

Informe Mensual de Coyuntura Económica

Investigaciones Económicas

Resumen

- *El buen ritmo de la actividad económica continuó durante el último trimestre de 2021 y así se habría mantenido en el arranque de 2022, impulsado por el gasto de los hogares. Las cifras del mercado laboral evidenciaron algunas mejoras principalmente en la tasa de desempleo, aunque todavía permanece por encima de los valores pre-pandemia y con rezagos importantes frente a la velocidad de recuperación de la actividad.*
- *La inflación al consumidor cerró el año 2021 en 5.6%, el registro más alto desde 2016. Las expectativas de inflación a horizontes de 1 año se sitúan por encima de 4%, y el promedio de las medidas de inflación básica también se aceleró. En este entorno, BanRep incrementó en 50 pbs su tasa de referencia en diciembre, llevándola hasta 3%.*
- *La dinámica de la cartera total de créditos del sistema sigue ganando tracción a una velocidad superior a la prevista, en línea con una mayor demanda de créditos en la economía y un menor riesgo de impago en el sistema. Las tasas de interés siguen incorporando el ciclo de aumentos en la tasa de interés de BanRep, pero las tasas de colocación todavía se sitúan en niveles estimulantes para la demanda de créditos.*
- *Las condiciones financieras mundiales se han tornado menos holgadas, en parte por la mayor expectativa de un pronto ajuste monetario de la Fed en EEUU, pero también por tensiones geopolíticas en Europa Oriental.*
- *La actividad de los socios comerciales de Colombia continúa recuperándose, aunque en meses recientes ha perdido algo de impulso. El principal riesgo de corto plazo para el crecimiento mundial sigue siendo la inflación, la cual se mantiene en niveles históricamente altos.*

CONTENIDO

Actividad económica	2
Mercado laboral	5
Precios y política monetaria	7
Mercado de créditos	9
Contexto externo	11
Proyecciones	15

Natalia Ossa M.
 Profesional Senior
 Natalia.ossa@bancoagrario.gov.co
 Teléfono: 5945555 Ext. 6771

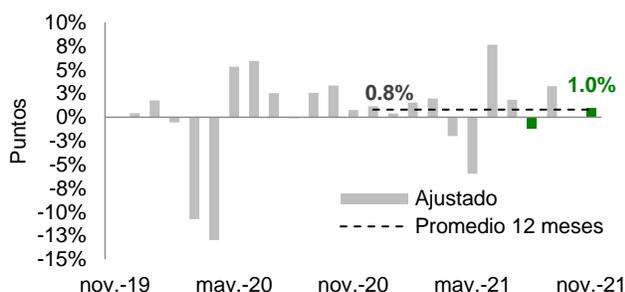
Fabio D. Nieto
 Economista Jefe
 fabio.nieto@bancoagrario.gov.co
 Teléfono: 5945555 Ext. 9984

Actividad económica

El proceso de recuperación de la actividad económica continúa superando las estimaciones preliminares. Por el lado de la demanda, el mayor impulso continúa proviniendo del gasto de los hogares, mientras que en el flanco de oferta las ramas de actividad terciarias lideran el repunte y a la fecha superan los niveles pre-pandemia.

El Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró una variación mensual de 1% en noviembre, superando de esta forma el promedio de los últimos 12 meses de 0.8% (Gráfico 1).

Gráfico 1. Cambio mensual del ISE durante el COVID-19*



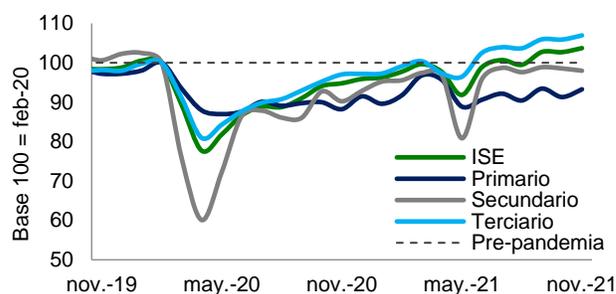
Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Serie ajustada por estacionalidad y efectos calendario.

En términos de su dinámica anual, y tomando la serie original, la variación del ISE fue de 9.6%¹, relativamente estable respecto al 9.3% de octubre. De esta forma, el crecimiento promedio del ISE en 2021 se habría situado alrededor del 10.4% (faltando sólo el dato diciembre), con lo cual los niveles de producción agregada ya superan en un 4% los niveles observados en la pre-pandemia (Gráfico 2).

El crecimiento del ISE de la cadena **primaria** de producción se aceleró y fue de 6.1%. Sin embargo, continúa siendo la rama sectorial más rezagada en el proceso de reactivación económica y se ubica un 7% por debajo de sus niveles pre-COVID. Estos resultados se siguen explicando mayoritariamente por el sector minero-energético, el cual, aunque ha

mejorado, permanece muy rezagado, especialmente el sector de carbón, cuyo rebote ha sido lento a pesar de una mayor demanda externa y máximos históricos en sus precios. Por su parte, la producción de petróleo todavía no alcanza sus niveles pre-pandemia (cerca de 880 mil barriles-día) y su variación anual en diciembre fue de -1.4%.

Gráfico 2. Índice de Seguimiento a la Economía (ISE)*



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

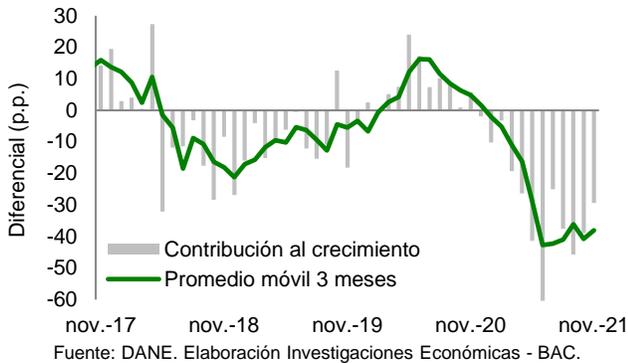
El sector agropecuario mantiene un mejor desempeño frente al sector minero-energético. En la ganadería, el sacrificio de ganado vacuno y porcino en noviembre aumentó 1.7%, mientras que la producción en la avicultura cayó 7.5%. Dentro de los cultivos agrícolas, el sector cafetero continuó afectado por problemas logísticos y las fuertes lluvias de los últimos meses de 2021. En efecto, en diciembre la producción se ubicó en 1.4 millones de sacos de 60 kg, lo que representa una disminución de 20.5% frente al mismo mes de 2020. La producción total del año 2021 se ubicó en 12.6 millones de sacos, lo que representa una caída de 8.8% frente a la producción del 2020.

