos de interés hacia finales de este año, algo ampliamente anticipado por los analistas, situación que mantendrá presiones alcistas globales sobre las tasas de mercado.



Actividad económica

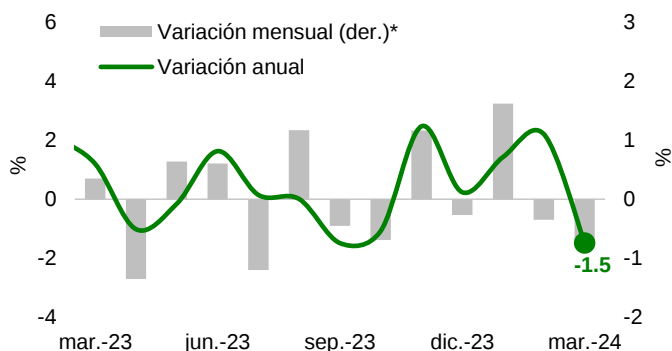
El crecimiento del PIB en 1T24 fue 0.7%, superior no sólo a los registros de trimestres anteriores sino también a las estimaciones de la mayoría de los analistas. Aunque el periodo de estancamiento que tuvo la economía durante la segunda mitad de 2023 parece haber finalizado, es importante advertir que la magnitud de este rebote seguirá siendo moderada y su velocidad de recuperación muy gradual (ver “Ganando tracción” en [CE – Mayo 17 de 2024](#)).

De manera preliminar, los datos conocidos de 2T24 indican que la actividad se sigue expandiendo a ritmos muy bajos, aunque ligeramente superiores a los de 1T24. El gasto de los hogares ha seguido ganando algo de tracción, compensando parcialmente la continua debilidad de la inversión fija, la cual seguirá afectando las dinámicas de crecimiento del sector secundario en el corto plazo, principalmente la industria. El impulso del sector agropecuario, que tuvo lugar entre finales de 2023 y comienzos de 2024, parece estarse agotando y es de esperar crecimientos más modestos en los próximos meses.

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 0.8% en marzo (Gráfico 1), la más fuerte desde julio de 2023. En términos de su variación anual, el ISE en su serie original tuvo una caída de 1.5%¹, en línea con nuestras estimaciones y siendo el registro más bajo de los últimos seis meses (ver sección de “Actividad económica” en [IMCE – Mayo de 2024](#)). Lo anterior estuvo afectado en gran medida por la distorsión asociada al efecto calendario de semana santa.

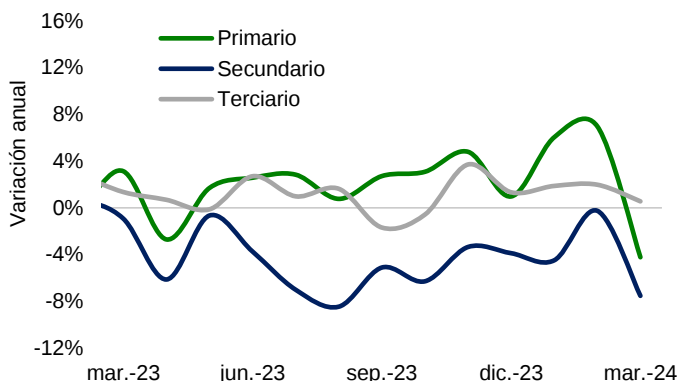
El ISE de la cadena **primaria** cayó 4.2% en marzo, tras registrar expansiones muy altas en el arranque de año (Gráfico 2). Además del efecto calendario, el fin de la anticipación de cosechas de cultivos de ciclo corto, que tuvo lugar meses atrás como estrategia de prevención al fenómeno de El Niño, estaría también explicando esta corrección del ciclo primario. Asimismo, el sector minero-energético continúa registrando crecimientos muy bajos.

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.



El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital fijo, registró una fuerte contracción de 7.5% en marzo, la más pronunciada desde agosto de 2023. Así, esta rama de actividad completó trece meses de caídas consecutivas en su nivel de producción.

Si bien la actividad manufacturera, que concentra buena parte de la producción industrial, se vio favorecida por el efecto calendario por semana santa y registró un crecimiento de 4.1% en abril, permanece bastante afectada. Las cifras sectoriales de edificaciones y de obras civiles siguen evidenciando un desempeño muy débil, en línea con el flojo comportamiento de la inversión fija. Algunos índices adelantados de construcción 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 marzo de 0.6%, el más bajo desde octubre de 2023.

En abril, el índice de ventas reales del comercio minorista se contrajo 1.6%, su menor caída desde febrero de 2023, afectado principalmente por la reducción de 7.9% de las ventas reales de bienes semidurables, mientras que las ventas de bienes durables se expandieron 0.7%, tras 13 meses consecutivos de reducciones. En tendencia, el ritmo de caídas en este índice se sigue moderando 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 registraron una caída de 5%.

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 marzo, el crecimiento de estas actividades fue de 5%, coherente con un crecimiento real de 8.8% en la ejecución acumulada hasta mayo del gasto de inversión del Presupuesto General de la Nación (PGN).

