



Informe Mensual Coyuntura Económica

Investigaciones Económicas

Resumen

- *La información de actividad para 4T22 sigue dando cuenta de una desaceleración importante del crecimiento económico. Los sectores secundario y terciario lideran el crecimiento por el lado de la oferta, pero han perdido impulso como consecuencia de un menor dinamismo de la demanda interna. El sector primario permanece rezagado, pero existen señales de un mejor comportamiento en el futuro cercano.*
- *La demanda de trabajo en el mercado laboral sigue perdiendo impulso. Aunque el desempleo nacional se mantiene alineado a sus niveles estructurales, el espacio de mejoras adicionales en el corto plazo es prácticamente nulo. En este entorno, la dinámica de los salarios nominales permanece elevada.*
- *La inflación al consumidor alcanzó en enero nuevos máximos desde 1999, pero varias presiones de oferta están comenzando a moderarse. 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 elevó en 75 pbs la tasa de intervención hasta 12.75% durante su última reunión de política monetaria.*
- *La cartera de créditos se sigue desacelerando y el balance de riesgos se ha deteriorado, especialmente en la modalidad de consumo. El exceso de demanda en el mercado de créditos persiste, pero es de esperar que corrija rápidamente este año. Las tasas activas y pasivas continúan incorporando el ajuste de tasas de interés de BanRep.*
- *Los riesgos de una recesión en 2023 se han moderado, al mismo tiempo que la inflación mundial parece estar cerca de su punto máximo. No obstante, el crecimiento de nuestros socios comerciales continúa siendo bajo. En EEUU, se espera que la Fed finalice el ajuste de tasas en los próximos meses, pero el fin de la postura restrictiva se percibe lejano. Las condiciones financieras internacionales siguen estrechas, pero han mejorado levemente frente a meses previos.*

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

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

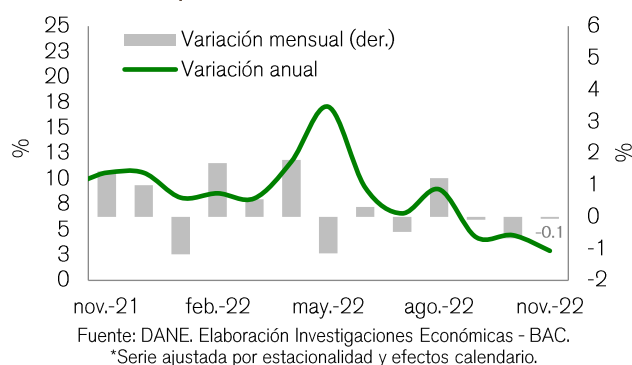


Actividad económica

El ritmo de expansión de la actividad económica se habría desacelerado significativamente en 4T22, debido principalmente a unas condiciones financieras locales que se han hecho más restrictivas. Las variables de demanda se siguen debilitando, especialmente el gasto de los hogares, afectado por unos elevados niveles de tasas de interés e inflación.

Los sectores secundario y terciario siguen liderando la producción agregada, aunque han perdido dinamismo por el menor crecimiento de la demanda interna. El sector primario permanece muy rezagado frente a la velocidad de recuperación del resto de ramas de actividad.

Gráfico 1. Comportamiento del ISE durante el último año*



En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró una caída por tercer mes consecutivo y en noviembre se redujo 0.1% respecto al mes anterior (Gráfico 1). Esto contrasta notablemente con las variaciones mensuales de 0.2% que en promedio se observaron durante los últimos 12 meses.

En términos de su dinámica anual, y tomando la serie original, la variación del ISE en noviembre fue 3%¹, inferior a nuestra estimación de 3.5% (ver "Actividad económica" en [IMCE – Enero 12 de 2023](#)). Este resultado se constituye en el menor crecimiento registrado en los

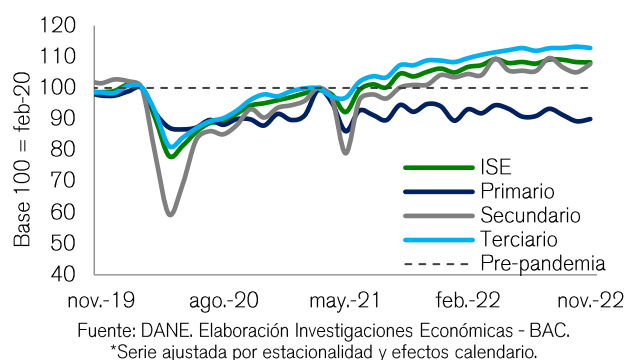
¹ De aquí en adelante, todas las tasas de variación a las que haremos referencia son variaciones anuales, excepto en los casos donde se especifique lo contrario.