La dinámica del ISE del sector **secundario** también se aceleró y su crecimiento fue de 7.7%. No obstante, sus niveles de producción se encuentran 2% por debajo de los valores pre-pandemia (Gráfico 2). La actividad manufacturera ha sido el motor de la cadena intermedia de producción, principalmente los subsectores de productos alimenticios, bebidas, y sustancias y productos químicos, que han jalonado la recuperación en la producción. Con corte al mes de noviembre, el crecimiento del total de la producción

¹De aquí en adelante, todas las tasas de crecimiento son variaciones anuales, a menos que se especifique lo contrario.

manufacturera fue de un sobresaliente 13.9%. El PMI manufacturero, que es un indicador adelantado de la industria, presentó una ligera disminución en diciembre hasta niveles de 53.1 puntos, pero continúa en terreno de expansión y anticipa un buen comportamiento de las manufacturas en el futuro cercano.

Gráfico 3. Aporte de las exportaciones netas a la demanda



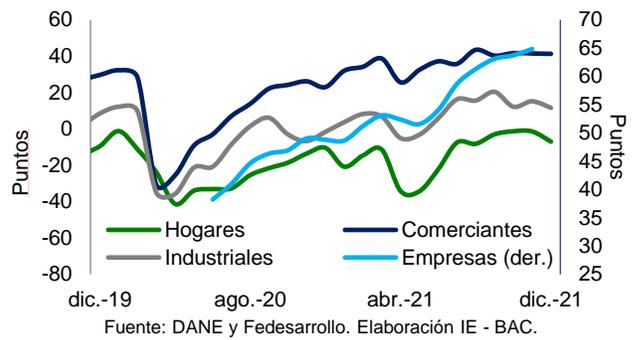
El sector de la construcción, en el balance, también continúa ganando tracción, gracias a las medidas fiscales de apoyo a la demanda de vivienda que vienen estimulando al sector. Las licencias de construcción mostraron un crecimiento de 7.8% en noviembre, mientras que la producción de cemento se contrajo 1.1%. Vale la pena resaltar que la vigencia 2021 se consolidó como un año *record* en ventas de vivienda, alcanzando 228 mil unidades, muy por encima de las 177 mil del 2020.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de los sectores de servicios en la economía, registró un crecimiento de 10.5%, ligeramente inferior al registrado en octubre. El sector se mantiene como el único que opera por encima de los niveles de febrero de 2020, superando dichos valores en aproximadamente un 7% (Gráfico 2). Buena parte de lo anterior se sustenta por el favorable comportamiento del comercio minorista de bienes, muy ligado a la dinámica del gasto de los hogares, y también por algunos servicios como el de entretenimiento.

Las ventas reales del comercio minorista en noviembre crecieron 7.4%, impulsadas principalmente

por unas mayores ventas de bienes de consumo semi-durable y durable. Vale la pena recordar que el consumo de estos bienes, en su mayoría vestuario, calzado y electrodomésticos, se benefició por los días sin IVA de 4T21 y unas tasas de interés de los créditos de consumo que permanecen en terreno expansivo.

Gráfico 4. Confianza de los agentes en choque COVID-19*



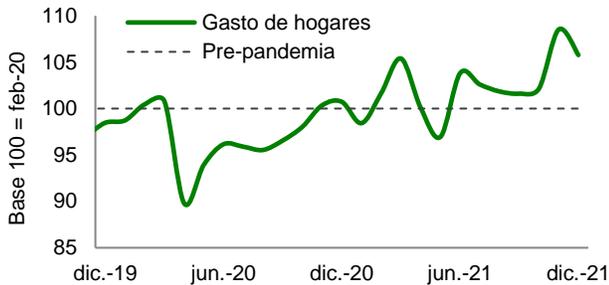
Los ingresos reales del sector de servicios mantuvieron una muy buena dinámica durante el mismo mes y crecieron 23.1%. Los ingresos reales de servicios de entretenimiento como restaurantes, bares y cine superan en un 40% sus niveles pre-pandemia, siendo los principales dinamizadores del sector. Los ingresos de hotelería y educación se mantienen como los más rezagados en el proceso de recuperación de los servicios, pero a la fecha ya superaron sus niveles de ingresos registrados en febrero de 2020.

La gradual recuperación de la demanda externa, así como el aumento en los precios de las materias primas que exporta Colombia, han permitido que el flujo mensual de las exportaciones de bienes se acelere hasta 3,988 millones de dólares en noviembre, siendo el flujo más alto desde diciembre de 2017. En términos reales, el crecimiento de las ventas externas fue de 13.5%. Los volúmenes de exportaciones tradicionales, especialmente los de carbón y petróleo, siguen rezagados frente a sus niveles pre-pandemia, caso contrario a las exportaciones no tradicionales que continúan evidenciando un comportamiento muy favorable.

Por su parte, el flujo de las importaciones de bienes en noviembre alcanzó máximos históricos y fue de 5,998 millones de dólares FOB, lo que se traduce en

un sobresaliente incremento de 42.9% en términos reales. El comportamiento de las importaciones continúa superando el de las exportaciones, algo que es consistente con el fuerte dinamismo que ha registrado la demanda interna desde el año pasado y que ha ampliado el exceso de gasto de la economía, algo que se traduce en una contribución cada vez más negativa de las exportaciones netas (Gráfico 3).

Gráfico 5. Gasto real de los hogares en choque COVID-19*



Fuente: RADDAR. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Serie desestacionalizada con método lineal de tendencia-ciclo.

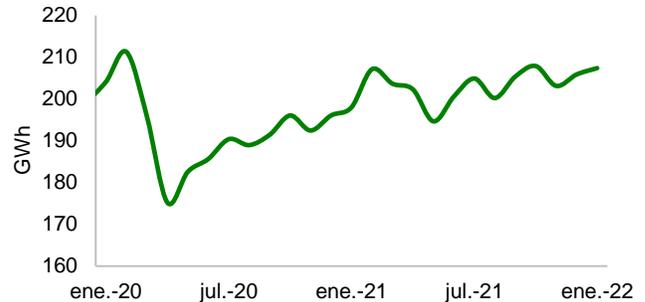
En este entorno, el déficit de la balanza comercial de bienes alcanzó un máximo histórico en noviembre, ubicándose en 2,010 millones USD. Entre enero-noviembre de 2021, el déficit suma 14,324 millones de dólares, muy superior al déficit de 9,249 millones de dólares del mismo periodo de 2020.

Los indicadores adelantados de actividad, especialmente los de confianza de los agentes, reflejan en el balance un resultado positivo en diciembre que sugiere continuidad del proceso de recuperación económica, aunque en algunos casos mostraron leves deterioros. La mayor disminución se registró, principalmente, en la confianza de los hogares, la cual cedió terreno como consecuencia de un deterioro en la percepción de condiciones económicas actuales y el pesimismo relativo que suscita la proximidad del periodo de elecciones presidenciales (Gráfico 4).

