



## Informe Mensual Coyuntura Económica

### Investigaciones Económicas

#### Resumen

- *Las cifras del PIB en 3T22 estuvieron en línea con nuestras expectativas. El crecimiento de la economía se mantuvo muy dinámico, aunque ya evidencia una desaceleración. La información disponible de 4T22 anticipa una moderación adicional del ritmo de expansión del producto en el corto plazo. Los sectores secundario y terciario siguen liderando el crecimiento por el lado de la oferta, en línea con el buen comportamiento de la demanda interna. El sector primario permanece rezagado por restricciones climáticas y de costos.*
- *Las cifras del mercado laboral siguen reflejando una sólida demanda de trabajo, aunque el espacio de mejoras adicionales se ha estrechado significativamente. 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 noviembre 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%. BanRep no tomó decisiones de tasas de interés, según su calendario 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 continúan incorporando rápidamente los aumentos en la tasa de interés de BanRep y los medios de pago de menor liquidez siguen ganando terreno.*
- *Las perspectivas económicas mundiales se siguen deteriorando a un ritmo acelerado. En EEUU, la inflación parece haber alcanzado su techo y podría permitir que el ajuste de tasas de interés de la Fed se modere en el futuro cercano. En cualquier caso, las condiciones financieras internacionales continúan apretadas.*

#### CONTENIDO

Actividad económica	2
Mercado laboral	6
Precios y política monetaria	8
Mercado de créditos	10
Contexto externo	12
Proyecciones	14

**Natalia Ossa M.**

P.S. - Macroeconomía

[natalia.ossa@bancoagrario.gov.co](mailto:natalia.ossa@bancoagrario.gov.co)

**Camila Martinez K.**

Profesional Universitario

[camila.martinez@bancoagrario.gov.co](mailto:camila.martinez@bancoagrario.gov.co)

**Fabio D. Nieto**

Economista Jefe

[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)

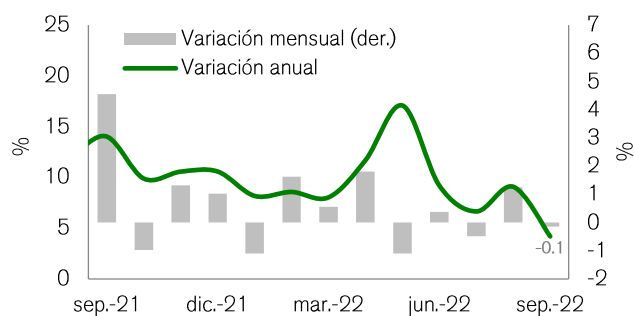


## Actividad económica

La actividad económica continuó con una dinámica favorable en 3T22, aunque ya ha comenzado a desacelerarse como respuesta a unas mayores tasas de interés y una corrección natural del ciclo económico. En línea con nuestras expectativas, el PIB se expandió a una tasa de 7%<sup>1</sup> (ver “Actividad económica” en [IMCE – Noviembre 11 de 2022](#)), por debajo del 12.8% de 2T22.

Por el lado de la demanda, el gasto de los hogares se mantuvo sólido con un crecimiento de 7.8%, pero fue la inversión fija la que repuntó significativamente hasta 16.1%. Allí sobresale el impulso que mantiene la inversión en maquinaria y equipo, cuyo crecimiento en 3T22 fue 22.3%. El desmonte de la política fiscal expansiva de 2020-2021 se traduce en un crecimiento de apenas 1.6% del gasto público, el más bajo desde 4T20.

Gráfico 1. Comportamiento del ISE durante el último año\*



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

Las cifras de actividad económica en 4T22 dan cuenta de un ritmo de expansión inferior a lo observado en trimestres previos, consistente con el agotamiento de los excesos de ahorro de 2020-2021 y el endurecimiento de la política monetaria.

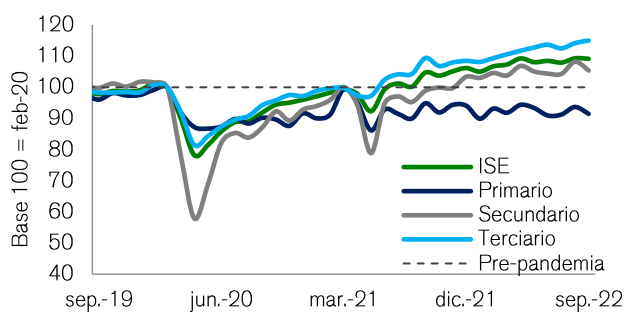
En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró una caída mensual de 0.1% en septiembre, cifra inferior al aumento promedio de 0.3% observado en los últimos 12 meses (Gráfico 1).

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

En términos de su dinámica anual, y tomando la serie original, la variación del ISE en septiembre fue 4.2%, inferior a nuestra estimación preliminar de 6.2% (ver “Actividad económica” en [IMCE – Noviembre 11 de 2022](#)). Este resultado da cuenta de una desaceleración importante en el crecimiento del producto frente al 9% registrado en agosto, y es la menor variación registrada durante el 2022.

