



Informe Mensual Coyuntura Económica

Investigaciones Económicas

Resumen

- *La información reciente de actividad evidencia una dinámica de crecimiento que sigue siendo favorable, pero al mismo tiempo da señales inequívocas de desaceleración. El sector primario continúa rezagándose por condiciones climáticas adversas y la coyuntura internacional de costos elevados. Por el contrario, los sectores secundario y terciario lideran el crecimiento económico, en línea con el buen comportamiento de la demanda interna.*
- *Las cifras del mercado laboral sugieren unas condiciones que se mantienen favorables, aunque el espacio de mejoras adicionales se ha estrechado significativamente y la fortaleza de la demanda de trabajo se está moderando. El desempleo a nivel nacional y urbano se mantiene por debajo de sus niveles estructurales. En este entorno, la dinámica de los salarios nominales permanece alta.*
- *La inflación al consumidor volvió a acelerarse en octubre y alcanzó máximos no vistos desde 1999. Las medidas de inflación básica, así como las expectativas de inflación, siguen aumentando y permanecen muy por encima de la meta de 3%. En este entorno, BanRep incrementó en 100 pbs la tasa de intervención hasta 11% durante su última reunión de política monetaria.*
- *La dinámica de la cartera real de créditos se sigue desacelerando y el balance de riesgos sugiere algunas restricciones de oferta en el corto plazo. Las tasas activas y pasivas siguen incorporando rápidamente los aumentos en la tasa de interés de BanRep y los medios de pago de menor liquidez continúan ganando terreno.*
- *Las perspectivas económicas mundiales se deterioraron con fuerza en el último mes y el riesgo de recesión en varias economías avanzadas es cada vez más alto. No obstante, en EEUU la inflación parece haber alcanzado su techo y podría permitir que el ajuste de tasas de interés de la Fed se suavice en el futuro cercano. En cualquier caso, las condiciones financieras internacionales permanecen apretadas.*

CONTENIDO

Actividad económica	2
Mercado laboral	6
Precios y política monetaria	8
Mercado de créditos	11
Contexto externo	13
Proyecciones	16

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

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

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



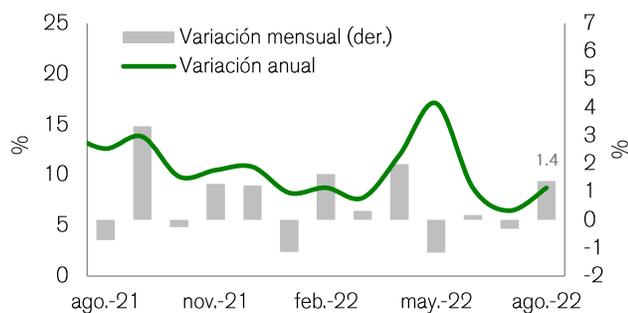
Actividad económica

Las cifras de actividad económica en 3T22 y 4T22 dan cuenta de un ritmo de expansión que se mantiene favorable, aunque inferior a lo observado en trimestres previos. Lo anterior obedece a un proceso de desaceleración natural de la economía, consistente con el agotamiento de los excesos de ahorro de 2020-2021 y el endurecimiento de la política monetaria desde finales del año pasado.

Las cifras de producción siguen revelando un desempeño positivo de los sectores secundario y terciario, en línea con el buen comportamiento de la demanda interna. En contraste, el sector primario permanece rezagado frente a la velocidad de recuperación del resto de ramas de actividad.

En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró un crecimiento mensual de 1.4% en agosto, superando ampliamente el aumento promedio de 0.7% observado en los últimos 12 meses y siendo la variación más alta desde abril pasado (Gráfico 1).

Gráfico 1. Comportamiento del ISE durante el último año*



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

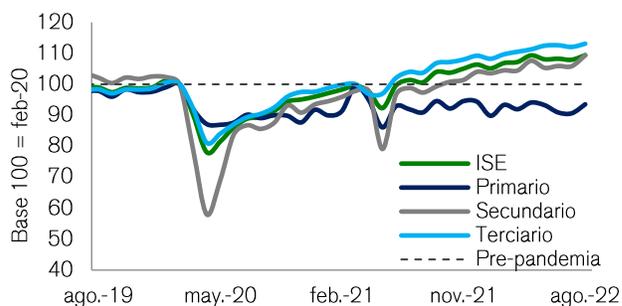
En términos de su dinámica anual, y tomando la serie original, la variación del ISE en agosto fue de 8.6%¹, un ritmo de expansión favorable que incluso superó nuestra estimación preliminar de 6.2% (ver “Actividad económica” en [IMCE – Octubre 10 de 2022](#)). De hecho, este resultado da cuenta de una aceleración en el crecimiento

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

del producto frente al 6.4% registrado en julio. En cualquier caso, la dinámica actual del producto es inferior al promedio del primer semestre del año, algo que es consistente con un proceso de desaceleración que se anticipaba desde hace varios meses atrás

Tras dos meses de caídas en la producción, el ISE de la cadena **primaria** registró en el último mes una expansión de 2.6%. No obstante, continúa muy rezagado frente a otros sectores en el marco del actual proceso de recuperación económica. Más aún, los niveles actuales de producción de esta rama de actividad se ubican 7 p.p. por debajo de sus niveles pre-pandemia (Gráfico 2).

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



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

En la minería, la producción de carbón todavía no recupera los niveles pre-pandemia, a pesar de los mayores precios de las materias primas a nivel internacional. Según cifras de septiembre, la producción ligada al carbón dentro del índice de producción industrial se ubica 44 p.p. por debajo de los registros de febrero de 2020 y, en promedio, durante el año 2022 ha caído 2.7%.

