



## Informe Mensual Coyuntura Económica

### Investigaciones Económicas

#### Resumen

- *La información reciente de actividad sigue dando cuenta de una pérdida de dinamismo en el crecimiento económico. Los sectores secundario y terciario siguen liderando el crecimiento por el lado de la oferta, pero han perdido impulso por cuenta de una menor demanda interna. El sector primario permanece rezagado por restricciones climáticas y el choque de costos.*
- *La demanda de trabajo en el mercado laboral ha comenzado a moderarse. El desempleo a nivel nacional y urbano se mantiene por debajo de sus niveles estructurales, pero su dinámica en meses recientes se ha estabilizado y sugiere que el espacio de mejoras adicionales prácticamente se ha agotado. En este entorno, la dinámica de los salarios nominales continúa elevada.*
- *La inflación al consumidor volvió a acelerarse en diciembre y cerró el 2022 en 13.12%, alcanzando nuevos máximos desde 1999. Las medidas de inflación básica siguen aumentando y las expectativas de inflación permanecen muy por encima de la meta de 3%. En este entorno, BanRep incrementó en 100 pbs la tasa de intervención hasta 12% durante su última reunión de política monetaria.*
- *La cartera de créditos se sigue desacelerando y el balance de riesgos sugiere algunas restricciones de oferta en el corto plazo. El exceso de demanda en el mercado de fondos prestables persiste y sigue presionando las necesidades de liquidez de los establecimientos de crédito. Las tasas activas y pasivas continúan incorporando los aumentos en la tasa de interés de BanRep.*
- *El crecimiento de nuestros socios comerciales ha vuelto a perder impulso y las perspectivas económicas mundiales se siguen deteriorando. En EEUU, la inflación parece haber alcanzado su techo y podría permitir que el ciclo de aumentos de tasas de interés llegue a su fin en 1T23. En cualquier caso, las condiciones financieras internacionales continúan apretadas.*

#### CONTENIDO

Actividad económica	2
Mercado laboral	6
Precios y política monetaria	8
Mercado de créditos	11
Contexto externo	13
Proyecciones	15

**Natalia Ossa M.**

P.S. - Macroeconomía

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

**Fabio D. Nieto**

Economista Jefe

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

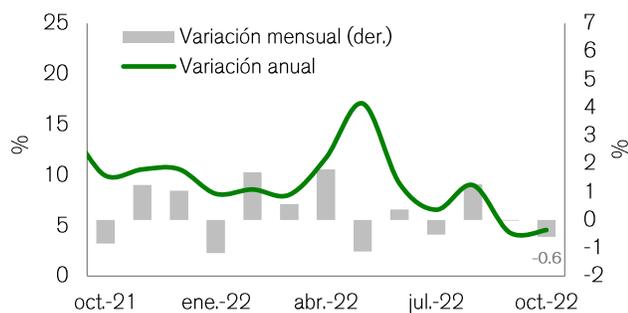


## Actividad económica

La actividad económica habría continuado su fase de desaceleración en 4T22, como respuesta a un proceso de corrección natural de la economía y a unas políticas macroeconómicas contractivas, especialmente la monetaria. Las variables de demanda se han debilitado, especialmente el gasto de los hogares, afectado por las mayores tasas de interés e inflación.

Los sectores secundario y terciario siguen liderando la producción agregada, pero ya están comenzando a incorporar el menor dinamismo de la demanda interna. El sector primario permanece rezagado frente a la velocidad de recuperación del resto de ramas de actividad.

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



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

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 0.6% en octubre, con contraste con el aumento promedio de 0.4% observado en los últimos 12 meses y la más fuerte desde mayo del año pasado (Gráfico 1).

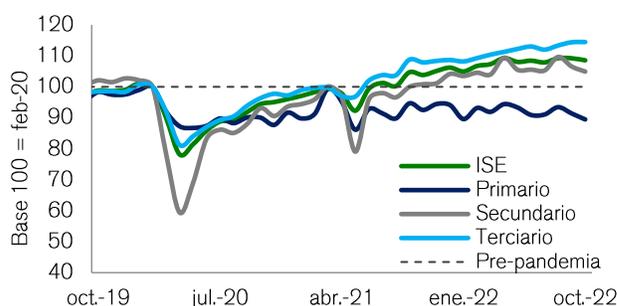
En términos de su dinámica anual, y tomando la serie original, la variación del ISE en octubre fue 4.6%, superior a nuestra estimación preliminar de 3.5% (ver “Actividad económica” en [IMCE – Diciembre 6 de 2022](#)). Este resultado se mantuvo relativamente estable respecto al crecimiento del producto de 4.4% registrado en septiembre, aunque buena parte se sustenta por una baja base de comparación del mismo mes de 2021.

El ISE de la cadena **primaria** registró una contracción de 3.5% y continúa muy rezagado frente a otros sectores.