El gasto real de los hogares, según la última información disponible de RADDAR, da cuenta de un consumo privado que resultó muy beneficiado de los 3 días sin IVA en 4T21, con un crecimiento que se aceleró hacia ritmos del 5.8% (Gráfico 5). Al corte de diciembre, los niveles de gasto de los hogares se

ubican cerca de un 6% por encima de los valores pre-pandemia.

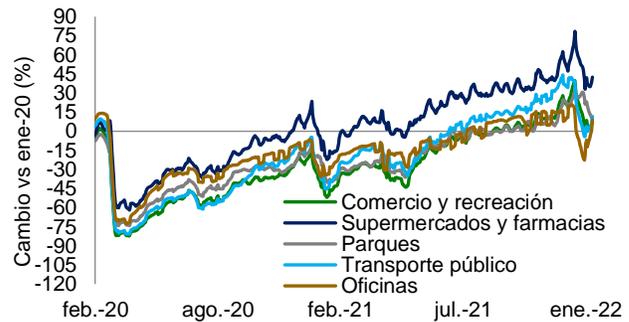
Gráfico 6. Demanda promedio-día de energía no regulada*



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Serie desestacionalizada con método lineal de tendencia-ciclo.

Los indicadores de alta frecuencia y tiempo real también refuerzan el continuo repunte de la actividad en 4T21. En efecto, la demanda de energía no regulada, una buena variable proxy de inversión fija de las empresas en el sector secundario de la economía, se mantuvo en diciembre por encima de los 200 GWh diarios. Más aún, en enero la demanda promedio se ha fortalecido y alcanza niveles del orden de 207 GWh diarios, lo que se traduce en un crecimiento de 4.7% (Gráfico 6).

Gráfico 7. Movilidad de personas en Colombia por actividad*

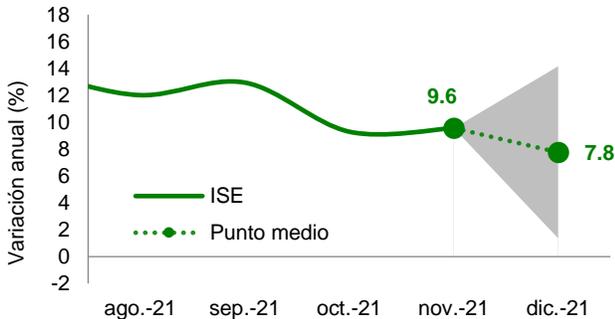


Fuente: Reporte de movilidad de Google. *Promedio móvil de 7 días.

Los datos de movilidad diaria de personas que publica Google, y que están más relacionados a la dinámica del gasto de los hogares, también indican mejoras importantes en 4T21 (Gráfico 7). Las cifras de enero de 2022, al compararse con las de enero de 2021, dan cuenta de un incremento en la movilidad del orden de 48%, evidenciando una afectación prácticamente nula del cuarto pico de la pandemia en el país.

Por todo lo anterior, **estimamos un crecimiento de 7.8% del ISE para el mes de diciembre (Gráfico 8)**. Este pronóstico es consistente con toda la información analizada previamente, la cual sugiere un dinamismo favorable de la economía durante el último mes de 2021 y que se estaría manteniendo en el arranque de 2022.

Gráfico 8. Intervalo de pronóstico de corto plazo para el ISE*



Fuente: Investigaciones Económicas - BAC. *Nivel de confianza 90%.

Revisamos al alza nuestro pronóstico de **expansión del producto desde 9% hasta 9.7% para todo 2021. Para 2022, esperamos un crecimiento de 4.8%**, algo que se sustenta en la fortaleza que continuaría registrando la demanda interna de la economía.

Sin embargo, advertimos que este pronóstico podría incorporar un sesgo a la baja en la medida que algunos riesgos se materialicen en el corto plazo. A saber: i) la evolución futura de la pandemia y nuevas variantes que puedan afectar la movilidad y el aparato productivo de la economía; ii) una presión inflacionaria que podría ser más fuerte y duradera en el tiempo frente a lo previsto, afectando tanto el gasto de los hogares como la inversión; y iii) un menor crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales.

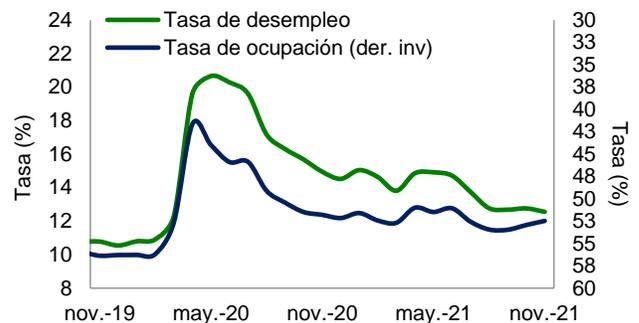
La adaptación y el aprendizaje de la ciudadanía ante la nueva realidad hacen prever que eventuales medidas de contención, para frenar nuevos picos de la pandemia, no serán tan drásticas ni tendrán los mismos efectos negativos frente a lo observado en 2020. No obstante, seguimos advirtiendo que los niveles de incertidumbre asociados a este factor se mantienen elevados.

Mercado laboral

El mercado laboral continúa incorporando mejoras graduales en marco del proceso de recuperación económica, principalmente vía mayor demanda de trabajo. Sin embargo, las condiciones del mercado todavía permanecen holgadas (exceso de oferta de trabajo) y el desempleo sigue siendo superior a sus niveles pre-pandemia y naturales.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional disminuyó en noviembre hasta 12.6%, su nivel más bajo desde que inició la pandemia. No obstante, todavía permanece por encima del 10.9% de febrero de 2020 (valores pre-pandemia) y del 9% estimado como desempleo estructural.

Gráfico 9. Principales indicadores del mercado laboral



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

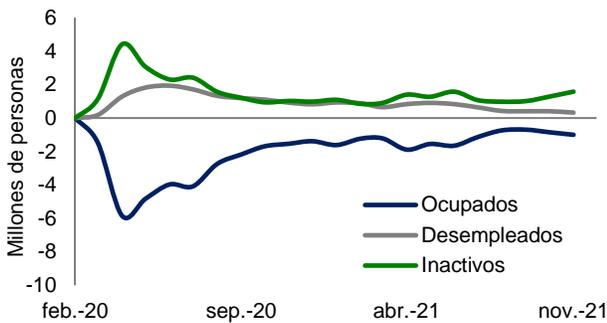
Tomando también su serie desestacionalizada, la tasa de ocupación presentó una ligera disminución y se ubicó en 52.5%, aún cerca de 4 p.p. por debajo de los valores pre-pandemia de 56.2% (Gráfico 9). Asimismo, la tasa global de participación, que mide la absorción de la población económicamente activa por el mercado laboral, también disminuyó y se ubicó en 60%, su menor nivel desde julio de 2021.

