

Informe Mensual de Coyuntura Económica

Investigaciones Económicas

Resumen

- *La economía creció 10.6% en 2021, superando las estimaciones preliminares y manteniendo en 4T21 un sobresaliente dinamismo. El gasto de los hogares y del Gobierno han apoyado significativamente la demanda interna, mientras que el sector terciario de la economía se mantiene como el motor de crecimiento por el lado de la oferta.*
- *Las cifras del mercado laboral continúan evidenciando algunas mejoras, especialmente en la tasa de desempleo. No obstante, el empleo todavía permanece por debajo de sus valores pre-pandemia y con rezagos importantes frente a la velocidad de recuperación de la actividad económica.*
- *La inflación al consumidor volvió a sorprender al alza y en enero alcanzó máximos no vistos desde 2016, afectada por factores de oferta y de demanda. Las expectativas de inflación a horizontes de 1 año se han desanclado y se sitúan por encima de 4%. Las medidas de inflación básica también se han incrementado hasta niveles de 4.5%. Por calendario de política monetaria, BanRep no tomó decisiones de tasas de interés en el último mes.*
- *La dinámica de la cartera total de créditos del sistema sigue ganando tracción, aunque a una velocidad inferior a la de meses pasados. Las tasas de interés de colocación están incorporando rápidamente el ciclo de aumentos en la tasa de intervención de BanRep y podrían comenzar a limitar la demanda de créditos en el futuro cercano.*
- *Las condiciones financieras mundiales continúan ajustándose a un entorno de política monetaria menos expansiva. Aunque el crecimiento de los principales socios del país sigue siendo bueno, las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania están afectando negativamente las perspectivas de corto plazo.*

CONTENIDO

Actividad económica	2
Mercado laboral	6
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

Camila Martínez K.
Profesional Universitario
camila.Martinez@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 9003

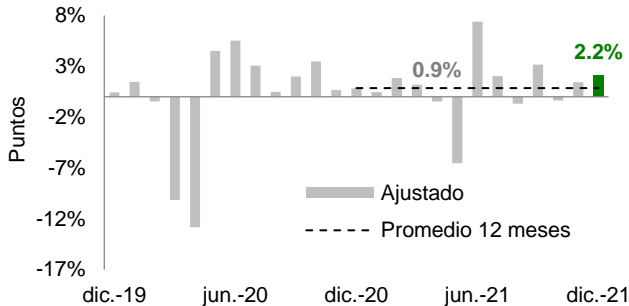
Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 9984

Actividad económica

El fuerte impulso con el que terminó el año 2021 permitió que el crecimiento económico de todo el año superara las estimaciones preliminares. En efecto, el crecimiento del PIB real fue 10.6%, superior a nuestro pronóstico de 9.7%. Aislado el efecto de base de comparación (tomando como año base el 2019), el crecimiento fue de 2.8%, lo que significa que el producto no sólo recuperó en 2021 el terreno perdido por la pandemia, sino que incluso superó los niveles pre-pandemia.

Por el lado de la demanda, el consumo total de la economía se expandió 14.1%, liderado por el crecimiento del gasto de los hogares (14.1%), pero también por el apoyo de la política fiscal expansiva que se vio reflejado en un incremento real del gasto público de 12.1%. La inversión fija también se recuperó y creció 11.2%, pero a diferencia de los otros componentes de la demanda, sus niveles no lograron recuperar los de 2019 y continúan rezagados.

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



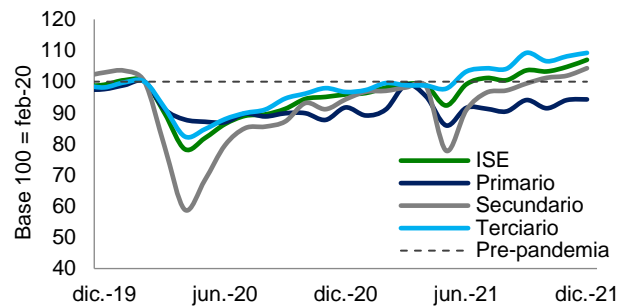
Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Serie ajustada por estacionalidad y efectos calendario.

De esta manera, la demanda interna de la economía creció 13.3% en 2021, una notable recuperación que se vio reflejada en el significativo repunte que tuvieron las importaciones, con un crecimiento de 27.5%. El crecimiento de las exportaciones fue de 14.2%, sustentado por la recuperación de muchos socios comerciales del país y un mejor desempeño de la demanda externa, pero significativamente más bajo

frente al de las importaciones, algo que es consistente con unos menores niveles de ahorro nacional y un mayor déficit externo del país.

Por el lado de la oferta, las ramas secundarias y terciarias de producción lideraron el rebote económico con expansiones del 11.8% y 11.3%, respectivamente. Allí sobresalen: i) los sectores de servicios asociados a entretenimiento, recreación, hotelería y restaurantes; ii) el comercio minorista, impulsado por los días sin IVA de 4T21 que favorecieron la demanda de bienes durables y semi durables; y iii) las industrias manufactureras, que han tenido una rápida recuperación a la par del consumo intermedio de la economía.

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



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

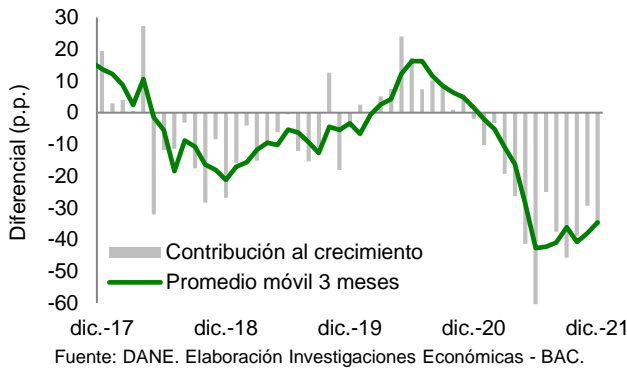
Las cifras de cierre de 2021 también dan cuenta del buen dinamismo de la economía. El Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró una variación mensual de 2.2% en diciembre, superando ampliamente el promedio de los últimos 12 meses de 0.9% (Gráfico 1).

En términos de su dinámica anual, y tomando la serie original, la variación del ISE en diciembre fue de 11.8%¹, acelerándose respecto al 10.3% de noviembre. De esta forma, la producción agregada en diciembre, según el ISE, supera en cerca de 7 p.p. los niveles de la pre-pandemia y la tendencia de meses recientes es claramente alcista (Gráfico 2).