últimos 21 meses, y se ubica muy por debajo del 8.3% promedio del año.

El ISE de la cadena **primaria** registró su mayor contracción desde febrero del 2021, con una caída de 5.1%. Este sector se sigue rezagando frente a los demás y todavía se sitúa por debajo de sus niveles pre-pandemia, completados casi 3 años desde el choque del COVID-19 (Gráfico 2).

En la minería, la producción de carbón, según las cifras de noviembre del subíndice de producción industrial ligado a carbón, se ubica 47 p.p. por debajo de los registros de febrero de 2020. La información preliminar sugiere una contracción de 5.2% en 2022.

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



La producción de petróleo tampoco ha alcanzado sus niveles pre-COVID (cerca de 880 mil barriles-día), pero sigue ganando algo de tracción. La producción promedio en 2022 se situó en 754 mil barriles-día, lo que representa un crecimiento de 2.4%. Según la información disponible de enero, el crecimiento de la producción de crudo en el país se estaría acelerando hacia ritmos del 4.6%.

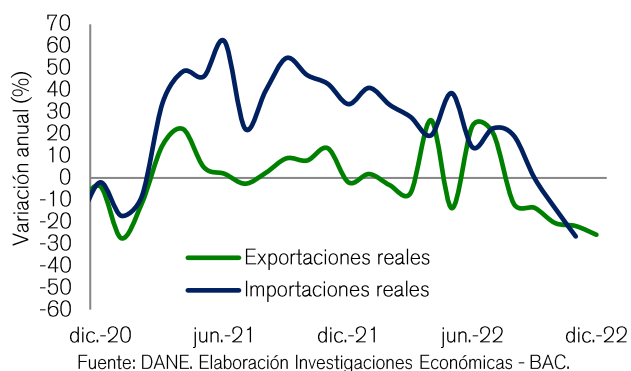
El reciente desempeño del sector agropecuario continúa siendo negativo en el balance. El fuerte incremento en los costos de producción, y las afectaciones climáticas sobre la oferta desde mediados de 2022 (fuertes lluvias en varias zonas del país), han sido grandes limitantes en la producción para este sector.



En la ganadería, el sacrificio de ganado vacuno y porcino en noviembre cayó 2.6%, mientras que la producción en la avicultura creció un 2.4%. El buen dinamismo de la avicultura está en línea con el mayor consumo de carne de pollo y huevo que ha generado, por efecto sustitución, el aumento del precio interno de la carne de res. Cambios en las preferencias de consumo también estarían estimulando la demanda de otras proteínas de origen animal, diferente a la carne de res.

Dentro de los cultivos agrícolas, el sector cafetero se vio severamente afectado en 2022 por las fuertes lluvias ocasionadas por el fenómeno de La Niña. La producción fue de 11.1 millones de sacos de 60 kg, cifra inferior a los 12.6 millones de 2021 y que en términos porcentuales equivale a una caída de 11.9%.

Gráfico 3. Evolución de variables de comercio exterior



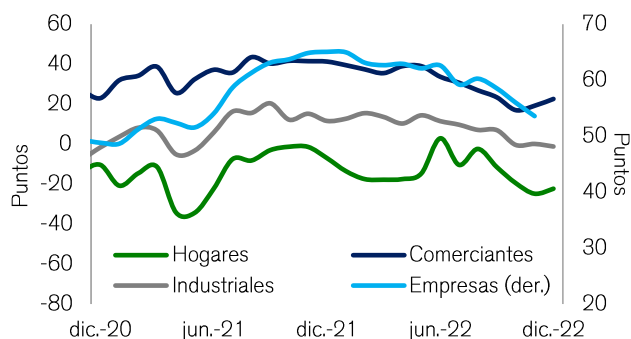
No obstante, las cifras de enero de 2023 han comenzado a mostrar un cambio de tendencia. En efecto, la producción mensual en el primer mes del año fue de 868 mil sacos, lo que si bien representa una variación nula, deja atrás las contracciones observadas en los meses previos.

El ISE del sector **secundario** fue la rama de actividad de mayor dinamismo en noviembre, pero sigue perdiendo tracción frente a meses previos. En efecto, el ISE de este sector registró un crecimiento de 5.8%, inferior al crecimiento promedio de 8.7% de 3T22.

La actividad manufacturera sigue siendo el motor de la cadena intermedia de producción y su crecimiento fue de 4.5%. Dentro de los sectores que más contribuyeron al crecimiento de las manufacturas se encuentran los de textiles y calzado, metales, y actividades de impresión.