La producción de petróleo tampoco ha alcanzado sus niveles pre-COVID (cerca de 880 mil barriles-día), pero en meses recientes sigue ganando algo de tracción. En lo corrido de 2022 al corte de septiembre, la producción promedio de crudo se ubica en 747 mil barriles-día, lo que representa un aumento de 1.9% frente al mismo periodo de 2021. Asimismo, con la información disponible de octubre, el crecimiento de la producción de crudo en el país habría bordeado ritmos del 4%.



El reciente desempeño del sector agropecuario ha sido negativo en el balance, como consecuencia del fuerte incremento en los costos de producción y afectaciones climáticas sobre la oferta, especialmente generadas por las fuertes lluvias en el país.

En la ganadería, el sacrificio de ganado vacuno y porcino en septiembre cayó 3.1%, y la producción en la avicultura creció apenas un 0.5%. Dentro de los cultivos agrícolas, el sector cafetero sigue afectado por la reciente temporada de lluvias y la consecuente elevada nubosidad, haciendo que la producción promedio durante los primeros diez meses del año sea de 904 mil sacos de 60 kg, cifra inferior al millón de sacos producidos en promedio durante el mismo periodo de 2021. Nada más en octubre, la producción de café fue de 888 mil sacos, lo que representa una fuerte caída de 12.3%.

El ISE del sector **secundario** continúa con una dinámica favorable, a pesar de las limitaciones que está generando el contexto de elevados costos de producción, y en agosto fue el que más se expandió con una tasa de 11.5% (Gráfico 2). La actividad manufacturera sigue siendo el motor de la cadena intermedia de producción y su crecimiento en septiembre fue de 6.9%, aunque la construcción habría sido el que impulsó el crecimiento del ISE secundario en el último mes.

Gráfico 3. Evolución de variables de comercio exterior



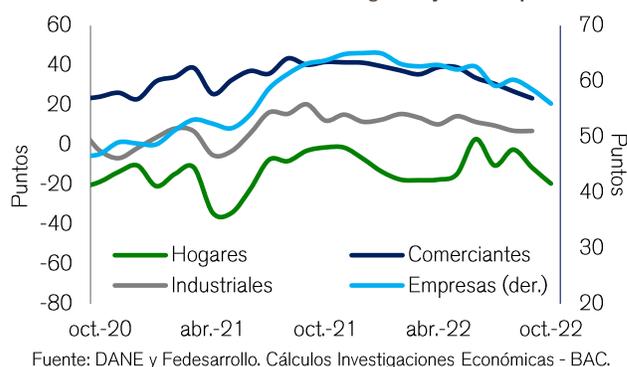
Dentro de los sectores que más contribuyeron al crecimiento de las manufacturas en septiembre, se encuentran los de textiles y calzado, y actividades de impresión. No obstante, el índice PMI manufacturero, que es un indicador adelantado de la industria, descendió en

octubre y se ubicó en 50 puntos, por debajo del promedio de 51.7 puntos de los últimos tres meses.

El sector de la construcción también mantiene un comportamiento positivo en el balance. Las licencias de construcción aumentaron 40.8% en septiembre, mientras que la producción de cemento gris, uno de los insumos más importantes para el sector, registró un crecimiento de 4.1%. Asimismo, las iniciaciones de vivienda registraron un crecimiento de 7.8% en 3T22.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de los sectores de comercio y servicios, mantiene un comportamiento muy positivo y en el último mes su crecimiento fue de 9% (Gráfico 2).

Gráfico 4. Confianza de los hogares y las empresas



Buena parte de lo anterior se explica por el buen comportamiento del comercio minorista, cuyo índice de ventas reales creció 7.2% en septiembre, aunque su dinámica se ha venido moderando en meses recientes. Los subsectores minoristas que más crecieron fueron los de libros y papelería, y bebidas alcohólicas.

El crecimiento de los ingresos reales del sector de servicios también se ha desacelerado y en septiembre fue de 6.2%, el más bajo desde febrero de 2021. Los rubros de información y datos, y transporte fueron los servicios con mayor crecimiento del último mes.

En cuanto a las variables de comercio exterior, el crecimiento de las exportaciones en valor FOB fue de 26% en septiembre, explicado mayoritariamente por un aumento de 34.9% en las exportaciones tradicionales donde sobresale el crecimiento de 115.1% de las ventas de carbón. Controlando el efecto nominal-precio de las

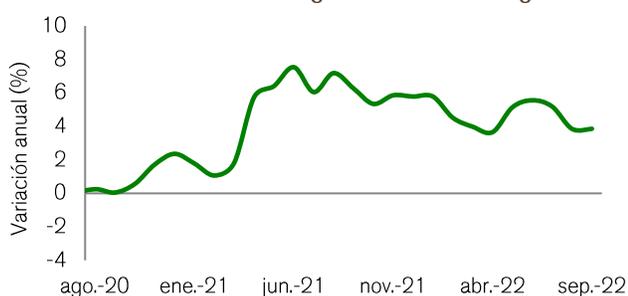


ventas externas, nuestros cálculos revelan una caída real de 13.6% de las exportaciones en septiembre.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB muestran un crecimiento de 36.6%, en línea con la buena dinámica que aún refleja la demanda interna. Las importaciones fueron impulsadas, en su mayoría, por las compras externas de materias primas y productos intermedios, las cuales crecieron 38.3%. Buena parte de este resultado se sigue explicando por el efecto nominal de unos elevados costos externos.

En términos reales, el crecimiento de las importaciones fue de 19.3%, superando una vez más la dinámica real de las exportaciones (Gráfico 3). Bajo este contexto, las exportaciones netas siguen contribuyendo negativamente al dinamismo de la demanda agregada.

Gráfico 5. Dinámica del gasto real de los hogares



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

Los indicadores adelantados de actividad reflejaron, en el balance, resultados positivos en septiembre – octubre, que son consistentes con la buena dinámica que todavía muestra el gasto agregado. Sin embargo, también están evidenciando síntomas de desaceleración en la actividad económica.