De los casi 6 millones de empleos formales que se perdieron entre febrero y abril de 2020 (el peor momento de la crisis), la reactivación económica ha permitido recuperar a la fecha 5 millones de empleos (el 83% del empleo destruido por la crisis). Sin embargo, cerca de 1.6 millones de personas que perdieron su empleo por la crisis aún permanecen

inactivas en el mercado laboral, dando cuenta de un exceso de oferta que persiste y que puede tardar un par de años más en corregirse (Gráfico 10).

A nivel sectorial, las actividades de industria, comercio y explotación de minas y canteras fueron las que, proporcionalmente, más contribuyeron a la generación de empleos durante el último mes (Gráfico 11).

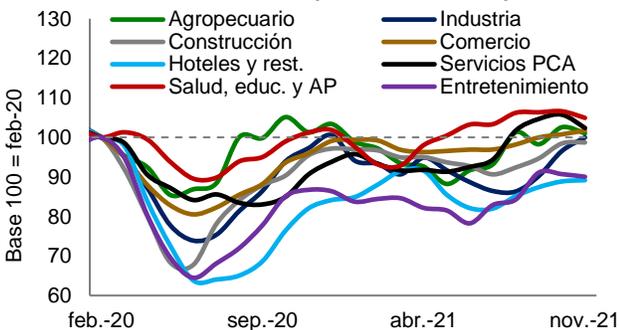
Gráfico 10. Respuesta del mercado laboral a choque COVID-19



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

La ocupación en los sectores de entretenimiento, hotelería y restaurantes se sitúa cerca de un 10% por debajo de los valores pre-pandemia, siendo de esta forma los más rezagados en el marco del proceso de reactivación económica.

Gráfico 11. Evolución del empleo sectorial choque CV-19

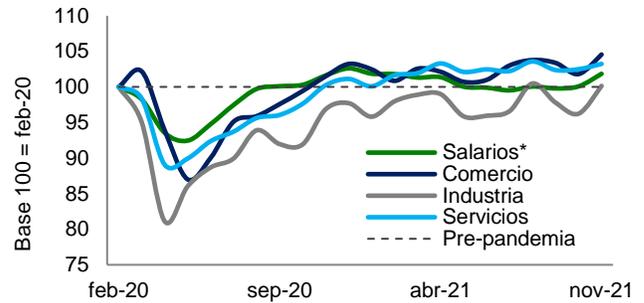


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En línea con todo lo anterior, la recuperación de los empleos formales y asalariados ha perdido ritmo en meses previos, pero la generación de empleos asalariados y formales continúa ganándole el pulso a la dinámica de empleos no asalariados e informales. En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos

asalariados se sitúa en 6.6%, por encima del 3.6% del crecimiento del empleo no asalariado. Así mismo, la tasa de empleos formales permanece cerca al 33% y supera la tasa de subempleo que se ubica en 21.2%. Bajo este contexto, los salarios reales en el mercado laboral se mantienen por encima de los valores pre-pandemia, aunque se han estancado recientemente.

Gráfico 12. Respuesta de los salarios reales en COVID-19



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio ponderado en industria, comercio, servicios y construcción.

Por tipo de actividad, los salarios en los sectores de servicios y comercio han sido los que más rápidamente se han recuperado del choque del COVID-19 y se sitúan cerca de un 4% por encima de los niveles pre-pandemia (Gráfico 12). Por su parte, los salarios en el sector industrial siguen siendo los más rezagados.

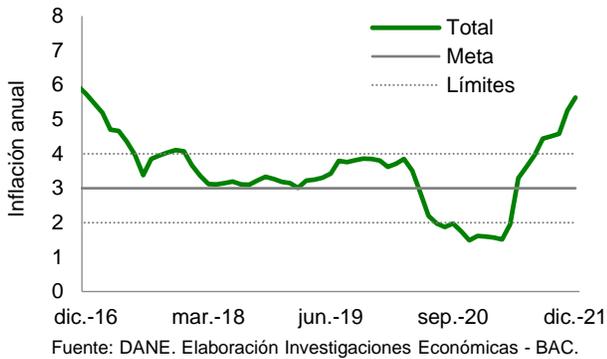
En términos de su dinámica anual, según nuestros cálculos, la inflación de los salarios nominales se situó en 8.1% en noviembre. Es de esperar que se mantenga elevada en el futuro cercano, incluso con algún riesgo alcista, teniendo en cuenta el aumento del salario mínimo de 10.07% para 2022.

En este entorno, el promedio de la tasa de desempleo en 2021 habría descendido hasta 13.7%, faltando sólo por conocer el dato de diciembre. En la medida que la economía continúe su proceso de recuperación en 2022, **proyectamos una tasa de desempleo promedio-año igual a 11.7%.**

Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en diciembre sorprendió al alza y fue de 0.73%, superando nuestra expectativa de 0.55%. Esta variación del nivel general de precios ha sido la más alta registrada para el mes de diciembre, al menos desde 1999.

Gráfico 13. Inflación al consumidor en últimos 5 años

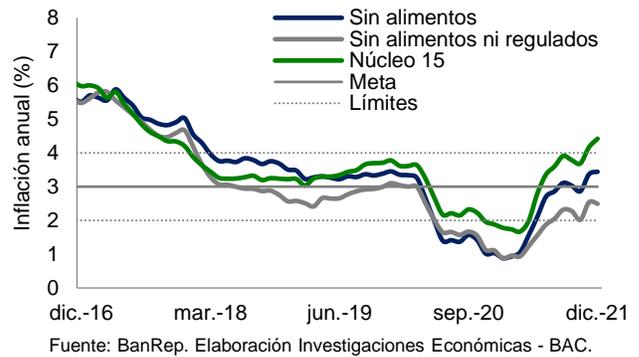


Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos explicó buena parte del resultado de diciembre con un incremento mensual de 2.08% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos subieron 3.42% frente al mes de noviembre, afectados nuevamente por factores de oferta. Los precios de los alimentos procesados, que son sensibles a las variaciones de los costos al productor y al tipo de cambio (choques externos), aumentaron en términos mensuales 1.76%.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.87%, liderado por el aumento de 2.09% en los precios de los combustibles y de 1.88% en las tarifas de electricidad.

