

Informe Mensual de Coyuntura Económica

Investigaciones Económicas

Resumen

- *La actividad económica en 1T22 se mantuvo fuerte, impulsada por el buen comportamiento del gasto de los hogares, aunque habría perdido algo de impulso frente a las cifras de 4T21. Los sectores secundario y terciario lideran el crecimiento de producto, mientras que el sector primario continúa rezagado y su balance de riesgos se ha deteriorado por el fuerte incremento de costos al productor.*
- *Las cifras del mercado laboral continúan evidenciando mejoras, especialmente en la tasa de desempleo. No obstante, el empleo permanece por debajo de sus valores pre-pandemia y en algunos sectores la demanda de trabajo se ha debilitado.*
- *La inflación al consumidor volvió a sorprender al alza y alcanzó máximos no vistos desde agosto de 2016. Las medidas de inflación básica, así como las expectativas de inflación, se siguen alejando del límite superior del rango meta de BanRep. Bajo este contexto, BanRep continuó el ajuste de política monetaria e incrementó en 100 pbs su tasa de referencia en marzo.*
- *La dinámica de los créditos en la economía sigue ganando tracción y el riesgo de impago ha retornado a niveles pre-pandemia. Las tasas de interés de colocación continúan incorporando el ciclo de aumentos en la tasa de referencia de BanRep y podrían comenzar a limitar la demanda de créditos en el futuro cercano.*
- *En el frente externo, las condiciones financieras se han tornado menos holgadas, en línea con un proceso de normalización de política monetaria en todo el mundo. La elevada inflación se vislumbra como el principal riesgo global, especialmente por la disparada que han tenido recientemente los costos-precios por la invasión de Rusia a Ucrania, y cuyos efectos todavía no se han transmitido a la inflación al consumidor.*

investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co

CONTENIDO

Actividad económica	2
Mercado laboral	5
Precios y política monetaria	6
Mercado de créditos	9
Contexto externo	11
Proyecciones	14

Natalia Ossa M.
Profesional Senior
natalia.ossa@bancoagrario.gov.co

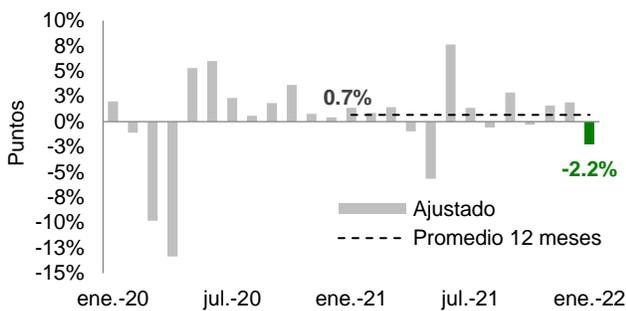
Camila Martínez K.
Profesional Universitario
camila.martinez@bancoagrario.gov.co

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

Actividad económica

El crecimiento económico en 1T22 habría perdido algo de impulso frente a los registros de 4T21. El Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró una contracción mensual de 2.2% en enero, la peor desde mayo de 2021 y muy por debajo del promedio de los últimos 12 meses de 0.7% (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 en enero fue de 7.8%¹, desacelerándose respecto al 11.9% de diciembre. Aun así, el ritmo de expansión de la actividad continúa siendo sobresaliente y los niveles actuales de producción agregada superan en cerca de 5 p.p. los de la pre-pandemia (Gráfico 2).

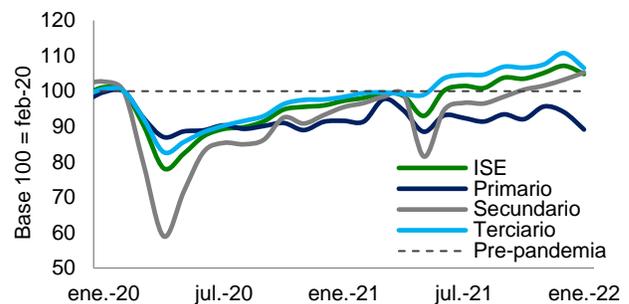
El ISE de la cadena **primaria** de producción registró una caída de 2.7%. Esta rama sectorial continúa siendo la más rezagada en el proceso de reactivación económica y se ubica cerca de 11 p.p. por debajo de sus niveles pre-COVID, afectada principalmente por las actividades de minería que continúan muy rezagadas.

Las exportaciones del sector de carbón se han visto favorecidas recientemente por los mayores precios de las materias primas, pero su producción aún no recupera los niveles pre-pandemia. En efecto, según

cifras de enero, la producción ligada al carbón dentro del índice de producción industrial se ubica 29 p.p. por debajo de los registros de enero de 2020.

Del mismo modo, la producción de petróleo tampoco ha alcanzado sus niveles pre-COVID (cerca de 880 mil barriles-día), aunque ha sido ligeramente más dinámica que la de carbón. En lo corrido del 2022, la producción promedio de crudo se ubica cerca de 744 mil barriles-día y se estima, con la información disponible de la tercera semana de marzo, un leve crecimiento de 1% frente al mismo periodo de 2021.

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



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

El reciente desempeño del sector agropecuario tampoco ha sido favorable. En la ganadería, el sacrificio de ganado vacuno y porcino en enero disminuyó 5.2%, a su vez que la producción en la avicultura cayó 1.9%. Dentro de los cultivos agrícolas, el sector cafetero sigue afectado por problemas logísticos y la temporada de lluvias de los últimos meses. En efecto, la producción promedio de 2022 (bimestre enero-febrero) se ubica en 898 mil sacos de 60 kg, cifra inferior a los 1,2 millones del promedio del mismo periodo de 2021. Nada más en febrero. la producción fue de 928 mil sacos, lo que representa una caída anual de 16.2%.