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

El crecimiento del ISE de la cadena **primaria** de producción se desaceleró y fue 2.9%. Esta rama sectorial continúa siendo la más rezagada en el proceso de reactivación económica y se ubica 5.7% por debajo de sus niveles pre-COVID. Los resultados de este segmento se siguen explicando mayoritariamente por el sector minero-energético, el cual, aunque ha mejorado, permanece ampliamente rezagado, especialmente el sector de carbón. La producción de petróleo tampoco ha recuperado sus niveles pre-pandemia (cerca de 880 mil barriles-día), pero ha sido ligeramente más dinámico que el sector de carbón. En lo corrido del 2022, la producción de crudo se ubica cerca de 740 mil barriles-día. Con la información disponible con corte a la tercera semana de febrero, se estima una caída anual de 1.5% en la producción durante el segundo mes del año.

Gráfico 3. Aporte de las exportaciones netas a la demanda



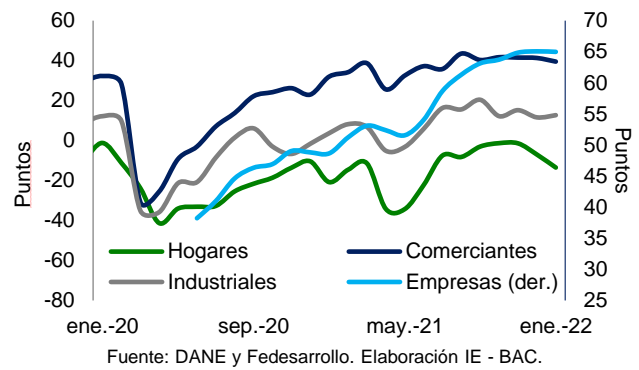
El sector agropecuario mantiene un mejor desempeño frente al sector minero-energético, pero en meses recientes su dinámica de expansión se ha moderado. En la ganadería, el sacrificio de ganado vacuno y porcino en diciembre disminuyó 2.5%, mientras que la producción en la avicultura cayó 4.4%. Dentro de los cultivos agrícolas, el sector cafetero sigue afectado por problemas logísticos y las fuertes lluvias de los últimos meses. En efecto, en enero la producción se ubicó en 868 mil sacos de 60 kg, lo que representa un decrecimiento de 19.7%.

La dinámica del ISE del sector **secundario** se mantuvo relativamente estable respecto al mes de noviembre y su crecimiento fue de 10.6%, con lo cual sus niveles de producción ya superaron en 4% los

valores pre-pandemia (Gráfico 2). La actividad manufacturera sigue siendo el motor de la cadena intermedia de producción y en el mes de diciembre creció 13.1%.

Dentro de los sectores que sobresalen en las manufacturas se encuentran el de producción de aparatos electrónicos, maquinaria y equipo; el de textiles y calzado; y el de bebidas y alimentos. El PMI manufacturero, que es un indicador adelantado de la industria y cuenta con información menos rezagada, se ubicó en febrero en 52 puntos, ligeramente por debajo de los niveles de enero, pero continúa en terreno de expansión (por encima de 50 puntos).

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



El sector de la construcción, en el balance, también continúa ganando tracción, en buena medida apoyado por las medidas fiscales de apoyo a la demanda de vivienda. Aunque las licencias de construcción cayeron 3.8% en diciembre, la producción de cemento gris, uno de los insumos más importante para el sector, se expandió a ritmos del 7.8%. En promedio, durante los últimos 3 meses el crecimiento de las licencias fue de 5.8% y el de la producción de cemento fue 3.5%. Asimismo, en enero se vendieron en total 19.6 mil viviendas, un 12% más que las ventas registradas en enero de 2021 y que da cuenta del impulso a este sector por el lado de la demanda.

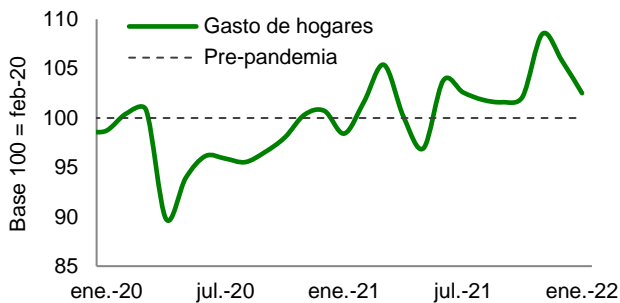
El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de los sectores de servicios en la economía, se aceleró y registró un crecimiento de 13.3%, el más alto de todas las cadenas de producción de la economía. Con este resultado, los niveles de actividad de este sector

superan en 9% los de febrero de 2020 (Gráfico 2). Buena parte de lo anterior se explica por el favorable comportamiento del comercio minorista y también por algunos servicios como el sector de entretenimiento, ambos muy ligados al gasto agregado de los hogares.

Las ventas reales del comercio minorista en diciembre registraron una importante aceleración y crecieron 15.9%, impulsadas principalmente por mayores ventas de bienes de consumo semi-durable, que se vieron favorecidas por cuenta de los días sin IVA en 4T21 y tasas de interés de los créditos de consumo que permanecieron, durante ese periodo, en terreno muy expansivo.

Los ingresos reales del sector de servicios también mantuvieron una excelente dinámica durante el último mes de 2021 y crecieron 19.2%. Los ingresos reales de servicios de entretenimiento como restaurantes, bares y cine superan en más de un 60% sus niveles pre-pandemia, siendo los principales dinamizadores del sector.

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



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

La gradual recuperación de la demanda externa, así como el aumento de los precios de las materias primas que exporta Colombia, permitieron que el flujo mensual de las exportaciones de bienes aumentara hasta 4,381 millones de dólares FOB en diciembre, siendo el flujo más alto desde septiembre de 2014.

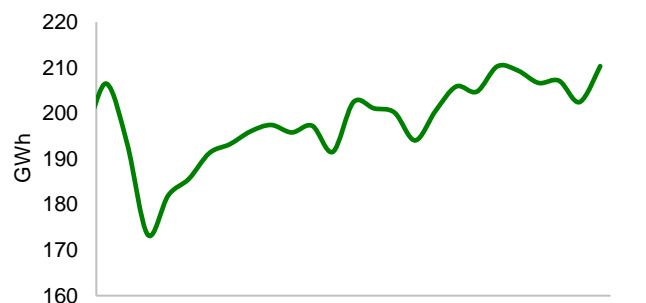
Sin embargo, en términos reales, las ventas externas cayeron 2%. Los volúmenes de exportaciones tradicionales, especialmente los de carbón, petróleo y café siguen rezagados frente a sus niveles pre-pandemia, caso contrario a las exportaciones no

tradicionales que continúan evidenciando un comportamiento muy favorable y en 2021 superaron en 7% las exportaciones de todo el año 2019.