Por su parte, la variación del IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) fue de 0.38%. Allí sobresale el aumento de 1.34% en los precios de los vehículos, que siguen afectados por factores de oferta externos (escasez de microchips y contenedores de transporte) y por la depreciación del peso. En contraste, los precios del rubro de vestuario y calzado, sujetos a los días sin IVA de 4T21 y a descuentos de temporada, disminuyeron 0.44%.

Gráfico 14. Principales medidas de inflación núcleo



En el caso del IPC de servicios, su variación mensual fue de 0.31%, impulsado principalmente por el aumento de 2.24% en los precios de entretenimiento y alojamiento, y de 1.04% en el rubro de restaurante y bares. Los precios de los pasajes aéreos disminuyeron 4.32% y los de telefonía, internet y televisión lo hicieron en -0.06%, estos últimos afectados por el ingreso de un nuevo competidor en el mercado de servicios de telefonía móvil.

De esta forma, la inflación anual del IPC se aceleró en diciembre hasta 5.62%, la más alta desde diciembre de 2016 (Gráfico 13) y se mantuvo por encima del límite superior del rango meta de BanRep (4%). Buena

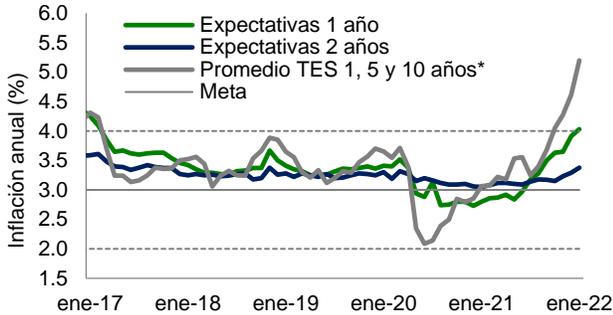
Tabla 1. Resultados del IPC según metodología de clasificación de BanRep

	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont. p.p.	Tendencia
	dic.-20	dic.-21	nov.-21	dic.-21		
Total	0.38	0.73	5.25	5.62	0.37	↑
Alimentos	0.43	2.08	15.34	17.23	0.29	↑
Regulados	0.37	0.87	6.56	7.10	0.09	↑
Bienes	0.84	0.38	3.79	3.31	-0.09	↓
Servicios	0.20	0.31	2.07	2.18	0.06	↑

Fuente: Banco de la República. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

parte de este resultado sigue obedeciendo a una elevada presión inflacionaria del IPC de alimentos y de regulados, con dinámicas anuales que ascienden a 17.23% y 7.10%, respectivamente (Tabla 1). La fortaleza del gasto de los hogares también estaría generando algunas presiones, especialmente en el IPC de bienes y servicios.

Gráfico 15. Expectativas de inflación de analistas y mercado



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Inflaciones implícitas en las curvas de TES cero cupón.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se aceleró en el último mes y se situó en 3.45%, desde el 3.36% de noviembre. Las medidas de inflación núcleo 15 y sin alimentos se aceleraron hasta niveles de 4.42% y 3.44%, respectivamente. Por su parte, la inflación sin alimentos ni regulados (nuestra medida preferida de inflación núcleo) se situó en 2.49%, ligeramente inferior al registro del mes previo (Gráfico 14).

Las expectativas de inflación se han desanclado de manera importante y ya superan el límite superior del rango meta del BanRep de 4%. Las expectativas a 1 año aumentaron 26 pbs hasta 4.03%, mientras que las de 2 años lo hicieron en 6 pbs y se ubican en 3.38% (Gráfico 15). El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES se incrementó hasta 5.2%, su nivel más alto desde 2009. Por su parte, las expectativas de inflación para el cierre de 2022 apuntan a un 4.42%.

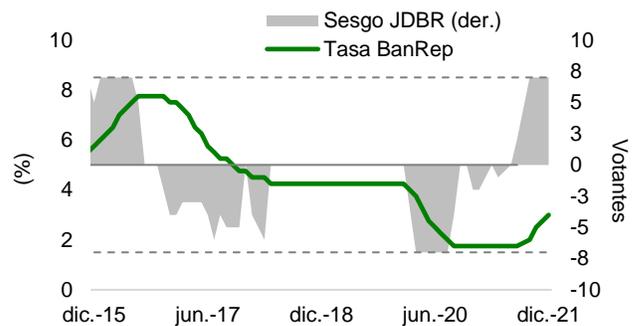
Para el mes de enero **pronosticamos una variación mensual de 1.01% en el IPC, con lo cual la inflación anual se aceleraría hasta 6.25%**. Múltiples factores sustentan esta expectativa, donde resaltamos como los más importantes los siguientes: i) la corrección al

alza de muchos precios de la canasta del IPC de bienes que se redujeron por los días sin IVA de 4T21; ii) los elevados costos de producción en la cadena secundaria-intermedia, que siguen disparados y mantienen fuertes presiones sobre los precios de consumo final, especialmente en alimentos; iii) la fuerte indexación de muchos precios a la inflación de 2021 y al ajuste del salario mínimo de 10.07%, un efecto que se concentraría en 1T22; y iv) la depreciación de la tasa de cambio, que seguirá presionando los precios de bienes importados.

La probabilidad de que la inflación supere el límite superior del rango meta de BanRep en 2022 sigue aumentando de forma significativa, por lo que **revisamos al alza nuestro pronóstico de cierre de año hasta 4.3%**.

Tornando el análisis hacia las recientes decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió incrementar la tasa de interés de intervención en 50 pbs hasta 3% en su reunión de diciembre (Gráfico 16). El sesgo de la JDBR continúa siendo 100% alcista, aunque persiste la división en términos de la magnitud del ajuste, pero ahora a ritmos menos graduales frente a los previstos preliminarmente. En efecto, cuatro miembros de la JDBR (la mayoría) votaron por incrementar los tipos en 50 pbs, mientras que los restantes tres miembros lo hicieron por un incremento de 75 pbs.

Gráfico 16. Tasa de referencia vs distribución JDBR



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En general, la JDBR reconoció que la dinámica de recuperación de la actividad económica fue favorable durante 4T21. Además, la inflación total y básica

sorprendieron al alza, mientras que las expectativas de inflación a 1 año aumentaron y ya superan la meta del 3%.

La JDBR ve con preocupación que la mayor inflación tenga un carácter más estructural, dada la incapacidad de la oferta para suplir la mayor demanda. Lo anterior, sumado al importante aumento del salario mínimo, puede tener efectos negativos sobre las expectativas de inflación y, en consecuencia, sobre la dinámica de la inflación futura. La disminución de los excesos de capacidad instalada también está siendo más rápida frente a lo esperado, aunque existen dudas sobre la sostenibilidad del ritmo de fortalecimiento de la demanda interna.