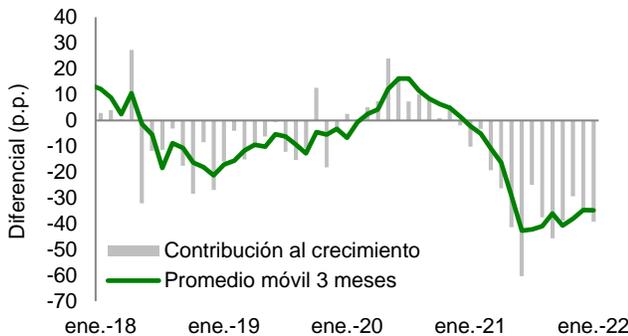
El ISE del sector **secundario** fue el único que se aceleró y su crecimiento fue de 12.4%, también superando sus niveles pre-pandemia en casi 5 p.p. (Gráfico 2). Las actividades manufactureras siguen

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

siendo el motor de la cadena intermedia de producción y en enero alcanzó un crecimiento de 15.1%.

Dentro de los sectores que más contribuyeron al repunte de las manufacturas, se encuentran el de químicos y farmacéuticos, bebidas y alimentos y, textiles y calzado, con crecimientos de 30.1%, 10.4% y 29%, respectivamente. El PMI manufacturero, que es un indicador adelantado de la industria y cuenta con información menos rezagada, se ubicó en marzo en 52.1 puntos, que si bien es uno de los valores más bajos de los últimos meses, continúa en terreno de expansión (por encima de 50 puntos).

Gráfico 3. Aporte de las exportaciones netas a la demanda



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El sector de la construcción también ha venido perdiendo algo de tracción. Las licencias de construcción cayeron 2.2% en enero y la producción de cemento gris, uno de los insumos más importantes para el sector, creció apenas 0.6%. No obstante, los impulsos fiscales que ha recibido el sector, por el lado de la demanda, siguen reflejándose en un buen comportamiento de las ventas de vivienda. En efecto, las ventas en febrero totalizaron 21.7 mil unidades, lo que equivale a un sobresaliente crecimiento de 21%.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de los sectores de servicios en la economía, registró un crecimiento de 8.3% en enero, con lo cual sus niveles de actividad superan en 7 p.p. los de febrero de 2020 y es el sector que más rápidamente se recuperó de la crisis (Gráfico 2). Buena parte de lo anterior se explica por el favorable comportamiento del comercio minorista y también por algunos servicios como el

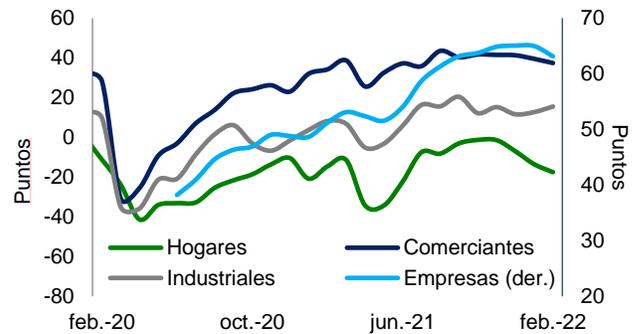
sector de entretenimiento, ambos muy ligados al gasto agregado de los hogares.

Las ventas reales del comercio minorista crecieron 20.9%, impulsadas por las ventas de bienes de consumo semi-durable que crecieron 34.7%. Se destacan allí los subsectores de libros y papelería, y el de vestidos y textiles, cuyos crecimientos fueron de 88% y 71.4%, respectivamente.

Los ingresos reales del sector de servicios también mantuvieron una buena dinámica durante el primer mes de 2022 y crecieron 23%. Los rubros de cine y televisión, transporte, y restaurantes y bares, fueron los de mayor dinamismo en el último mes.

La gradual recuperación de la demanda externa, así como el aumento de los precios de las materias primas que exporta Colombia desde 3T21, han permitido una recuperación del flujo mensual de las exportaciones de bienes. En efecto, el flujo mensual de las exportaciones en enero fue de 3,782 millones de dólares FOB, lo que se traduce en un crecimiento importante de 44.8%.

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



Fuente: DANE y Fedesarrollo. Elaboración IE - BAC.

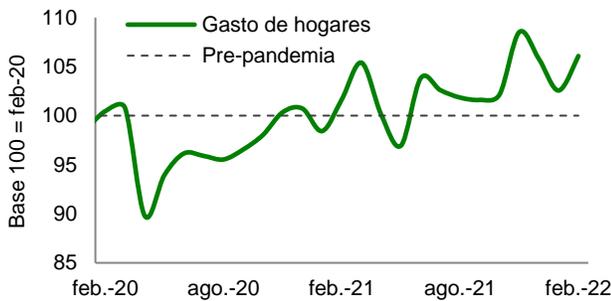
En términos reales, las ventas externas del país crecieron 1.8%. Los volúmenes de las exportaciones totales aumentaron 10.2%, donde los volúmenes de ventas externas tradicionales crecieron 9.6% y los de las no tradicionales, mayoritariamente exportaciones agroindustriales, lo hicieron en 17.6%.

Por su parte, el flujo de las importaciones de bienes en enero fue de 5,487 millones de dólares FOB, lo que representa un crecimiento de 52.5%. En términos

reales, la dinámica de las compras externas fue de 41%, muy en línea con el fuerte desempeño de la demanda interna de la economía.

El exceso de gasto de la economía, reflejado en un mayor crecimiento de las importaciones frente al de las exportaciones, mantiene una contribución negativa de las exportaciones netas a la demanda agregada (Gráfico 3). Sin embargo, el reciente buen comportamiento de las exportaciones ha permitido que esta presión se esté estabilizando y podría incluso disminuir en el futuro cercano, apoyando de esta forma una corrección futura del déficit externo.

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.

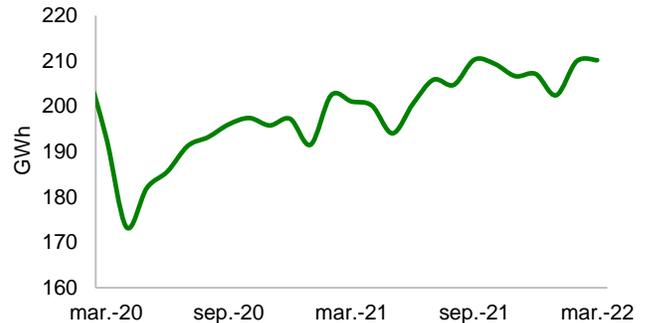
Los indicadores adelantados de actividad, en el balance, reflejan un resultado relativamente positivo en febrero y marzo. No obstante, en el caso de los índices de confianza de los consumidores, los últimos meses dan cuenta de algunas desmejoras en la percepción de los hogares.