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB se vienen recuperando gracias al buen desempeño de nuestros principales socios comerciales y se expandieron 17.9% en abril, su

Variables de comercio exterior (PM3)

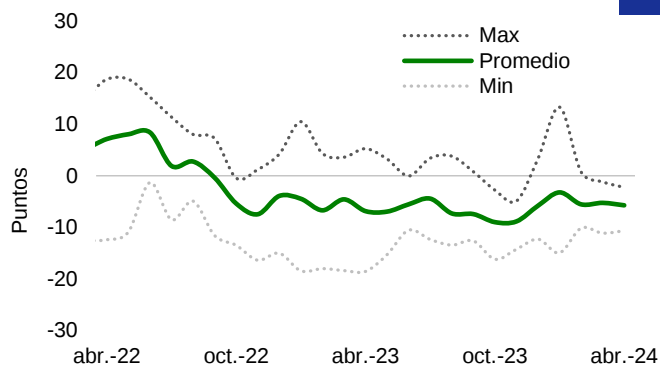
3



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.



mayor expansión desde septiembre de 2022. En gran medida, esto se sustenta por el aumento de 26.3% de las exportaciones no tradicionales, concentradas en sectores agroindustriales principalmente. Asimismo, ventas externas de productos tradicionales registraron un crecimiento de 11.2%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de 30.9% en las exportaciones, su mayor ritmo desde abril de 2018. En línea con lo anterior, las exportaciones en volumen se expandieron a un ritmo de 44.3% en el último mes.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron una caída de 18.6% en marzo. Las compras externas se afectaron, principalmente, por la contracción de 31% de las importaciones de bienes de capital, muy influenciadas por el mal momento de la inversión fija. En términos reales, las compras externas cayeron 8.6%, en línea con la debilidad del gasto interno, pero ciertamente se han venido recuperando en los últimos meses (Gráfico 3).

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. Sin embargo, estas cifras continúan disipando los riesgos de recesión en el futuro cercano.

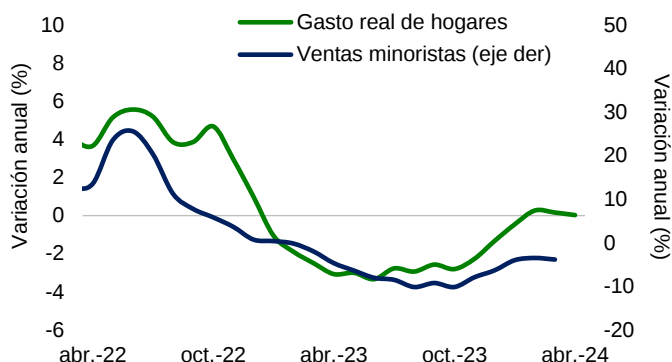
Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintos índices disponibles de confianza de hogares y empresas, se mantuvo en niveles bajos en abril. No obstante, los niveles actuales son superiores al promedio de 2023 y, en tendencia central, la información sugiere mejoras de cara a 2T24 (Gráfico 4).

La dinámica del consumo real también 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 estaría contrayendo 0.1% en promedio en 2T24, un ritmo de caídas inferior al registrado en 2023 (Gráfico 5).

En contraste, el PMI manufacturero, que es un índice coincidente de actividad con información más actualizada, anticipa un deterioro adicional en la industria de cara a

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)

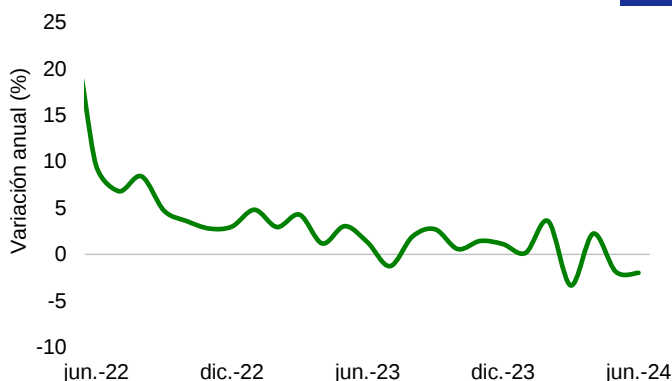
5



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

Demanda total de energía no regulada

6



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



2T24. En efecto, el promedio preliminar del trimestre en curso se sitúa en 49.5 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 inversión fija a tiempo real, también apunta a un crecimiento que estaría siendo bajo en 2T24. Peor aún, la lectura de estas cifras sugiere expansiones inferiores a las registradas en trimestres anteriores.

En efecto, la demanda de energía no regulada en mayo habría caído 1.9% y en junio su caída se estima alrededor de 2%. Con esto, el promedio preliminar de 2T24 se sitúa en -0.5%, lo que empeora el bajo crecimiento de 0.1% registrado en 1T24.