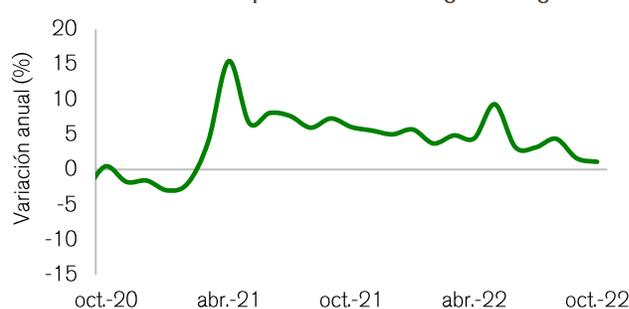
Con información al corte de octubre, el índice de confianza de los consumidores se deterioró y permaneció en terreno negativo, algo que es consistente con un entorno de alta inflación y aumentos en las tasas de interés.

Los índices de confianza de las empresas en los distintos sectores económicos, según cifras de Fedesarrollo y del DANE al corte de septiembre y octubre, respectivamente, también disminuyeron y alcanzaron mínimos del último año (Gráfico 4). Buena parte de estos resultados continúa

siendo sustentada por unos mayores costos de producción (locales y externos) y la depreciación nominal de la tasa de cambio.

El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, registró un crecimiento de 4.7% en septiembre, ligeramente inferior a la tendencia central de meses anteriores (Gráfico 5). Sin embargo, descontando la inflación núcleo y no la total, la expansión del gasto real de los hogares se mantuvo en niveles muy favorables de 8%.

Gráfico 6. Demanda promedio-día energía no regulada



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

Por su parte, la demanda de energía no regulada, una buena variable proxy de inversión fija de las empresas en el sector secundario, se sigue desacelerando al compararse con la expansión registrada en meses recientes. En efecto, la demanda en septiembre se situó alrededor de los 213 GWh diarios, lo que se traduce en un crecimiento de 1.6% y que con las cifras preliminares de octubre descendería hasta 1.1% (Gráfico 6).

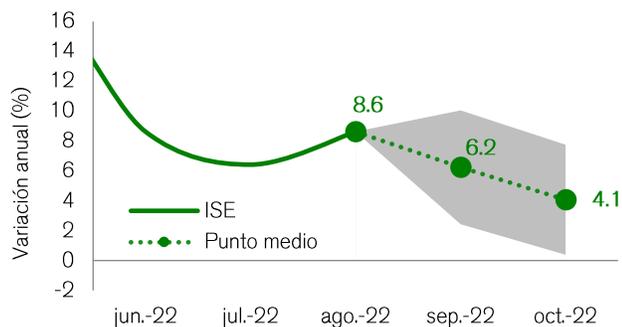
Algunos datos de alta frecuencia, como los de movilidad diaria de personas que publica Google y que están más relacionados con la dinámica del gasto de los hogares, también reflejan crecimientos más bajos en los últimos meses y en octubre alcanzaron un 15.8%. En promedio, el crecimiento año corrido de este indicador ha sido de 31.8%.

Por todo lo anterior, **pronosticamos un crecimiento de 6.2% del ISE para el mes de septiembre**. Con la información disponible de octubre, nuestro modelo *Nowcast* sugiere un crecimiento preliminar del ISE de 4.1% para ese mes (Gráfico 7).



De esta forma, estimamos un crecimiento de 7.1% del PIB para 3T22, dando cuenta de un ritmo de expansión inferior al promedio de 10.4% del primer semestre del año. **Mantenemos nuestro pronóstico de expansión del PIB para todo 2022 en 8%.**

Gráfico 7. Intervalo de pronóstico de corto plazo del ISE*



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

Nuestra expectativa de una desaceleración económica en el futuro cercano continúa sustentada por: i) un ajuste natural del crecimiento, que es consistente con una estabilización de la senda del producto; ii) el fuerte ciclo de incrementos en la tasa de interés de BanRep; iii) la desaceleración en la actividad económica de varios de nuestros socios comerciales; y iv) una fuerte pérdida de confianza de los agentes que afectará el clima de los negocios y la inversión en el futuro cercano.



Mercado laboral

El favorable ritmo del crecimiento del producto se sigue traduciendo en una demanda de trabajo fuerte, que a la fecha ha permitido recuperar todos los empleos perdidos por la pandemia. Los niveles de ocupación siguen creciendo más rápidamente en las ciudades, apoyando por esta vía una mayor dinámica del empleo asalariado y formal.

Varios indicadores continúan sugiriendo un mercado laboral estrecho que estaría creando algunas presiones inflacionarias. No obstante, el espacio para mejoras adicionales en el empleo luce muy reducido en el corto plazo, y es de esperar que dichas presiones inflacionarias se disipen a partir de 2023.

Gráfico 8. Principales indicadores del mercado laboral*



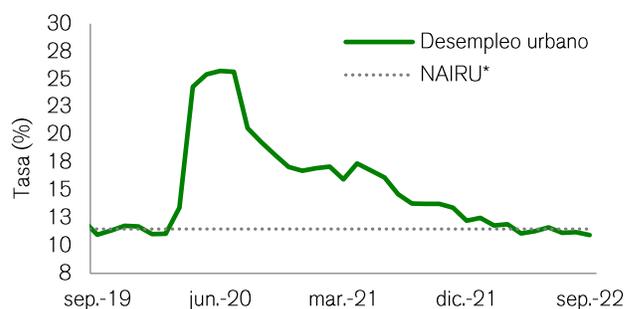
Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Se toman las series que están ajustadas por efectos estacionales.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional registró un leve aumento en septiembre hasta 11% (Gráfico 8), aunque permanece por debajo de los niveles pre-pandemia (11.6%). Tomando también la serie desestacionalizada, la tasa de ocupación y la tasa global de participación, donde esta última mide la absorción de la población económicamente activa por el mercado laboral, ascendieron hasta 57.3% y 64.4%, respectivamente, y también ya se encuentran por encima de los registros previos al choque de la pandemia de 2020.