Los niveles de confianza de los agentes del sector industrial y de comercio, así como el agregado de empresas que calcula el DANE, no registraron cambios significativos en febrero respecto a los últimos meses y permanecen por encima de sus promedios de 2021. En contraste, la confianza de los hogares volvió a deteriorarse (Gráfico 4) y anotó mínimos desde junio de 2021.

El gasto real de los hogares, según la última información disponible de RADDAR ajustada por efecto estacional, registró un crecimiento de 4.3%, similar al crecimiento de enero, pero inferior al promedio de 5.8% de 4T21. Lo anterior se encuentra

en línea con la desaceleración que esperábamos del gasto de los hogares en 1T22, teniendo en cuenta que los días sin IVA durante los últimos meses de 2021 incentivaron el consumo privado de forma importante (Gráfico 5), pero también por una mayor inflación.

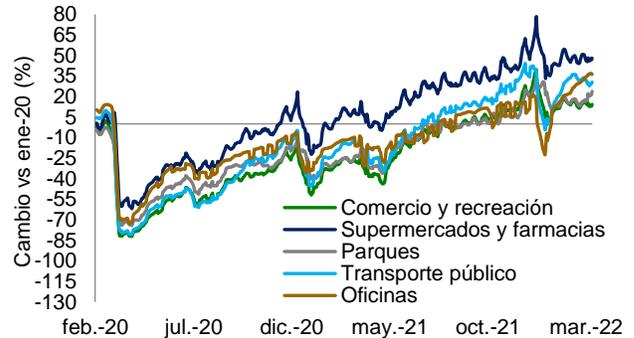
Gráfico 6. Demanda promedio-día de energía no regulada



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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 febrero alrededor de los 210 GWh diarios, lo que se traduce en un crecimiento de 3.7% (Gráfico 6). No obstante, las cifras disponibles de marzo sitúan el crecimiento de este indicador en 4.1%, con lo cual el promedio de 1T22 habría sido de 4.5%, ligeramente inferior al 5.5% de 4T21.

Gráfico 7. Movilidad de personas en Colombia por actividad*



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

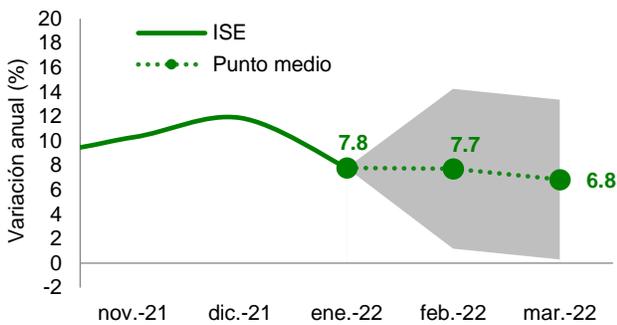
Los datos de movilidad diaria de personas que publica Google, y que están más relacionados a la dinámica del gasto de los hogares, también indican algunas leves mejoras en 1T22 (Gráfico 7). En efecto, las cifras de los primeros tres meses de 2022 dan cuenta de un

crecimiento de 44%, lo cual es coherente con el buen comportamiento que del consumo privado.

Por todo lo anterior, **pronosticamos un crecimiento de 7.7% del ISE para el mes de febrero (Gráfico 8)**. De igual forma, con la información disponible de marzo, nuestro modelo *Nowcast* sugiere un crecimiento del ISE de 6.8%, con lo cual **el ritmo de expansión preliminar de la economía en 1T22 habría sido de 7.5%**. Este pronóstico es consistente con toda la información analizada previamente y todavía sugiere un dinamismo importante de la economía, aunque inferior al de 4T21.

Ratificamos nuestro pronóstico de expansión del PIB 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*



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

Advertimos que este pronóstico incorpora un sesgo bajista, teniendo en cuenta que en el balance de riesgos son más los factores que podrían limitar la capacidad de expansión del producto en el corto plazo.

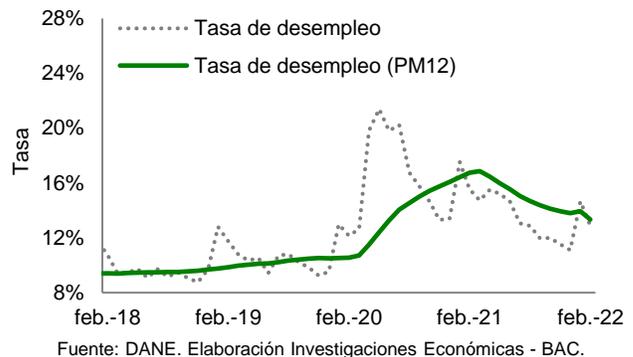
En nuestra opinión, los más importantes son: i) una presión inflacionaria al productor y al consumidor más fuerte y duradera en el tiempo, afectando por esta vía el gasto interno de la economía y el crecimiento; ii) un ajuste monetario más agresivo, que podría frenar el impulso del crédito; y iii) un menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales.

Mercado laboral

El mercado laboral continúa reaccionando al proceso de recuperación económica, incorporando una mayor demanda de trabajo, de la mano de un aumento en la participación laboral. 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 estructurales.

En su serie original, la tasa de desempleo nacional en febrero fue 12.9%, cifra inferior al 15.5% de febrero de 2021. De esta manera, en tendencia central, el promedio móvil 12 meses de la tasa de desempleo se redujo hasta 13.3%, el valor más bajo registrado desde junio de 2020 (Gráfico 9).

Gráfico 9. Comportamiento de la tasa de desempleo



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

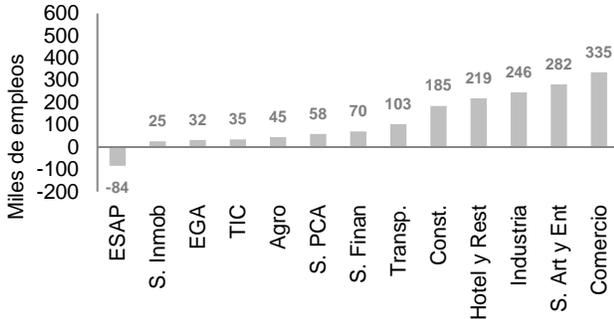
A pesar de lo anterior, la tasa de desempleo actual permanece levemente por encima del 12.2% de febrero de 2020 (valores pre-pandemia) y del promedio de los últimos 10 años para ese mismo mes de 11.6%.