El índice PMI manufacturero, que es un indicador adelantado de las industrias manufactureras, se deterioró en enero hasta niveles de 48.5 puntos. Esta nueva información apunta a una desaceleración adicional del sector manufacturero en el corto plazo.

Gráfico 4. Confianza de los hogares y las empresas



El sector de la construcción mantiene un comportamiento positivo en el balance, pero también ha perdido impulso. Las licencias de construcción crecieron 28.5% en noviembre, inferior al promedio registrado en los últimos meses. Por su parte, la producción de cemento gris, uno de los insumos más importantes para el sector, registró un crecimiento de 1.2% en diciembre que también es inferior a lo observado en meses previos.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de los sectores de comercio y servicios, sigue incorporando el menor dinamismo del gasto de los hogares y se expandió en el último mes 3.6% (Gráfico 2), su menor crecimiento en 21 meses.

El índice de ventas reales del comercio minorista creció 1.7%, muy por debajo del promedio de 7.6% de 3T22, consistente con el menor consumo de bienes de los hogares. Los subsectores minoristas que más crecieron fueron los de bebidas alcohólicas, y libros y papelería. Las ventas de electrodomésticos y de artículos de aseo del hogar, por su parte, presentaron las mayores caídas.

Los ingresos reales del sector de servicios, que sirven para medir el comportamiento de la demanda de servicios de los hogares, cayeron 3.2% en noviembre, su primera contracción desde febrero de 2021. Los rubros de cine y

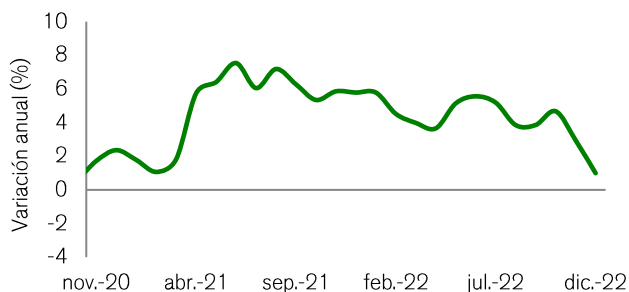


televisión, y telecomunicaciones, fueron los servicios que registraron las mayores caídas.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB registraron una contracción, por primera vez desde enero de 2021. Así, las ventas externas en diciembre cayeron 1%, donde sobresale la fuerte reducción de 15.8% de las exportaciones de petróleo. Las exportaciones no tradicionales también se deterioraron y mostraron una contracción de 2.1%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan una caída real de 25.9% de las exportaciones en diciembre (Gráfico 3). Este resultado está en línea con la menor demanda externa de los últimos meses, producto del menor crecimiento económico de nuestros socios comerciales (ver sección de “Contexto externo” en este informe).

Gráfico 5. Dinámica del gasto real de los hogares (PM3)



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

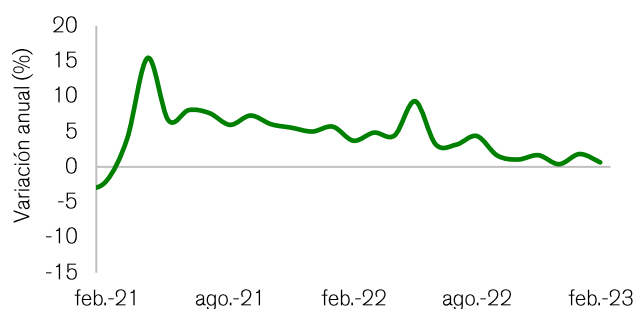
Asimismo, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron su primera reducción en un año y medio, y en noviembre cayeron 7.7%. Las importaciones se vieron afectadas, principalmente, por la contracción en las compras externas de bienes intermedios de la industria, las cuales cayeron 17.5%. En términos reales, las importaciones cayeron 26.7% durante el último mes (Gráfico 3), lo cual es consistente con la pérdida de dinamismo de la demanda interna de la economía.

Bajo este contexto, las exportaciones netas contribuyeron de forma positiva al dinamismo de la demanda agregada, por primera vez en cinco meses. En la medida que este comportamiento persista en el futuro cercano, es de esperar que el déficit comercial de bienes en la economía inicie un proceso de ajuste.

En línea con todo lo anterior, varios indicadores adelantados de actividad en diciembre-enero refuerzan la pérdida de dinamismo de la actividad económica.

Al corte de diciembre, el índice de confianza de los consumidores 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 se sitúan por debajo de sus respectivos promedios del último año (Gráfico 4).