El ISE de la cadena **primaria** registró una contracción de 3.7%, y 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 8 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 octubre, la producción promedio de crudo se ubica en 749 mil barriles-día, lo que representa un aumento de 2% frente al mismo periodo de 2021. Asimismo, con la información disponible de



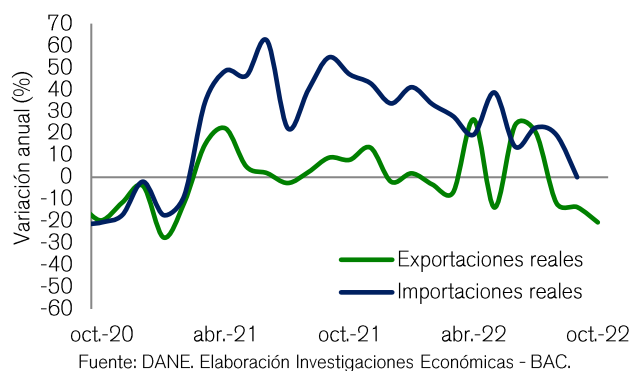
noviembre, el crecimiento de la producción de crudo en el país habría bordeado ritmos del 2.7%.

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

En la ganadería, el sacrificio de ganado vacuno y porcino en octubre cayó 0.4%, mientras que la producción en la avicultura creció un 3.2%. Dentro de los cultivos agrícolas, el sector cafetero sigue severamente afectado por la temporada de lluvias, haciendo que la producción durante los primeros once meses del año sea de 10 millones 100 mil sacos de 60 kg, cifra inferior a los 11 millones 200 mil sacos producidos durante el mismo periodo de 2021. Nada más en noviembre, la producción de café fue de 1 millón 60 mil sacos, lo que representa una caída de 6.3%.

El ISE del sector **secundario** continúa con una dinámica muy favorable, a pesar de las limitaciones que está generando el contexto de elevados costos de producción. En septiembre, el ISE de este sector fue el que más se expandió con una tasa de 6.1% (Gráfico 2). La actividad manufacturera sigue siendo el motor de la cadena intermedia de producción y su crecimiento en el último mes fue de 6.9%.

Gráfico 3. Evolución de variables de comercio exterior



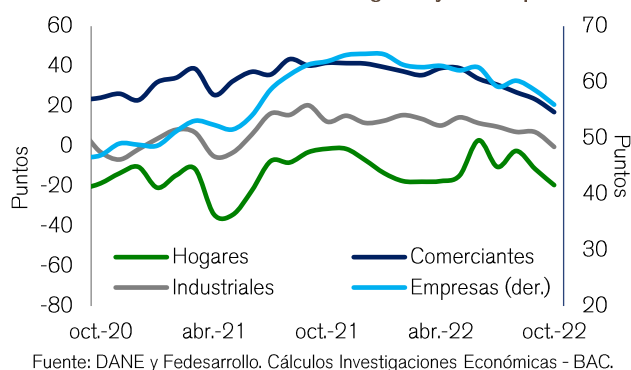
Dentro de los sectores que más contribuyeron al crecimiento de las manufacturas, se encuentran los de textiles y calzado, y actividades de impresión. No obstante, el índice PMI manufacturero, que es un indicador adelantado de la industria, se deterioró en noviembre y se

ubicó en 47.3 puntos, por debajo de los 50 puntos, lo que denota una zona de contracción.

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 1.2% en octubre. Asimismo, las iniciaciones de vivienda aumentaron 10.3% en octubre.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de los sectores de comercio y servicios, mantiene un comportamiento positivo y en el último mes su crecimiento fue de 5.1% (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 en el último mes.

En cuanto a las variables de comercio exterior, el crecimiento de las exportaciones en valor FOB fue de 10.9% en octubre, explicado mayoritariamente por un aumento de 14.9% en las exportaciones tradicionales, donde sobresale el crecimiento de 64.5% de las ventas de carbón. Controlando el efecto nominal-precio de las

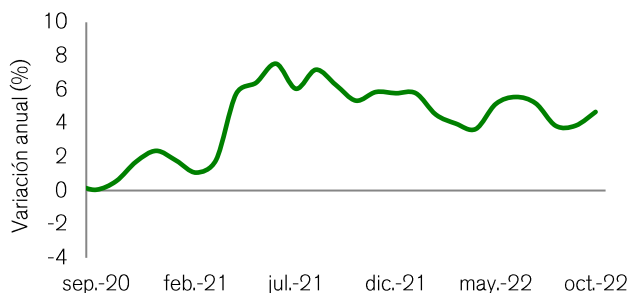


ventas externas, nuestros cálculos revelan una caída real de 20.6% de las exportaciones en octubre (Gráfico 3).

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron un crecimiento de 16.9%, 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 15.1%. 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 nulo en el último mes (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 octubre-noviembre, que son consistentes con la buena dinámica que todavía muestra el gasto agregado. Sin embargo, continúan apuntando a una desaceleración de la actividad económica en el futuro cercano.