Los niveles de desempleo en la economía continúan ligeramente por debajo de las mediciones de desempleo estructural. En efecto, para el total nacional se estima una tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés) cerca del 12% y los niveles

actuales de desempleo nacional se sitúan por debajo de dicho nivel. En el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, el desempleo urbano se sitúa en 10.9%, también inferior a la tasa NAIRU que, de acuerdo con el BanRep, se estima en este caso alrededor del 11.5% (Gráfico 9).

Gráfico 9. Evolución del desempleo grandes ciudades

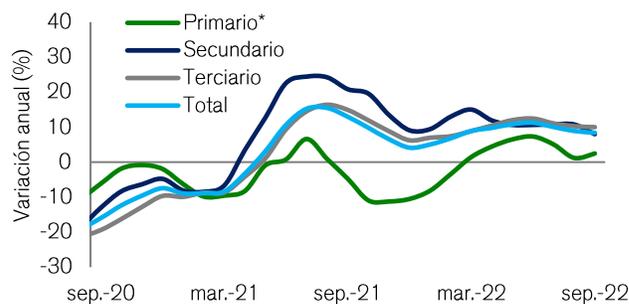


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Estimación desempleo estructural hecha por BanRep. RML - Julio 2022.

A nivel sectorial, la generación de empleos en la cadena primaria continúa siendo relativamente débil (Gráfico 10), en línea con los bajos crecimientos de la producción allí observados. Las ramas secundaria y terciaria, en contraste, siguen liderando la demanda de trabajo a nivel nacional, algo que también es consistente con lo que refleja el ISE sectorial en esas cadenas de producción.

No obstante, la tendencia central de los últimos meses ha comenzado a dar cuenta de una menor dinámica de la ocupación sectorial en todas las grandes ramas.

Gráfico 10. Generación de empleo por ramas (PM3)



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*El sector primario representa la ocupación del sector agropecuario.

En este entorno, las actividades de comercio, y alojamiento y servicios de comida fueron las que más generaron empleos durante el último año con corte a



septiembre, anotando incrementos de 334 y 333 miles de ocupados, respectivamente.

En línea con todo lo anterior, la creación de empleos asalariados sigue siendo más rápida frente a la de empleos no asalariados. En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados se sitúa en 9.7%, superior al 6% del crecimiento de empleos no asalariados. Por su parte, la tasa de empleos formales se situó en 74.1% y supera ampliamente la tasa de subempleos (subutilización de empleo), que se ubica en 15.2%.



Bajo este contexto, la inflación de los salarios nominales se mantiene alta y fue de 9.6% en agosto. Además de la influencia del aumento del salario mínimo por encima del 10% para 2022, el buen desempeño de la demanda de trabajo en la economía también ha explicado este comportamiento de los salarios (Gráfico 11). En términos reales, la inflación salarial cayó 1.2% en el último mes como consecuencia del fuerte incremento de la inflación al consumidor.

De esta forma, **revisamos ligeramente al alza nuestra proyección de tasa de desempleo nacional para el promedio-año de 2022 hasta 11.1%.**

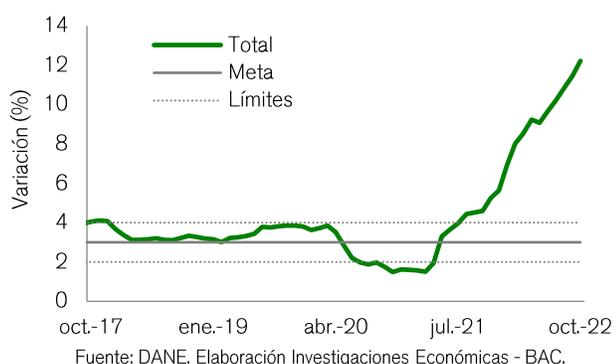


Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de 0.72% en octubre, superando nuevamente las expectativas de los analistas (0.64%), aunque inferior a nuestra proyección de 0.83% (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Octubre 10 de 2022](#)). Esta variación mensual del IPC es la más alta registrada para este mes desde el año 1997.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos registró la variación mensual más alta con 1.21% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos aumentaron 1.32% frente al mes de septiembre, mientras que los precios de los alimentos procesados, que responden rápidamente a los mayores costos al productor y son los más expuestos a choques externos y cambiarios, se incrementaron 1.18%.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años



pesos en la gasolina que había sido previamente anunciado por el Gobierno y que obedece a las medidas recientemente anunciadas para mitigar el déficit del FEPC. Los aumentos mensuales de la gasolina para noviembre y diciembre también serán de 200 pesos, por lo que es de esperar más incrementos en el IPC de combustibles, del orden de estas magnitudes, en el corto plazo

Gráfico 13. Principales medidas de inflación núcleo



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Por su parte, el IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.94%. Allí sobresale el aumento de 1.9% en los precios de vehículos y autopartes, seguido por los productos de aseo y el IPC de muebles y electrodomésticos, que aumentaron 1% y 0.9%, respectivamente. Parte de estas presiones inflacionarias obedecen a la depreciación del peso colombiano frente al dólar, además de la fortaleza del consumo de bienes durables y semidurables.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.71%, liderado por el aumento de 1.61% en las tarifas de energía eléctrica y de 1.39% en el IPC de los combustibles. El incremento de este último fue motivado por el aumento mensual de 200

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue de 0.41%, impulsada principalmente por el aumento de 0.79% en el IPC de restaurantes y bares, y de 0.23% en el IPC de arrendamientos. En ambos casos, los resultados de estos rubros del IPC de servicios siguen

