Coyuntura económica
Macroeconomía

Julio 11 de 2024

Milagro por calendario

Autores:

Natalia Ossa M.
P.S. - Macroeconomía
natalia.ossa@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

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

Investigaciones Económicas
Tesorería

Los datos de actividad de 2T24 sugieren un mejor comportamiento de la actividad económica frente a 1T24, favorecido en gran medida por el gasto público y las exportaciones netas, pero también por el efecto calendario de semana santa. No obstante, las cifras preliminares de 3T24, aún escasas, sugieren una moderación en la dinámica de expansión de la economía. El consumo de los hogares se sigue recuperando gradualmente, mientras que el mal momento de la inversión fija persiste.

Los principales indicadores del mercado laboral volvieron a mostrar mejoras, en línea con el mejor comportamiento de la economía en 2T24. El desempleo se ha estabilizado cerca de sus niveles estructurales, pero por encima de registros de años previos. Asimismo, la dinámica de creación de empleos sigue siendo débil. En este entorno, la inflación de los salarios nominales, aunque se mantiene elevada, continúa moderándose.

La inflación al consumidor se frenó en los últimos meses, pero es de esperar que retome su senda bajista durante la segunda mitad del año. 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. 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 un cambio de tendencia en el ciclo que debería consolidarse en los próximos meses. 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. El proceso desinflacionario mundial está perdiendo velocidad y algunos bancos centrales, particularmente en LATAM, han frenado los recortes de tasas de interés. En EEUU, la Fed espera iniciar el ciclo de reducciones de tipos de interés hacia finales de este año, algo ampliamente anticipado por los mercados financieros globales.

Actividad económica

De manera preliminar, los datos conocidos de 2T24 indican que la actividad económica se viene recuperando, aunque a ritmos de expansión todavía bajos. Las muy positivas cifras de abril estuvieron distorsionadas por el efecto calendario de semana santa, aunque también se observaron efectos positivos no despreciables asociados a impulsos fiscales. El gasto de los hogares ha seguido ganando algo de tracción, compensando parcialmente la continua debilidad de la inversión fija que seguirá afectando las dinámicas de crecimiento del sector secundario en el corto plazo, principalmente la industria.

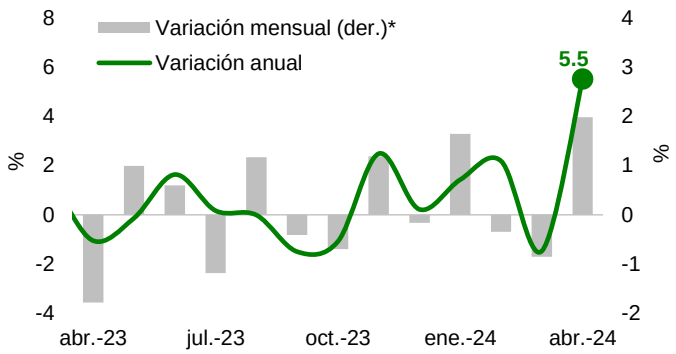
En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró un crecimiento mensual de 2% en abril (Gráfico 1), su mayor expansión desde diciembre de 2022. En términos de su variación anual, el ISE en su serie original tuvo un aumento de 5.5%[1], superando nuestras estimaciones y siendo el registro más alto de los últimos 19 meses.

Como lo habíamos advertido, lo anterior obedece en gran medida a la distorsión de efecto calendario asociada a la semana santa en 2023-2024 (ver sección de "Actividad económica" en IMCE – Junio de 2024). Algunos cálculos que permiten controlar parcialmente este efecto apuntan a crecimientos del ISE en abril del orden de 2%, algo que confirma el componente de ciclo-tendencia del ISE con un crecimiento de 1.9%.

El ISE de la cadena **primaria** se expandió 10.2% en abril, su mayor crecimiento desde mayo de 2022. Controlando el efecto de semana santa, el crecimiento de este sector fue del orden de 3%, lo que evidencia una desaceleración frente a los elevados ritmos de expansión de 4T23 y principios de 2024. La producción de café y el sector ganadero mantienen una dinámica muy favorable y son las ramas de actividad que más sobresalen en este sector. Por su parte, el sector minero-energético continúa registrando crecimientos bajos.

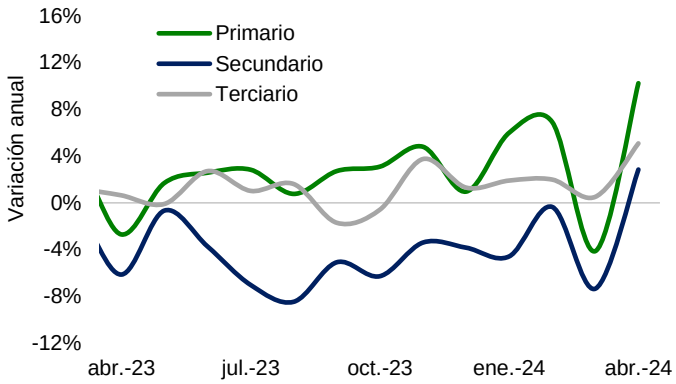
El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital

*Comportamiento del ISE durante el último año** **1**



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

Evolución del ISE por cadenas de producción **2**



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

fijo, retornó a terreno positivo tras trece meses de caídas consecutivas. En efecto, su crecimiento en abril fue 2.8%, aunque afectado en gran medida por la distorsión de efecto calendario de semana santa. Controlando este efecto, la producción del sector se contrajo cerca de 2.2%, lo que en dinámica representa alguna mejora frente a los registros de meses anteriores.