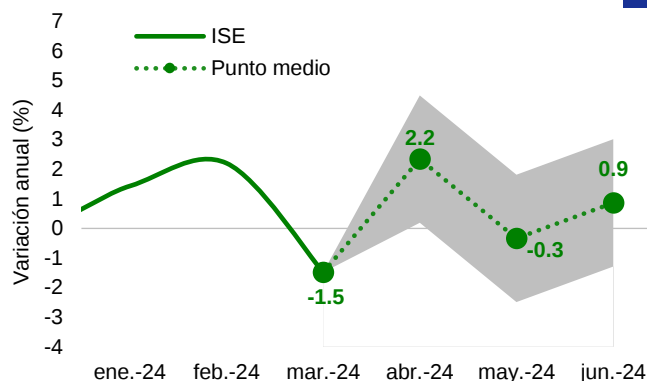
Teniendo en cuenta toda la información analizada anteriormente, pronosticamos para el ISE un crecimiento de 2.2% en abril. Es importante advertir que este pronóstico tiene en cuenta la distorsión de efecto calendario por semana santa, que para 2024 tuvo lugar durante la última semana de marzo mientras 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 una caída del ISE de 0.3% para mayo. Para junio, nuestro modelo sugiere un crecimiento de 0.9% (Gráfico 7).

Por todo lo anterior, el crecimiento de la economía en 2T24 estaría bordeando el 0.9%. **Ratificamos nuestra proyección de crecimiento del PIB para todo 2024 en 1.5%.**

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 en tendencia siguen evidenciando desmejoras, al tiempo que la tasa de desempleo permanece alta y cerca de sus niveles estructurales.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional en abril se ubicó en 10.5% y en tendencia central mantiene una senda alcista (Gráfico 8). Tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación fue 57.2%, cerca de sus registros mínimos de los últimos 12 meses. La tasa global de participación, que mide la oferta de trabajo potencial, fue 64%.

En este entorno, la brecha positiva de empleo continúa cerrándose y es muy 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%.

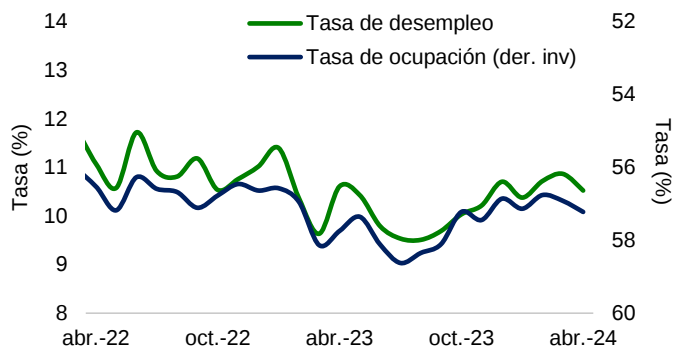
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas la situación es similar. La tasa de desempleo se sitúa en 10.3%, aún por debajo de la tasa NAIRU urbana que, según estimaciones de BanRep, se calcula cerca del 11.3% (Gráfico 9). Sin embargo, desde los mínimos de 8.7% registrados en junio 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 0.4% anual durante el último trimestre móvil con corte a abril, el menor ritmo de creación de empleos desde marzo de 2021 (Gráfico 10). Por sectores, la ocupación de la cadena primaria registró una caída de 3.4%, algo que se encuentra en línea con nuestra expectativa de una moderación del crecimiento del sector agropecuario en 2T24. Por su parte, el acervo

Principales indicadores del mercado laboral*

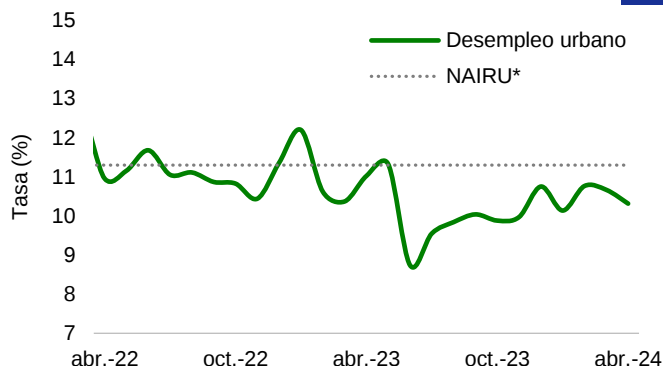
8



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

Evolución del desempleo en grandes ciudades*

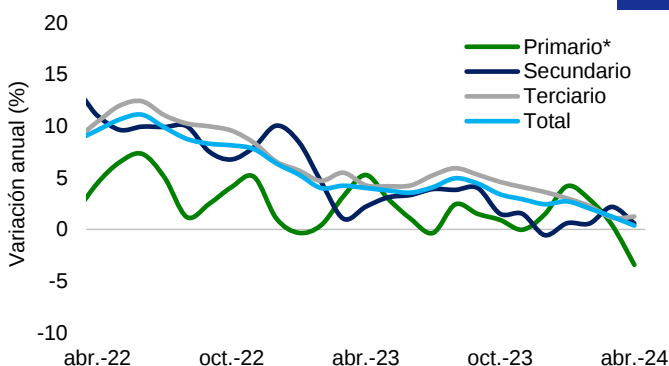
9



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.



de ocupados en el sector secundario creció tan solo 0.6%, mientras que el crecimiento de la ocupación en el sector terciario sigue siendo bajo y se situó en 1.2%.

Los sectores de agricultura, industria manufacturera, e información y comunicaciones registraron reducciones de 109, 93 y 14 mil ocupados durante el último año con corte a abril, respectivamente. Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron los de actividades financieras y de seguros, actividades profesionales, y alojamiento y servicios de comida. En ese mismo orden, los niveles de ocupación en estos sectores registraron incrementos de 77, 63 y 62 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 y, de hecho, crece al mismo ritmo que el subempleo y el empleo informal.