Por su parte, el flujo de las importaciones de bienes en diciembre fue de 5,650 millones de dólares FOB, lo que se traduce en un sobresaliente incremento de 33.6% en términos reales, muy en línea con el sobresaliente comportamiento de la demanda interna de la economía.

La dinámica de las importaciones sigue superando ampliamente la de las exportaciones, algo que es consistente con el fuerte dinamismo de la demanda interna y que se ve reflejado en un exceso de gasto de la economía que, como consecuencia, mantiene una contribución negativa de las exportaciones netas en la demanda agregada (Gráfico 3). En los últimos 12 meses, las importaciones alcanzaron 56,649 millones de dólares FOB, un 37% más que en 2020, mientras las exportaciones totalizaron 40,231 millones de dólares FOB, reflejando un aumento de 29.6%.

Gráfico 6. Demanda promedio-día de energía no regulada



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Los indicadores adelantados de actividad, en el balance, reflejan un resultado relativamente positivo en enero que sugiere una continuidad del proceso de recuperación económica de cara a 1T22.

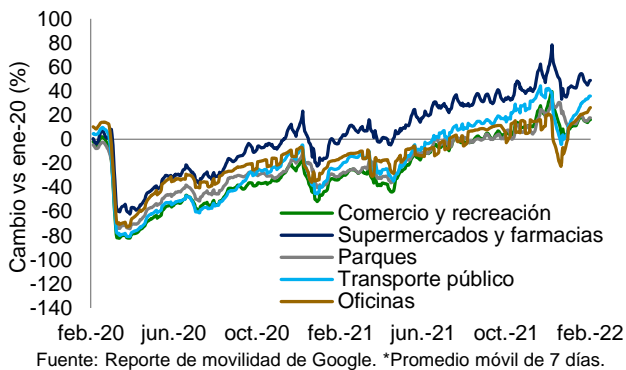
La confianza de los agentes del sector industrial y de comercio permanecieron relativamente estables en comparación al último mes, pero se mantienen por encima de sus promedios del último año, algo que es consistente con lo que refleja el índice de confianza de las empresas que calcula el DANE (Gráfico 4). En contraste, la confianza de los hogares volvió a ceder

terreno por deterioros en la percepción de condiciones económicas actuales y en las expectativas, cayendo a mínimos desde mayo de 2021. En ambos componentes, la confianza de los hogares ha estado afectada por una mayor incertidumbre sociopolítica y unos mayores niveles de inflación, que están afectando negativamente el poder adquisitivo.

El gasto real de los hogares, según la última información disponible de RADDAR ajustada por efecto estacional, se desaceleró en enero hasta ritmos del 4.3%, después de crecer 5.8% en promedio en el último trimestre de 2021 (Gráfico 5). Parte de lo anterior estaría asociado a la corrección natural del gasto de los hogares luego de un 4T21 que, como hemos explicado anteriormente, se vio favorecido por la exención del IVA en varios bienes de consumo.

Los indicadores de actividad económica de alta frecuencia y tiempo real refuerzan el buen comportamiento de la actividad en los primeros meses de 2022. 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 enero en promedio alrededor de los 202 GWh diarios, lo que se traduce en un crecimiento de 5.7% (Gráfico 6). Más aun, las cifras disponibles de febrero sitúan el crecimiento de este indicador en 3.9%, manteniendo de esta forma un buen dinamismo.

Gráfico 7. Movilidad de personas en Colombia por actividad*



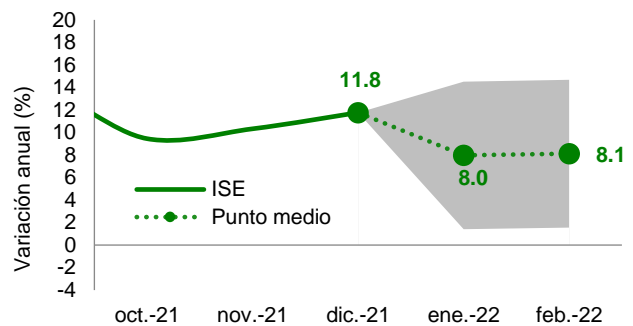
Los datos de movilidad diaria de personas que publica Google, y que están más relacionados a la dinámica del gasto de los hogares, también indican mejoras

importantes en 1T21 (Gráfico 7). En efecto, las cifras de enero y febrero de 2022 dan cuenta de un incremento en la movilidad del orden de 18.7% en promedio, lo cual es coherente con las dinámicas recientes del gasto de los hogares.

Por todo lo anterior, **pronosticamos un crecimiento de 8% del ISE para el mes de enero (Gráfico 8)**. De igual forma, con la información disponible del mes en curso, nuestro modelo *Nowcast* sugiere un crecimiento del ISE del orden de 8.1% en febrero, con lo cual el ritmo de expansión preliminar de la economía en 1T22 sería del 8%. Este pronóstico es consistente con toda la información analizada previamente y todavía sugiere un dinamismo importante de la economía.

Ratificamos nuestro pronóstico de expansión del producto para 2022 en 4.8%, sustentado en la fortaleza que continuaría registrando la demanda interna de la economía y un mejor desempeño de las exportaciones.

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

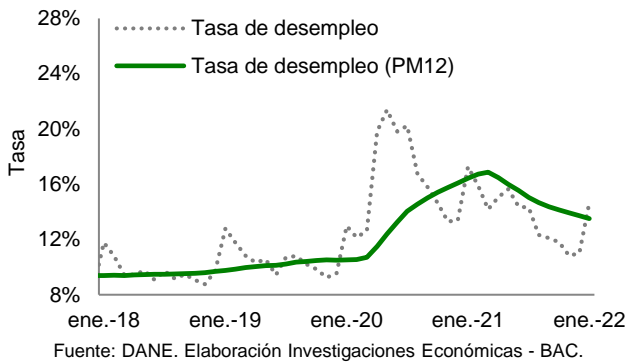


Sin embargo, advertimos que este pronóstico podría incorporar un sesgo a la baja en la medida que algunos riesgos se materialicen en el corto plazo. A saber: i) una presión inflacionaria más fuerte y duradera en el tiempo frente a la prevista, lo que afectaría el gasto de los hogares y la inversión; ii) mayores tasas de interés que frenarían el impulso del crédito y, en consecuencia, el crecimiento; y iii) un menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales.