Gráfico 6. Demanda promedio-día energía no regulada



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

El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, se contrajo 1.2% en diciembre, por segundo mes consecutivo (Gráfico 5). Descontando la inflación núcleo y no la total, la expansión del gasto real de los hogares se desaceleró hasta 1.4%.

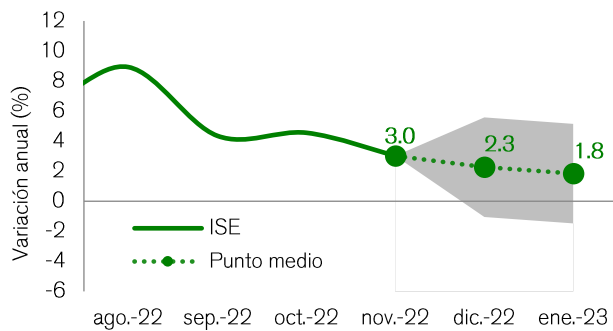
La demanda de energía no regulada, una buena variable proxy de inversión fija de las empresas, se sigue debilitando y anticipa un menor crecimiento de la formación bruta de capital en el corto plazo. En efecto, la demanda en enero se situó alrededor de los 206 GWh diarios, lo que se traduce en un crecimiento de 1.8%. Asimismo, las cifras preliminares de febrero muestran un aumento de tan solo 0.6% (Gráfico 6).

Por todo lo anterior, **pronosticamos un crecimiento de 2.3% del ISE para el mes de diciembre**. Con la información disponible de enero, nuestro modelo *Nowcast* sugiere un crecimiento preliminar del ISE de 1.8% para ese mes (Gráfico 7).



De esta forma, el crecimiento preliminar del producto en 4T22 lo estimamos alrededor de 3.4%, lo cual dejaría el crecimiento del PIB de todo 2022 en 7.8%, inferior a nuestro pronóstico anterior de 8%. **Con la escasa información disponible de 2023, pronosticamos un crecimiento del PIB para este año de 1.1%.**

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



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

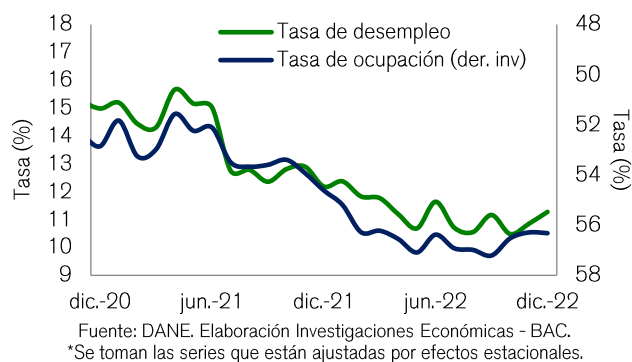
Entre los factores más importantes que sustentan este pronóstico para 2023 destacamos: i) la desaceleración ya observada en la demanda interna, especialmente del gasto de los hogares, consecuencia de una política monetaria contractiva de BanRep; ii) el menor crecimiento de nuestros socios comerciales, que ya está afectando las exportaciones; y iii) la incertidumbre y la pérdida de confianza de los agentes, que afectará el clima de los negocios y la inversión fija.



Mercado laboral

En línea con un menor crecimiento de la actividad económica en 4T22, la demanda de trabajo en el mercado laboral se ha debilitado. Los niveles de ocupación siguen creciendo más rápidamente en las ciudades, apoyando por esta vía el empleo asalariado y formal. No obstante, el espacio para mejoras adicionales en las condiciones del mercado laboral luce agotado.

Gráfico 8. Principales indicadores del mercado laboral*



En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional aumentó en diciembre hasta 11.3%, superando el promedio de los últimos tres meses de 10.9% (Gráfico 8). Tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación se mantuvo en 56.3%, niveles mínimos desde febrero de 2022. La tasa global de participación, por su parte, aumentó hasta 63.5%.

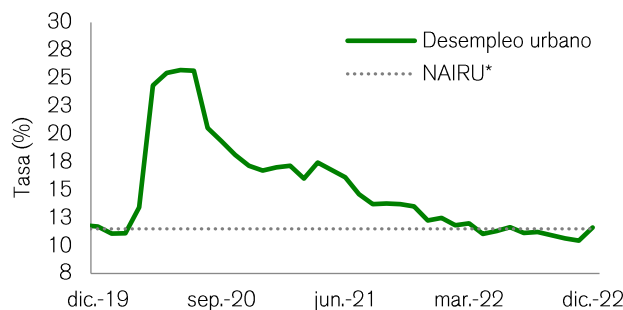
El desempleo nacional continúa por debajo de las mediciones de desempleo estructural. En efecto, para el total nacional se estima una tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés) cerca del 12%, por lo que los niveles actuales de desempleo nacional se sitúan por debajo de dicho nivel.