Por su parte, la tasa de ocupación se ubicó en 55.9%, cifra que supera el 52.8% de febrero de 2021. La tasa global de participación, que mide la absorción de la población económicamente activa por el mercado laboral, se ubicó en 64.2% y también supera en 2.5 p.p. sus valores de un año atrás.

A nivel sectorial, las actividades de comercio, servicios de entretenimiento e industria fueron las que más contribuyeron a la generación de empleos (Gráfico 10). Por su parte, el sector salud fue el único

que le restó ocupados a la economía, dada la evolución reciente del COVID-19.

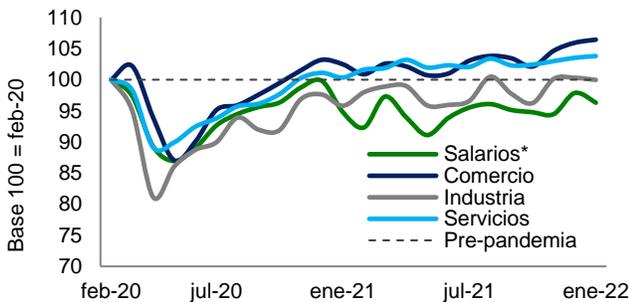
Gráfico 10. Cambio anual en ocupación sectorial (feb-22)



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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 en enero se situaron cerca de un 5% por encima de los niveles de febrero de 2020. (Gráfico 11).

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



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

En términos de su dinámica anual, según nuestros cálculos, la inflación de los salarios nominales se situó en 10.2 % en enero y la de los salarios reales en 3.2%. El fuerte incremento de los primeros está altamente influenciado por el ajuste del salario mínimo para 2022 por encima del 10%, el cual ya se está transmitiendo a los costos laborales de las empresas.

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 1.63% en febrero, superando nuevamente las previsiones de los analistas (incluida nuestra propia expectativa de 1.38%), el promedio histórico para este mes de 1%. De hecho, es la más alta desde febrero de 2001.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos registró la variación mensual más alta con 3.26% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos aumentaron 7.67% frente al mes de enero, afectados nuevamente por factores de oferta de índole externo e interno. Los precios de los alimentos procesados, que responden rápidamente a los mayores costos al productor y a choques externos, aumentaron en términos mensuales 2.09%.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 1.69%, liderado por el

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

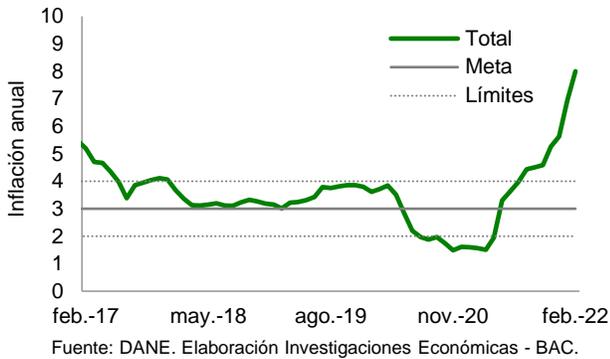
	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont. p.p.	Tendencia
	feb.-21	feb.-22	ene.-22	feb.-22		
Total	0.63	1.63	6.94	8.01	1.06	↑
Alimentos	0.46	3.26	19.94	23.30	0.50	↑
Regulados	1.14	1.69	8.31	8.91	0.10	↑
Bienes	0.94	1.60	5.29	5.98	0.13	↑
Servicios	0.40	1.00	2.78	3.39	0.30	↑

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

aumento de 4.68% en los cobros de educación básica primaria y secundaria, y de 2.62% en las tarifas de energía eléctrica.

Por su parte, el IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 1.60%, muy por encima de sus promedios históricos de 0.28%. Allí sobresale el aumento de 2.63% en los precios de muebles y electrodomésticos, y de 1.63% en vehículos, que siguen afectados al alza por factores de oferta externos (escasez de microchips y contenedores de transporte) y por una mayor demanda local de vehículos.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años



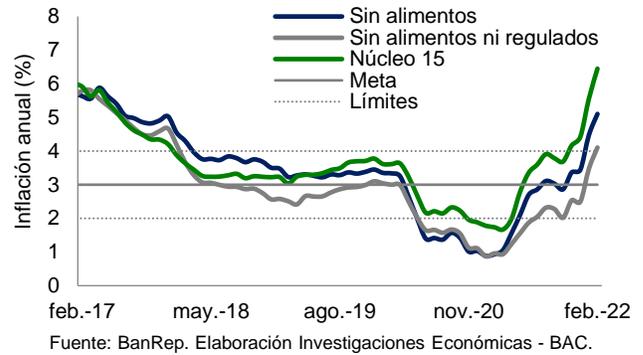
En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue de 0.99%, impulsado principalmente por el aumento de 4.16% en las tarifas de educación superior y de 2.30% en restaurantes y bares. Estos últimos continúan ajustando al alza los precios finales como consecuencia de: i) la indexación a la inflación de cierre de 2021; ii) el ajuste del salario mínimo para 2022; y iii) un mayor consumo de los hogares.

Las tarifas de arriendo de vivienda, otro ejemplo típico de precios rígidos y atados a mecanismos de indexación (de hecho, el de mayor peso dentro del IPC de servicios), también mostró un incremento importante y en febrero su variación mensual fue de 0.41%, muy por encima del promedio de 0.23% de los meses de febrero durante los últimos tres años.

De esta forma, la inflación anual del IPC se aceleró en febrero hasta 8.01%, desde el 6.94% de enero. La lectura de febrero se constituye en la inflación más alta

desde agosto de 2016 (Gráfico 12) y además se sigue alejando del límite superior del rango meta del BanRep (4%). Los dos componentes del IPC que más contribuyeron en este reciente comportamiento de la inflación fueron alimentos y servicios, con un aporte conjunto de 0.8 p.p. a la aceleración intermensual de 1.1 p.p. del IPC total (Tabla 1).