Más aún, los niveles actuales de producción de esta rama de actividad se ubican 11 p.p. por debajo de sus niveles pre-pandemia (Gráfico 2).

En la minería, la producción de carbón todavía no recupera los niveles pre-pandemia, aunque los mayores precios de las materias primas en 2022 podrían estimular el sector en el corto plazo. Según las cifras de octubre, la producción ligada al carbón, dentro del índice de producción industrial, se ubica 48 p.p. por debajo de los registros de febrero de 2020. La información preliminar sugiere una caída de 3.5% en 2022.

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



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

La producción de petróleo tampoco ha alcanzado sus niveles pre-COVID (cerca de 880 mil barriles-día), pero ha seguido ganando algo de tracción en meses recientes. En lo corrido de 2022 al corte de noviembre, la producción promedio de crudo se habría ubicado en 751 mil barriles-día, lo que representa un aumento de 2.1% frente al mismo periodo de 2021. Asimismo, con la información disponible de diciembre, 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 las afectaciones climáticas sobre la oferta, generadas particularmente por las fuertes lluvias en varias zonas del país.

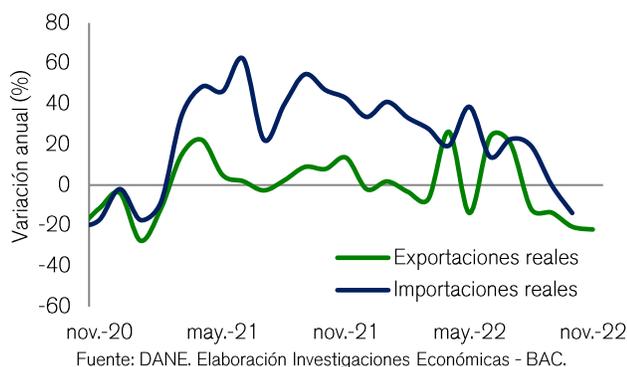
En la ganadería, el sacrificio de ganado vacuno y porcino en octubre cayó 0.4%, mientras que la producción en la avicultura creció un 3.2%. Dentro de los cultivos agrícolas, el sector cafetero sigue severamente afectado por la temporada de lluvias, haciendo que la producción durante



el 2022 totalizara 11.1 millones de sacos de 60 kg, cifra inferior a los 12.6 millones de sacos producidos durante el año 2021. En términos porcentuales, lo anterior representa una caída de 11.9%. Nada más en diciembre, la producción de café fue de 981 mil sacos, lo que representa una contracción de 29.2%.

El ISE del sector **secundario** ha perdido dinamismo recientemente, afectado por el contexto de elevados costos de producción y la desaceleración de la actividad. En octubre, el ISE de este sector registró un crecimiento de 4%, inferior al crecimiento de 6.1% de septiembre. La actividad manufacturera sigue siendo el motor de la cadena intermedia de producción y su crecimiento en el último mes fue de 5.3%.

Gráfico 3. Evolución de variables de comercio exterior



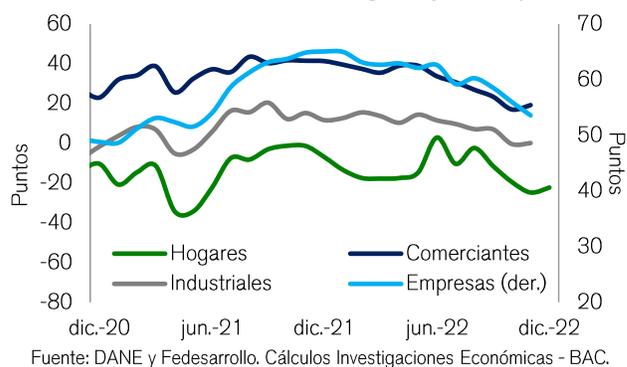
Dentro de los sectores que más contribuyeron al crecimiento de las manufacturas se encuentran los de textiles y calzado, actividades de impresión, y químicos y farmacéuticos. Asimismo, el índice PMI manufacturero, que es un indicador adelantado de la industria, mejoró levemente en diciembre hasta 51.1 puntos, pero en tendencia central el promedio de 4T22 se situó en 49.5 puntos y desmejoró frente al promedio de 51.6 puntos de 3T22.

El sector de la construcción mantiene un comportamiento positivo en el balance, pero también ha perdido impulso. Las licencias de construcción aumentaron 34.7% en octubre, mientras que la producción de cemento gris, uno de los insumos más importantes para el sector, registró una caída de 0.6% en noviembre. Asimismo, las iniciaciones de vivienda aumentaron 10.3% en octubre.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de los sectores de comercio y servicios, se expandió en el último mes 6%, y volvió a ser la rama de actividad de mayor dinamismo en la economía (Gráfico 2).