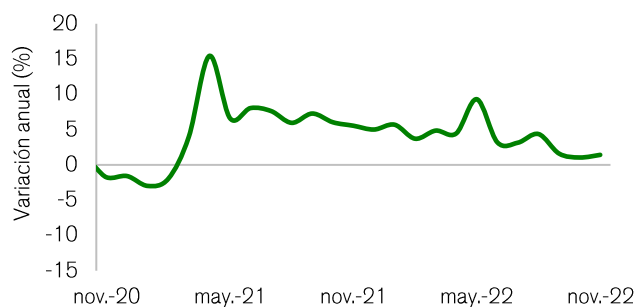
Con información al corte de octubre, el índice de confianza de los consumidores nuevamente se deterioró y permaneció en terreno negativo, algo que es consistente con un entorno de alta inflación y aumentos de tasas de interés.

Los índices de confianza de las empresas en los distintos sectores económicos, según cifras de Fedesarrollo y del DANE, 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 4.6% en octubre, y se ha mantenido estable en los últimos meses (Gráfico 5). Descontando la inflación núcleo y no la total, la expansión del gasto real de los hogares se mantuvo en niveles favorables de 7.8%.

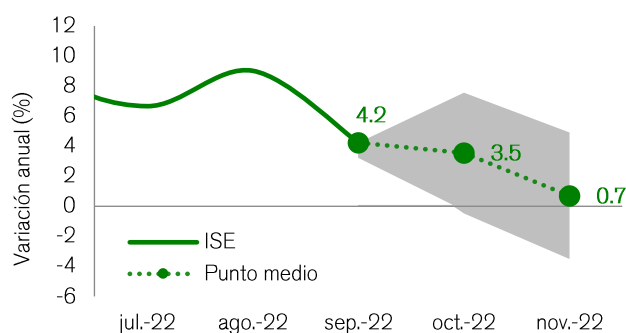
Gráfico 6. Demanda promedio-día energía no regulada



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 octubre se situó alrededor de los 212 GWh diarios, lo que se traduce en un crecimiento de 1%, y las cifras preliminares de noviembre sugieren un crecimiento de 1.4% (Gráfico 6).

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



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

Por todo lo anterior, **pronosticamos un crecimiento de 3.5% del ISE para el mes de octubre**. Con la información disponible de noviembre, nuestro modelo *Nowcast*



sugiere un crecimiento preliminar del ISE de 0.7% para ese mes (Gráfico 7).

De esta forma, el crecimiento preliminar de 4T22 se estima en 2.1%. Mantenemos nuestro pronóstico de expansión del PIB para todo 2022 en 8%.

Nuestra expectativa de una desaceleración económica más profunda 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 pérdida de confianza de los agentes que afectará el clima de los negocios y la inversión en el corto plazo.

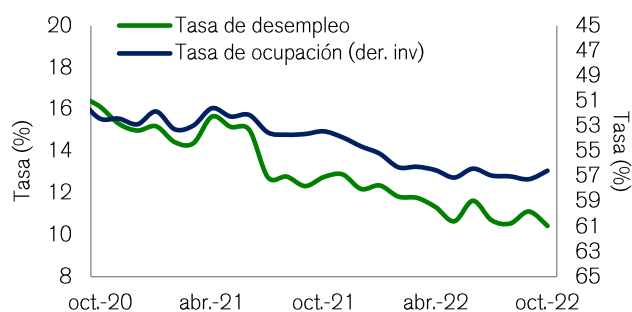


## Mercado laboral

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\***



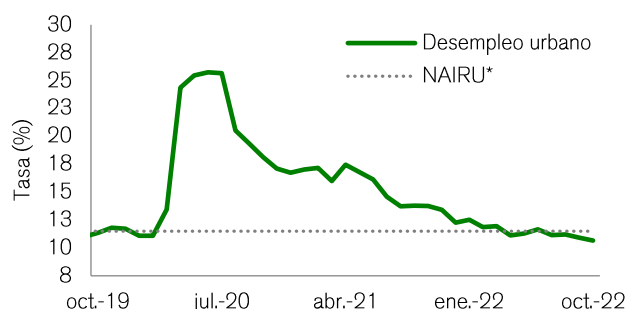
Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Se toman las series que están ajustadas por efectos estacionales.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional disminuyó en octubre hasta 10.4%, su nivel más bajo desde junio del 2019 (Gráfico 8). Tomando también las series desestacionalizadas, 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, se redujeron hasta 56.6% y 63.1%, respectivamente.

Los niveles de desempleo en la economía continúan 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 10.7%,

también inferior a la tasa NAIRU que, de acuerdo con BanRep, se estima en este caso alrededor del 11.5% (Gráfico 9).