En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados fue de 4% en el último mes, mientras que la demanda de empleo no asalariado cayó 3.6%. Por su parte, tanto el empleo formal como el empleo informal registraron sendos crecimientos de 0.5%.

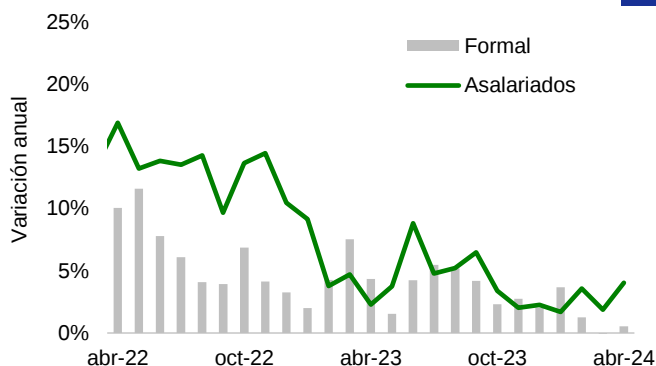
La menor dinámica de la demanda de trabajo parece estar comenzando a restar presiones inflacionarias a los salarios nominales (Gráfico 12), aunque persiste en niveles de 2 dígitos. La inflación salarial fue 10.2% en marzo, su menor valor desde diciembre de 2022.

En términos reales, la inflación salarial fue 2.9% y completó 12 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 en el corto plazo y que el desempleo mantenga una tendencia alcista este año. **Mantenemos nuestra proyección de tasa de desempleo nacional para el promedio-año 2024 en 10.8%.**

Dinámicas del empleo asalariado y formal

11

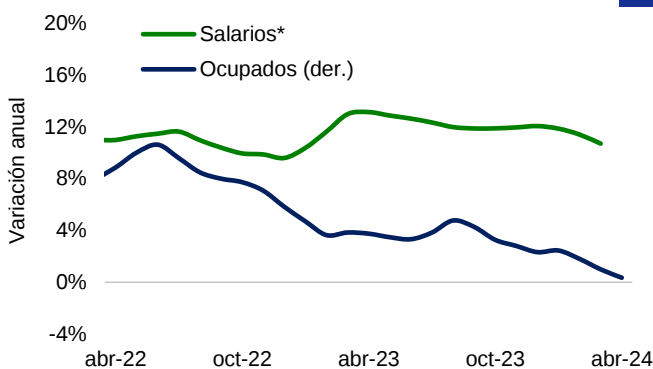


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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 0.43% en mayo. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC se situó ligeramente por encima del promedio histórico de 0.39% para el mismo mes e igual a la variación mensual de mayo de 2023.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.51%. Este resultado obedeció a un incremento mensual de 1.27% de los precios de alimentos perecederos y de 0.29% del IPC de alimentos procesados. Las mayores presiones derivadas de los precios internacionales de alimentos, unos mayores costos de producción locales-externos, y la normalización de la oferta agrícola en 2T24, siguen influyendo en el comportamiento de estos precios.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.37% (Tabla 1). El IPC de gas tuvo una variación de 1.29% y fue el que más aumentó, afectado en parte por el incremento de los precios internacionales del gas, seguido por el IPC de energía eléctrica con un incremento de 0.78%.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual de -0.1%, favorecido por la baja dinámica del gasto de los hogares y la apreciación de la tasa de cambio. Allí sobresale el aumento de 0.33% del IPC de productos de aseo y cuidado personal, y de 0.18% en el IPC de prendas de vestir. Esto contrasta con las caídas de 0.93% y 0.23% 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 0.62%, la más alta dentro de los componentes del IPC. Dentro de los rubros que más pesaron dentro de este componente se destacan el aumento de 0.75% del IPC de arrendamientos, seguido por la variación de 0.67% del IPC de restaurantes y bares. El IPC de transporte aéreo sobresale en esta canasta con una variación mensual de 2.67%.

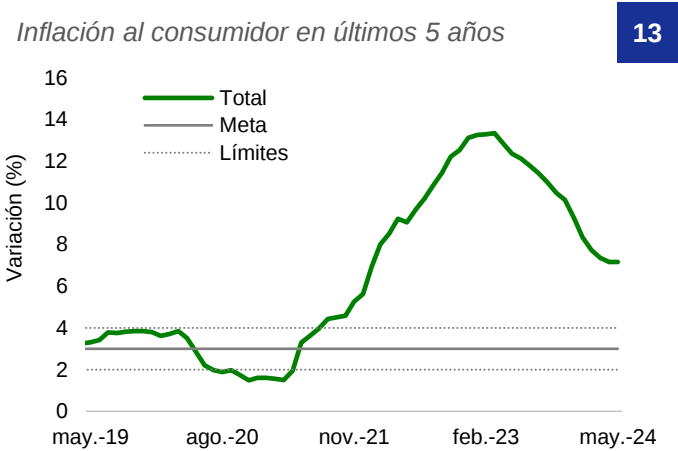
De esta forma, la inflación anual del IPC se mantuvo estable en 7.16%, frenando así la tendencia bajista

Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

						T1
		A	R	B	S	Total
Mensual	may.-24	0.51	0.37	-0.10	0.62	0.43
	may.-23	-0.85	1.11	0.55	0.68	0.43
Anual	may.-24	4.40	13.74	1.69	7.95	7.16
	abr.-24	2.98	14.58	2.35	8.02	7.16
Cont.	may.-24	0.66	2.38	0.32	3.88	7.16
	abr.-24	0.45	2.53	0.44	3.92	7.16
A/C	may.-24	3.48	6.16	0.42	4.26	3.78
	may.-23	4.08	9.43	5.77	5.24	5.83
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.



ininterrumpida de los últimos 13 meses (Gráfico 13). La inflación del IPC de alimentos se aceleró en mayo hasta 4.4%, su nivel más alto en lo corrido de 2024, y le aportó 0.21 p.p. a la inflación total.