El índice de ventas reales del comercio minorista creció 1.9% en octubre, evidenciando una desaceleración importante frente al 7.1% del mes anterior, que es consistente con la pérdida de impulso del consumo de los hogares. Los subsectores minoristas que más crecieron fueron los de libros y papelería, y bebidas alcohólicas.

Gráfico 4. Confianza de los hogares y las empresas



El crecimiento de los ingresos reales del sector de servicios también se ha desacelerado y en octubre fue de 5.6%, el más bajo desde febrero de 2021. Los rubros de publicidad y actividades administrativas fueron los servicios con mayor crecimiento en el último mes.

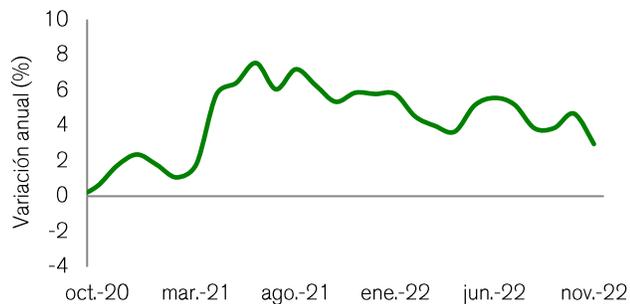
En cuanto a las variables de comercio exterior, el crecimiento de las exportaciones en valor FOB fue de 8.8% en noviembre, explicado mayoritariamente por un aumento de 15.9% en las exportaciones tradicionales, donde sobresale el crecimiento de 70.9% de las ventas de carbón. Sin embargo, controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan una caída real de 21.9% de las exportaciones - en noviembre (Gráfico 3).

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron un crecimiento de 5.5% en octubre, su menor crecimiento en el último año y medio, en línea con una menor dinámica de la demanda interna. Las importaciones fueron impulsadas, en su mayoría, por



las compras externas de bienes de capital, las cuales crecieron 25.1%.

Gráfico 5. Evolución gasto real de los hogares (PM3)\*

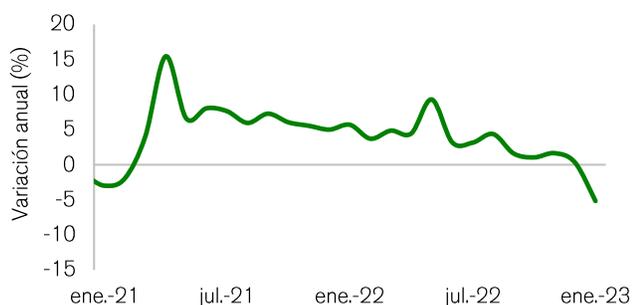


Fuente: RADDAR. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Serie ajustada por estacionalidad con método lineal de tendencia-ciclo.

No obstante, en términos reales, las importaciones cayeron 13.8% durante el último mes (Gráfico 3). Bajo este contexto, las exportaciones netas siguen contribuyendo negativamente al dinamismo de la demanda agregada.

En línea con todo lo anterior, los indicadores adelantados de actividad en noviembre-diciembre refuerzan la pérdida de dinamismo observada de la actividad económica. Más aún, esta información continúa apuntando a una desaceleración adicional en el corto plazo.

Gráfico 6. Demanda promedio-día energía no regulada



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

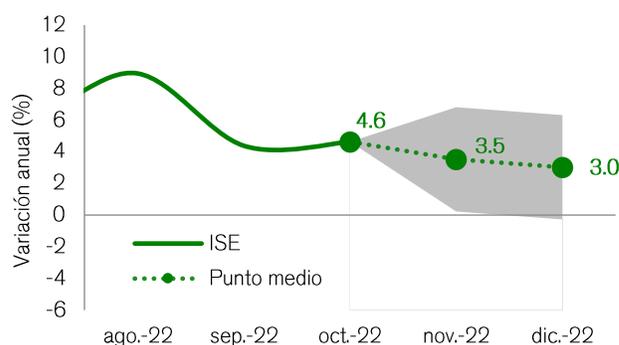
Al corte de diciembre, el índice de confianza de los consumidores, si bien registró una mejora, permaneció en terreno negativo, algo que es consistente con un entorno de alta inflación y aumentos de tasas de interés. Las expectativas de gasto futuro también se han deteriorado.

Los índices de confianza de las empresas en los distintos sectores económicos, según cifras de Fedesarrollo y del DANE, se recuperaron ligeramente en noviembre. Sin embargo, los niveles actuales de estos índices se siguen situando por debajo de sus respectivos promedios del último año.

El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, registró su primera contracción desde enero de 2021 y cayó 0.4% en noviembre (Gráfico 5). Descontando la inflación núcleo y no la total, la expansión del gasto real de los hogares se desaceleró hasta 2.3%, el crecimiento más bajo desde 2T21.