**Gráfico 9. Evolución del desempleo grandes ciudades**

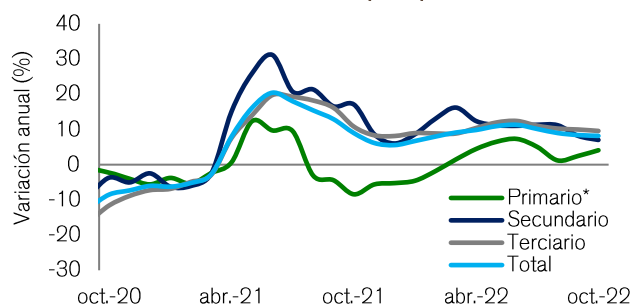


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Estimación desempleo estructural hecha por BanRep. RML - Julio 2022.

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.

Pese a lo anterior, la tendencia central de los últimos meses ha comenzado a dar cuenta de una menor dinámica de la ocupación en todas las grandes ramas.

**Gráfico 10. Generación de empleo por ramas (PM3)**

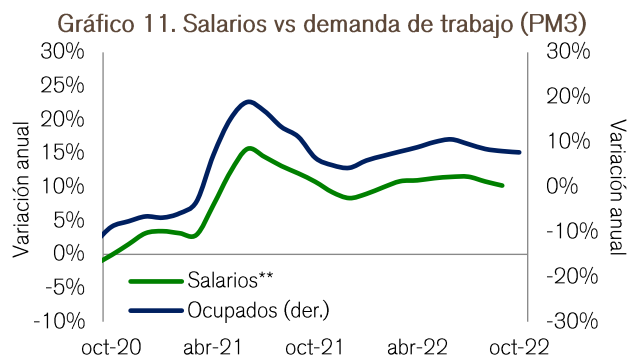


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*El sector primario representa la ocupación del sector agropecuario.

En este entorno, las actividades de comercio y actividades artísticas fueron las que más generaron empleos durante el último año con corte a octubre, anotando incrementos de 345 y 277 miles de ocupados, respectivamente.



En línea con todo lo anterior, la creación de empleos asalariados sigue siendo más dinámica frente a la de empleos no asalariados. En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados se sitúa en 13.7%, superior al 1% del crecimiento de empleos no asalariados. Por su parte, la tasa de empleos formales se situó en 75.5% y supera ampliamente la tasa de subempleos (subutilización de empleo), que se ubica en 14.8%.



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
 \*Incluye comercio, industria, vivienda, construcción pesada y servicios.

Bajo este contexto, la inflación de los salarios nominales se mantiene alta y fue de 9.7% en septiembre. 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 1.7% en el último mes como consecuencia del fuerte incremento de la inflación al consumidor.

De esta forma, mantenemos nuestra proyección de tasa de desempleo nacional para el promedio-año de 2022 en 11.1%.



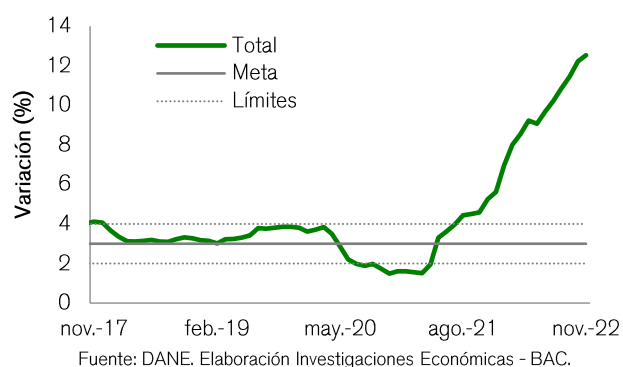


## Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 0.77% en noviembre, superando nuevamente las expectativas de los analistas (0.61%) y nuestra proyección de 0.64% (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Noviembre 11 de 2022](#)). Esta variación mensual del IPC es la más alta registrada para este mes desde el año 2002.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos registró la variación mensual más alta con 1.5% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos aumentaron 1.12% frente al mes de octubre, 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 1.6%.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años

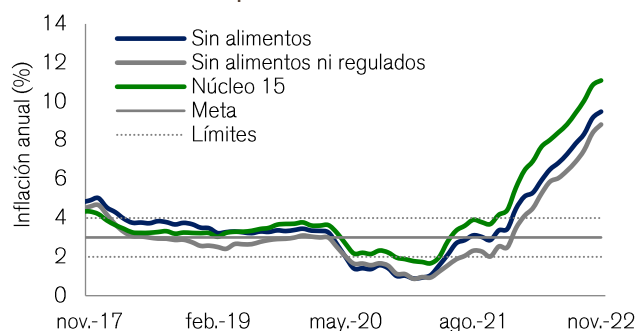


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.36%, liderado por el aumento de 2.77% en el IPC de los combustibles, que estuvo motivado por el aumento mensual de 200 pesos decretado en el precio de la gasolina para mitigar el déficit

del FEPC. El segundo rubro que más contribuyó al aumento en el precio de los regulados fue el IPC de gas, el cual registró una variación mensual de 2%, afectado al alza por la depreciación de la tasa de cambio. La reducción en las tarifas de energía, anunciadas en el pacto por la justicia tarifaria, se vio reflejada en una caída de 1.14% en el IPC de energía eléctrica, aunque su magnitud fue mucho menor al rango de reducciones de 4%-8% anunciado.