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

	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont. p.p.	Tendencia
	oct.-21	oct.-22	sep.-22	oct.-22		
Total	0.02	0.72	11.44	12.22	0.77	↑
Alimentos	0.89	1.21	26.62	27.02	0.06	↑
Regulados	0.19	0.71	11.46	12.04	0.10	↑
Bienes	-0.34	0.94	11.57	13.00	0.27	↑
Servicios	-0.23	0.41	5.93	6.62	0.34	↑

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

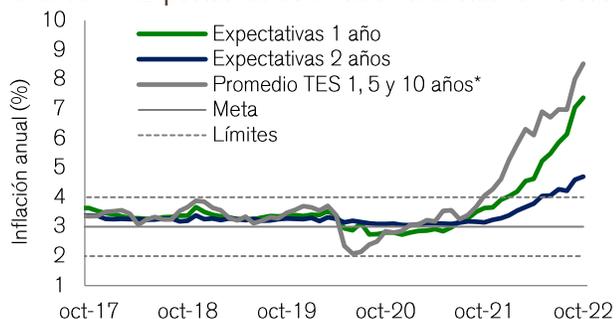


incorporando la buena dinámica del gasto de los hogares y la indexación a la inflación causada de 2021.

De esta forma, la inflación anual del IPC se aceleró en octubre hasta 12.22% (Gráfico 12), la más alta registrada desde marzo de 1999. Los dos componentes que más contribuyeron a la inflación total fueron el IPC de alimentos y el IPC de servicios, los cuales explicaron en conjunto el 62% de la variación anual del IPC total (Tabla 1).

El promedio de las principales medidas de inflación núcleo aumentó hasta 9.5%, un registro máximo desde que se produce esta información. Todas las medidas de inflación básica se aceleraron nuevamente y se siguen alejando de la meta de 3% del BanRep. En efecto, la inflación núcleo 15 aumentó hasta 10.8%, mientras que la inflación sin alimentos alcanzó un 9.2%. Por su parte, la inflación sin alimentos ni regulados (nuestra medida preferida de inflación núcleo) se aceleró hasta 8.4% (Gráfico 13).

Gráfico 14. Expectativas de inflación analistas vs mercado



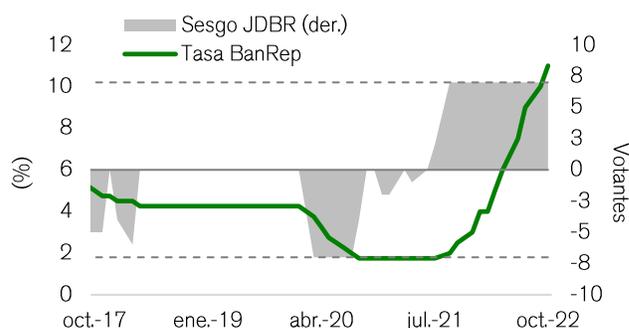
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Inflaciones implícitas en las curvas de TES cero cupón.

Las expectativas de inflación siguen desancladas y muy por encima del límite superior del rango meta del BanRep de 4%. Las expectativas para el cierre de 2022 aumentaron hasta 11.9%. Por su parte, el promedio de las expectativas a 1 año de los analistas aumentó 0.33 p.p. hasta 7.4% y el promedio a 2 años lo hizo en 0.11 p.p. hasta 4.7% (Gráfico 14). El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES también aumentó hasta 8.5%.

Para el mes de noviembre **pronosticamos una variación mensual de 0.64% en el IPC**, con lo cual la inflación anual se aceleraría hasta 12.39%.

De esta forma, **revisamos levemente al alza nuestro pronóstico de inflación para el cierre de 2022 hasta 12.7%**. Anticipamos que el pico de la inflación se alcanzará durante 1T23, con cifras que muy probablemente superarán el 13%. Estimamos que el proceso de convergencia hacia la meta de 3% del BanRep será muy lento, y podría iniciar hacia mediados de 2023. En cualquier caso, advertimos que la inflación se mantendrá por fuera del rango meta al menos hasta 2024.

Gráfico 15. Tasa de referencia vs distribución JDBR



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tornando el análisis hacia las recientes decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió, por unanimidad, incrementar en 100 pbs la tasa de interés de referencia hasta 11% (Gráfico 15), en línea con nuestra expectativa. El sesgo de la JDBR continúa siendo totalmente alcista.

Para esta decisión, la JDBR consideró los siguientes factores: i) la inflación al consumidor total y básica continúan aumentando; ii) las expectativas de inflación siguen en ascenso y superan ampliamente la meta de 3% del emisor; iii) el ritmo de actividad económica se mantiene dinámico y se observa un incremento persistente de la demanda por encima de sus niveles sostenibles en el largo plazo; y iv) las condiciones financieras adversas, así como factores idiosincráticos locales, deterioraron la prima de riesgo e hicieron que las tasas de interés de los TES aumentaran y que el peso se depreciara significativamente frente al dólar.

De acuerdo con las minutas de la reunión de la JDBR, todas estas sorpresas plantean un escenario actual diferente frente al que se tenía en la reunión del mes de septiembre.



El equipo técnico del BanRep volvió a revisar al alza su proyección de crecimiento para 2022, desde 7.8% hasta 7.9%. Dados los crecientes riesgos externos de recesión y el efecto restrictivo del ajuste de la política monetaria hacia las variables de gasto de la economía, para 2023 también revisó a la baja su estimación de crecimiento económico desde 0.7% hasta 0.5%. Sin embargo, la JDBR resalta que el pronóstico del nivel actividad para 2023, aún con todo lo anterior, es un 12% superior al observado en 2019, previo a la pandemia.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política ex ante y ex post núcleo acumuló 4 meses en terreno ligeramente contractivo y alcanzó un máximo no visto desde enero de 2017 (Gráfico 16). Teniendo en cuenta el reciente lenguaje del emisor, y la necesidad de llevar la tasa real de política monetaria a niveles algo más contractivos, la probabilidad de más aumentos en la tasa de interés de referencia sigue siendo alta.