Por su parte, la demanda de energía no regulada, una buena variable proxy de inversión fija de las empresas, se deterioró significativamente en meses recientes. En efecto, la demanda en diciembre se situó alrededor de los 208 GWh diarios, lo que se traduce en un pobre crecimiento de 0.3%. Peor aún, las cifras preliminares de enero muestran una caída de 5.2% (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 noviembre.** Con la información disponible de diciembre, nuestro modelo *Nowcast* sugiere un crecimiento preliminar del ISE de 3% para ese mes (Gráfico 7).

De esta forma, el crecimiento preliminar de 4T22 se estima en 3.7%. Mantenemos nuestro pronóstico de expansión del PIB para todo 2022 en 8%.

De cara al 2023 estimamos una fuerte desaceleración en la actividad económica hasta 1.1%. Entre los factores más



importantes que sustentan este pronóstico destacamos: i) el menor crecimiento esperado de la demanda interna, especialmente del gasto de los hogares, asociado a los fuertes incrementos en la tasa de interés de BanRep; ii) la desaceleración económica de varios de nuestros socios comerciales; y iii) una pérdida de confianza de los agentes que afectará el clima de los negocios y la inversión fija.



## Mercado laboral

En línea con la moderación observada en el crecimiento del producto en 4T22, y tal como lo habíamos advertido en nuestro último informe (ver “Mercado laboral” en [IMCE – Diciembre 6 e 2022](#)), la demanda de trabajo en el mercado laboral ha comenzado a perder tracción. La tasa de ocupación completó dos meses consecutivos de reducciones y la tasa de desempleo se ha estabilizado.

Los niveles de ocupación siguen creciendo más rápidamente en las ciudades, apoyando por esta vía una mayor dinámica del empleo asalariado y formal. No obstante, el espacio para mejoras adicionales en las condiciones del mercado laboral ya se habría agotado.

**Gráfico 8. Principales indicadores del mercado laboral\***



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

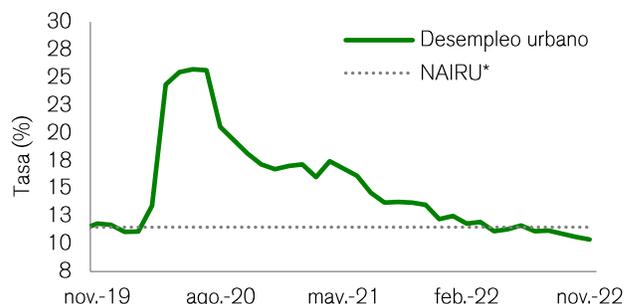
En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional aumentó en noviembre hasta 10.8%, en línea con el promedio de los últimos tres meses (Gráfico 8). Tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación se redujo hasta 56.3%, su nivel más bajo desde febrero de 2022, mientras que la tasa global de participación se mantuvo estable en 63.1%.

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 10.4%,

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

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

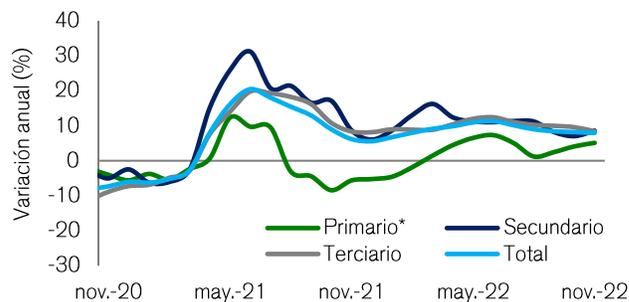


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Estimación desempleo estructural hecha por BanRep. RML - Julio 2022.

A nivel sectorial, la generación de empleos en la cadena primaria continúa siendo inferior a la de los demás sectores (Gráfico 10) y su crecimiento tendencial de los últimos 3 meses fue 5.1%. Las ramas secundaria y terciaria 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.

En noviembre, el crecimiento del acervo de ocupados en el sector secundario fue de 8.6% y en el terciario fue 8.4%. En ambos casos, su actual dinámica ya es inferior a la observada en meses recientes.

**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, la industria manufacturera, las actividades artísticas, y el comercio fueron las que más generaron empleos durante el último año con corte a noviembre, anotando incrementos de 422, 349 y 179 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. De hecho, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados fue de 14.4%, mientras que la demanda de empleo no asalariado registró una caída de 1.3%. Por su parte, la tasa de empleos formales se situó en 75.5% y sigue superando ampliamente la tasa de subempleos (subutilización de empleo), que se ubica en 15%.



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 10.1% en octubre. 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 2.2% en el último mes, consecuencia del fuerte incremento que ha registrado la inflación al consumidor.

De esta forma, mantenemos nuestra proyección de tasa de desempleo nacional para el promedio-año de 2022 en 11.1%. Para 2023 esperamos que el promedio-año de la tasa de desempleo sea de 10.7%, lo que refleja relativa estabilidad.