La industria manufacturera, que concentra buena parte de la producción industrial, registró un crecimiento de 4.1% en abril que también está distorsionado por el efecto calendario de semana santa. En el balance, estas actividades continúan mostrando unas débiles dinámicas de expansión.

Las cifras sectoriales de edificaciones y de obras civiles siguen evidenciando un pobre desempeño, en línea con el flojo comportamiento de la inversión fija. No obstante, algunos índices adelantados de construcción de edificaciones residenciales, como las iniciaciones y ventas de vivienda, están mostrando algunas mejoras que sugieren una recuperación gradual del sector en los próximos meses.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público de servicios, registró un crecimiento de 5.1% en abril, el más alto desde septiembre de 2022. Excluyendo el sector público de esta cadena de producción, el crecimiento del resto de actividades se ubica en promedio en 1.3%.

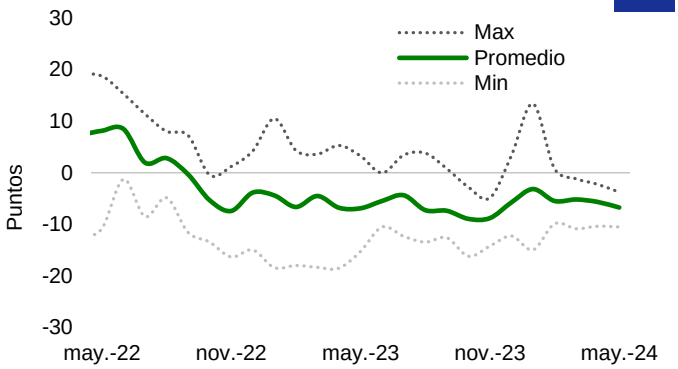
El índice de ventas reales del comercio minorista se contrajo 1.6%, registro que representa su menor caída desde febrero de 2023. Las ventas reales de bienes semidurables cayeron 7.9%, en contraste con las ventas de bienes durables que se expandieron 0.7%, tras trece meses consecutivos de reducciones. 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 sigue siendo el rubro de actividades de administración pública, favorecido por la postura de política fiscal contra-cíclica que mantiene el Gobierno. En efecto, el crecimiento de estas actividades fue 12.7% en abril, su mayor ritmo de expansión desde septiembre de 2021. No obstante, es de

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.

esperar que este impulso se agote en el corto plazo teniendo en cuenta que: i) el Gobierno anunció recientemente recortes de gasto, dada la baja dinámica del recaudo este año y el compromiso de cumplir la regla fiscal; y ii) la ejecución acumulada hasta junio del gasto de inversión del Presupuesto General de la Nación (PGN), que es el que más efectos tiene sobre la actividad, sugiere una caída real de 1%.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB se redujeron 1.1% en mayo. El comportamiento del último mes se sustenta, en buena medida, por la caída de 30.2% de las exportaciones de carbón. De esta forma, las ventas externas de productos tradicionales registraron una contracción de 2.4% y las exportaciones no tradicionales, concentradas en sectores agroindustriales principalmente, aumentaron 0.3%.

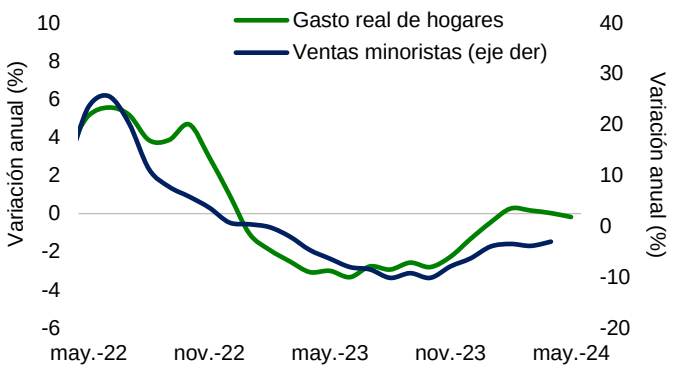
Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de 9.2% en las exportaciones. En línea con lo anterior, el ritmo de expansión de los volúmenes de bienes exportados fue 11.8% en el último mes. En tendencia, las ventas externas siguen registrando un buen desempeño, favorecidas también por el favorable comportamiento de las economías de nuestros socios comerciales.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron un crecimiento de 18.7% en abril. Las compras externas se vieron favorecidas principalmente por la expansión de 13.6% de las importaciones de bienes intermedios, donde las compras de la industria aumentaron 12.5%, tras dieciocho meses de contracción. En términos reales, las importaciones crecieron 27%, sugiriendo una recuperación del gasto interno de la economía (Gráfico 3).

Toda la información de indicadores adelantados y a tiempo real, en el balance, sugiere que la dinámica del gasto agregado de la economía se habría acelerado en 2T24, principalmente por un impulso del gasto público. Sin embargo, la inversión permanece débil y la recuperación del consumo privado continúa siendo muy gradual. De hecho, la escaza información disponible de 3T24 sugiere crecimientos que estarían siendo inferiores a los de 2T24.

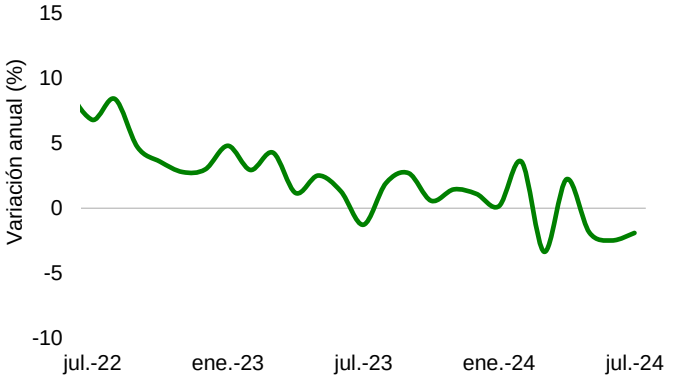
Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintos índices disponibles de

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.

confianza de hogares y empresas, se mantuvo en niveles bajos en mayo. En tendencia central, la información disponible sugiere desmejoras de cara a 3T24 (Gráfico 4).