La inflación del IPC de regulados se ubicó en 13.74% y se mantiene como la más alta dentro de los componentes del IPC. Una vez, este fue el componente que más restó a la dinámica de la inflación entre abril y mayo, con una contribución de -0.15 p.p.

La inflación del IPC de bienes se redujo hasta 1.69%, su valor más bajo desde abril de 2021 (Tabla 1). Por su parte, la inflación del IPC de servicios, la más rígida en el ciclo actual, fue de 7.95% y alcanzó su menor nivel desde diciembre de 2022. La reducción continua en la inflación de estos componentes se sigue dando en un contexto de debilidad del gasto interno y una fuerte apreciación acumulada de la tasa de cambio.

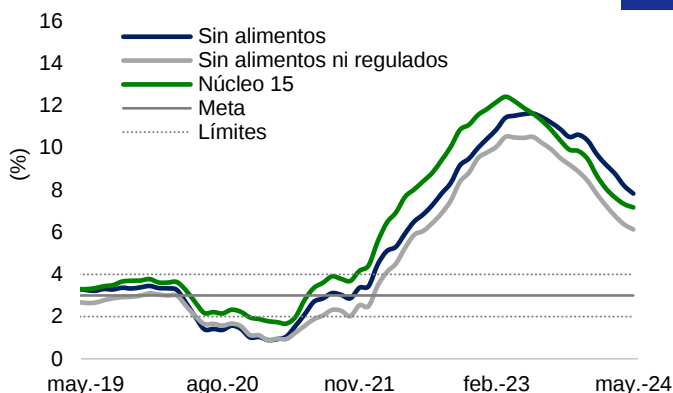
En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se redujo hasta 7.04%, su registro más bajo desde mayo de 2022. Pese a ello, continúa muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos fue 7.83%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 7.17%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 6.13%, un mínimo no observado en los últimos 23 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 4.58% y 3.6%, respectivamente, mientras que a 5 años se sitúan en 3.18%. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES descendió hasta 5.25% (Gráfico 15). Por su parte, las expectativas de cierre de la actual vigencia vienen en aumento y alcanzaron un 5.63%, mientras que las de cierre de 2025 se sitúan en 3.84%.

Para el mes de junio pronosticamos una variación mensual de 0.27% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería levemente hasta 7.13%. Como lo analizamos en un informe reciente, la materialización de muchos riesgos inflacionarios ya superó los puntos de referencia que estaban incluidos en nuestro pronóstico central y todo apunta a que se intensificarán en el futuro

Principales medidas de inflación núcleo

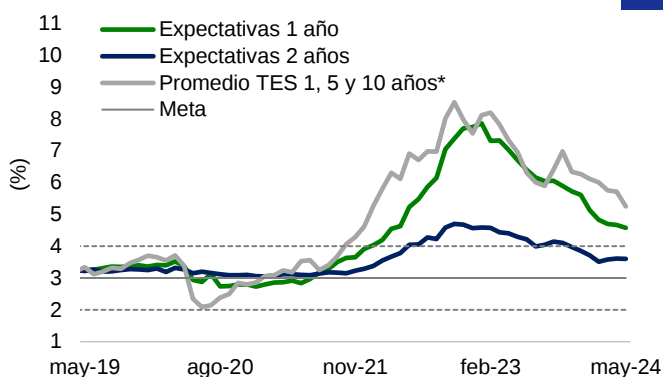
14



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.



cercano (ver “Riesgos materializados” en [CE – Junio 13 de 2024](#)). Por esa razón, **revisamos al alza nuestra proyección de inflación al cierre de 2024 desde 5.8% hasta 6.2%.**

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 mayo. Esperamos que BanRep recorte su tasa de referencia en 50 pbs hasta 11.25% durante su reunión de política monetaria de este mes.

Dada la ralentización del proceso de ajuste de la inflación en los últimos meses, y ante unos riesgos alcistas que potencialmente seguirán creando presiones inflacionarias en los próximos meses, creemos que la probabilidad de recortes agresivos en las tasas de interés de referencia luce ahora muy poco probable. Esperamos que BanRep continúe recortando sus tasas de referencia en magnitudes de 50 pbs mensuales para las reuniones que restan en 2024.

De esta forma, **revisamos al alza nuestro pronóstico de tasa de intervención al cierre de 2024 desde 8.5% hasta 9.25%.**



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 6.1% en mayo, evidenciando una mejora desde la caída real de 7.2% de diciembre (Gráfico 16). Los créditos hacia los hogares registraron una contracción de 7.6%, mientras que las colocaciones hacia las empresas cayeron 4.7%.