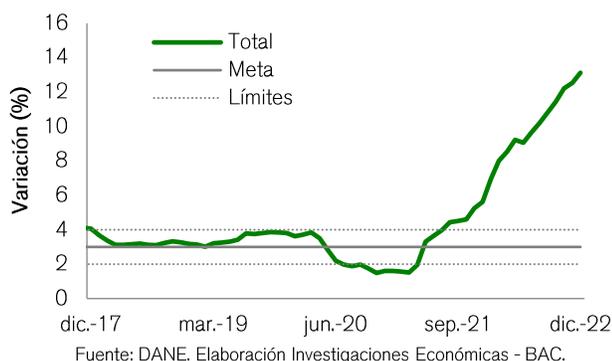


## Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 1.26% en diciembre, superando nuevamente las expectativas de los analistas (0.90%) y nuestra proyección de 0.96% (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Diciembre 6 de 2022](#)). Esta variación mensual del IPC es la más alta registrada para este mes desde el año 1994.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos registró la variación mensual más alta con 2.66% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos aumentaron 5.07% frente al mes de noviembre y siguen afectados por condiciones climáticas adversas. 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, aumentaron un 2.02% mensual.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años

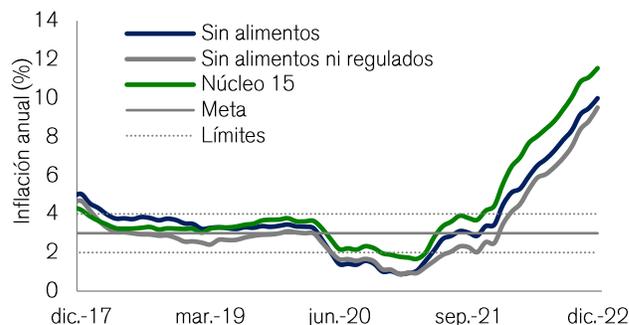


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.71%, liderado por el aumento de 2.26% 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 3.66%, afectado al alza por la depreciación de la tasa de cambio. La reducción en las tarifas de energía, anunciada en el pacto por la justicia tarifaria, nuevamente afectó a la baja el IPC de energía eléctrica, el cual se redujo 0.85% mensual.

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 1.35%. Allí sobresale el aumento de 2.13% en los precios de vehículos y autopartes, seguido por los productos de aseo y el IPC de muebles y electrodomésticos, que aumentaron 1.34% y 1.22%, respectivamente. Parte de estas presiones inflacionarias siguen asociadas al favorable desempeño del consumo de bienes durables y semidurables, y también a la depreciación del tipo de cambio.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue de 0.81%, impulsada principalmente por el aumento de 2.53% en el IPC de restaurantes y bares, y de 0.33% 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.	Tendencia
	dic.-21	dic.-22	nov.-22	dic.-22		
<b>Total</b>	<b>0.73</b>	<b>1.26</b>	<b>12.53</b>	<b>13.12</b>	<b>0.59</b>	↑
Alimentos	2.08	2.66	27.08	27.81	0.11	↑
Regulados	0.87	0.71	11.95	11.77	-0.03	↓
Bienes	0.38	1.35	13.93	15.04	0.21	↑
Servicios	0.31	0.81	6.87	7.41	0.26	↑

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

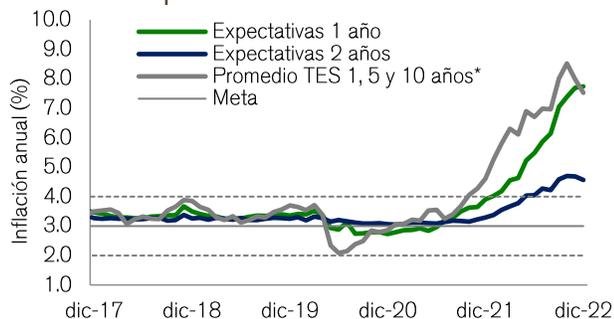


incorporando la buena dinámica del gasto de los hogares y la activación de mecanismos de indexación. Esto último se intensificará en 1T23, en la medida que muchos precios se ajustan durante este periodo al IPC causado del año anterior y al salario mínimo.

De esta forma, la inflación anual del IPC se aceleró en diciembre hasta 13.12% (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 10.35%, un nuevo máximo histórico. Todas las medidas de inflación básica se aceleraron nuevamente y se siguen alejando de la meta de 3% del BanRep. La inflación núcleo 15 aumentó hasta 11.55%, mientras que la inflación sin alimentos alcanzó un 9.99%. Por su parte, la inflación sin alimentos ni regulados (nuestra medida preferida de inflación núcleo) se aceleró hasta 9.51% (Gráfico 13).