Gráfico 13. Principales medidas de inflación núcleo



En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se aceleró en el último mes hasta 5.22%, la más alta desde junio de 2017. Todas las medidas de inflación básica permanecen por encima del límite superior del rango meta del BanRep (4%). La inflación núcleo 15 se ubicó en 6.45%, sin alimentos alcanzó un 5.1% y la inflación sin alimentos ni regulados (nuestra medida preferida de inflación núcleo) se aceleró hasta 4.11% (Gráfico 13).

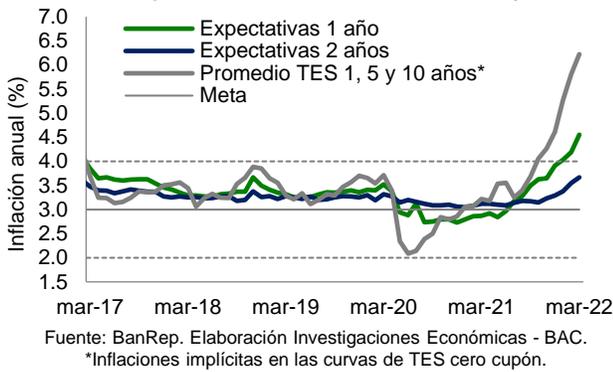
Las expectativas de inflación siguen desancladas y se ubican por encima del límite superior del rango meta del BanRep de 4%. El promedio de las expectativas a 1 año de los analistas aumentó 36 pbs hasta 4.6%, mientras que las de 2 años lo hicieron en 12 pbs y se ubican en 3.7% (Gráfico 14). El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES se incrementó hasta 6.2%, su nivel más alto desde febrero de 2005. Por su parte, las expectativas de inflación para el cierre de 2022 siguen en ascenso y apuntan a un 6.4%.

Para el mes de marzo **pronosticamos una variación mensual de 0.93% en el IPC, con lo cual la inflación anual se aceleraría hasta 8.46%**. Los riesgos de corto plazo continúan siendo necesariamente alcistas

y la probabilidad de alcanzar niveles del 9% en 2T22 se ha incrementado.

Múltiples factores sustentan esta expectativa, donde seguimos resaltando como los más importantes los siguientes: i) los altos costos de producción en la cadena secundaria-intermedia y su rápida transmisión hacia los precios de consumo final, especialmente en alimentos y bienes; ii) la activación de mecanismos indeseados de indexación; iii) la fortaleza que mantiene el gasto de los hogares; y iv) los efectos del choque de oferta creado por el conflicto de Rusia y Ucrania sobre los precios de materias primas, los cuáles se sentirán con fuerza en los próximos meses.

Gráfico 14. Expectativas de inflación de analistas y mercado



Esperamos que durante la segunda mitad del año la inflación inicie su proceso de convergencia hacia la meta de 3% de BanRep, pero su velocidad en el horizonte de política es altamente incierta. **Revisamos al alza nuestro pronóstico de inflación para el cierre de 2022 hasta 7.8%**, desde el anterior 6.4%.

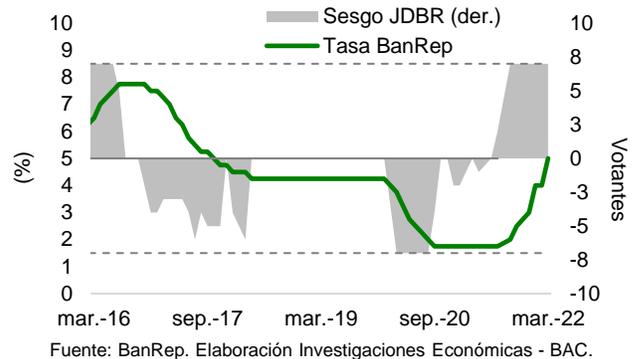
Tornando el análisis hacia las recientes decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), nuevamente dividida, decidió en marzo incrementar la tasa de interés de intervención en 100 pbs hasta 5%, sorprendiendo el consenso del mercado y analistas que esperaban un incremento de 150 pbs (Gráfico 15). El sesgo de la JDBR continúa siendo 100% alcista, aunque persiste la división en términos de la magnitud del ajuste. 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 150 pbs.

El comunicado de BanRep fue, en nuestra opinión, prudente en términos del actual proceso de ajuste monetario que viene ejecutando la JDBR y sus efectos sobre el crecimiento económico, pero algo contradictorio en materia de inflación y sus expectativas.

Por un lado, la JDBR reconoció que la inflación total y básica sigue en ascenso, y que presiones adicionales externas, derivadas de la invasión de Rusia a Ucrania, pueden materializarse en el corto plazo. Al mismo tiempo, destacó que las expectativas de inflación han continuado en aumento, presionadas por lo anterior.

Gráfico 15. Tasa de referencia vs distribución JDBR



No obstante, aunque las expectativas de inflación a 1 año y el promedio de las implícitas en los TES superan ampliamente el 4%, revelando un claro desanclaje de las mismas frente a la meta de 3%, el lenguaje del emisor ha sido pasivo en este frente. Lo anterior cobra particular relevancia en la medida que, según las nuevas proyecciones del equipo técnico del emisor, el crecimiento esperado del PIB para 2022 ahora es de 4.7%, superior al 4.3% previo, lo que implica que el cierre de los excesos de capacidad instalada será más rápido de lo previsto.

Con una expectativa de crecimiento económico más alto, y una inflación que estaría por encima del rango meta de BanRep durante 2022 y (muy probablemente) 2023, queda la sensación que el ajuste monetario podría ser un poco más agresivo para contener el

desanclaje de las expectativas de inflación. No hacerlo tendría un costo de cara al futuro cercano, y es que la velocidad de convergencia de la inflación a la meta podría ser considerablemente más lenta frente a lo esperado en este momento.

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 BanRep.

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 marzo completó 24 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.

Para el mes de abril **esperamos que BanRep incremente la tasa de intervención en 100 pbs hasta 6%**, teniendo en cuenta el mensaje de prudencia y gradualidad que dejó en su más reciente reunión. No obstante, ante una inflación que probablemente seguirá sorprendiendo al alza y afectando las expectativas, advertimos que aumentos más agresivos en los tipos de interés podrían ser necesarios.