Por modalidades, la cartera de microcrédito es la que exhibe el mayor crecimiento con una expansión de 3.7%, pero ha comenzado a desacelerarse en meses recientes. Esta modalidad sigue apoyada por medidas fiscales enfocadas en el otorgamiento de créditos a la economía popular.

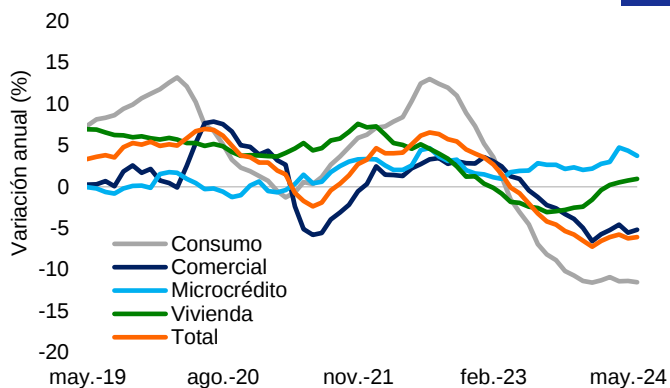
Por su parte, la cartera de vivienda registró un crecimiento real de 1%, siendo con microcrédito las únicas modalidades con expansiones en términos reales. La cartera comercial cayó 5.2% y la cartera de consumo sigue siendo la más afectada, con variaciones reales negativas de 11.5%. En la mayoría de los casos, los datos recientes están marcando un punto de inflexión que probablemente se consolidará en el futuro cercano.

En este entorno, varios indicadores de cartera continúan evidenciando un riesgo de impago elevado en el sistema, pero parecen haber alcanzado techo. Con información disponible al corte de marzo, el crecimiento del saldo de la cartera vencida del sistema fue de 22.1%, un ritmo que, aunque sigue siendo considerablemente alto, es inferior a los registros máximos alcanzados en 2023.

En marzo, la cartera vencida se siguió desacelerando en la mayoría de las modalidades de crédito (Gráfico 17). El crecimiento de cartera vencida más elevado lo exhibe la modalidad de microcrédito con 80.2%, seguido por el de

Crecimiento real de la cartera por modalidad

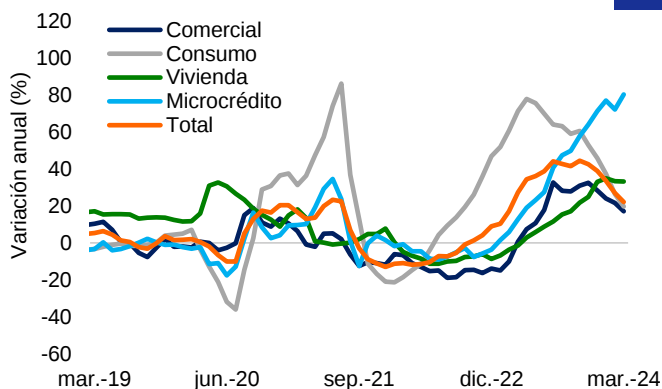
16



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

17



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



la cartera de vivienda, que se situó en 33.2%. Por su parte, la cartera vencida de la modalidad de consumo crece a ritmos del 19.7% y la comercial lo hace a tasas de 17.1%.

En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema aumentó hasta 5.2% en marzo. Por modalidades, el ICV de microcrédito es el más alto y aumentó hasta 10.1%. El ICV de la modalidad de consumo se ubicó en 8.4%, el de cartera comercial en 3.6% y el de vivienda en 3.1%, en todos los casos dando señales de estabilización que contrastan con la disparada del ICV de microcrédito (Gráfico 18).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total, una buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema, se sigue desacelerando y alcanzó un crecimiento de 4.9%, cerca de mínimos desde noviembre de 2022. Con las leves mejoras previamente mencionadas, la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito aumentó en marzo hasta 0.94%, pero permanece por debajo de sus promedios históricos.

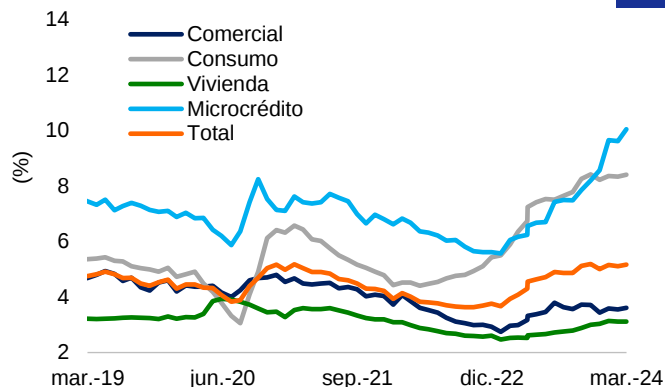
Los agregados monetarios de menor liquidez, como el M2 y el M3, mantienen crecimientos superiores a los de alta rotación como el M1. Sin embargo, la tendencia del M1 ha sido claramente alcista desde septiembre del año pasado y en la actualidad registra un crecimiento de 1.2%. El M2 y el M3 alcanzaron sendos crecimientos de 8.2% (Gráfico 19).