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



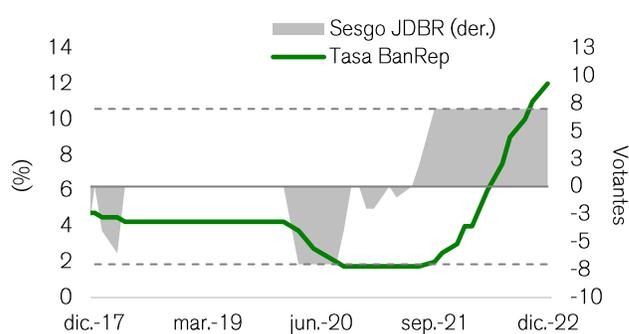
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Inflaciones implícitas en las curvas de TES cero cupón.

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 2023 aumentaron 0.23 p.p. hasta 7.79%. Por su parte, el promedio de las expectativas a 2 años de los analistas se redujo en 0.11 p.p. hasta 4.57% (Gráfico 14). El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES se ubica en 7.53%.

Para el mes de enero pronosticamos una variación mensual de 2.07% en el IPC, con lo cual esperamos que la inflación anual se acelere hasta 13.58%.

Anticipamos que el pico de la inflación se alcanzará durante 1T23 hacia niveles cercanos al 14%, antes de iniciar un lento proceso de convergencia que mantendría la inflación fuera del rango meta al menos hasta 2024. Esperamos que la inflación cierre 2023 en 9.8%, aunque con un sesgo al alza inducido por presiones asociadas a: i) la entrada en vigencia del impuesto al consumo para restaurantes; ii) el aumento de hasta 14% en los tiquetes aéreos; y iii) la implementación de aranceles del 40% sobre prendas de vestir importadas. En próximos informes publicaremos un análisis sobre los potenciales impactos de estas medidas sobre la inflación.

**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 en diciembre, por mayoría, incrementar en 100 pbs la tasa de interés de referencia, llevándola hasta un cierre de año de 12% (Gráfico 15), en línea con nuestras expectativas.

El sesgo de la JDBR continúa siendo totalmente alcista, pues todos sus miembros votaron por incrementos en los tipos de interés. No obstante, se mantienen las discrepancias en cuánto a la magnitud del ajuste.

Para esta decisión, la JDBR consideró los siguientes factores: i) la inflación total y básica continúan aumentando; ii) las expectativas de inflación superan ampliamente la meta de 3% del emisor; iii) la transmisión de la depreciación del peso a la inflación se ha acelerado;



iv) los excesos de demanda y el fuerte dinamismo en la cartera de créditos persisten; v) el déficit en cuenta corriente se encuentra en niveles históricamente altos y con condiciones financieras apretadas; y vi) unas condiciones financieras locales que mejoraron hacia finales del año.

El equipo técnico del BanRep volvió a revisar al alza su proyección de crecimiento para 2022, ajustándola levemente desde 7.9% hasta 8%. Esto es consistente con una economía que durante todo el año pasado operó por encima de su capacidad instalada.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política ex ante y ex post núcleo acumuló 6 meses en terreno contractivo y alcanzó un máximo no visto desde noviembre de 2016 (Gráfico 16). Teniendo en cuenta el reciente lenguaje del emisor, la probabilidad de aumentos adicionales en la tasa de interés de referencia sigue siendo alta. Sin embargo, creemos que el techo de este ciclo contractivo está cerca y que la magnitud de futuros aumentos en los tipos se moderará en los próximos meses.

Gráfico 16. Evolución tasa real de política monetaria



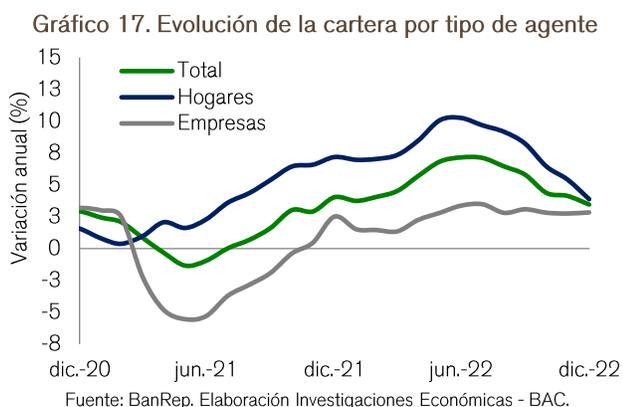
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Tasa de interés real neutral estimada del equipo técnico de BanRep.

Por todo lo anterior, **esperamos que BanRep eleve en 50 pbs la tasa de referencia hasta 12.5% en su reunión de este mes.** El punto máximo de este ciclo lo seguimos viendo alrededor de 13% durante 1T23. Las tasas permanecerían allí durante buena parte del año, antes de iniciar una fase de recortes hacia 12% en 4T23.