Gráfico 16. Evolución tasa real de política monetaria



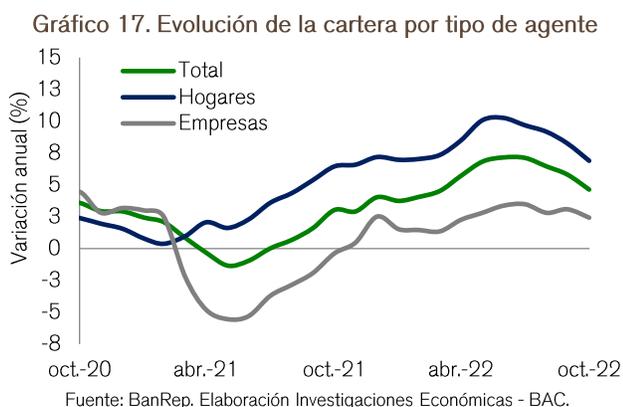
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasa de interés real neutral estimada por el equipo técnico de BanRep.

Por todo lo anterior, **mantenemos nuestra expectativa de tasa de intervención de BanRep finalizando en 12% al cierre de 2022.** También seguimos esperando que la tasa de referencia alcance su punto máximo en niveles cercanos al 13% durante 1T23, momento en el cual estimamos que la inflación toque un pico.



Mercado de créditos

La dinámica de la cartera total de créditos del sistema financiero, en términos reales, ha consolidado la fase de desaceleración que veníamos anticipando desde hace varios meses atrás (ver “Mercado de créditos” en [IMCE – Julio 5 de 2022](#)). Varios indicadores continúan sugiriendo un riesgo de impago relativamente bajo, pero en algunas modalidades, como la de consumo, se ha visto un deterioro no despreciable en la calidad de cartera que en el futuro cercano afectará la oferta de este tipo de créditos.



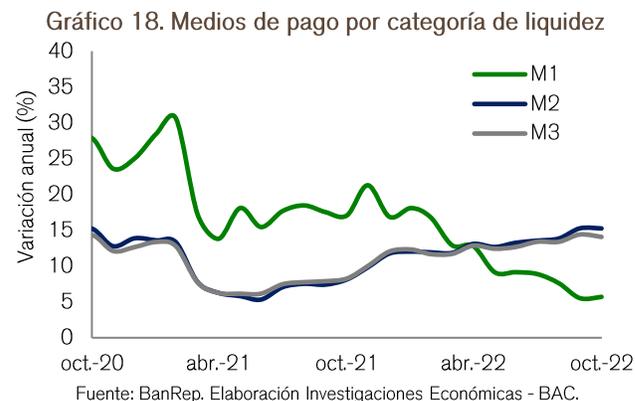
El crecimiento real de la cartera total se desaceleró durante las primeras dos semanas de octubre hasta 4.6%, de la mano de unas mayores tasas de colocación, una inflación más alta y la desaceleración moderada de la actividad económica. El crecimiento real de los créditos hacia los hogares fue de 6.9%, el más bajo desde noviembre de 2021, mientras que el ritmo de colocaciones hacia las empresas fue 2.4%, un mínimo desde el pasado mes de abril (Gráfico 17).

Por modalidades, el crecimiento de la cartera de consumo fue 9.5% y sigue liderando la expansión del crédito total entre sus diferentes modalidades, en línea con la fortaleza que aún refleja el mercado laboral y el gasto de los hogares. La cartera comercial creció 2.4%, seguida por el microcrédito y la cartera de vivienda, que aumentaron 2% y 1.5%, respectivamente.

Los principales agregados monetarios siguen reflejando unas condiciones favorables para la oferta de crédito, a pesar del endurecimiento monetario de BanRep y algunas

presiones de liquidez derivadas del exceso de demanda del mercado de fondos prestables.

En efecto, el crecimiento de la base monetaria fue de 11.5% durante el último mes, impulsado por el efectivo circulante de la economía que se expandió un 10.8%. La dinámica del medio de pago de mayor liquidez, el M1, continúa desacelerándose y en octubre registró un crecimiento de 5.7% (Gráfico 18).



En contraste, los crecimientos del M2 y el M3, que son medios de pago de menor liquidez, se siguen acelerando y registran a la fecha ritmos de 15.3% y 14.1%, respectivamente. Lo anterior es consistente con el actual ciclo de incrementos en las tasas de interés, que tiende a favorecer los depósitos a plazo en la economía y, en consecuencia, reduce la preferencia por medios de pago de mayor liquidez.



De esta forma, la brecha entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema, medidos a través del M3, se mantiene en terreno positivo (Gráfico



19). Lo anterior se ha dado en medio de un crecimiento de la demanda de créditos que supera el de la oferta de fondos prestables, presionando por esta vía las necesidades de liquidez de los establecimientos de crédito y las tasas de interés de captación, más allá de la transmisión del ajuste de la tasa de referencia de BanRep y los efectos derivados de la implementación del Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN).



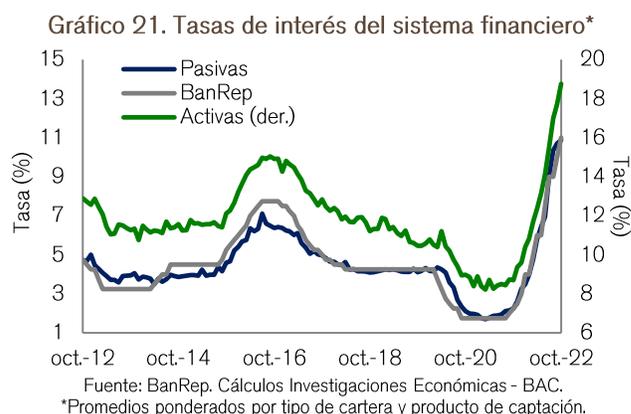
El indicador de cartera vencida (ICV) del sistema continúa mejorando y actualmente refleja una probabilidad de impago baja en el sistema financiero. Más aún, el ICV se ubica en niveles inferiores a los registros pre-pandemia y al promedio de los últimos 10 años. Sin embargo, en el corto plazo es de esperar que la cartera vencida pueda comenzar a ganar terreno frente a la cartera bruta, deteriorando así el ICV en las diferentes modalidades. De hecho, la cartera vencida del crédito de consumo ya registra una variación positiva respecto al año anterior.