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 6.3% en mayo. Allí sobresale la recuperación del efectivo circulante con un crecimiento de 4.4%. 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 -6.3 p.p, su menor valor desde marzo de 2021. Este desequilibrio continúa liberando presiones

Evolución calidad de la cartera por modalidad

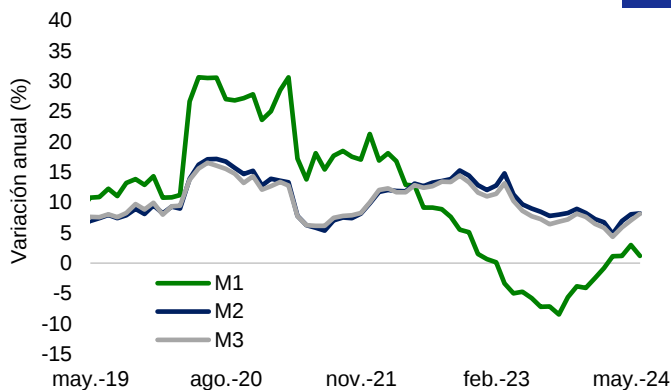
18



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

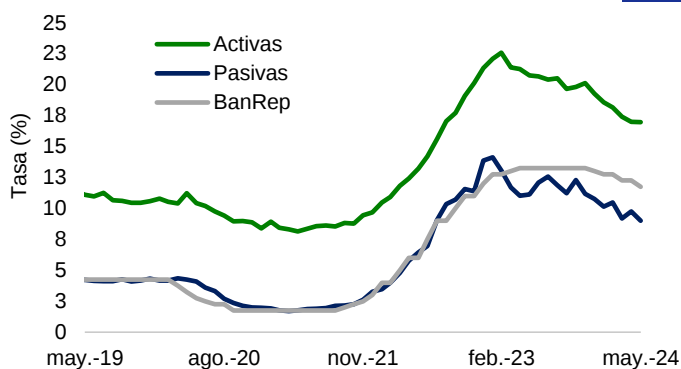
19



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas de interés en el sistema financiero*

20



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 20). En promedio, las tasas de colocación se han ubicado en niveles de 17% en 2T24, por debajo del promedio de 18% de 1T24. El promedio de las tasas de captación se sitúa en 9.4%, también inferior al promedio de 9.9% del trimestre anterior.

Esperamos que la recuperación que parece haber iniciado en 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. La inflación global continúa bajando y abriendo espacio para que los Bancos Centrales (BC) sigan flexibilizando sus posturas de política monetaria (Gráfico 21).

Sin embargo, la materialización de algunos riesgos de oferta-costos podrían frenar el proceso desinflacionario en el corto plazo (ver “No estaba muerta, estaba de parranda” en [CE – Abril 12 de 2024](#)). Algunos BC en LATAM ya están moderando la velocidad de los recortes de tasas de interés ante estas renovadas presiones inflacionarias.

En EEUU, la Fed decidió mantener inalterada su tasa de intervención en 5.25% - 5.5% durante su reunión de junio, algo ampliamente esperado. La Fed reconoce que la materialización de varios riesgos mantendrá la inflación por encima de sus objetivos de corto plazo, por lo que sigue considerando inapropiado recortar los tipos de interés en este momento.

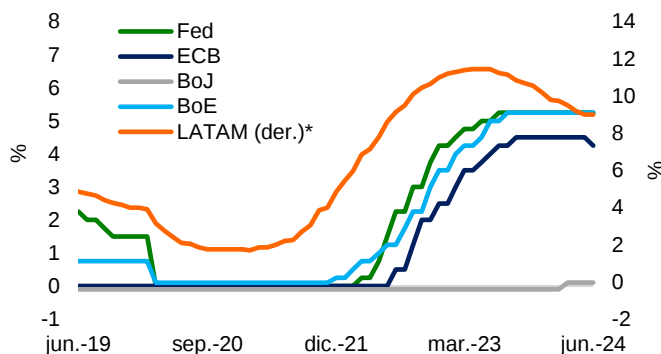
El nuevo material de proyecciones ahora anticipa un ciclo de recortes de tasas de interés de apenas 25 pbs en todo 2024. Esta perspectiva está muy por debajo de los 75 pbs previstos anteriormente, razón por la cual es de esperar que las tasas de interés de los mercados continúan altas por un periodo de tiempo prolongado (ver “Postura prudente” en [CE – Junio 14 de 2024](#)).

Bajo este contexto, las condiciones financieras en economías avanzadas se mantienen favorables (Gráfico 22). Las recientes reducciones de tasas de interés de BC de economías avanzadas no sólo han mejorado las perspectivas de crecimiento para 2025, sino que además han contribuido a unas condiciones financieras más holgadas.

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.