Mercado laboral

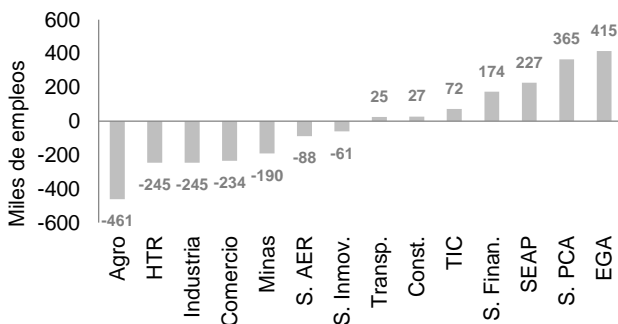
El mercado laboral continúa incorporando mejoras graduales en el marco del proceso de recuperación económica, principalmente vía mayor demanda de trabajo. Sin embargo, las condiciones del mercado todavía permanecen holgadas (exceso de oferta de trabajo) y el desempleo sigue siendo superior a sus niveles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

Gráfico 9. Comportamiento de la tasa de desempleo



En su serie original, la tasa de desempleo nacional en enero se ubicó en 14.6%, cifra inferior al 17.5% de enero de 2021. De esta manera, en tendencia central, el promedio móvil 12 meses de la tasa de desempleo se redujo hasta 13.5%, un mínimo de 20 meses (Gráfico 9). A pesar de lo anterior, la tasa de desempleo actual permanece por encima del 13% de enero de 2020 (valores pre-pandemia) y del promedio de los últimos 10 años para ese mismo mes de 12.7%.

Gráfico 10. Cambio anual en ocupación sectorial (ene-22)*



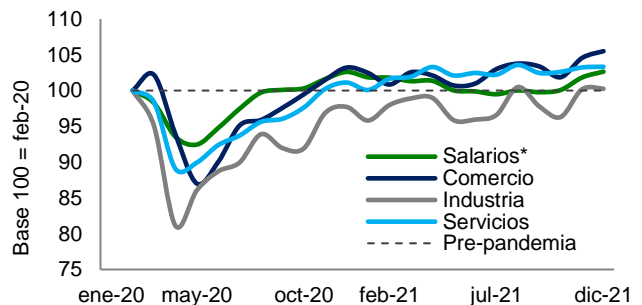
Por su parte, la tasa de ocupación se ubicó en 53.4%, cifra que supera el 50.1% de enero de 2021. Por su

parte, la tasa global de participación, que mide la absorción de la población económicamente activa por el mercado laboral, se ubicó en 62.6% y también supera en 2 p.p. sus valores de un año atrás.

A nivel sectorial, las actividades de suministro de electricidad, gas y agua, servicios profesionales y administración pública fueron las que más contribuyeron a la generación de empleos (Gráfico 10). Por su parte, la agricultura fue el sector que más le restó ocupación de la economía.

Bajo este contexto, los salarios reales en el mercado laboral aumentaron y se ubican por encima de los valores pre-pandemia. 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. Los salarios en el sector industrial, en contraste, siguen siendo los más rezagados, aunque ya alcanzaron sus niveles de febrero de 2020 (Gráfico 11).

Gráfico 11. Respuesta de los salarios reales en COVID-19



En términos de su dinámica anual, según nuestros cálculos, la inflación de los salarios nominales se situó en 7.6% en diciembre y la de los salarios reales en 2%. Es de esperar que la inflación salarial nominal se mantenga elevada en el futuro cercano, teniendo en cuenta el aumento del salario mínimo de 10.07% para 2022 y el fuerte incremento de la inflación al consumidor en 2021.

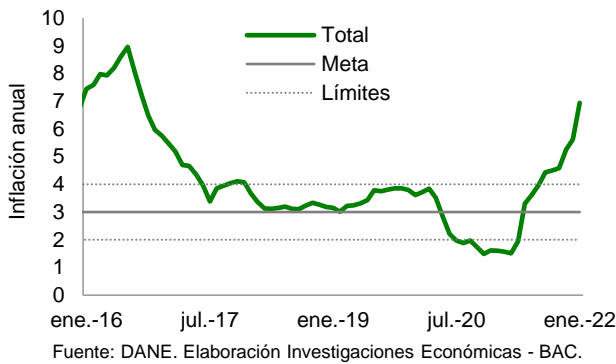
En la medida que la economía continúe su proceso de recuperación, esperamos una mayor corrección en las diferentes variables del mercado laboral este año. De

esta forma, **proyectamos una tasa de desempleo promedio-año igual a 11.7% en 2022.**

Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de 1.67% en enero, superando nuevamente las previsiones de los analistas y nuestra propia expectativa de 1.22%. Esta variación del nivel general de precios es la más alta registrada para el mes de enero, al menos desde 1999.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años

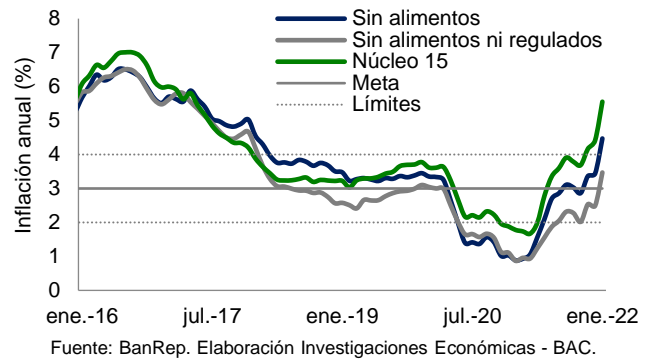


Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos explicó buena parte del resultado de enero con un incremento mensual de 3.79% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos subieron 9.73% frente al mes de diciembre, afectados nuevamente por factores de oferta de índole externo e interno. Los precios de los alimentos procesados, que han sido muy afectados por la rápida transmisión de los mayores costos al productor y la depreciación del peso (choques

externos) a los precios del consumidor, aumentaron en términos mensuales 2.31%.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 1.68%, liderado por el aumento de 3.23% en las tarifas de transporte urbano y de 1.92% en las tarifas de energía eléctrica. El IPC de combustibles exhibió una variación mensual de 1.84% y siguen incorporando los ajustes al alza de unos mayores precios internacionales del petróleo.

Gráfico 13. Principales medidas de inflación núcleo



Por su parte, el IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 2.07%. Allí sobresale el aumento de 4.14% en los precios de vestuario y calzado, y de 2.95% en muebles y electrodomésticos, algo que se explica por cuenta de la corrección natural al alza de estos precios tras la finalización de la exención del IVA en 4T21. Los precios de los vehículos se incrementaron 0.93% y continúan afectados por factores de oferta externos (escasez de microchips y contenedores de transporte) y por la depreciación del peso, aunque también por una mayor demanda de vehículos por parte de los hogares.