En el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, el desempleo urbano aumentó hasta 11.6%, pero permanece relativamente en línea con la tasa NAIRU urbana que, de acuerdo con BanRep, se estima alrededor de 11.5% (Gráfico 9).

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 1.1%. Esto es consistente con la baja dinámica observada en los empleos del dominio rural durante los últimos meses.

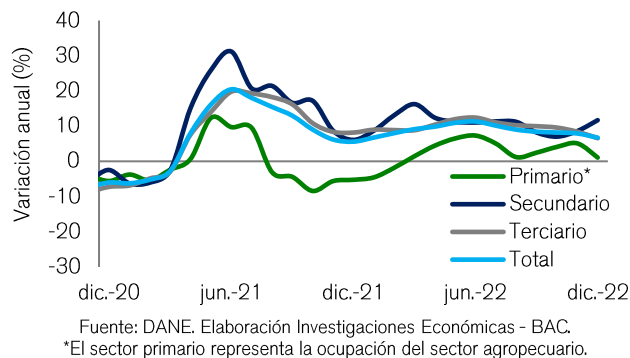
Gráfico 9. Evolución del desempleo grandes ciudades



Las ramas secundaria y terciaria siguen liderando la demanda de trabajo a nivel nacional, algo que es coherente con lo que refleja el ISE sectorial en esas cadenas de producción.

En efecto, el crecimiento del acervo de ocupados en el sector secundario fue 10% y en el terciario fue 6.6%. En este último, la dinámica de la demanda de trabajo sigue perdiendo tracción en una mayor intensidad frente a lo registrado en el sector secundario, algo que también es consistente con los recientes resultados del ISE.

Gráfico 10. Generación de empleo por ramas (PM3)

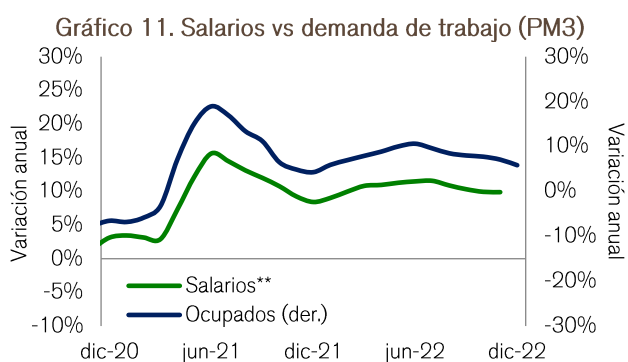


En este entorno, la industria manufacturera, la administración pública y actividades artísticas, fueron las que más generaron empleos durante el último año con corte a diciembre, anotando incrementos de 249, 207 y 195 miles de ocupados, respectivamente. Por su parte, los



ocupados en el sector de comercio se redujeron en 121 mil personas.

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 10.5%, mientras que la demanda de empleo no asalariado registró un crecimiento nulo. Por su parte, la tasa de empleos formales se situó en 75.1% y sigue superando ampliamente la tasa de subempleos (subutilización de empleo), que se ubica en 14.6%.



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 9.8% en noviembre. Además de la influencia del aumento del salario mínimo por encima del 10% para 2022, el desempeño favorable de la demanda de trabajo en la economía, durante la mayor parte del 2022, también ha explicado este comportamiento de los salarios (Gráfico 11).

En términos reales, la inflación salarial fue -2.8%, consecuencia del fuerte incremento que ha registrado la inflación al consumidor. Este resultado también sustenta el menor gasto de los hogares observado en meses recientes.

Bajo este contexto, **revisamos al alza nuestra proyección de tasa de desempleo nacional para el promedio-año de 2023 hasta 11.3%, desde el 10.7% anterior.**