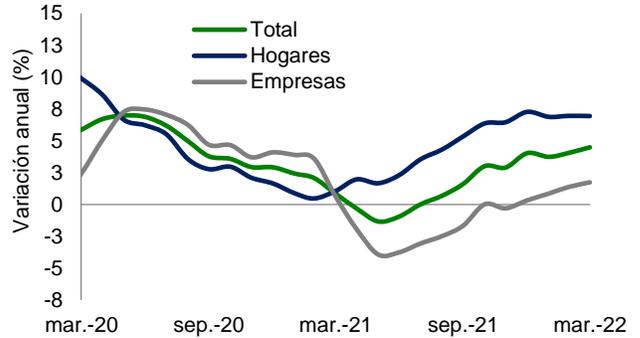
Mantenemos nuestra expectativa **que BanRep llevará los tipos de interés hasta 8% hacia mediados del año** y los mantendrá estables en ese nivel hasta el cierre de 2022.

Mercado de créditos

El comportamiento de la cartera total en pesos del sistema financiero sigue mostrando un desempeño

positivo, en línea con un entorno de reactivación y alto crecimiento económico. El riesgo de impago sigue disminuyendo y ha retornado a niveles pre-pandemia.

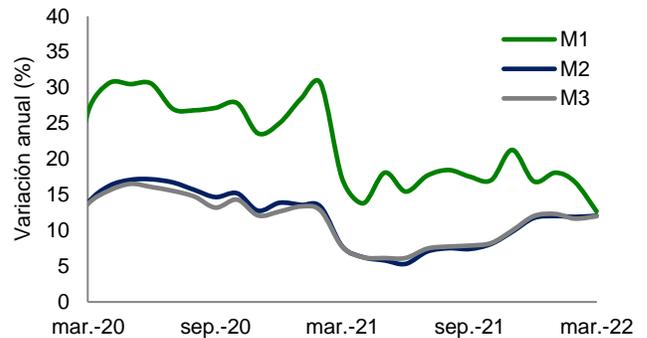
Gráfico 17. Crecimiento real de la cartera por tipo de agente



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El crecimiento real de la cartera total en pesos se aceleró en las primeras semanas de marzo hasta 4.5%, el más elevado desde agosto de 2020. El crecimiento real de los créditos hacia los hogares fue 6.9%, relativamente estable frente a lo observado en meses previos, mientras que el de los créditos hacia las empresas, aunque se mantiene rezagado, se aceleró hasta 1.7% (Gráfico 17).

Gráfico 18. Medios de pago por categoría de liquidez



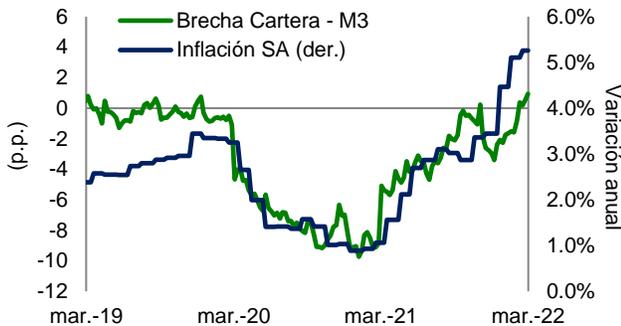
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Por modalidades, las carteras de consumo y vivienda son las que más crecen con expansiones reales de 8.4% y 5.1%, respectivamente, en línea con la buena dinámica del gasto de los hogares y los estímulos fiscales a la demanda de vivienda. El crecimiento real de la cartera de microcréditos, la más sensible al ciclo económico y con un riesgo implícito alto, se desaceleró hasta 2%, su ritmo más bajo desde julio de

2021. Los créditos comerciales, que representan cerca de un 51% del saldo de la cartera total, registraron un crecimiento real de 1.9%, el más alto desde febrero de 2021.

Los principales agregados monetarios siguen reflejando unas condiciones de liquidez favorables para la irrigación de créditos a la economía, a pesar del ajuste monetario iniciado por BanRep desde finales del año pasado. En efecto, el crecimiento de la base monetaria se mantiene en niveles altos de 15.8%, impulsado por el efectivo circulante de la economía que se expande a tasas de 14.8%.

Gráfico 19. Presiones inflacionarias asociadas a la cartera



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

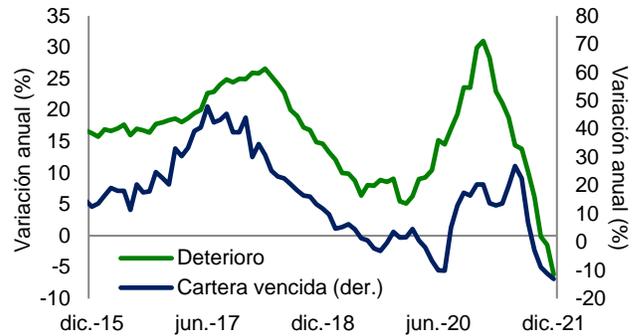
El medio de pago de mayor liquidez, el M1, se ha desacelerado en los últimos meses y en las primeras semanas de marzo registró un crecimiento de 12.7% (Gráfico 18). Por su parte, el M2 y el M3, que son medios de pago de menor liquidez que el M1, se han venido acelerando gradualmente por los incrementos en las tasas de interés de la economía y registran sendos crecimientos de 12%.

El leve mayor crecimiento del M1 frente al M2 y M3, refleja que todavía existe una preferencia de los agentes por depósitos a la vista y efectivo. Sin embargo, es de esperar que en los próximos meses los medios de pago de menor liquidez sigan ganando terreno y superen la dinámica del M1.

La brecha entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema, medidos a través del M3, se sitúa en terreno ligeramente positivo (Gráfico 19). Lo anterior refleja un crecimiento de la demanda de los créditos que ya superó el de la oferta

de fondos prestables, lo que podría presionar las necesidades de liquidez en el sistema.