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

	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont. p.p.	Tendencia
	ene.-21	ene.-22	dic.-21	ene.-22		
Total	0.41	1.67	5.62	6.94	1.32	↑
Alimentos	1.44	3.79	17.23	19.94	0.41	↑
Regulados	0.54	1.68	7.10	8.31	0.21	↑
Bienes	0.15	2.07	3.31	5.29	0.37	↑
Servicios	0.12	0.71	2.18	2.78	0.29	↑

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

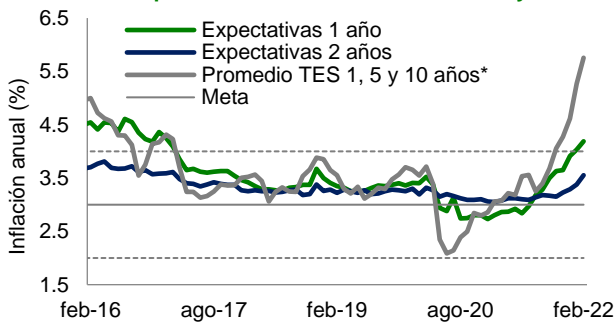
En el caso del IPC de servicios, su variación mensual fue de 0.71%, impulsado principalmente por el aumento de 2.53% en el IPC de restaurantes y bares, que han comenzado a ajustarse a alza por los efectos de la indexación a la elevada inflación de 2021 y el ajuste del salario mínimo. Los precios de los servicios domésticos aumentaron 0.98%, también por encima de la variación del IPC agregado de servicios y afectados por las mismas razones anteriores.

Las tarifas de arriendo de vivienda, otro ejemplo típico de precios rígidos y atados a mecanismos de indexación (y el de mayor peso dentro del IPC de servicios), también mostraron aumentos importantes de 0.25%, por encima de la variación registrada durante el mismo mes del año pasado (0.19%).

De esta forma, la inflación anual del IPC se aceleró en enero hasta 6.94%, la más alta desde septiembre de 2016 (Gráfico 12) y muy por encima del límite superior del rango meta del BanRep (4%). La presión inflacionaria en el IPC de alimentos y el de regulados sustenta en un 64% el comportamiento total de la inflación, con dinámicas anuales que ascienden a 19.94% y 8.31%, respectivamente (Tabla 1).

La robusta recuperación del gasto de los hogares también explica en parte la mayor inflación de los últimos meses. De hecho, cerca del 80% de los precios incluidos en el IPC de bienes y servicios evidencian una tendencia inflacionaria que da cuenta de una presión subyacente a factores de demanda.

Gráfico 14. Expectativas de inflación de analistas y mercado



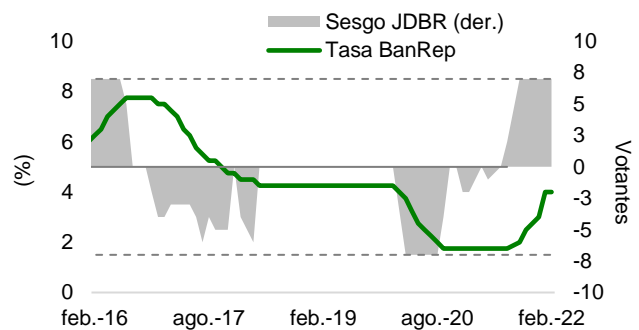
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Inflaciones implícitas en las curvas de TES cero cupón.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se aceleró en el último

mes hasta 4.5%, la más alta desde diciembre de 2017 y superando por primera vez en 4 años el límite superior de 4% del rango meta de inflación. Las medidas de inflación núcleo 15 y sin alimentos se aceleraron hasta 5.55% y 4.47%, respectivamente. Por su parte, la inflación sin alimentos ni regulados (nuestra medida preferida de inflación núcleo) es la única que permanece dentro del rango meta del BanRep, pero se aceleró hasta 3.47% (Gráfico 13).

Las expectativas de inflación siguen desancladas y se ubican por encima del límite superior del rango meta del BanRep de 4%. El promedio de las expectativas a 1 año de los analistas aumentó 16 pbs hasta 4.2%, mientras que las de 2 años lo hicieron en 17 pbs y se ubican en 3.6% (Gráfico 14). El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES se incrementó hasta 5.8%, su nivel más alto en 14 años. Por su parte, las expectativas de inflación para el cierre de 2022 siguen en ascenso y apuntan a un 5.4%.

Gráfico 15. Tasa de referencia vs distribución JDBR



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

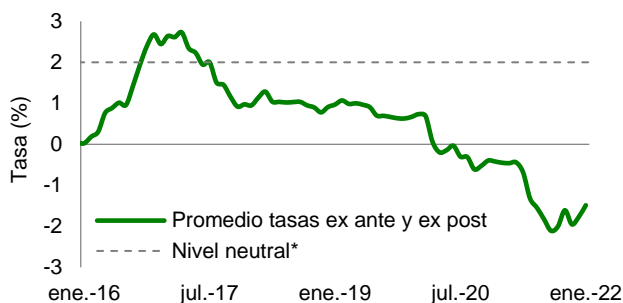
Para el mes de febrero **pronosticamos una variación mensual de 1.38% en el IPC, con lo cual la inflación anual se aceleraría hasta 7.74%**. Múltiples factores sustentan esta expectativa, donde resaltamos como los más importantes los siguientes: i) los elevados costos de producción en la cadena secundaria-intermedia, que siguen disparados y mantienen fuertes presiones sobre los precios de consumo final, especialmente en alimentos y bienes; ii) la indexación de precios a la elevada inflación de 2021 y al ajuste del salario mínimo de 10.07%, un

efecto que se concentrará en 1T22; y iii) la fortaleza que mantiene el gasto de los hogares.

Por todo lo anterior, **revisamos al alza nuestro pronóstico de cierre de año hasta 6.4%**, desde el anterior 5.5%.

Tornando el análisis hacia las recientes decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió en enero incrementar la tasa de interés de intervención en 100 pbs hasta 4%, en línea con nuestras expectativas (Gráfico 15). El sesgo de la JDBR continúa siendo 100% alcista, aunque persiste la división en términos de la magnitud del ajuste que se prevé ahora a un ritmo menos gradual. En efecto, cinco miembros de la JDBR (la mayoría) votaron por incrementar los tipos en 100 pbs, mientras que los restantes dos miembros lo hicieron por un incremento de 75 pbs.

Gráfico 16. Evolución de la tasa real de política monetaria



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasa de interés real neutral estimada del equipo técnico de BenRep.

En general, la JDBR reconoció que la dinámica de recuperación de la actividad económica fue muy positiva durante 4T21 por cuenta del favorable comportamiento del consumo privado y público. La recuperación en la demanda, sumado a un rezago en la oferta, contribuirían al agotamiento en los excesos de capacidad productiva antes de lo previsto. Además, la JDBR reconoció que el desanclaje de las expectativas de inflación y su tendencia alcista se ha convertido en el principal reto para la JDBR, lo que podría impulsar la indexación en salarios y precios.