La recuperación del consumo real de meses pasados, que venía favorecida por una menor inflación y reducciones de tasas de interés, parece estarse agotando. El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, se habría contraído 0.1% en promedio en 2T24 y su tendencia se está revirtiendo (Gráfico 5).

En línea con lo anterior, el PMI manufacturero, que es un índice coincidente de actividad con información más actualizada, anticipa un deterioro adicional de la industria en el futuro cercano. En efecto, el promedio de 2T24 se situó en 49.6 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, mostró un pobre desempeño en 2T24. Peor aún, la lectura de estas cifras para lo que va corrido de 3T24 sugiere deterioros que contrastan con la precaria recuperación de trimestres anteriores.

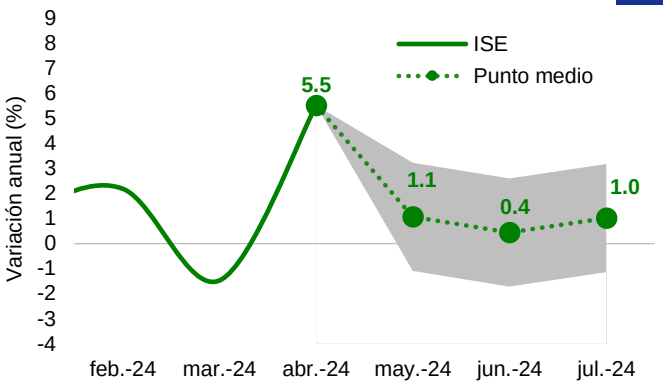
En efecto, la demanda de energía no regulada en junio habría caído 2.5%, dejando la contracción media de 2T24 en 0.7%. Teniendo en cuenta que la información de julio muestra una contracción de 1.9% en este índice, lo anterior sugiere un deterioro de la inversión fija de cara a 3T24.

Por todo lo anterior, pronosticamos para el ISE un crecimiento de 1.1% en mayo. Con los datos disponibles de alta frecuencia y a tiempo real, nuestro modelo *Nowcast* sugiere un crecimiento del ISE de 0.4% para junio y de 1% para julio (Gráfico 7).

De esta manera, el crecimiento de la economía en 2T24 habría bordeado un 2.3%, mejorando el registro de 0.7% de 1T24. **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 volvieron a evidenciar algunas mejoras durante el último mes, en línea con el mejor comportamiento de la economía en 2T24. No obstante, la demanda de empleo y los niveles de ocupación laboral siguen mostrando un flojo desempeño, al tiempo que la tasa de desempleo se ha estabilizado cerca de sus niveles estructurales.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional se ubicó en 10.3%, por debajo del máximo de 10.8% alcanzado en meses previos (Gráfico 8). Tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación aumentó hasta 57.5% y la tasa global de participación lo hizo hasta 64.2%.

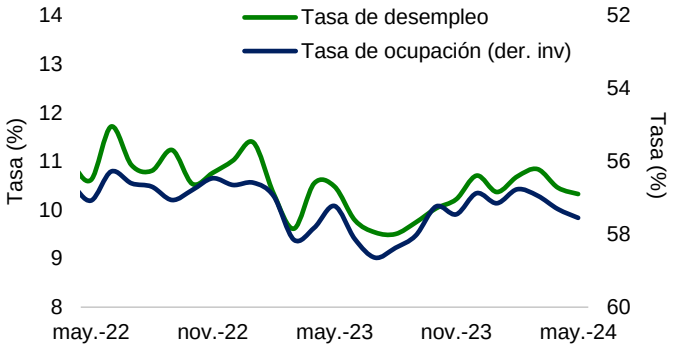
En tendencia, la brecha positiva de empleo se sigue reduciendo y es muy probable que se cierre por completo durante la segunda mitad de 2024. De hecho, la tasa de desempleo nacional permanece cerca de sus niveles estructurales o no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales se estiman alrededor de 11%.

Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas la situación es similar. La tasa de desempleo permaneció estable 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.

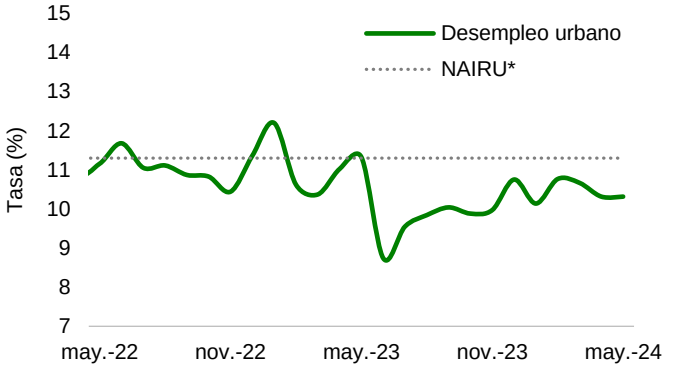
El total de ocupados aumentó 0.7% anual durante el último trimestre móvil con corte a mayo, uno de los ritmos de creación de empleos más bajos desde marzo de 2021 (Gráfico 10). Por sectores, la ocupación de la cadena primaria registró una caída de 3.3%, algo que se encuentra en línea con nuestra expectativa de una moderación del crecimiento del sector agropecuario en