Gráfico 20. Cartera vencida vs deterioro de la cartera

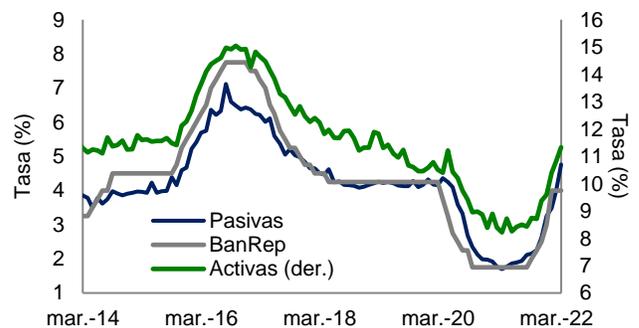


Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Los indicadores de riesgo en el sistema incorporan una probabilidad de impago cada vez menor, de la mano de una disminución en la cartera vencida. En efecto, con la información disponible a corte del mes de diciembre de 2021, el saldo de la cartera vencida registró una reducción de 13% (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 6.2% dando cuenta de mayores reintegros de provisiones, en línea con el menor riesgo asociado a la cartera.

Gráfico 21. Tasas de interés del sistema financiero*



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

Los indicadores de calidad tradicional de cartera de todas las modalidades han disminuido y ya se encuentran por debajo de los niveles registrados en diciembre de 2019. El indicador de calidad para microcrédito se sitúa en 6.6%, seguido por consumo con un porcentaje de 4.4%. Por su parte, la calidad de

la cartera del crédito comercial se ubica en 3.7% y la de vivienda se ubica en 3.1%.

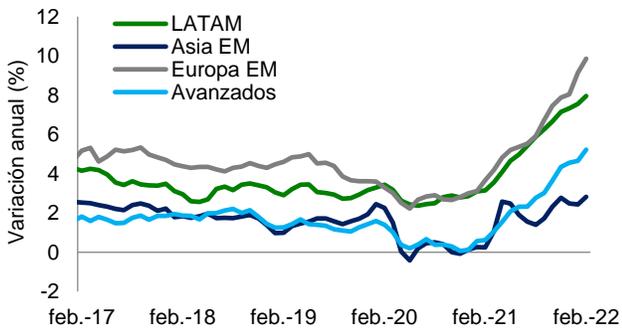
Bajo este contexto, desde que BanRep inició su proceso de normalización monetaria aumentando los tipos 325 pbs, las tasas de los créditos han aumentado 259 pbs y se sitúan, en promedio, cerca de 11.33%. Por su parte, las tasas pasivas han aumentado 261 pbs y se ubican en un promedio de 4.76% (Gráfico 21).

El incremento de las tasas de interés de colocación necesariamente comenzará a debilitar la demanda de créditos en el futuro cercano. Esperamos que los primeros efectos comiencen a sentirse durante la segunda mitad del año, teniendo en cuenta el rezago entre los movimientos de tasas de interés y la demanda de créditos en la economía, especialmente en las modalidades de consumo y microcrédito.

Contexto externo

La actividad económica mundial mantiene un ritmo de expansión favorable, según las últimas cifras disponibles, pero los riesgos de desaceleración sobre las perspectivas de corto plazo continúan en aumento, especialmente sobre las economías de Europa.

Gráfico 22. Inflación al consumidor por grandes regiones



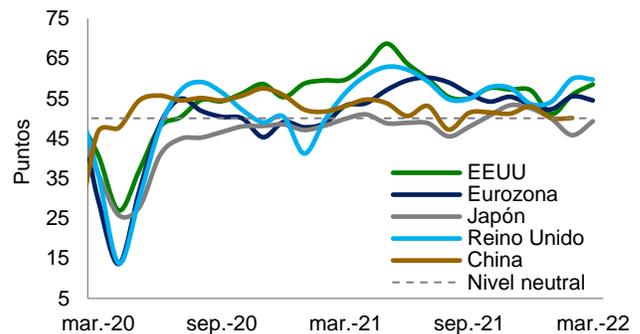
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Las principales causas de lo anterior se pueden resumir en: i) un ajuste monetario de los bancos centrales más agresivo; ii) una pérdida de confianza de los agentes sobre el futuro; y iii) una inflación que en el mundo entero se sigue elevando rápidamente (Gráfico 22) y podría ser aún mayor en el corto plazo

por los efectos indirectos de la invasión de Rusia a Ucrania, especialmente en las economías de Europa.

Según la última información disponible de los índices PMI compuestos, uno de los mejores indicadores adelantados de actividad a frecuencia mensual, el ritmo de expansión de economías como la del Reino Unido y la Eurozona se desaceleró modestamente en marzo, a pesar de los efectos negativos que impone su alta dependencia a Rusia en materia energética y alimentaria.

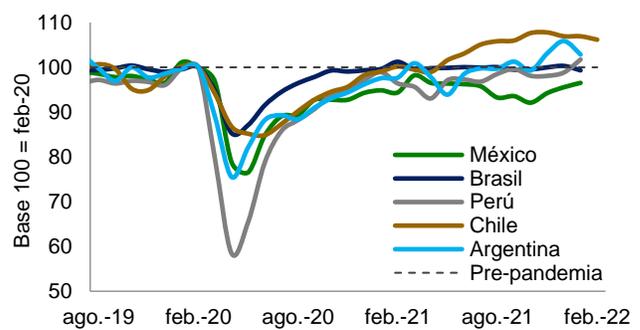
Gráfico 23. Índice PMI compuesto en economías grandes



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En contraste, la expansión de EEUU sigue siendo robusta y de hecho habría mejorado en marzo (Gráfico 23). Lo anterior es coherente con unas condiciones de su mercado laboral que se siguen estrechando y creando fuertes presiones sobre los salarios.

Gráfico 25. Índices de actividad económica en LATAM*



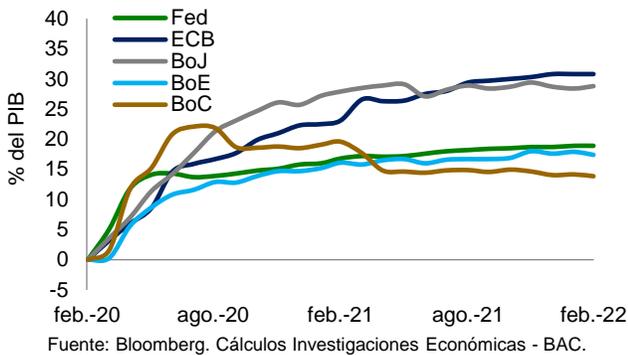
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series ajustadas por estacionalidad y efecto calendario.