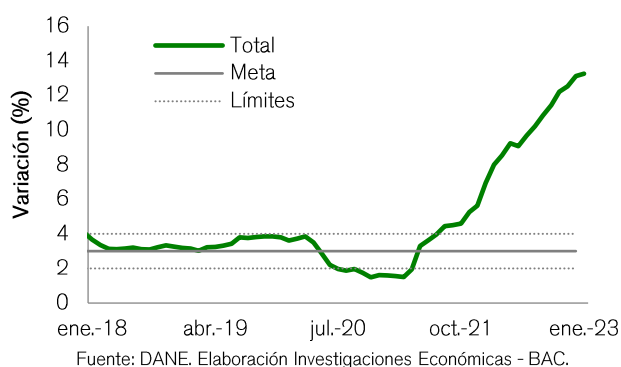


Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 1.78% en enero, inferior a las expectativas de los analistas (1.85%) y muy por debajo de nuestra proyección de 2.07% (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Enero 12 de 2023](#)). Esta variación mensual del IPC es la más alta registrada para este mes desde el año 1999.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos registró la variación mensual más alta con 2.46% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos aumentaron 5.68% frente al mes de diciembre, 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-cambiarioros, aumentaron 1.58% mensual.

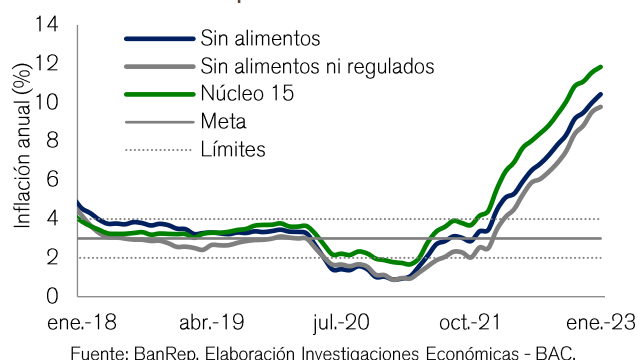
Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años



El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 2.63%. Los mayores aumentos se observaron en el IPC de transporte urbano, con una variación mensual de 6.61%, y en el IPC de combustibles

con un incremento de 3.66%. Este último estuvo jalonado por el aumento de 400 pesos decretado en el precio de la gasolina para el mes de enero, en respuesta al plan de Gobierno para mitigar el déficit del FEPC. La apreciación del peso colombiano respecto al dólar en enero favoreció el IPC de gas, cuya variación mensual fue -0.14%.

Gráfico 13. Principales medidas de inflación núcleo



Por su parte, el IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 1.48%. Allí sobresale el aumento de 1.69% en el IPC de muebles y electrodomésticos, seguido por los precios de vehículos y autopartes, y por los productos de aseo, con incrementos de 2.12% y 1.47%, respectivamente.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue de 1.27%, impulsada principalmente por el aumento de 3.17% en el IPC de restaurantes y bares, y de 0.45% en el IPC de arrendamientos. En ambos casos, estos resultados responden a un favorable consumo de servicios por parte de los hogares, aunque también a la activación de mecanismos de indexación a la inflación de 2022 (13.1%) y al ajuste del salario mínimo para 2023 (16%).

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

	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont. p.p.	Tendencia
	ene.-22	ene.-23	dic.-22	ene.-23		
Total	1.67	1.78	13.12	13.25	0.13	↑
Alimentos	3.79	2.46	27.81	26.18	-0.25	↓
Regulados	1.68	2.63	11.77	12.81	0.18	↑
Bienes	2.07	1.48	15.04	14.38	-0.12	↓
Servicios	0.71	1.27	7.41	8.00	0.29	↑

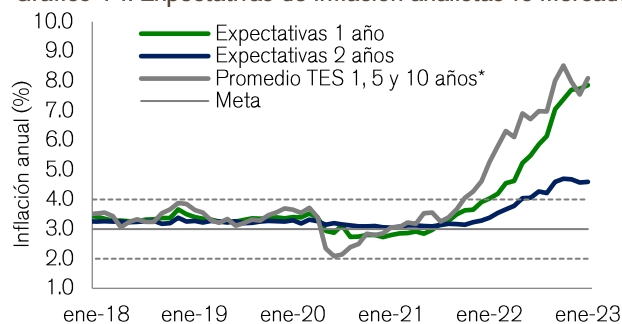
Fuente: Banco de la República. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.



De esta forma, la inflación anual del IPC se aceleró hasta 13.25% (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 10.68%, 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 11.84%, mientras que la inflación sin alimentos alcanzó un 10.43%. Por su parte, la inflación sin alimentos ni regulados (nuestra medida preferida de inflación núcleo) se aceleró hasta 9.78% (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 hasta 8.8%. Por su parte, el promedio de las expectativas a 1 año de los analistas aumentó 0.12 p.p. hasta 7.9%, aunque a más largo plazo parecen haberse estabilizado y el promedio a 2 años aumentó apenas 0.02 p.p. hasta 4.6% (Gráfico 14). El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES se incrementó hasta 8.1%.