*Principales indicadores del mercado laboral** **8**



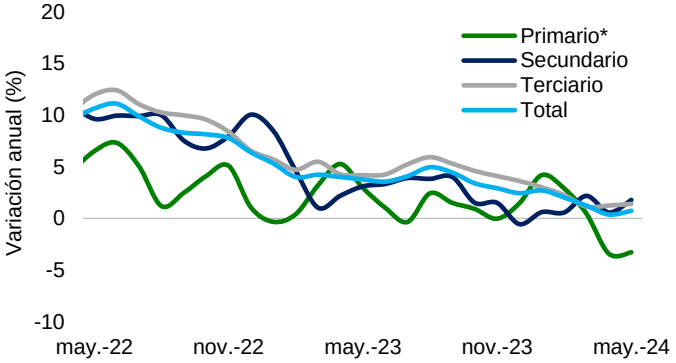
Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Se toman las series que están ajustadas por efectos estacionales.

*Evolución del desempleo en grandes ciudades** **9**



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

2T24. El crecimiento de la ocupación en el sector terciario sigue siendo bajo y se situó en 1.4%, mientras que, el acervo de ocupados en el sector secundario creció 1.8%.

Los sectores de comercio, transporte y almacenamiento, y actividades financieras y de seguros, registraron reducciones de 137, 63 y 55 mil ocupados durante el último año con corte a mayo, respectivamente. Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron los de actividades artísticas y entretenimiento, construcción, y alojamiento y servicios de comida. En ese mismo orden, los niveles de ocupación en estos sectores registraron incrementos de 231, 160 y 139 mil personas.

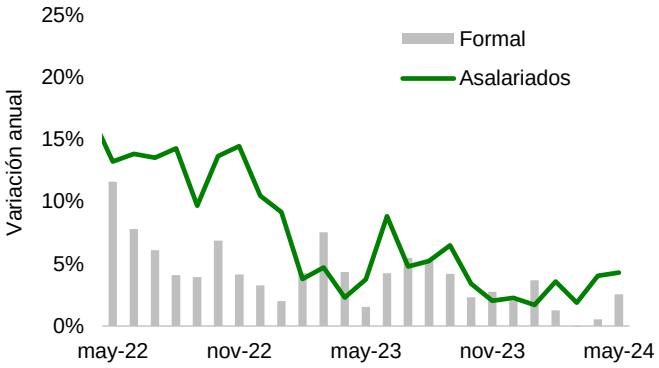
La creación de empleos asalariados y formales en la economía sigue siendo débil y comparativamente baja frente a los registros de años previos (Gráfico 11). La generación de empleos asalariados y formales sigue superando la del empleo no asalariado e informal.

En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados fue de 4.3% en el último mes, mientras que la demanda de empleo no asalariado cayó 1.3%. Por su parte, el empleo formal creció 2.6% y el empleo informal registró una reducción 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. En efecto, la inflación salarial fue 10.3% en abril, la más baja desde finales de 2022. En términos reales, la inflación salarial fue 3.2% y completó 13 meses en terreno positivo. Esta tendencia de recuperación del salario real seguirá apoyando mejoras del gasto de los hogares en el futuro cercano.

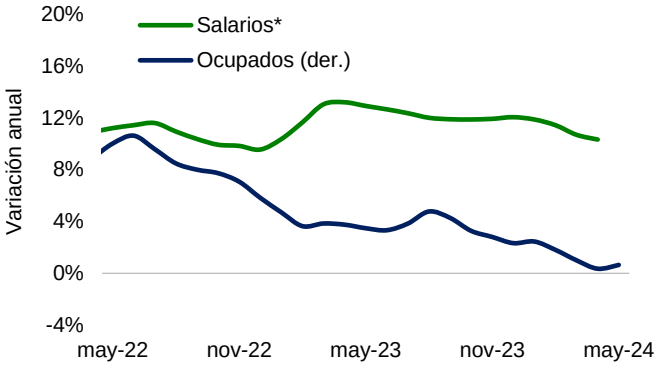
Esperamos que la demanda de trabajo siga reflejando un bajo crecimiento en el corto plazo y que el desempleo se mantenga en niveles elevados este año. **Mantenemos nuestra proyección de tasa de desempleo nacional para el promedio-año 2024 en 10.8%**.

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 0.32% en junio. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC se situó por encima del promedio histórico de 0.22% para el mismo mes y ligeramente superior a la variación mensual de junio de 2023.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.3%. Este resultado obedeció, principalmente, a un incremento mensual de 0.36% del IPC de alimentos procesados, que superó ampliamente el incremento de 0.02% de los precios de alimentos perecederos. 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 0.43%, el más alto dentro de los componentes del IPC (Tabla 1). El IPC de energía eléctrica tuvo una variación de 1.14% y fue el que más aumentó, seguido por el IPC de alcantarillado, acueducto y aseo con un incremento de 1.01%.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual de 0.04%, favorecido por la baja dinámica del gasto de los hogares y la apreciación acumulada de la tasa de cambio. Allí sobresale el aumento de 0.29% del IPC de productos de aseo y cuidado personal, el 0.09% del IPC de prendas de vestir y el 0.08% del IPC de bebidas alcohólicas. Esto contrasta principalmente con la caída de 0.23% en el IPC de vehículos y autopartes.