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 1.07%. Allí sobresale el aumento de 2.04% en los precios de vehículos y autopartes, seguido por los productos de aseo y el IPC de muebles y electrodomésticos, que aumentaron 1.03% y 0.92%, 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.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue de 0.50%, impulsada principalmente por el aumento de 1.17% en el IPC de restaurantes y bares, y de 0.18% en el IPC de arrendamientos. En ambos casos,

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

	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont.	Tendencia
	nov.-21	nov.-22	oct.-22	nov.-22		
<b>Total</b>	<b>0.49</b>	<b>0.77</b>	<b>12.22</b>	<b>12.53</b>	<b>0.32</b>	↑
Alimentos	1.45	1.50	27.02	27.08	0.01	↑
Regulados	0.44	0.36	12.04	11.95	-0.02	↓
Bienes	0.25	1.07	13.00	13.93	0.17	↑
Servicios	0.26	0.50	6.62	6.87	0.12	↑

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





los resultados de estos rubros del IPC de servicios siguen incorporando la buena dinámica del gasto de los hogares y la indexación a la inflación causada de 2021. El IPC de pasajes aéreos también se vio afectado por el aumento en la tasa de cambio y en noviembre registró un fuerte incremento de 8.82%.

De esta forma, la inflación anual del IPC se aceleró en noviembre hasta 12.53% (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 61% de la variación anual del IPC total (Tabla 1).

El promedio de las principales medidas de inflación núcleo aumentó hasta 9.8%, 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 11.1%, mientras que la inflación sin alimentos alcanzó un 9.5%. Por su parte, la inflación sin alimentos ni regulados (nuestra medida preferida de inflación núcleo) se aceleró hasta 8.8% (Gráfico 13).

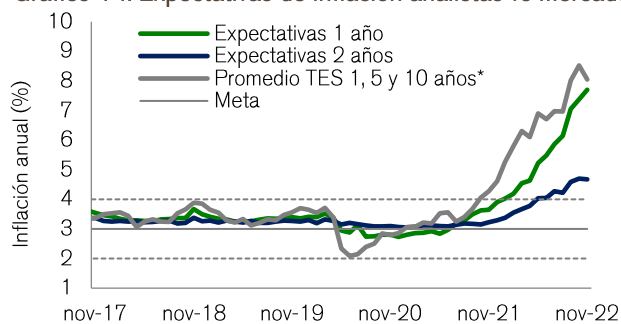
implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES descendió ligeramente hasta 8%.

Para el mes de diciembre **pronosticamos una variación mensual de 0.96% en el IPC, con lo cual esperamos que la inflación cierre 2022 en 12.8%**. Anticipamos que el pico de la inflación se alcanzará durante 1T23, con cifras cercanas al 13.5%, y advertimos que el proceso de convergencia hacia la meta de 3% del BanRep, que iniciaría en 2023, será muy lento y gradual. Creemos que la inflación se mantendrá por fuera del rango meta al menos hasta 2024.

Tornando el análisis hacia las recientes decisiones de política monetaria, según el calendario de 2022, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) no tomó decisiones de tasas de interés durante el mes de noviembre.

Para la próxima reunión con decisión de tasas de interés, la cual se llevará a cabo este mes de diciembre, **esperamos que BanRep aumente la tasa de intervención en 100 pbs hasta 12%**. Seguimos esperando que la tasa de referencia alcance su punto máximo en niveles cercanos a 13% durante 1T23.

**Gráfico 14. Expectativas de inflación analistas vs mercado**



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

\*Inflaciones implícitas en las curvas de TES cero cupón.

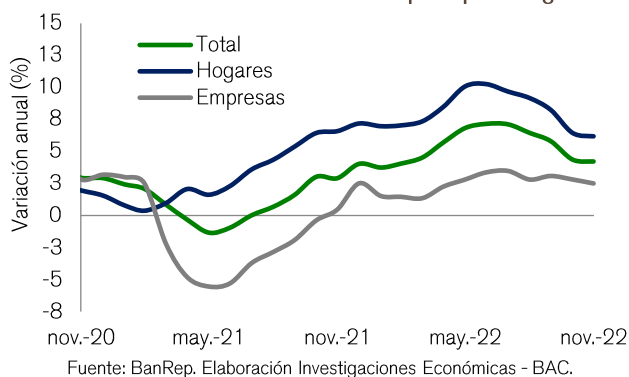
Las expectativas de inflación siguen desancladas y muy por encima del límite superior del rango meta del BanRep de 4%. Las expectativas para el cierre de 2022 aumentaron hasta 12.3%. Por su parte, el promedio de las expectativas a 1 año de los analistas aumentó 0.32 p.p. hasta 7.7%, aunque a más largo plazo parecen haberse estabilizado y el promedio a 2 años se redujo en 0.02 p.p. hasta 4.7% (Gráfico 14). El promedio de las inflaciones



## Mercado de créditos

La dinámica de la cartera total de créditos del sistema financiero, en términos reales, continúa su fase de desaceleración. Varios indicadores siguen sugiriendo un riesgo de impago bajo, pero en algunas modalidades, como la de consumo, se ha visto un deterioro no despreciable en la calidad de cartera que eventualmente creará restricciones sobre la oferta de este tipo de créditos en el futuro cercano.