Con la información disponible con corte al mes de julio de 2022, el ICV para microcrédito se situó en 6.1%, seguido por el de consumo con un porcentaje de 4.8%. La calidad de la cartera de créditos comerciales se ubicó en 3.1% y el mismo indicador para la cartera de vivienda fue 2.7%. De esta manera, el ICV total se situó en 3.7%.

Por su parte, el saldo de la cartera vencida se sigue contrayendo y al corte de julio registró una reducción de 7.3%. Asimismo, el saldo de deterioro de la cartera total, una buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema, se contrajo 4.4%. Lo anterior continúa reflejando reintegros de provisiones, debido al bajo riesgo asociado

a la dinámica de la cartera y una demanda de créditos que todavía se mantiene fuerte (Gráfico 20).

Bajo este contexto, relativo al incremento acumulado de 925 pbs en los tipos de referencia desde que BanRep inició su ajuste monetario, las tasas de los créditos han aumentado 1,003 pbs y se sitúan, en promedio, cerca de 18.8%. Por su parte, las tasas pasivas se han incrementado 872 pbs y se ubican, en promedio, cerca de 10.9% (Gráfico 21).



Esperamos que las tasas de interés de colocación sigan incorporando los aumentos en la tasa de interés de política monetaria en el futuro cercano. En consecuencia, la demanda de créditos tendrá que seguirse debilitando, traduciéndose en un menor crecimiento de la cartera.

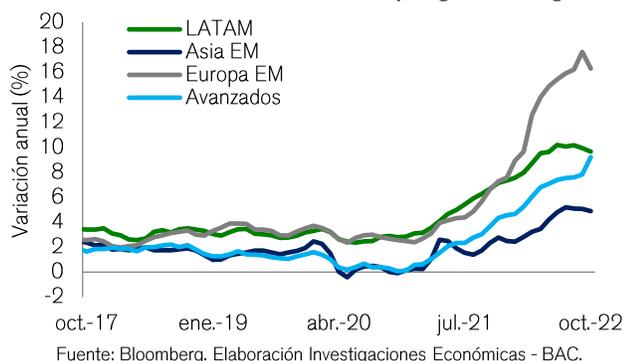
En nuestra opinión, los mayores efectos de este cambio de ciclo en el crédito se sentirán con particular intensidad en la cartera de créditos comerciales y microcrédito, las cuales son las más sensibles al ciclo económico. Sin embargo, el reciente comportamiento de la cartera vencida de la modalidad de consumo también sugiere algunas restricciones sobre la oferta de estos créditos en el corto plazo.



Contexto externo

La información disponible en el frente externo continúa dando cuenta de unos riesgos de estanflación elevados. La inflación en buena parte del mundo se mantiene alta y muy por encima de las metas de política monetaria. Esto es particularmente visible en Europa, sobre todo en sus economías emergentes, donde la inflación casi dobla el promedio de la inflación en el resto del mundo (Gráfico 22).

Gráfico 22. Inflación al consumidor por grandes regiones



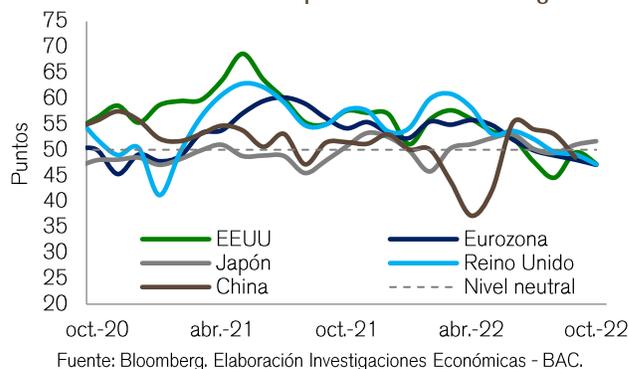
En consecuencia, la mayoría de los bancos centrales continúan endureciendo agresivamente su postura monetaria a través de incrementos en las tasas de interés de referencia. Las condiciones de liquidez en los mercados financieros se siguen estrechando y las tasas de interés han aumentado a un ritmo considerable, deteriorando rápidamente las perspectivas de crecimiento económico de corto plazo.

Consistente con lo anterior, según las más recientes encuestas a analistas económicos, la probabilidad estimada de una recesión para las diferentes regiones, durante los próximos 12 meses, sigue aumentando de manera importante. Dicha estimación es especialmente alta para las economías de Europa y EEUU, donde la probabilidad de recesión se estima alrededor del 60%.

Bajo este contexto, según los últimos datos del índice PMI compuesto, la actividad económica en la Eurozona, Reino Unido, EEUU y China se sitúa en terreno ligeramente contractivo (por debajo de los 50 puntos) y sus dinámicas recientes sugieren una tendencia que tiene un claro sesgo bajista (Gráfico 23).

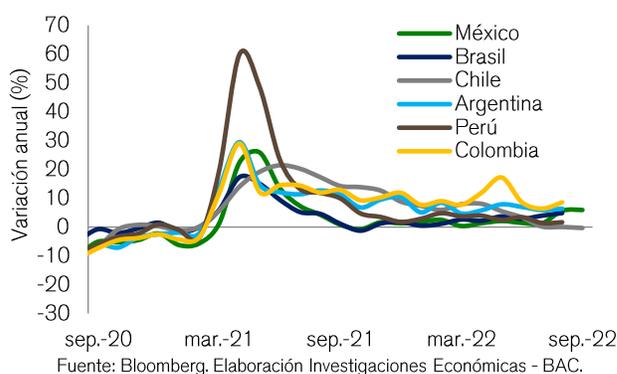
Por su parte, el crecimiento de las economías más grandes de LATAM se estabilizó meses pasados e incluso se habría acelerado en 3T22 (Gráfico 24). Según nuestros cálculos, el crecimiento de la región habría sido de 4.5% en 3T22, superior al 4.1% de 2T22. Sin embargo, al igual que lo que ocurre con las economías avanzadas, las perspectivas para 2023 se han deteriorado.