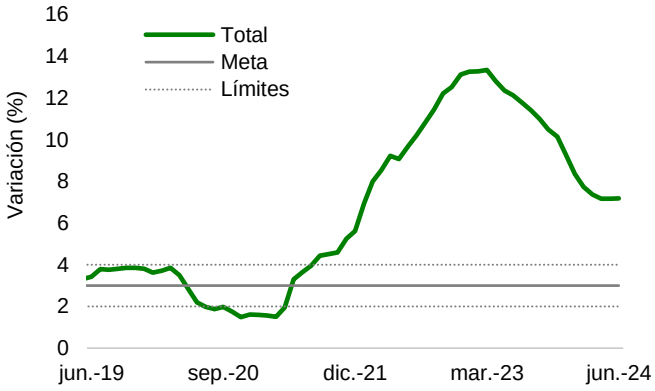
En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.4%. Dentro de los rubros que más pesaron dentro de este componente se destacan el aumento de 0.47% del IPC de arrendamientos, seguido por la variación de 0.38% del IPC de restaurantes y bares y por los precios de transporte aéreo, que aumentaron 6.35% en el último mes, afectados por la depreciación de la tasa de cambio.

Resultados del IPC clasificación BanRep (%) **T1**

		A	R	B	S	Total
Mensual	jun.-24	0.30	0.43	0.04	0.40	0.32
	jun.-23	-0.53	0.83	0.30	0.45	0.30
Anual	jun.-24	5.27	13.29	1.43	7.89	7.18
	may.-24	4.40	13.74	1.69	7.95	7.16
Cont.	jun.-24	0.79	2.30	0.27	3.85	7.18
	may.-24	0.66	2.38	0.32	3.88	7.16
A/C	jun.-24	3.79	6.62	0.46	4.67	4.11
	jun.-23	3.53	10.33	6.08	5.71	6.15
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 aceleró por primera vez en los últimos catorce meses y se ubicó en 7.18% (Gráfico 13). La inflación del IPC de alimentos se aceleró hasta 5.27%, su nivel más alto desde noviembre de 2023, y aportó 0.13 p.p. a la aceleración de la inflación total.

La inflación del IPC de regulados se ubicó en 13.29% y se mantiene como la más alta dentro de los componentes del IPC. Una vez más, este fue el componente que más restó a la dinámica de la inflación entre mayo y junio, con una contribución de -0.08 p.p.

La inflación del IPC de bienes se redujo hasta 1.43%, 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 7.89% 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.

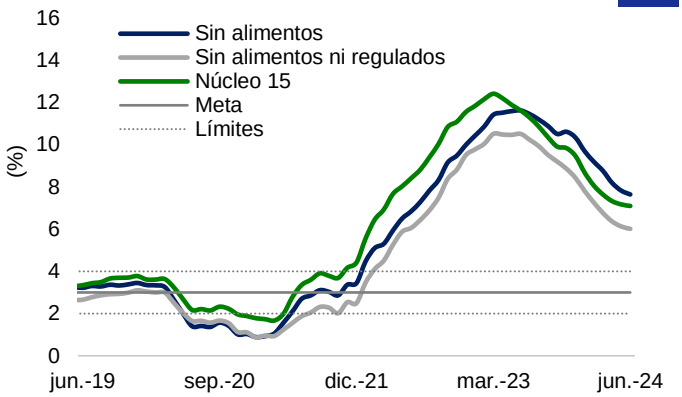
En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se redujo hasta 6.92%, su registro más bajo desde mayo de 2022. Pese a ello, continúa muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos fue 7.64%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 7.1%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 6.01%, un mínimo no observado en los últimos 24 meses (Gráfico 14).

Las expectativas de inflación siguen descendiendo, aunque todavía se sitúan por encima de la meta de BanRep en promedio (Gráfico 15). Las expectativas de los analistas a horizontes de 1 y 2 años se ubicaron en 4.37% y 3.55%, respectivamente, mientras que a 5 años se sitúan en 3.21%. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES aumentó levemente hasta 5.42% (Gráfico 15). Por su parte, las expectativas de cierre de 2024 aumentaron hasta 5.68%, mientras que las de cierre de 2025 se sitúan en 3.82%.

Para el mes de julio pronosticamos una variación mensual de 0.31% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería hasta 6.98%. **Mantenemos nuestra proyección de inflación al cierre de 2024 en 6.2%**.

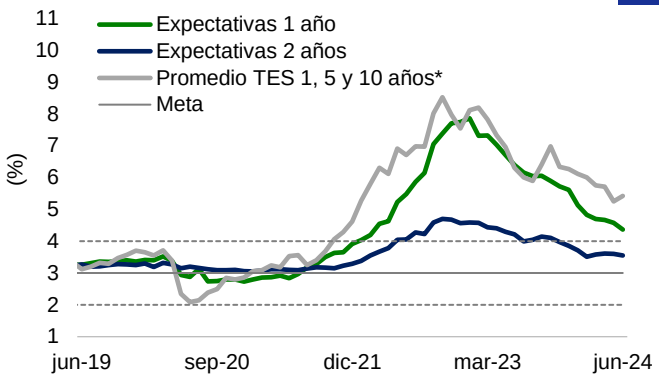
Tornando el análisis hacia las recientes decisiones de política monetaria, y en línea con nuestras expectativas,

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.

la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) recortó su tasa de interés de referencia en 50 pbs hasta 11.25% durante su reunión de junio (Gráfico 16). El sesgo de la JDBR, sin la asistencia de uno de sus miembros en esta última reunión, sigue siendo totalmente bajista, aunque con divisiones entre sus miembros. En efecto, cuatro codirectores (grupo mayoritario) votaron por un recorte de 50 pbs y los restantes dos votaron por una reducción de 75 pbs.