Gráfico 15. Evolución de la cartera por tipo de agente



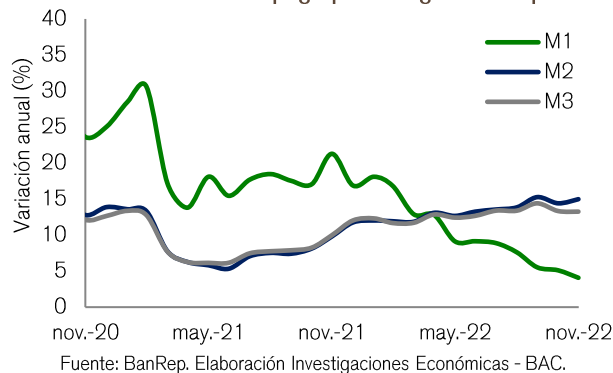
El crecimiento real de la cartera total se desaceleró durante las dos primeras semanas de noviembre hasta 4.2%, de la mano de unas mayores tasas de colocación, una inflación más alta y la desaceleración moderada de la actividad económica. El crecimiento real de los créditos hacia los hogares fue de 6.2%, el más bajo desde octubre de 2021, mientras que el ritmo de colocaciones hacia las empresas creció 2.5%, un mínimo desde el pasado mes de abril (Gráfico 15).

Por modalidades, el crecimiento de la cartera de consumo fue 8.5% 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 2.5%, seguida por el microcrédito y la cartera de vivienda, que aumentaron 2% y 1.4%, respectivamente.

Los principales agregados monetarios siguen reflejando unas condiciones favorables para la oferta de crédito, a pesar de algunas presiones de liquidez derivadas del exceso de demanda en el mercado de fondos prestables.

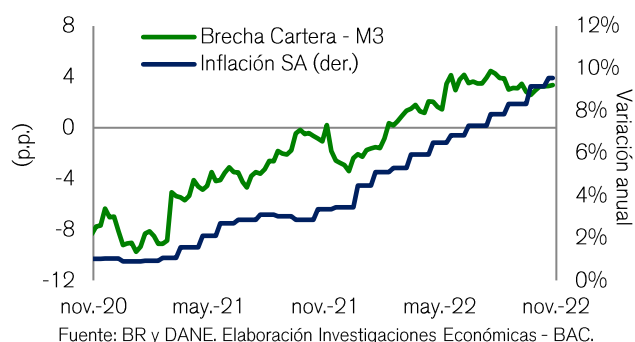
En efecto, el crecimiento de la base monetaria fue de 9.2% durante el último mes, impulsado por el efectivo circulante de la economía que se expandió un 9.3%. La dinámica del medio de pago de mayor liquidez, el M1, continúa desacelerándose y en noviembre registró un crecimiento de 4.1% (Gráfico 16).

Gráfico 16. Medios de pago por categoría de liquidez



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% y 13.3%, 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.

Gráfico 17. Presiones inflacionarias asociadas a la cartera

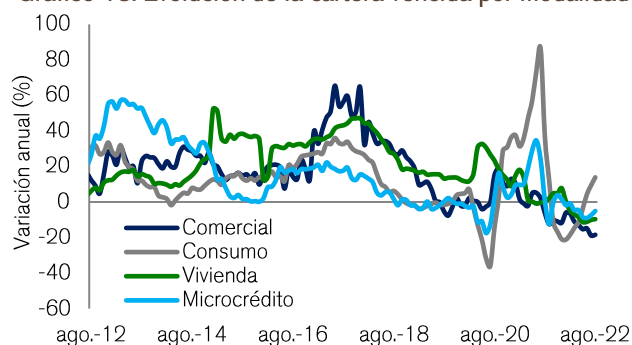


De esta forma, la brecha entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema, medidos a través del M3, se mantiene en terreno positivo, aunque recientemente se ha estabilizado (Gráfico 17). Lo anterior se ha dado en medio de un crecimiento de la demanda de créditos que supera 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).

Gráfico 18. Evolución de la cartera vencida por modalidad



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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 un crecimiento de 13.9% (Gráfico 18).

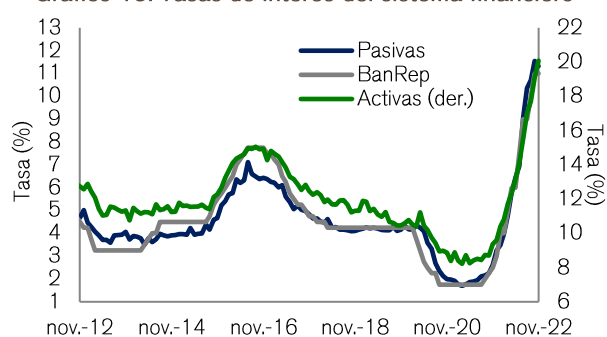
Con la información disponible con corte al mes de agosto de 2022, el ICV para microcrédito se situó en 5.8%, seguido por el de consumo con un porcentaje de 4.8%. La calidad de la cartera de créditos comerciales se mantuvo en 3.1% y el mismo indicador para la cartera de vivienda fue 2.6%. De esta manera, el ICV total se situó en 3.6%.