El equipo técnico del emisor estima un crecimiento del PIB para 2022 en 4.3%. En el caso de la inflación, el *staff* del BanRep revisó al alza su pronóstico de

inflación total y básica para este año hasta 4.3% y 4.5%, respectivamente. Por su parte, se proyecta que el déficit de cuenta corriente disminuya hasta 4.9% del PIB, desde niveles estimados de 5.7% del PIB en 2021.

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 enero completó 22 meses consecutivos en terreno negativo (Gráfico 16). Se espera que el actual proceso de normalización del emisor conduzca la postura monetaria hacia niveles neutrales durante la segunda mitad 2022.

Cumpliendo con al calendario de política monetaria de 2022, en febrero la JDBR no tomó decisiones de tasas de interés. Para el mes de marzo **esperamos que BanRep incremente la tasa de intervención en 100 pbs hasta 5%, aunque no descartamos una sorpresa de 150 pbs en los tipos**. Advertimos, una vez más, que la decisión de la JDBR estará dividida.

Teniendo en cuenta que la brecha negativa del producto se cerrará en 2022 más rápido frente a lo previsto, posiblemente hacia mitad del año, y que la inflación permanecerá muy por encima de la meta, incluso alcanzando niveles de 8% en los próximos meses, revisamos al alza nuestras expectativas y ahora **creemos que BanRep llevará los tipos de interés hasta niveles de al menos 7% este año**.

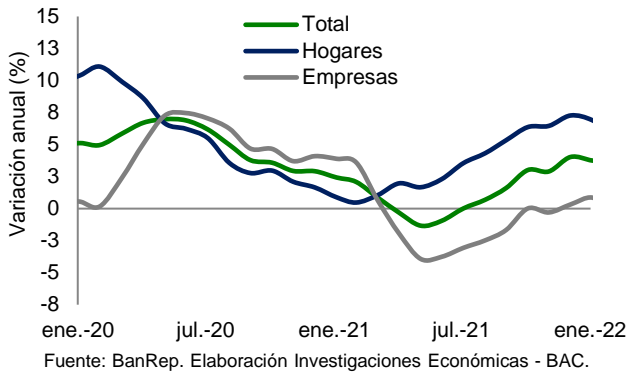
Mercado de créditos

El comportamiento de la cartera total en pesos del sistema financiero sigue mostrando un desempeño muy positivo, en línea con un entorno de rápida reactivación económica, aunque es de esperar que en los próximos meses se sienta alguna estabilización en esta dinámica. El riesgo de impago ha disminuido y ha retornado a sus niveles pre-pandemia.

El crecimiento real de la cartera total en pesos fue 3.8% en enero, ligeramente inferior al crecimiento registrado en diciembre, pero obedece a la mayor inflación observada de los últimos meses. Todas las modalidades de crédito mantienen un buen ritmo de

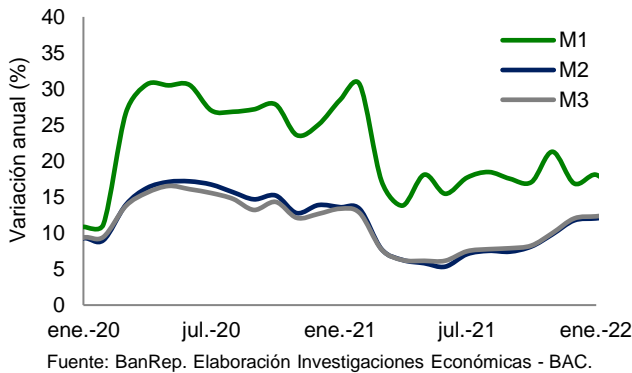
expansión real, principalmente las de consumo y vivienda.

Gráfico 17. Crecimiento real de la cartera por tipo de agente



En efecto, el crecimiento real de las modalidades de crédito hacia los hogares fue 6.9% en enero, en línea con la robusta dinámica del gasto de los hogares y unas tasas de interés que han permanecido en terreno expansivo. El comportamiento de los créditos hacia las empresas se mantiene todavía rezagado, aunque los registros recientes continúan dando señales de recuperación y en enero registraron un crecimiento real de 0.9% (Gráfico 17).

Gráfico 18. Medios de pago por categoría de liquidez

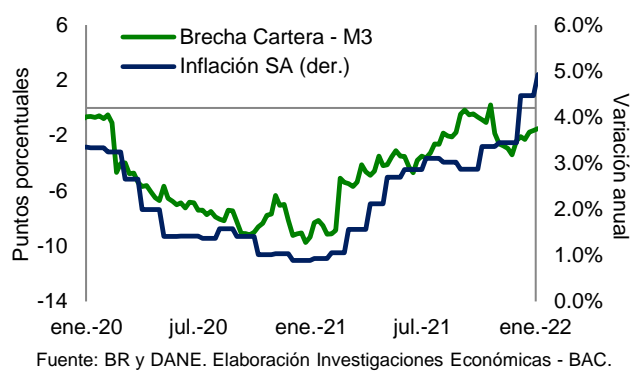


Por modalidades de créditos hacia los hogares, los de consumo superaron la dinámica de los créditos de vivienda con un crecimiento real de 7.2%. La variación de los créditos de vivienda se sitúa en 6.4%, apoyados por los múltiples estímulos a la demanda de vivienda como unas bajas tasas de interés y los subsidios a adquisición de vivienda VIS y No VIS.

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 desaceleró hasta 2.6%. La dinámica de los créditos comerciales, que representan cerca de un 51% del saldo de la cartera total, registró un crecimiento real de 0.8% y se mantiene como la más rezagada dentro de todas las modalidades.

Los principales agregados monetarios siguen reflejando unas condiciones de liquidez favorables para la irrigación de créditos a la economía. En enero, el crecimiento de la base monetaria fue de 13.5%, jalonado por un muy favorable comportamiento del efectivo circulante de la economía que se expandió un 14.8%.