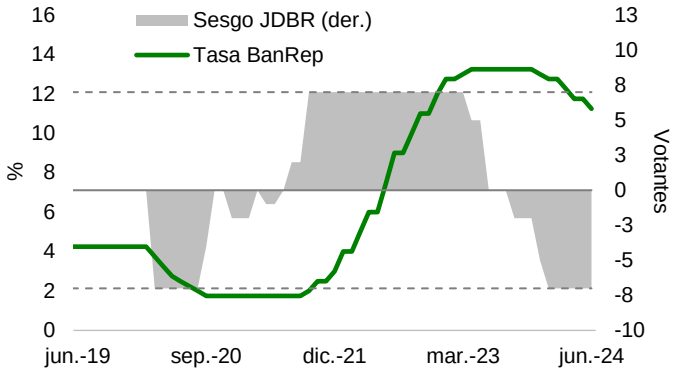
Para el grupo mayoritario, una reducción de la tasa de intervención en mayor magnitud podría no ser sostenible en el tiempo. Señalan que las expectativas de inflación permanecen por encima de la meta y que la inflación todavía enfrenta riesgos importantes como la persistencia de los precios en algunos servicios, la reciente depreciación de la tasa de cambio y el repunte de la inflación de alimentos.

Los miembros que formaron parte del grupo minoritario resaltaron que se han disipado los riesgos inflacionarios asociados a las tarifas de energía eléctrica y revelaron una preocupación mayor por la reactivación económica. Destacaron la necesidad de promover la recuperación de la inversión.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política monetaria acumuló 22 meses por encima del nivel neutral (no inflacionario) estimado por el equipo técnico de BanRep y se situó en 5.7% en junio (Gráfico 17). Esto es consistente con la postura colegiada de la JDBR, pues refleja unas condiciones monetarias de la economía altamente contractivas y necesarias para garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta.

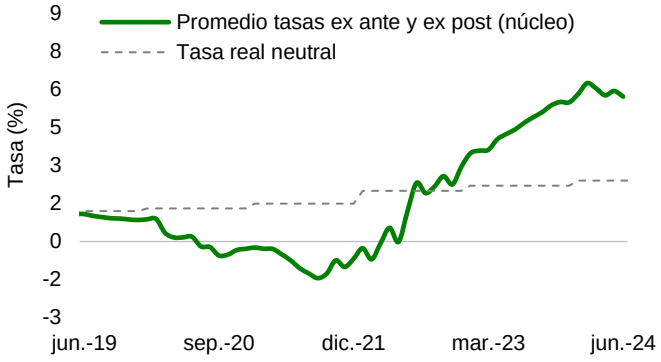
Esperamos que BanRep continué recortando su tasa de referencia en magnitudes de 50 pbs mensuales para las reuniones que restan de 2024. **Mantenemos nuestro pronóstico de tasa de intervención al cierre de este año en 9.25%**.

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 BenRep.

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 siguen confirmando un cambio de tendencia.

En términos reales (descontando inflación), el saldo de la cartera total de créditos se contrajo 5.9% en junio, evidenciando una mejora desde la caída real de 7.2% de diciembre (Gráfico 18). Los créditos hacia los hogares registraron una contracción de 7.9%, mientras que las colocaciones hacia las empresas cayeron 4.2%.

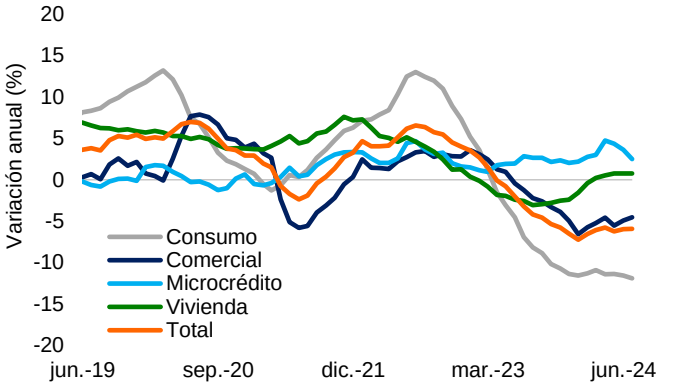
Por modalidades, la cartera de microcrédito es la que exhibe el mayor crecimiento con una expansión de 2.5%, pero en meses recientes se ha desacelerado. Esta modalidad sigue apoyada por medidas fiscales enfocadas en el otorgamiento de créditos a la economía popular.

Por su parte, la cartera de vivienda registró un crecimiento real de 0.8%, siendo con la cartera de microcrédito las únicas modalidades que crecen en términos reales. La cartera comercial cayó 4.5% y la cartera de consumo sigue siendo la más afectada, con variaciones reales negativas de 11.9%. Los datos recientes del crédito comercial y de vivienda 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 un techo. Con información disponible al corte de abril, el crecimiento del saldo de la cartera vencida del sistema fue de 16.3%, un ritmo que, aunque sigue siendo alto, es inferior a los registros máximos alcanzados en 2023 (Gráfico 19).