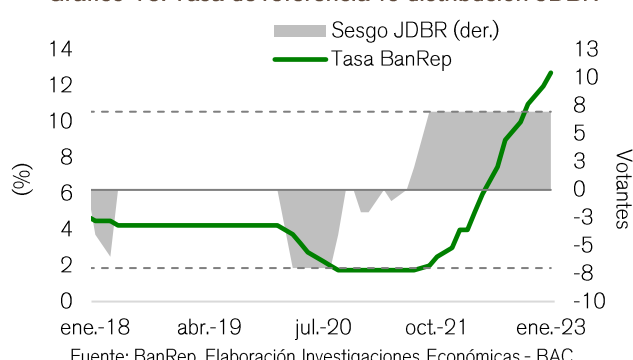
Para el mes de febrero **pronosticamos una variación mensual de 2.10% en el IPC, con lo cual esperamos que la inflación anual se acelere hasta 13.78%.**

Anticipamos que el pico de la inflación se alcanzará en marzo-abril 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. Así, **esperamos que la inflación cierre 2023 en 9.8%.**

Efectos inflacionarios adicionales, asociados a la adopción de algunas medidas fiscales, podrían desviar al alza la inflación frente a nuestro escenario base. No obstante, advertimos que estos efectos serían transitorios y se compensarían con la corrección prevista en otros componentes del IPC (ver “Efectos de medidas fiscales sobre la inflación: algunas estimaciones” en [CE – Febrero 7 de 2023](#)).

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 enero, por mayoría, incrementar en 75 pbs la tasa de interés de referencia, llevándola hasta 12.75% (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, donde cinco miembros de la JDBR (grupo mayoritario) votaron por un aumento de 75 pbs, y los restantes dos por un incremento de 25 pbs.

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 actividad económica ha dado señales de desaceleración a partir de 4T22 y se espera que se profundice en el corto plazo; iv)

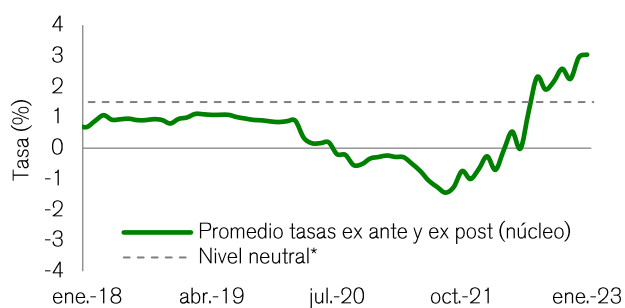


la desaceleración en la cartera de créditos, principalmente en el crédito de consumo, como respuesta a las mayores tasas de interés; v) la apreciación de la tasa de cambio, derivada de una mejora del ambiente externo y la confianza en las perspectivas fiscales de Colombia; y vi) la menor inflación en EEUU y Europa, que ha sido más rápida de lo esperado y permitiría una trayectoria menos restrictiva de la política monetaria.

Por lo anterior, el equipo técnico de BanRep revisó a la baja, una vez más, su proyección de crecimiento para 2023, desde 0.5% hasta 0.2%. Esta previsión es sustancialmente más baja frente a nuestro pronóstico de 1.1%.

BanRep llevaría al cierre de año su tasa de referencia a niveles alrededor de 13%.

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.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política ex ante y ex post núcleo acumuló 7 meses en terreno contractivo y alcanzó un máximo no visto desde noviembre de 2016 (Gráfico 16).

Teniendo en cuenta el reciente lenguaje del emisor, que señala que la política monetaria se acerca a la postura requerida para inducir en el mediano plazo la inflación hacia su meta de 3%, creemos que la finalización del ciclo de aumentos de tasa de intervención está muy cerca.

Por todo lo anterior, teniendo en cuenta que en febrero no se toman decisiones de política monetaria sobre las tasas de interés, **esperamos que BanRep eleve en 75 pbs la tasa de referencia hasta 13.5% en su reunión de marzo.**

Creemos que las tasas de interés permanecerían allí durante buena parte del año. Una fase de recortes graduales podría darse a partir de 4T23, por lo que

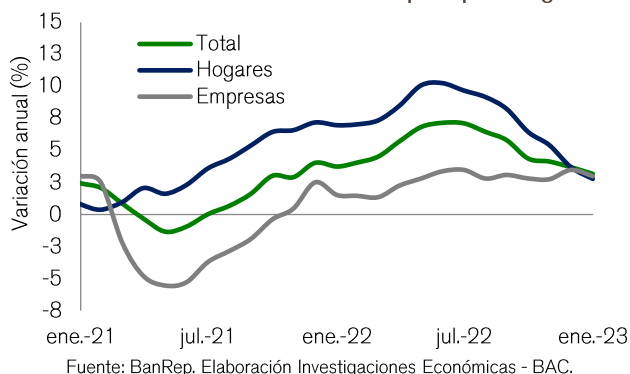


Mercado de créditos

La dinámica de la cartera total de créditos del sistema financiero, en términos reales, se sigue desacelerando, en línea con una demanda de créditos que se sigue debilitando por el contexto de tasas de interés e inflación altas.