Gráfico 19. Presiones inflacionarias asociadas a la cartera

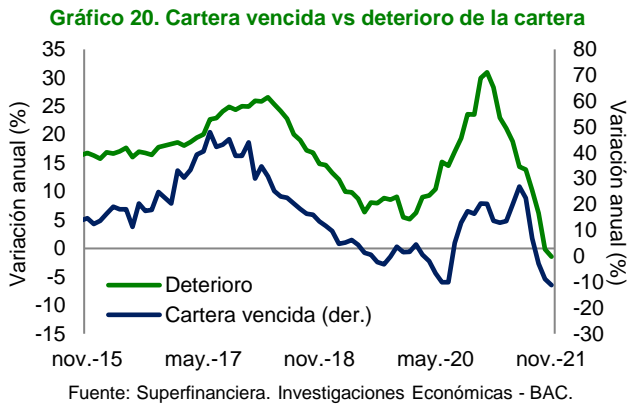


El medio de pago de mayor liquidez, el M1, se mantiene como el de mayor dinamismo con una variación anual de 18.1% (Gráfico 18), reflejando todavía una alta preferencia de los agentes por depósitos a la vista y efectivo, en línea con la expansión económica y el fuerte gasto de los agentes. Por su parte, el M2 y el M3, que son medios de pago de menor liquidez que el M1, se han venido acelerando por cuenta del proceso de aumentos en las tasas de interés de BanRep y registraron crecimientos de 12% y 12.3%, respectivamente.

No obstante, 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 crecimiento de la demanda de los

créditos supera el de la oferta de fondos prestables (Gráfico 19). Lo anterior ha venido presionando las necesidades de liquidez en el sistema, asociadas a la robusta dinámica de la cartera.

Los indicadores de riesgo en el sistema incorporan una probabilidad de impago cada vez menor, de la mano de una disminución en la incertidumbre asociada a la cartera vencida. En efecto, el saldo de la cartera vencida en noviembre de 2021 registró una reducción de 11.1% (Gráfico 20).



En línea con lo anterior, el saldo de deterioro de la cartera, una buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema, se contrajo 1.4% y continúa dando cuenta de 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 en sus niveles pre-pandemia. Al mes de noviembre, microcrédito tiene el mayor indicador de calidad con un 6.8%, seguido de consumo con un porcentaje de 4.8%. Por su parte, la calidad de la cartera del crédito comercial se sitúa en 4% y la de vivienda se ha mantenido en niveles de 3.2%.

Bajo este contexto, los incrementos en las tasas de interés de los últimos meses no han estado asociados a una mayor percepción de riesgo de impago, sino al ciclo de incrementos en la tasa de referencia de BanRep, que a la fecha acumula un movimiento al alza de 225 pbs desde septiembre de 2021.

En efecto, desde que el BanRep inició su proceso de normalización de política monetaria, las tasas de los créditos han aumentado 196 pbs y se sitúan, en promedio, cerca de 10.39%. Por su parte, las tasas pasivas han aumentado 136 pbs y se ubican en un promedio de 3.5% (Gráfico 21).



Aunque las tasas de interés de colocación todavía se sitúan en terreno expansivo, los incrementos recientes necesariamente comenzarán a debilitar la demanda de créditos en el futuro. Esperamos que los primeros efectos comiencen a sentirse durante la segunda mitad del año, teniendo en cuenta el rezago de los efectos entre los movimientos de tasas de interés y la demanda de créditos en la economía.

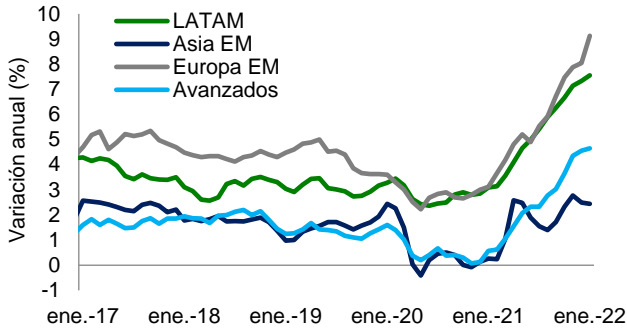
Contexto externo

La información disponible en el frente externo da cuenta de un entorno menos favorable para las perspectivas económicas de 2022. La inflación mundial continúa en ascenso (Gráfico 22) y en varios países ha alcanzado máximos de 4 décadas, particularmente en economías avanzadas como EEUU, donde las dinámicas de inflación al consumidor alcanzaron ritmos de 7%.

Las crecientes tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania no solamente representan un riesgo para el crecimiento económico, derivado de las sanciones económicas impuestas por las potencias occidentales a Rusia tras la invasión a Ucrania, sino también sobre la inflación. Preocupa la potencial escasez de algunas

materias primas e insumos de producción en la cadena de suministro global, afectando por esta vía muchos costos al productor (incluidos los costos de transporte por aumentos en los precios de los energéticos) y finalmente los precios al consumidor.

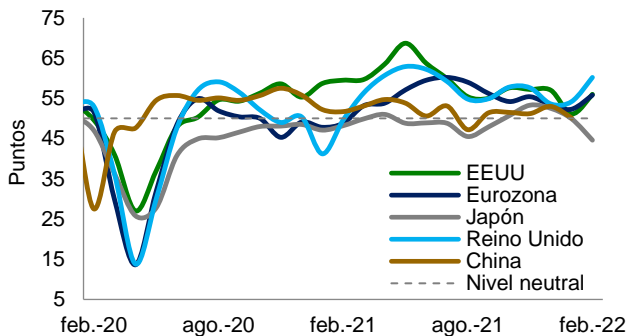
Gráfico 22. Inflación al consumidor por grandes regiones



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, el comportamiento de la actividad en las principales economías del mundo ha sido heterogéneo en el arranque de 2022. Según la última información disponible del índice PMI compuesto de Markit, uno de los mejores indicadores adelantados de actividad a frecuencia mensual, países como Reino Unido, EEUU y la Eurozona mantienen un ritmo de expansión favorable, aunque ha perdido impulso frente a lo observado en 2021.

Gráfico 23. Índice PMI compuesto en economías grandes

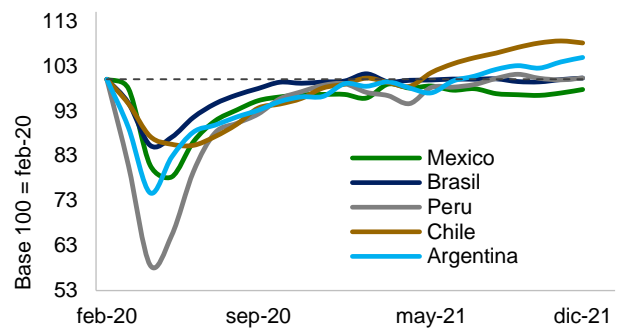


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El mismo indicador para países asiáticos, en contraste, se ha deteriorado recientemente y en el caso particular de Japón se sitúa en terreno de contracción (Gráfico 23).

Los índices de producción agregada en LATAM siguen dando cuenta de un proceso de recuperación que avanza, aunque de manera desigual (Gráfico 24). La economía de Chile evidencia el mayor ritmo de recuperación en comparación con sus pares, mientras que la de México se mantiene como la más rezagada. Se espera que la recuperación de los principales socios comerciales de la región continúe en el muy corto plazo, pero las perspectivas económicas de cara a la segunda mitad de 2022 han desmejorado por los riesgos mencionados anteriormente.