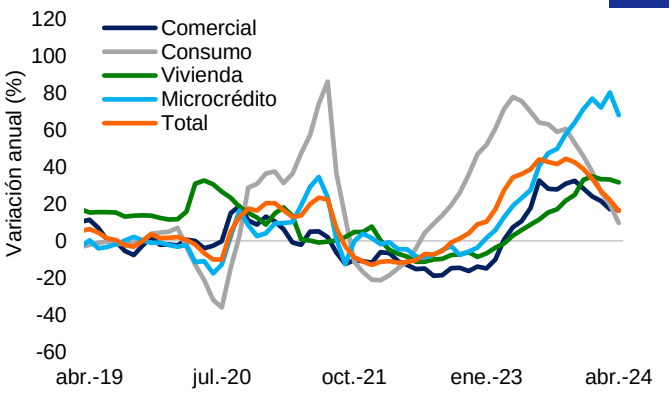
El crecimiento de cartera vencida más elevado lo exhibe la modalidad de microcrédito con 67.9%, seguido por el de la cartera de vivienda, que se situó en 31.7%. Por su parte, la cartera vencida de la modalidad de consumo crece a ritmos del 9.7%, el más bajo desde julio de 2022, y la comercial lo hace a tasas de 16.6%.

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.

En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se viene estabilizando y se mantuvo en 5.2% en abril. Por modalidades, el ICV de microcrédito es el más alto y registró un 9.9%. El ICV de la modalidad de consumo se ubicó en 8.3%, el de cartera comercial en 3.8% y el de vivienda en 3.2% (Grafico 20).

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 3.7% en abril, mínimos desde noviembre de 2022. Con las leves mejoras previamente mencionadas, la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito habría mejorado en 2T24 y en promedio se ubicó en 0.75%, ligeramente superior a los registros de 1T24. No obstante, permanece por debajo de su promedio histórico.

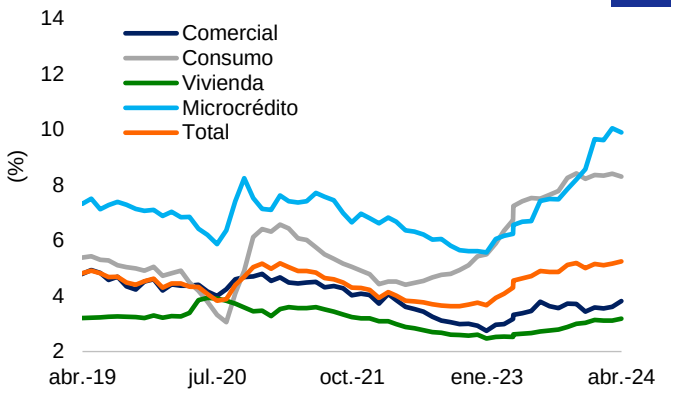
Los agregados monetarios de menor liquidez, como el M2 y el M3, mantienen crecimientos superiores a los de alta rotación como el M1. Sin embargo, la tendencia del M1 ha sido claramente alcista desde septiembre del año pasado y en la actualidad registra un crecimiento de 5.5%. El M2 y el M3 alcanzaron crecimientos de 8.3% y 7.4%, 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 este comportamiento se mantenga para lo que resta de este año.

De esta manera, la base monetaria tuvo una expansión de 5% en junio. Allí sobresale la recuperación del efectivo circulante con un crecimiento de 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 -5.8 p.p. Este desequilibrio continúa liberando presiones sobre las tasas de interés de corto plazo en el sistema financiero.

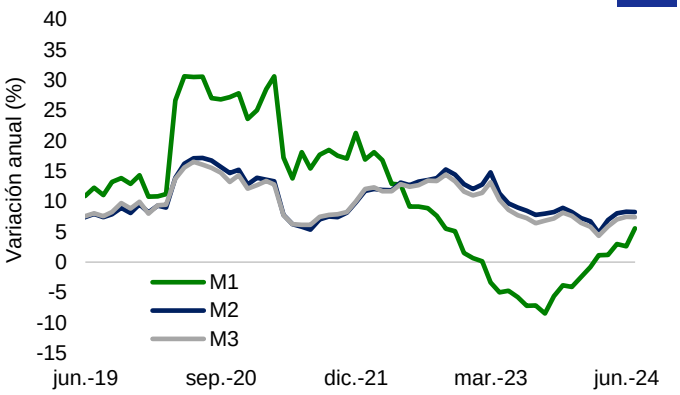
En este entorno, las tasas de interés del mercado de fondos prestables volvieron a descender (Gráfico 22). En promedio, las tasas de colocación se ubicaron en niveles de 16.8% en 2T24, por debajo del promedio de 18% de 1T24. El promedio de las tasas de captación se sitúa en

Evolución calidad de la cartera por modalidad **20**



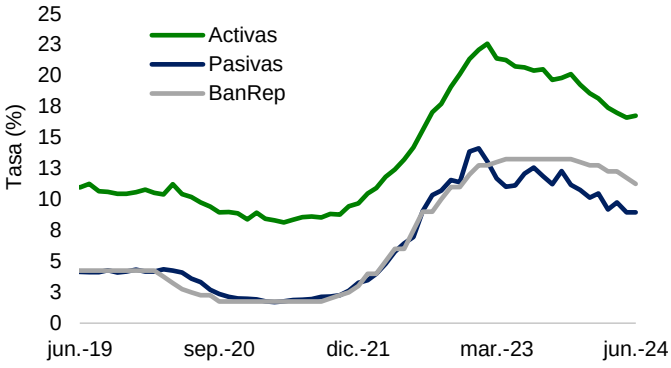
Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

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.

9.2%, también inferior al promedio de 9.9% del trimestre anterior.

Esperamos que la cartera de créditos inicie un proceso de recuperación más robusto durante la segunda mitad de 2024, 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 todavía supone ciertas 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 23).

La materialización de varios riesgos de oferta-costos están frenando el proceso desinflacionario en varias economías (ver "No estaba muerta, estaba de parranda" en CE – Abril 12 de 2024). En LATAM, algunos BC están moderando la velocidad de los recortes de tasas de interés y otros han pausado el ciclo de flexibilización monetaria ante estas renovadas presiones inflacionarias.