El equipo técnico del emisor ratificó su pronóstico de crecimiento del PIB para 2021 en 9.8%, pero revisó al alza el pronóstico de inflación de 2022 hasta 3.7%, una proyección que seguramente cambiará en próximas reuniones. Por su parte, se proyecta un déficit en cuenta corriente igual a 5.6% del PIB para 2021 y de 4.9% del PIB en 2022.

Gráfico 17. Evolución de la tasa real de política monetaria



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio de la tasa de interés real en los últimos 10 años.

En este entorno, el promedio de la tasa de interés real de política ex ante y ex post se mantuvo en niveles muy expansivos y en diciembre completó 21 meses consecutivos en terreno negativo (Gráfico 17). Se espera que el actual proceso de normalización que inició el emisor en meses recientes conduzca la postura monetaria hacia niveles más neutrales durante la segunda mitad de 2022.

Esperamos que BanRep incremente la tasa de intervención en 75 pbs durante su reunión de

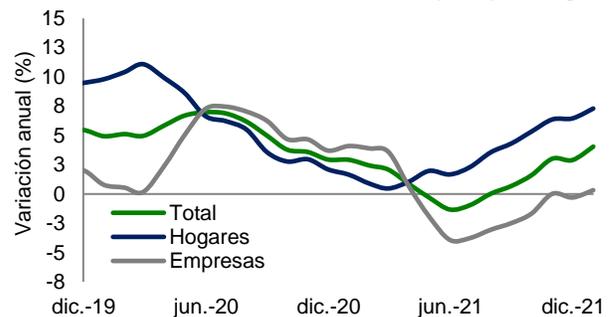
enero, llevándola hasta 3.75%, aunque no descartamos una sorpresa de aumentos de 100 pbs en los tipos. Advertimos, una vez más, que la decisión de la JDBR será dividida. Considerando que la brecha negativa del producto se cerrará más rápido de lo previamente estimado, y que la inflación permanecerá muy por encima de la meta, **creemos que BanRep llevará los tipos de interés hasta niveles de 5.5% - 6% este año.**

Mercado de créditos

El comportamiento de la cartera total en pesos del sistema financiero se sigue recuperando a una velocidad mayor a la prevista, en línea con un entorno de rápida reactivación económica y mayor demanda de créditos. El riesgo de impago ha disminuido, pero permanece en niveles superiores frente a los pre-pandemia.

El crecimiento real de la cartera total en pesos se aceleró hasta 4% al cierre de 2021, en medio de un mejor desempeño en todas sus modalidades. De hecho, el ritmo actual del crecimiento real de la cartera es el más elevado desde agosto de 2020.

Gráfico 18. Crecimiento real de la cartera por tipo de agente



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

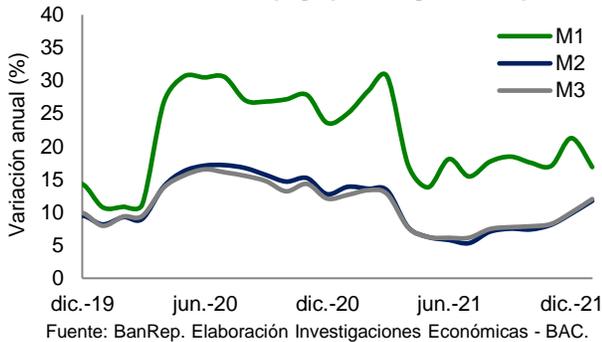
La dinámica de los créditos hacia los hogares sigue liderando la recuperación de la cartera total y marcó un crecimiento real de 7.3% en diciembre, en línea con la robusta dinámica del gasto de los hogares, las reducciones vistas en el desempleo y las bajas tasas de interés. El comportamiento de los créditos hacia las empresas se mantiene todavía rezagado, aunque los registros recientes también dan señales de una

recuperación y al cierre de 2021 registraron un crecimiento real de 0.3% (Gráfico 18).

Por modalidades de créditos hacia los hogares, los créditos de vivienda lideraron el proceso de recuperación y registraron un crecimiento real de 7.5%, apoyados por los múltiples estímulos a la demanda de vivienda, como las bajas tasas de interés y los subsidios a adquisición de vivienda VIS y No VIS. La dinámica de la cartera de consumo también se sigue acelerando y creció a un ritmo de 7% real.

Entre las modalidades de créditos hacia las empresas, el crecimiento real de la cartera de microcréditos, la más sensible al ciclo económico y con un riesgo implícito elevado (además de la cartera de consumo), se mantuvo estable en 3.3%. La dinámica de los créditos comerciales, que representan cerca de un 51% del saldo de la cartera total, sigue siendo la más rezagada y registró un crecimiento real de 1.1%.

Gráfico 19. Medios de pago por categoría de liquidez

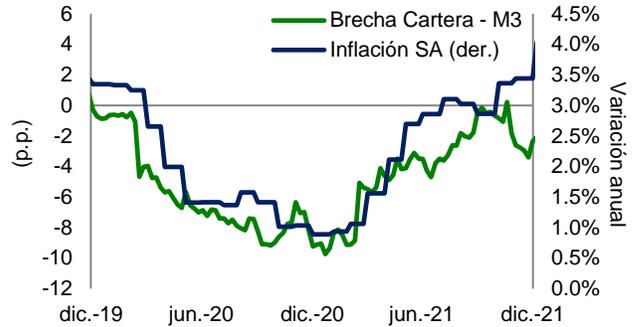


Los principales agregados monetarios siguen reflejando unas condiciones de liquidez favorables para la irrigación de créditos a la economía. En diciembre de 2021, el crecimiento de la base monetaria bordeó el 13%, jalonado por un muy favorable comportamiento del efectivo circulante de la economía que se expandió un 14.4%.

El medio de pago de mayor liquidez, el M1, aunque creció menos que en 2020, se mantiene como el de mayor dinamismo con una variación anual de 16.9% (Gráfico 19), reflejando todavía una alta preferencia de los agentes por depósitos a la vista y efectivo. Sin embargo, el M2 y el M3, que son medios de pago de menor liquidez que el M1, se han venido acelerando y

registraron crecimientos del orden de 11.8% y 12%, respectivamente.

Gráfico 20. Presiones inflacionarias asociadas a la cartera



De esta manera, la brecha entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema, medidos a través del M3, se sigue cerrando en la medida que el comportamiento de la demanda de los créditos supera el de la oferta de fondos prestables (Gráfico 20). Esto podría sugerir, en el futuro cercano, presiones de liquidez en el sistema asociados a la robusta dinámica de la cartera.