Por su parte, el saldo de la cartera vencida se sigue contrayendo y al corte de agosto registró una reducción de 5.4%. Asimismo, el saldo de deterioro de la cartera total, una buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema, se contrajo 3.7%. 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.

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 1,135 pbs y se sitúan, en promedio, cerca de 20.1%. Por su parte, las tasas pasivas se han incrementado 917 pbs y se ubican, en promedio, cerca de 11.3% (Gráfico 19).

Esperamos que las tasas de interés de colocación sigan incorporando los aumentos en los tipos de política monetaria en el futuro cercano. En consecuencia, la demanda de créditos tendrá que seguirse debilitando, lo que se traduciría en un bajo crecimiento de la cartera en 2023.

Gráfico 19. Tasas de interés del sistema financiero\*



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

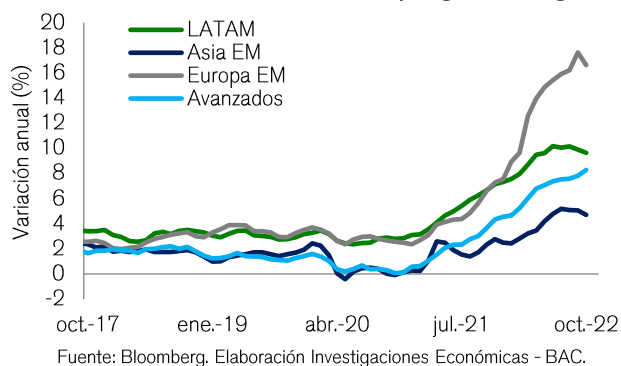
En nuestra opinión, los mayores efectos de este cambio de ciclo en el crédito se sentirán con particular intensidad en la cartera de créditos comerciales y microcrédito, las cuales son las más sensibles al ciclo económico. Sin embargo, el reciente comportamiento de la cartera vencida de la modalidad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



## Contexto externo

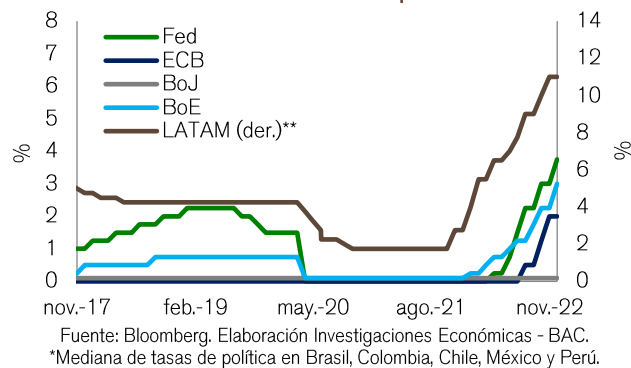
La información disponible en el frente externo continúa dando cuenta de unos riesgos de estancflación elevados. La inflación en buena parte del mundo se mantiene alta y muy por encima de las metas de política monetaria, aunque en meses recientes parece estar dando señales de estabilidad.

Gráfico 20. Inflación al consumidor por grandes regiones



Para el caso particular de Europa, sobre todo en sus economías emergentes, la inflación permanece muy alta y casi dobla la del promedio del resto del mundo (Gráfico 20). Aunque buena parte del choque en estos países sigue siendo de oferta, la corrección de la inflación al consumidor no ha sido tan rápida como se preveía.

Gráfico 21. Tasas de interés de política monetaria

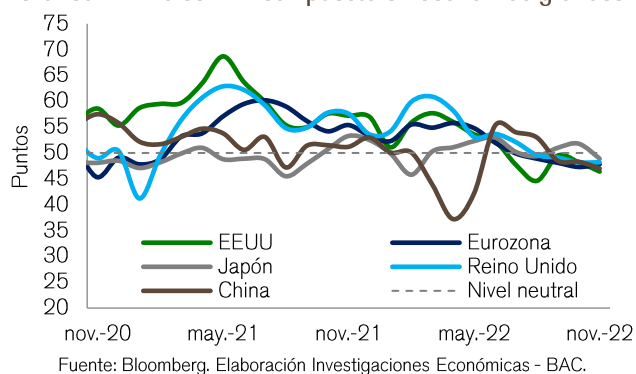


Por lo anterior, la mayoría de los bancos centrales continúan endureciendo su postura monetaria a través de incrementos en las tasas de interés de referencia (Gráfico 21), deteriorando por esta vía las perspectivas de crecimiento económico de corto plazo. En el caso

particular de la Fed de EEUU, se espera que la tasa terminal de este ciclo contractivo alcance niveles ligeramente superiores al 5% en 1T23 y que permanezcan allí durante buena parte del próximo año.