Gráfico 24. Índices de actividad económica en LATAM



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

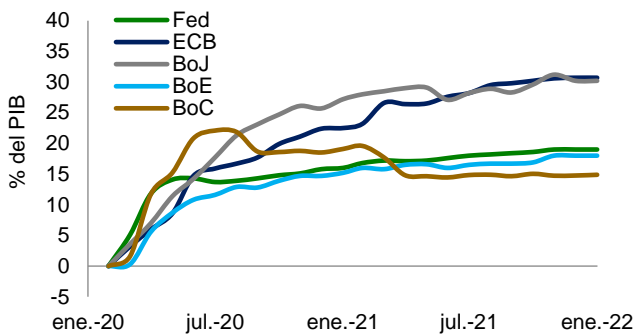
En el frente monetario, el contexto de mayor inflación observada y esperada sigue alimentando la expectativa de unas condiciones financieras menos holgadas en el futuro cercano, dados los ajustes de política monetaria que ya iniciaron los bancos centrales para combatirla.

En EEUU, se espera que el primer incremento de tasas de interés ocurra en la próxima reunión de marzo, una vez el emisor finalice el programa de compras de activos. No obstante, dados los recientes eventos geopolíticos, la probabilidad de ajustes agresivos en los tipos de la Reserva Federal (Fed) ha descendido, en buena medida porque muchos miembros de la propia Fed han hecho un llamado a que la normalización monetaria no debe ser disruptiva.

En Europa, el Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) mantuvo su tasa de referencia inalterada en 0% en febrero y ratificó que su programa de compras de activos de emergencia en pandemia

(PEPP) finalizará a en marzo, prolongando las reinversiones hasta finales de 2024. También reiteró que para compensar lo anterior, su programa ordinario de compras de activos (APP) se acelerará temporalmente entre 2T22 y 3T22, antes de retornar a los 20 mil millones de euros a partir de 4T22.

Gráfico 25. Cambio del balance de activos en COVID-19



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

El ECB sigue manifestando que las compras de su programa APP acabarán un poco antes de que comiencen a aumentar los tipos de interés, ampliando de esta manera el horizonte de una postura monetaria altamente acomodaticia.

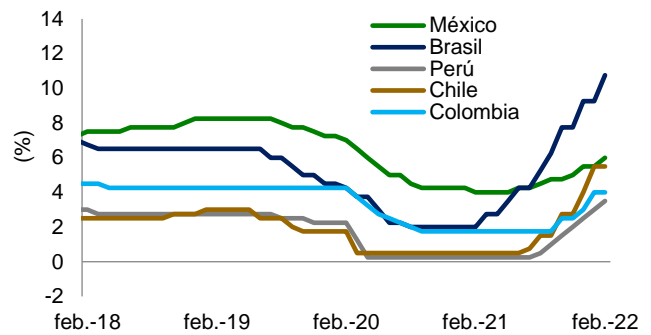
El Banco Central de Inglaterra (BoE) aumentó de nuevo su tasa de intervención en 25 pbs hasta 0.5% y comenzó el proceso de reducción en su hoja de balance (retiro de la liquidez), frenando sus reinversiones sobre los vencimientos de bonos del gobierno de Reino Unido y bonos corporativos no financieros con grado de inversión. Otros faros monetarios del mundo desarrollado, como el Banco Central de Canadá (BoC) y el Banco Central de Japón (BoJ), no tomaron decisiones de política monetaria en febrero.

De esta forma, el balance de activos de los bancos centrales más importantes del mundo, como porcentaje del PIB, se sigue estabilizando (Gráfico 25). El BoE se ha sumado al BoC como los únicos que en la actualidad están normalizando la base monetaria de sus economías, algo que eventualmente desde el mes de marzo comenzará a hacer la Fed de EEUU.

Los bancos centrales en LATAM continúan elevando las tasas de interés de política monetaria (Gráfico 26),

en un contexto de alta inflación y riesgos de reversión de flujos de capitales que ha puesto una presión significativa a los principales emisores de la región. Naturalmente, este contexto se constituye en un sesgo bajista para las perspectivas de crecimiento en el corto plazo.

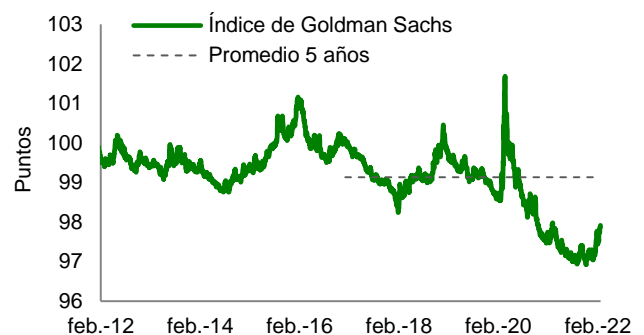
Gráfico 26. Tasas de política monetaria en LATAM



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, las condiciones financieras internacionales se siguen tornando cada vez menos holgadas (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, pero también por una mayor aversión al riesgo, esto especialmente en los títulos de deuda de mediano y largo plazo de mercados emergentes.

Gráfico 27. Estado de condiciones financieras globales



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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	10.6	4.8	
Consumo privado (%)	4.4	-5.8	14.6	5.3	↓
Gasto público (%)	4.3	3.7	12.1	2.8	↑
Inversión fija (%)	4.3	-21.2	11.2	4.2	↓
Demanda interna (%)	4.3	-7.5	13.3	4.2	↓
Exportaciones (%)	2.6	-17.4	14.2	13.2	↑
Importaciones (%)	8.2	-17.8	27.5	8.1	↓
Sectores actividad económica					
Agropecuaria (%)	1.9	3.0	2.4	1.9	↓
Comercio (%)	4.8	-15.0	21.2	9.8	↓
Construcción (%)	-1.9	-27.9	5.7	5.4	↓
Financiero (%)	5.7	2.1	3.4	3.9	↑
Industria (%)	1.6	-7.7	16.4	6.9	↑
Minería (%)	2.1	-15.7	0.4	2.6	↑
Precios, tasas de interés y desempleo					
Inflación (final del periodo %)	3.8	1.6	5.6	6.4	↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	4.25	1.75	3.00	7.00	↑
DTF EA (promedio año %)	4.5	3.4	2.0	5.1	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	4.3	2.9	1.9	6.0	↑
TES COP a 10 años (final del periodo %)	6.4	5.9	8.5	8.9	↓
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	-7.1	-6.2	↑
Saldo deuda bruta total GNC (% del PIB)	51.2	64.8	63.8	62.7	↓

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.