Gráfico 21. Cartera vencida vs deterioro de la cartera



Los indicadores de riesgo en el sistema incorporan una probabilidad de impago media, pero la incertidumbre sobre la cartera vencida ha venido disminuyendo. En efecto, el crecimiento del saldo de la cartera vencida en octubre de 2021 se tornó negativo y registró una reducción de 8.9% (Gráfico 21).

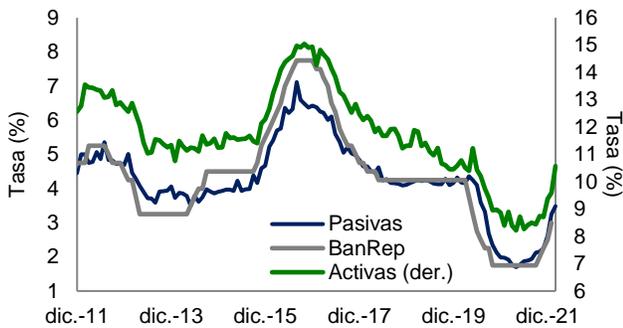
En línea con lo anterior, el deterioro de la cartera, una buena variable proxy del nivel de provisiones del

sistema, se contrajo 0.1%, dando cuenta de los mayores reintegros de provisiones, en línea con el menor riesgo asociado a la cartera.

Los indicadores de calidad tradicional de cartera de todas las modalidades han disminuido y ya se encuentran cerca a sus niveles pre-pandemia. Al mes de octubre, microcrédito tiene el mayor indicador de calidad y se ubica en 7%, seguido por el de consumo, que llegó a 4.9%. Por su parte, la calidad de la cartera del crédito comercial se sitúa en 4.1%, y la cartera de vivienda registra niveles del orden de 3.2%.

Bajo este contexto, las presiones alcistas que se consolidaron en los últimos meses del año sobre las tasas de interés del sistema financiero no han estado asociadas a mayores riesgos de impago, sino al ciclo de incrementos en la tasa de referencia de BanRep, que cerró el año en 3%.

Gráfico 22. Tasas de interés del sistema financiero*



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

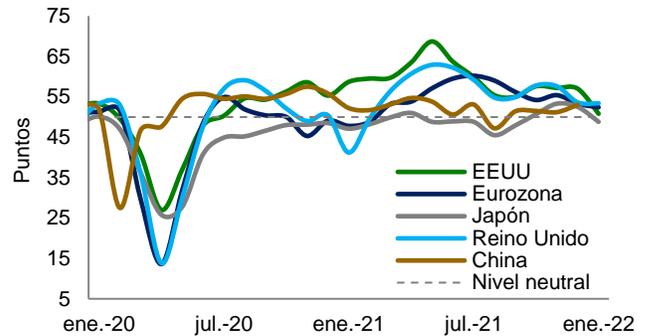
En efecto, desde que BanRep inició su proceso de normalización de política monetaria, las tasas de los créditos han aumentado 214 pbs y se sitúan, en promedio, cerca de 10.6% (Gráfico 22). Por su parte, las tasas pasivas han aumentado 136 pbs y se ubican en un promedio de 3.5%.

A pesar de lo anterior, las tasas de interés de colocación todavía se sitúan en terreno expansivo y seguirán estimulando la demanda de créditos en los próximos meses. Esperamos un comportamiento más favorable de los indicadores de impago en el corto plazo, en la medida que el perfil de riesgo de los deudores mejore y que el proceso de recuperación económica avance.

Contexto externo

Las cifras de actividad al cierre de 2021 y en el arranque de 2022 están dando cuenta de algunas afectaciones suscitadas por la rápida propagación de la nueva variante de Coronavirus, que obligó la imposición de algunas restricciones a la movilidad, principalmente en países europeos. Las restricciones en las cadenas de suministro global persisten y siguen elevando los costos de producción, creando como efecto colateral una mayor inflación que se constituye en el principal riesgo para el crecimiento económico mundial en 2022.

Gráfico 23. Índice PMI compuesto en economías grandes

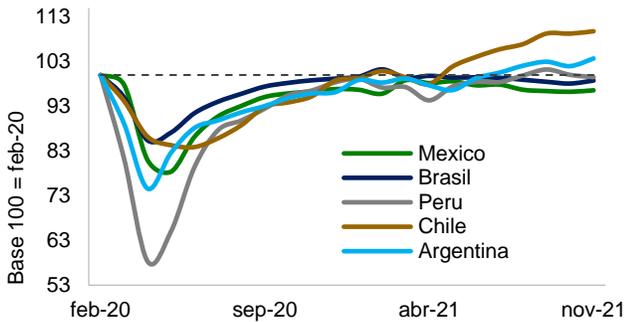


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Según la última información disponible del índice PMI compuesto de Markit, uno de los mejores indicadores adelantados de actividad a frecuencia mensual, el ritmo de expansión de las economías más grandes del mundo se ha desacelerado notablemente en los últimos meses, incluso llegando a situarse por debajo de los 50 puntos (terreno contractivo) como en el caso de Japón (Gráfico 23).

Los índices de producción agregada en las economías más grandes de LATAM siguen dando cuenta de un proceso de recuperación que avanza, aunque de manera desigual (Gráfico 24). La economía de Chile es la que evidencia el mayor ritmo de recuperación en comparación con sus pares, mientras que México y Brasil se han rezagado. En promedio, el crecimiento del producto de las economías de LATAM se situó en 3.6% en noviembre del año pasado.

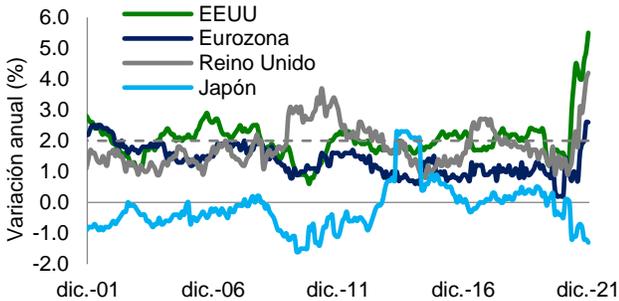
Gráfico 24. Índices de actividad económica en LATAM



Fuente: Oficinas de estadística. Investigaciones Económicas - BAC.
*Series ajustadas por estacionalidad y efecto calendario.

Bajo este contexto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó a la baja en 0.5 p.p. su proyección de crecimiento económico mundial para el año 2022, ubicándola ahora en 4.4%. Aunque las perspectivas para 2022 no han cambiado significativamente, el FMI resaltó varios riesgos que podrían materializar un crecimiento económico inferior al estimado, destacando: i) la trepada de la inflación a nivel mundial, que ha alcanzado máximos de al menos 3 décadas en los países avanzados (Gráfico 25); ii) unas condiciones financieras internacionales que se prevén menos holgadas; y iii) la evolución futura de la pandemia, que no deja de ser un riesgo latente.