Los índices de producción agregada en LATAM dan cuenta de una desaceleración más marcada en los últimos meses frente a las economías avanzadas. Según nuestros cálculos, en enero el crecimiento de

la región habría sido de 2.5%, el más bajo desde marzo de 2021, y además continúa siendo muy desigual entre los principales países (Gráfico 25). La recuperación de la economía de Chile ha sido la más rápida y su crecimiento en febrero fue del 6%. En contraste, la economía de México persiste como la más rezagada.

Ante la mayor inflación observada y esperada en el mundo entero, los bancos centrales más importantes del mundo han acelerado el ajuste de su política monetaria, endureciendo más rápidamente las condiciones financieras frente a lo previsto inicialmente.

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



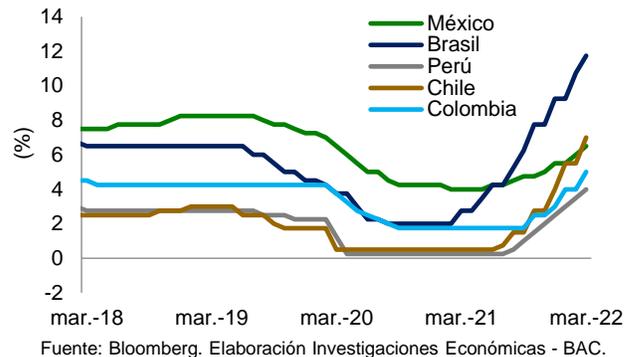
En EEUU, la Fed incrementó los tipos de interés en 25 pbs, por primera vez desde 2018, ubicándolos en el rango 0.25% - 0.5%. Además, anunció que comenzará a contraer la base monetaria (reducir sus tenencias de Tesoros y MBS) a partir del mes de mayo.

Como consecuencia de las fuertes sorpresas inflacionarias, los mercados descuentan un ajuste monetario agresivo de la Fed en 2022 llevando las tasas hasta el rango 2.25% - 2.5%, pero para 2023 y 2024 anticipan estabilidad o incluso recortes en los tipos de interés, dado el creciente pesimismo de los inversionistas de cara al futuro (ver “Un verdadero dilema” en [CE – Marzo 22 de 2022](#)).

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

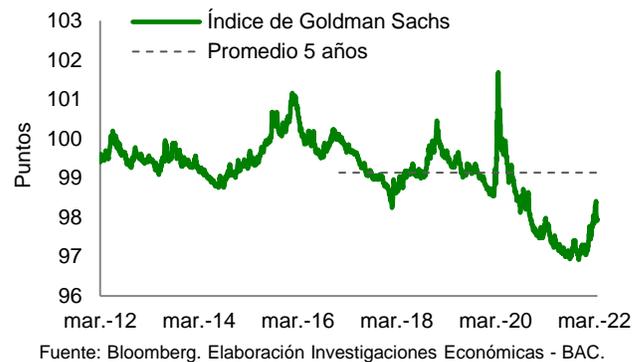
(PEPP), mientras que el Banco Central de Inglaterra (BoE) aumentó su tasa de intervención en 25 pbs hasta 0.75% y continúa con el proceso de reducción en su hoja de balance.

Gráfico 27. Tasas de política monetaria en LATAM



Por su parte, el Banco Central de Canadá (BoC) también incrementó su tasa de intervención en 25 pbs hasta 0.5%. El Banco Central de Japón (BoJ) es el único que enfrenta un entorno distinto (bajo crecimiento e inflación) y mantiene su postura ultra expansiva con tasas de interés en mínimos históricos y aumentos de la base monetaria.

Gráfico 28. Estado de condiciones financieras globales



De esta forma, el balance de activos de los bancos centrales más importantes del mundo, como porcentaje del PIB, se sigue estabilizando (Gráfico 26). El BoE y el BoC son los únicos que, en la actualidad, están contrayendo la base monetaria de sus economías, algo que eventualmente comenzará a realizar la Fed en el mes de mayo.

Los bancos centrales en LATAM también continúan elevando agresivamente las tasas de interés de política monetaria (Gráfico 27), en un contexto de alta inflación y preocupación sobre la evolución de los flujos de capitales hacia sus economías. Naturalmente, más allá de las mejoras en términos de intercambio que generan unos precios de las materias primas más altos, este contexto se constituye en un riesgo a la baja importante para las perspectivas de crecimiento en el corto plazo.

En este entorno, las condiciones financieras internacionales se siguen tornando cada vez menos holgadas (Gráfico 28). Las tasas de interés de los mercados de deuda continúan al alza, afectadas por la alta inflación y por las expectativas de un ajuste incluso más agresivo de la política monetaria de los bancos centrales en 2022.

Proyecciones Económicas

	2019	2020	2021	2022(p)	
Demanda agregada					
PIB (%)	3.3	-6.8	10.6	4.8	
Consumo privado (%)	4.4	-5.8	14.6	5.4	
Gasto público (%)	4.3	3.7	12.1	2.4	↓
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	13.6	↑
Importaciones (%)	8.2	-17.8	27.5	8.1	
Sectores actividad económica					
Agropecuario (%)	1.9	3.0	2.4	0.5	↓
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	3.8	↓
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	7.8	↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	4.25	1.75	3.00	8.00	
DTF EA (promedio año %)	4.5	3.4	2.0	6.3	↓
IBR overnight EA (promedio año %)	4.3	2.9	1.9	6.5	↓
TES COP a 10 años (final del periodo %)	6.4	5.9	8.5	9.0	↑
Desempleo nacional (promedio año %)	10.5	16.1	13.7	11.7	
Sector externo					
Tasa de cambio (promedio anual)	3282	3695	3749	3850	↓
Tasa de cambio (final del periodo)	3297	3434	3981	3850	
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-4.3	-3.3	-5.7	-5.5	↓
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	4.5	2.8	3.0	3.4	↓
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.