## 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, lo que eventualmente creará restricciones sobre la oferta de este tipo de créditos en el futuro cercano. Los aumentos en las tasas de interés siguen afectando el comportamiento de los medios de pago de alta liquidez.



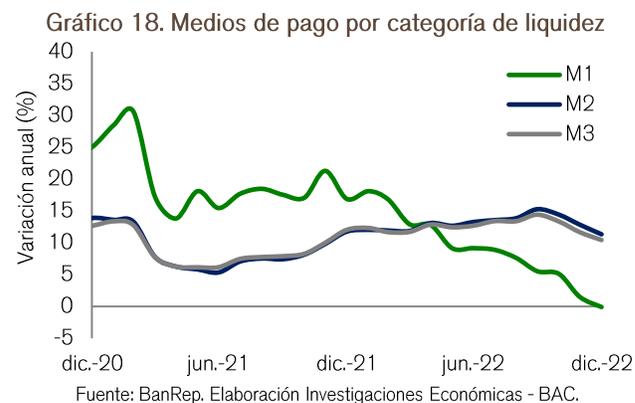
El crecimiento real de la cartera total se desaceleró durante las tres primeras semanas de diciembre hasta 3.5%, afectado por unas tasas de colocación que siguen al alza, una inflación más alta y la desaceleración de la actividad económica. El crecimiento real de los créditos hacia los hogares fue de 3.9%, el más bajo desde julio de 2021, mientras que el ritmo de colocaciones hacia las empresas permaneció relativamente estable frente a meses pasados en 2.8% (Gráfico 17).

Por modalidades, el crecimiento real de la cartera de consumo fue 5.5%. Si bien esta modalidad sigue siendo la de mayor crecimiento en la cartera total, también ha sido la que más se ha desacelerado en los últimos 6 meses. La cartera comercial creció 2.9%, seguida por el microcrédito, que aumentó 1.2%. La cartera hipotecaria registró su peor crecimiento en 16 años y aumentó 0.5%.

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 7.3% durante el último mes, impulsado por el efectivo circulante de la economía que se expandió un 6.4%. La dinámica del medio de pago de mayor liquidez, el M1, registró una caída de 0.1% en diciembre (Gráfico 18).



En contraste, los crecimientos del M2 y el M3, que son medios de pago de menor liquidez, registran a la fecha ritmos de 11.3% y 10.4%, 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.

La brecha entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema, medidos a través del M3, cada vez se torna más positiva y fue 6.1 p.p. en diciembre. Este fuerte incremento de la brecha en el mercado de fondos prestables se ha dado en medio de un crecimiento de la demanda de créditos que supera el de la oferta, presionando por esta vía las necesidades de liquidez de los establecimientos de crédito y las tasas de interés de corto plazo.

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 19.2% (Gráfico 19).



Con la información disponible con corte al mes de septiembre de 2022, el ICV para microcrédito se situó en 5.7%, seguido por el de consumo con un porcentaje de 4.9%. La calidad de la cartera de créditos comerciales descendió hasta 3% y el mismo indicador para la cartera de vivienda se mantuvo en 2.6%. De esta manera, el ICV total permaneció estable en 3.6%.

El saldo de la cartera vencida se sigue contrayendo, aunque cada vez a una menor magnitud y al corte de septiembre registró una reducción de 0.9%. Asimismo, el saldo de deterioro de la cartera total, una buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema, se contrajo 1.7%. Lo anterior continúa reflejando reintegros de provisiones, debido al bajo riesgo asociado a la dinámica de la cartera total y una demanda de créditos que todavía se mantiene fuerte.

Bajo este contexto, relativo al incremento acumulado de 1,025 pbs en la tasa de referencia de BanRep desde que inició su ajuste monetario, las tasas de los créditos han aumentado 1,235 pbs y se sitúan, en promedio, cerca de 21.1%. Por su parte, las tasas pasivas se han incrementado 1,167 pbs y se ubican, en promedio, cerca de 13.8% (Gráfico 20).

Esperamos que las tasas de interés de colocación sigan incorporando los aumentos previstos 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.

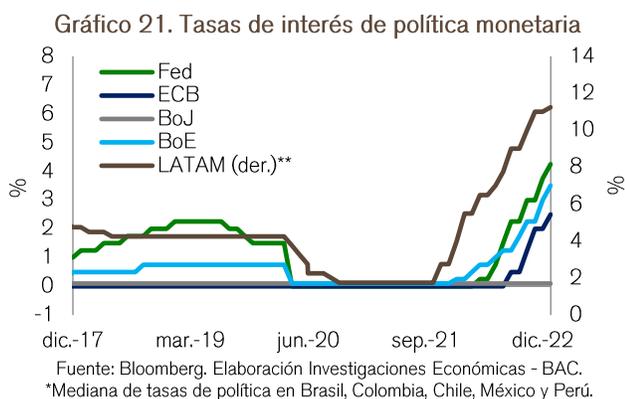


Adicional a lo anterior, el creciente riesgo de impago en la cartera de consumo supone restricciones en la oferta de estos créditos en el futuro cercano, limitando a un más su crecimiento. El microcrédito, históricamente la modalidad más sensible al ciclo económico y la de mayor riesgo implícito, también enfrenta unas perspectivas desfavorables para este año.