Gráfico 23. Índice PMI compuesto en economías grandes



La última actualización de proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) da cuenta, en efecto, de unas perspectivas mundiales que de cara al próximo año no lucen favorables. El pronóstico de crecimiento del PIB mundial para 2022 se mantuvo estable en 3.2%, pero para 2023 la revisó a la baja en 0.2 p.p hasta 2.7%, marcando así una desaceleración algo más pronunciada frente a lo esperado en trimestres pasados.

Gráfico 24. Índices de actividad económica en LATAM



Para el caso de las economías avanzadas, entre 2022 y 2023 se espera ahora una desaceleración de 1.3 p.p. hasta un pobre crecimiento del PIB de apenas 1.1%. La magnitud de esta desaceleración sería superior en



LATAM, pues según las estimaciones del FMI, el crecimiento del PIB de la región en 2023 descendería hasta 1.7%, casi 2 p.p. por debajo del crecimiento previsto para 2022 (Gráfico 25)

Gráfico 25. Proyecciones de crecimiento del PIB real



En el frente monetario, la Fed de EEUU aumentó por cuarta vez consecutiva los tipos de interés en 75 pbs, llevándolos hasta el rango 3.75% - 4% en su más reciente reunión. La Fed reconoció que la postura monetaria es lo suficientemente restrictiva para retornar la inflación al 2% en el horizonte de pronóstico, y dejó abierta la puerta para una moderación en el ritmo de incrementos en el futuro cercano.

Seguimos anticipando que el pico del ciclo actual de política monetaria de la Fed se alcanzará durante 1T23 en el rango 4.75% - 5% (ver “No fue uno, ni fueron dos, fueron tres” en [CE – Septiembre 23 de 2022](#)).

Gráfico 26. Tasas de interés de política monetaria



En Europa, el Banco Central Europeo (ECB) subió los tipos de interés en 75 pbs hasta 2%, un nivel no visto desde febrero de 2009. En Reino Unido, el Banco Central

de Inglaterra (BoE) aceleró el ciclo de aumentos de tasas y las elevó en 75 pbs hasta 3%, un máximo desde 2008.

Por otra parte, el Banco Central de Canadá (BoC) aumentó su tasa de intervención en 50 pbs hasta 3.75%, aunque a diferencia de lo visto en EEUU y Europa, este emisor moderó la magnitud del endurecimiento monetario. El Banco Central de Japón (BoJ) sigue siendo la excepción a la regla y mantuvo su postura ultra-expansiva de política monetaria.

Gráfico 27. Estado de condiciones financieras globales



Los bancos centrales de LATAM, en el balance, también siguen ajustando al alza los tipos de interés de referencia en un ambiente de elevada inflación. La mediana de las tasas de interés de política alcanzó en octubre el 11%, niveles no observados desde julio de 2001 (Gráfico 26).

En este entorno, según el índice de Goldman Sachs, las condiciones financieras se han tornado altamente restrictivas en niveles similares a los alcanzados durante la pandemia del COVID-19 (Gráfico 27).

El ambiente sigue siendo particularmente retador para las economías de mercados emergentes y en vía de desarrollo. La fuerte depreciación de sus monedas, así como el mayor costo de financiamiento, está creando presiones importantes sobre sus vulnerabilidades externas-fiscales y necesidades de endeudamiento.



Proyecciones Económicas

	2020	2021	2022(p)	2023 (p)	
Demanda agregada					
PIB (%)	-7.2	4.6	8.0	1.1	↓
Consumo privado (%)	-6.3	4.1	12.1	2.6	↓
Gasto público (%)	2.4	3.6	5.2	2.3	
Inversión fija (%)	-18.3	7.0	8.7	0.4	
Demanda interna (%)	-7.9	4.7	10.4	1.3	
Exportaciones (%)	-18.2	4.0	18.7	0.5	↓
Importaciones (%)	-17.4	3.6	26.1	2.7	↓
Sectores actividad económica					
Agropecuario (%)	2.9	2.6	-1.2	1.5	↓
Comercio (%)	-17.4	10.2	12.4	1.8	↓
Construcción (%)	-22.4	6.5	7.6	0.8	↓
Financiero (%)	1.7	4.1	8.3	2.5	↓
Industria (%)	-9.0	7.4	11.3	0.2	↓
Minería (%)	-14.8	3.3	0.8	0.7	
Precios, tasas de interés y desempleo					
Inflación (final del periodo %)	1.4	2.8	12.7	9.8	↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	1.75	2.00	12.00	11.00	
DTF EA (promedio año %)	3.4	2.1	8.0	12.7	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	2.9	1.8	7.3	12.4	↑
TES a 10 años cero cupón (final del periodo %)	5.9	6.0	14.5	11.5	↑
Tasa de desempleo nacional (promedio año %)	16.0	13.7	11.1	10.6	↓
Sector externo					
Tasa de cambio (promedio anual)	3694	3749	4285	4985	↑
Tasa de cambio (final del periodo)	3433	3981	4650	4735	↑
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-3.0	-3.4	-6.1	-5.3	
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	2.5	2.4	5.1	3.6	
Finanzas públicas					
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-8.9	-7.6	-5.6	-3.6	
Saldo deuda bruta total GNC (% del PIB)	65.6	60.5	59.1	58.7	

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.