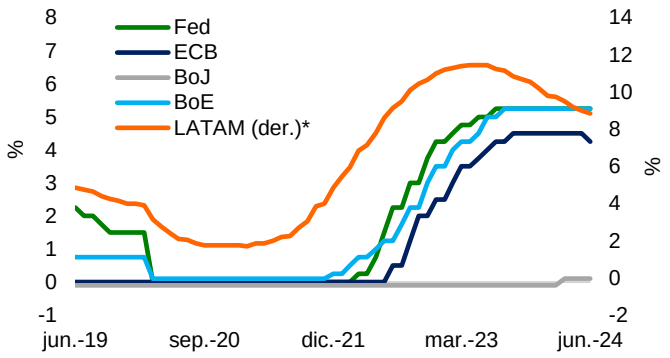
En EEUU, la Fed decidió mantener inalterada su tasa de intervención en 5.25% - 5.5% durante su reunión de junio, algo ampliamente esperado. La Fed reconoce que la materialización de varios riesgos mantendrá la inflación por encima de sus objetivos de corto plazo, por lo que sigue considerando inapropiado recortar los tipos de interés en este momento (ver "Postura prudente" en CE – Junio 14 de 2024).

Bajo este contexto, las condiciones financieras en economías avanzadas se mantienen favorables (Gráfico 24). 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 menos estrechas para el flujo de créditos.

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.

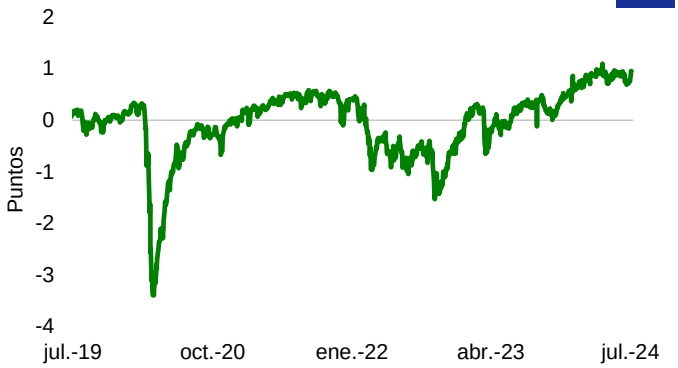
El PMI compuesto de las principales economías avanzadas (EEUU, Reino Unido y Eurozona) y China, permanecen por encima de la barrera de los 50 puntos, denotando expansión en el ritmo de la producción. El PMI de la Eurozona se ha venido recuperando y en 2T24 alcanzó su nivel máximo del último año, consistente con la recuperación que han presentado otros datos de

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**



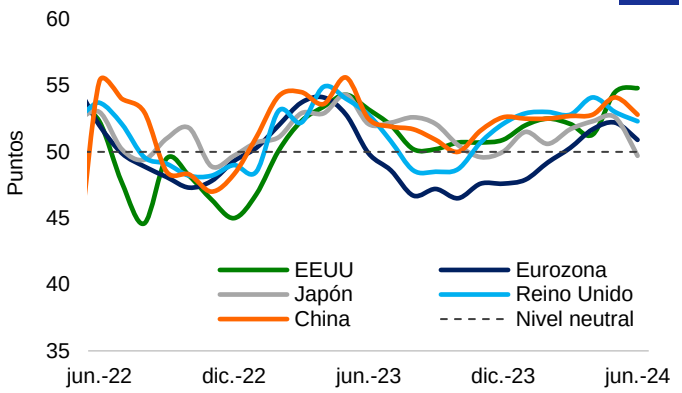
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio de EEUU, Eurozona, Reino Unido y Asia (sin Japón).

actividad en la región. Por su parte, el PMI compuesto de Japón retornó recientemente a terreno contractivo (Gráfico 25).

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante abril habría sido de 3.8%, superando la expansión de 0.8% de 1T24 (Gráfico 26). Las economías de México y Perú lideraron el crecimiento en la región con expansiones de 5.4% y 5.3%, respectivamente. Por su parte, la economía de Argentina tuvo una contracción de 1.7%.

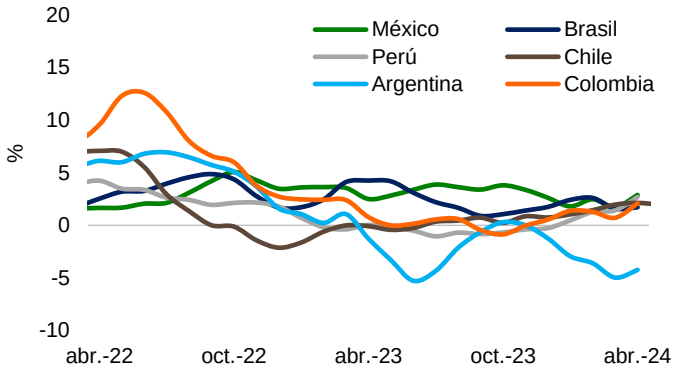
En este entorno, según la más reciente encuesta de Bloomberg a analistas económicos, la probabilidad de una recesión durante los próximos 12 meses se mantiene baja. La probabilidad de recesión en la Eurozona se ubica en niveles del orden de 20% y ya es inferior a la de EEUU, que alcanza el 30%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se estima en 26%.

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	**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					
Agropecuario (%)	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	**10.0**	**9.2**
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	**-5.6**	**-5.1**
Saldo deuda neta total GNC (% del PIB)	60.8	57.9	52.8	**55.3**	**56.5**

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.