## 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, aunque en meses recientes ha dado señales de estabilidad y en algunas economías, como en EEUU, ya está descendiendo.



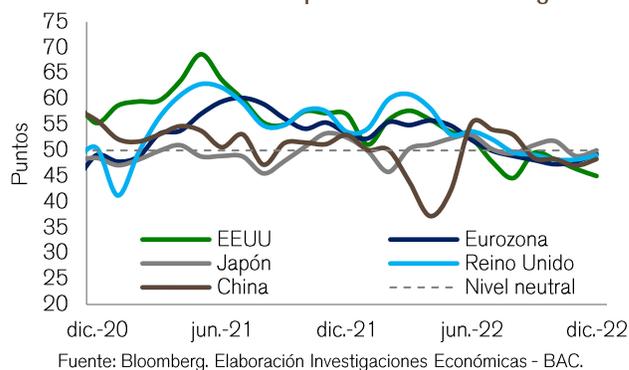
El endureciendo monetario de los bancos centrales continuó en el último mes y las tasas de interés de referencia siguen al alza (Gráfico 21). Sin embargo, algunos emisores ya iniciaron una pausa monetaria y otros se encuentran muy cerca de acabar el ajuste que iniciaron en 2021-2022.

En el caso particular de la Fed de EEUU, se espera que la tasa terminal de este ciclo contractivo alcance niveles alrededor de 5% en 1T23. Aunque la Fed no ha dado señales para recortes de tasas en 2023, los mercados financieros han comenzado a descontar esta posibilidad hacia finales de año.

En este entorno, las perspectivas económicas se siguen deteriorando. Según las más recientes encuestas a analistas económicos, la probabilidad estimada de una recesión en las diferentes regiones, durante los próximos 12 meses, volvió a incrementarse. Dicha probabilidad es especialmente alta en Europa, donde la probabilidad de recesión se estima en niveles cercanos al 80%. Para el caso de EEUU, la probabilidad de recesión se estima en 65%.

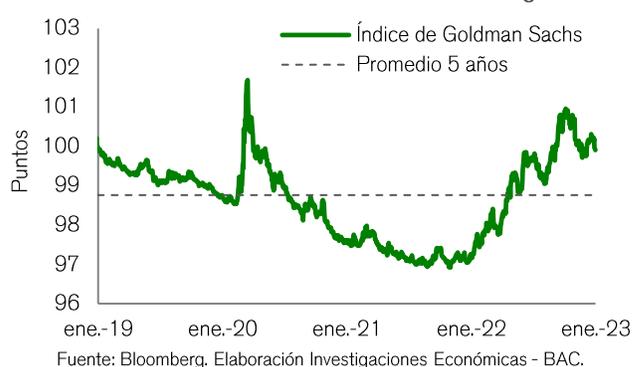
Los últimos datos del índice PMI compuesto confirman esta mayor probabilidad de recesión. En efecto, los valores del índice para la Eurozona, Reino Unido, EEUU y China se mantienen en terreno contractivo (por debajo de los 50 puntos) y sus dinámicas recientes sugieren una tendencia que tiene un claro sesgo bajista (Gráfico 22).

**Gráfico 22. Índice PMI compuesto en economías grandes**



Asimismo, el crecimiento de las economías más grandes de LATAM se desaceleró en los últimos meses. Según nuestros cálculos, el crecimiento de la región habría sido de 3.7% en 4T22, inferior al 4.5% de 3T22. Al igual que lo que ocurre con las economías avanzadas, las perspectivas para 2023 se continúan deteriorando.

**Gráfico 23. Estado de condiciones financieras globales**



En este entorno, según el índice de Goldman Sachs, las condiciones financieras mundiales se mantienen restrictivas (Gráfico 23). El grado de endurecimiento se ha moderado en semanas recientes, en parte como resultado de unas crecientes expectativas en el mercado que apuntan a recortes de tasas de interés de la Fed este año.



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. Al mismo tiempo, sus primas de riesgo se mantienen relativamente altas.



## 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	13.1	9.8	
Tasa BanRep (final del periodo %)	1.75	2.00	12.00	12.00	↑
DTF EA (promedio año %)	3.4	2.1	8.2	13.1	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	2.9	1.8	7.2	12.7	↑
TES a 10 años cero cupón (final del periodo %)	5.9	6.0	12.9	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	-5.5	-3.8	↑
Saldo deuda neta total GNC (% del PIB)	60.6	60.8	59.6	57.5	↓

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.

---