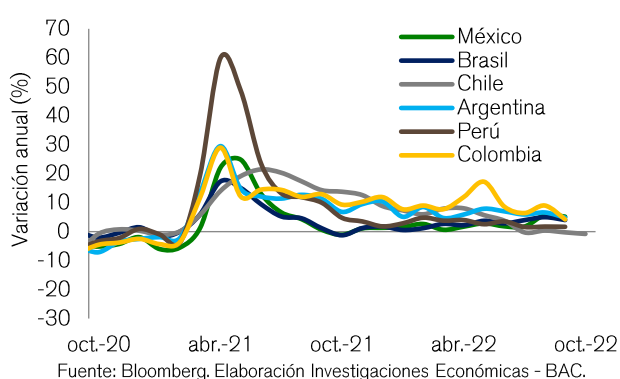
Según las más recientes encuestas a analistas económicos, la probabilidad estimada de una recesión en las diferentes regiones, durante los próximos 12 meses, sigue aumentando. Dicha estimación es especialmente alta para las economías de Europa, donde la probabilidad de recesión se estima en niveles cercanos al 80%.

Gráfico 22. Índice PMI compuesto en economías grandes



Bajo este contexto, según los últimos datos del índice PMI compuesto, la actividad económica en la Eurozona, Reino Unido, EEUU, Japón y China se situó en terreno contractivo (por debajo de los 50 puntos) y sus dinámicas recientes sugieren una tendencia que tiene un claro sesgo bajista (Gráfico 22).

Gráfico 23. Índices de actividad económica en LATAM



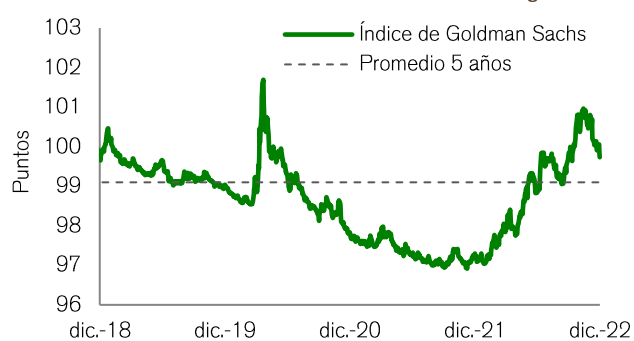
El crecimiento de las economías más grandes de LATAM se mantuvo estable durante el último trimestre (Gráfico 23). Según nuestros cálculos, el crecimiento de la región



fue de 4.3% en 3T22, ligeramente superior al 4.2% de 2T22. Sin embargo, al igual que lo que ocurre con las economías avanzadas, las perspectivas para 2023 se han deteriorado.

En este entorno, según el índice de Goldman Sachs, las condiciones financieras se mantienen estrechas. Sin embargo, en el último mes se han suavizado desde los máximos que se alcanzaron en octubre (Gráfico 24), en parte como resultado de un tono menos agresivo de la política monetaria de la Fed de EEUU y otros bancos centrales.

**Gráfico 24. Estado de condiciones financieras globales**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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)	
<b>Demanda agregada</b>					
PIB (%)	-7.2	4.6	8.0	1.1	↓
Consumo privado (%)	-6.3	4.1	10.2	2.0	↓
Gasto público (%)	2.4	3.6	4.6	2.0	↓
Inversión fija (%)	-18.3	7.0	12.7	4.2	↑
Demanda interna (%)	-7.9	4.7	10.6	0.7	↓
Exportaciones (%)	-18.2	4.0	17.0	2.0	↑
Importaciones (%)	-17.4	3.6	25.0	1.7	↓
<b>Sectores actividad económica</b>					
Agropecuario (%)	2.9	2.6	-1.0	1.2	↓
Comercio (%)	-17.4	10.2	12.4	1.8	↓
Construcción (%)	-22.4	6.5	8.6	1.2	↑
Financiero (%)	1.7	4.1	6.6	1.2	↓
Industria (%)	-9.0	7.4	10.8	-0.3	↓
Minería (%)	-14.8	3.3	1.0	1.0	↑
<b>Precios, tasas de interés y desempleo</b>					
Inflación (final del periodo %)	1.4	2.8	12.8	9.8	
Tasa BanRep (final del periodo %)	1.75	2.00	12.00	11.00	
DTF EA (promedio año %)	3.4	2.1	8.2	12.7	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	2.9	1.8	7.2	12.4	
TES a 10 años cero cupón (final del periodo %)	5.9	6.0	13.8	11.5	
Tasa de desempleo nacional (promedio año %)	16.0	13.7	11.1	10.7	↑
<b>Sector externo</b>					
Tasa de cambio (promedio anual)	3694	3749	4235	4985	
Tasa de cambio (final del periodo)	3433	3981	4950	4735	
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-3.0	-3.4	-6.5	-5.9	↓
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	2.5	2.4	5.1	2.8	↓
<b>Finanzas públicas</b>					
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-8.9	-7.6	-5.6	-4.0	
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.

---