Gráfico 25. Evolución del IPC núcleo en países desarrollados



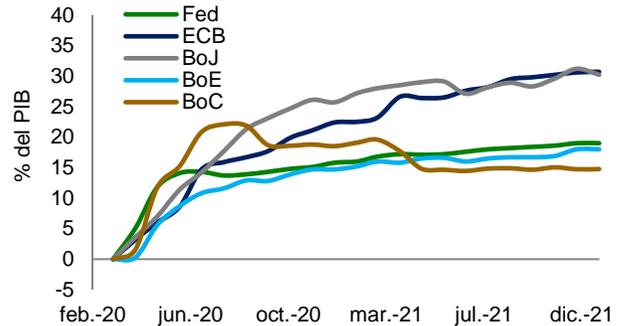
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

La probabilidad de una normalización monetaria anticipada de los principales bancos centrales del mundo sigue en ascenso y ahora se espera que el ajuste sea menos gradual frente a lo previsto inicialmente.

En EEUU, la Fed mantuvo inalterados los tipos de interés de referencia en 0% - 0.25% durante su reunión de enero y volvió a enviar señales de que el

primer incremento en los tipos de interés podría llegar en la próxima reunión de marzo. Se espera, además, que el programa de compras de activos finalice en marzo y que el retiro de la liquidez, inyectada para enfrentar la crisis en 2020-2021, inicie relativamente pronto. Los mercados se siguen ajustando a esta hoja de ruta que está trazando la Fed, e incluso están comenzando a descontar 5 incrementos de tasas de interés, lo que da lugar a una expectativa de aumentos de 125 pbs en los tipos de interés en 2022.

Gráfico 26. Cambio del balance de activos en COVID-19



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

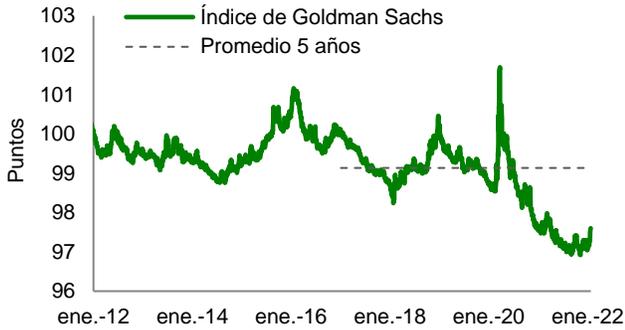
El Banco Central Europeo (ECB) mantuvo su tasa de referencia inalterada en 0% durante su última reunión. Sin embargo, anunció que finalizará su programa de compras de activos de emergencia en pandemia (PEPP) en marzo de 2022, prolongando las reinversiones del mismo hasta finales de 2024. Para compensar lo anterior, su programa de compra de activos (APP) se acelerará temporalmente entre 2T22 y 3T22, antes de retornar a los 20 mil millones de euros en 4T22.

Por su parte, el Banco Central de Inglaterra (BoE) aumentó su tasa de intervención hasta 0.25%, después de revisar al alza de forma importante sus proyecciones de inflación. Se espera que la dinámica de los precios se mantenga alrededor del 5% durante el invierno y se acelere hasta 6% en el mes de abril.

El Banco Central de Canadá (BoC) también mantuvo su tasa de intervención inalterada en 0.25%, pero al igual que los otros faros monetarios del mundo, continúa advirtiendo preocupaciones alrededor del comportamiento de la inflación.

De esta forma, el balance de activos de los bancos centrales más importantes del mundo, como porcentaje del PIB, se sigue estabilizando. El BoC sigue siendo el único emisor que ya ha comenzado a normalizar la base monetaria (Gráfico 26).

Gráfico 27. Estado de condiciones financieras globales



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, las condiciones financieras internacionales se tornaron ligeramente menos holgadas en enero (Gráfico 27). Las tasas de interés de los mercados de deuda se han incrementado por las expectativas de un ajuste más agresivo de la política monetaria de los bancos centrales en 2022, posiblemente tornándose en una postura contractiva en varios países. Al mismo tiempo, la cotización del dólar se ha fortalecido a nivel global, propiciando depreciaciones de las monedas de economías emergentes y aumentos en sus medidas de percepción de riesgo.

Lo peor del choque del COVID-19 ha quedado atrás y las nuevas afectaciones derivadas de la pandemia están siendo significativamente menos intensas que las registradas en 2020. No obstante, la recuperación de los principales socios comerciales de Colombia está sujeta a múltiples riesgos que en el horizonte de corto plazo podrían limitar su crecimiento económico.

Proyecciones Económicas

	2019	2020	2021(p)		2022(p)	
Demanda agregada						
PIB (%)	3.3	-6.8	9.7	↑	4.8	↑
Consumo privado (%)	4.4	-5.8	14.1	↑	6.6	↑
Gasto público (%)	4.3	3.7	13.1	↑	4.7	↑
Inversión fija (%)	4.3	-21.2	9.3	↑	5.2	↓
Demanda interna (%)	4.3	-7.5	13.0	↑	6.0	↑
Exportaciones (%)	2.6	-17.4	11.1	↑	5.3	↓
Importaciones (%)	8.2	-17.8	28.2	↓	10.9	↑
Sectores actividad económica						
Agropecuaria (%)	1.9	3.0	2.3	↓	3.2	
Comercio (%)	4.8	-15.0	22.1	↑	15.7	↑
Construcción (%)	-1.9	-27.9	2.4	↓	6.6	↓
Financiero (%)	5.7	2.1	3.1	↓	3.3	↓
Industria (%)	1.6	-7.7	16.4	↑	6.3	↑
Minería (%)	2.1	-15.7	-0.3	↓	2.4	↓
Precios, tasas de interés y desempleo						
Inflación (final del periodo %)	3.8	1.6	5.6		4.3	↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	4.25	1.75	3.00		5.50	↑
DTF EA (promedio año %)	4.5	3.4	2.0		4.3	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	4.3	2.9	1.9		5.0	↑
TES COP a 10 años (final del periodo %)	6.4	5.9	8.5		8.5	↑
Desempleo nacional (promedio año %)	10.5	16.1	13.7	↑	11.7	
Sector externo						
Tasa de cambio (promedio anual)	3282	3695	3749		3950	↑
Tasa de cambio (final del periodo)	3297	3434	3981		3850	
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-4.3	-3.3	-5.9	↓	-5.4	↓
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	4.5	2.8	3.4	↑	4.0	↑
Finanzas públicas						
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-2.5	-7.8	-7.6	↓	-7.0	
Saldo deuda bruta total GNC (% del PIB)	51.2	64.8	66.8		68.6	

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.