Tasas de interés de política monetaria

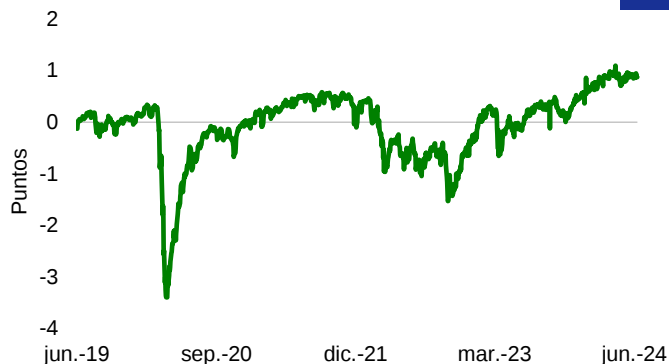
21



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

Estado de condiciones financieras globales*

22



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



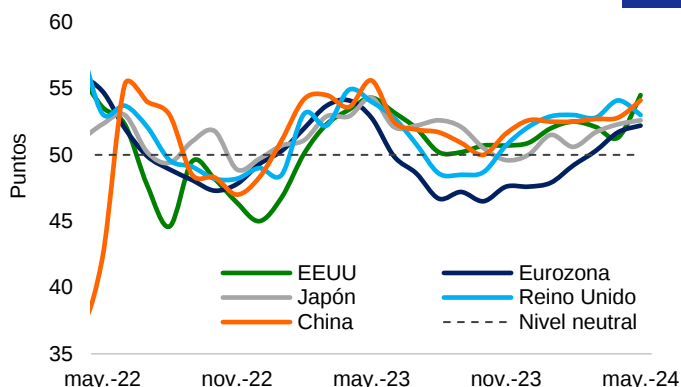
El PMI compuesto de las principales economías avanzadas (EEUU, Reino Unido, Eurozona y Japón) y China, permanecen por encima de la barrera de los 50 puntos, denotando expansión en el ritmo de la producción. El PMI de la Eurozona ha tenido una mejor dinámica y alcanzó su nivel máximo en el último año, consistente con la recuperación que han presentado otros datos de actividad en la región (Gráfico 23).

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante 1T24 habría sido de 0.6%, inferior a la expansión de 1.4% de 4T23 y a los registros de años anteriores (Gráfico 24). Las economías de Chile y México lideran el crecimiento en la región y se estima expansiones de 2.2% y 1.7% durante 1T24, respectivamente. Por su parte, la economía de Argentina habría tenido una contracción de 5.2%.

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 y en EEUU se ubica en niveles del orden de 30%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se estima en apenas 20%.

Evolución PMI compuesto en economías grandes

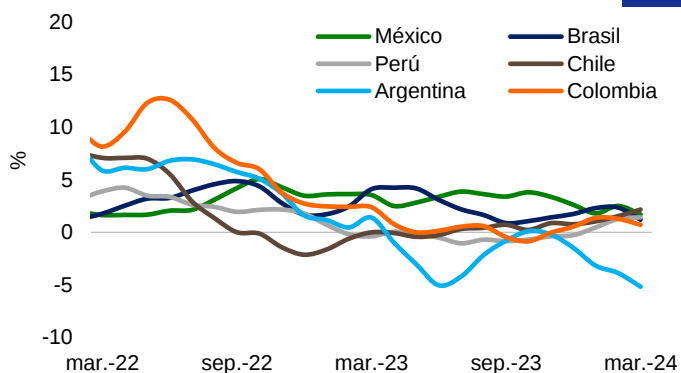
23



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

	2021	2022	2023	2024(p)	2025(p)	
Demanda agregada						
PIB (%)	10.7	7.3	0.6	1.5	↑	2.4 ↓
Consumo privado (%)	14.8	10.7	0.8	1.0	↑	2.4 ↑
Gasto público (%)	10.3	0.8	1.6	1.8	↑	2.7 ↑
Inversión fija (%)	11.2	11.5	-9.5	-2.6	↑	6.5 ↑
Demanda interna (%)	13.6	10.2	-4.0	-0.2	↓	2.9 ↑
Exportaciones (%)	14.8	12.3	3.4	3.2	↑	3.3 ↑
Importaciones (%)	28.7	23.6	-15.0	-6.5	↓	5.0 ↑
Sectores actividad económica						
Agropecuaria (%)	3.1	-0.8	1.4	4.9	↑	1.1 ↓
Comercio (%)	20.9	10.7	-2.8	1.0	↑	2.4 ↑
Construcción (%)	5.7	6.8	-4.1	0.3	↑	2.6 ↑
Financiero (%)	3.4	6.6	7.9	-0.1	↓	3.4 ↑
Industria (%)	16.4	9.5	-3.6	-2.0	↓	2.9 ↑
Minería (%)	0.2	1.3	2.7	-0.9	↑	0.7 ↑
Precios, tasas de interés y desempleo						
Inflación (final del periodo %)	5.6	13.1	9.3	6.2	↑	4.0 ↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	3.00	12.00	13.00	9.25	↑	5.25 ↑
DTF EA (promedio año %)	2.0	8.2	13.2	10.1	↓	7.3 ↑
IBR overnight EA (promedio año %)	1.9	7.2	13.0	11.2	↑	7.1 ↑
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	8.5	13.0	10.4	10.1	↑	9.3 ↑
Tasa de desempleo nacional (%)	13.8	11.2	10.2	10.8		11.6
Sector externo						
Tasa de cambio (promedio anual)	3749	4246	4326	3925	↓	3910 ↑
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4766	3950	3900	↓	3970 ↑
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-5.7	-6.2	-2.7	-2.4	↑	-3.3 ↑
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.1	5.0	5.0	3.5	↓	3.5 ↓
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 - 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.