Varios indicadores sugieren un riesgo de impago bajo, pero en algunas modalidades, como la de consumo, se ha visto un deterioro importante en la calidad de cartera, lo que eventualmente crearía restricciones sobre la oferta de este tipo de créditos. Los aumentos en las tasas de interés siguen afectando el comportamiento de los medios de pago de alta liquidez.

Gráfico 17. Evolución de la cartera por tipo de agente



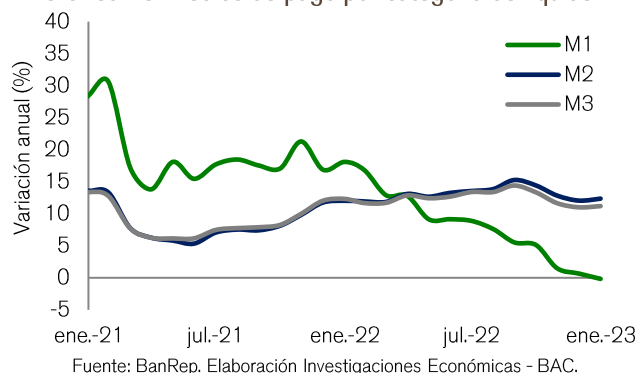
El crecimiento real de la cartera total se ha desacelerado en enero hasta 3.2%. El crecimiento real de los créditos hacia los hogares fue de 2.8%, el más bajo desde junio de 2021, mientras que el de las colocaciones a las empresas también se desaceleró hasta 3% (Gráfico 17).

Por modalidades, el crecimiento real de la cartera de consumo fue 4.1%. 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 meses. La cartera comercial creció 3.1%, seguida por el microcrédito, que aumentó 1.3%. La cartera hipotecaria registró una variación nula en el último mes, su menor crecimiento desde septiembre de 2006.

Los principales agregados monetarios siguen reflejando unas condiciones favorables para la oferta de crédito. El crecimiento de la base monetaria fue de 5.3% durante el

último mes, impulsado por el efectivo circulante de la economía que se expandió un 5.4%. La dinámica del medio de pago de mayor liquidez, el M1, registró una caída de 0.2% en enero (Gráfico 18).

Gráfico 18. Medios de pago por categoría de liquidez



En contraste, los crecimientos del M2 y el M3, que son medios de pago de menor liquidez y miden los depósitos del sistema financiero, registran a la fecha ritmos de 12.4% y 11.2%, 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.

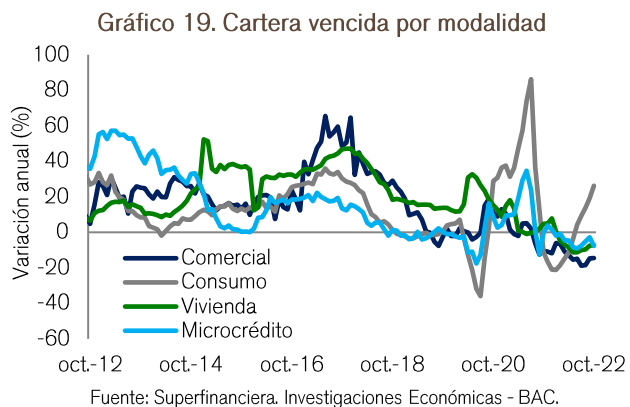
De esta forma, la brecha entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema, medidos a través del M3, se mantiene positiva y fue de 5.2 p.p. en enero. Lo anterior se ha dado en medio de un crecimiento de la demanda de créditos que supera el de la oferta, presionando por esta 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 se situó en 3.7% en octubre, registrando un aumento leve frente al mes anterior. No obstante, continúa reflejando una probabilidad de impago baja en el sistema financiero, pues se ubica en niveles inferiores a los registros pre-pandemia y al promedio de los últimos 10 años.

Es de esperar que en el corto plazo la cartera vencida continúe ganando terreno frente a la cartera bruta, deteriorando así el ICV en las diferentes modalidades. De

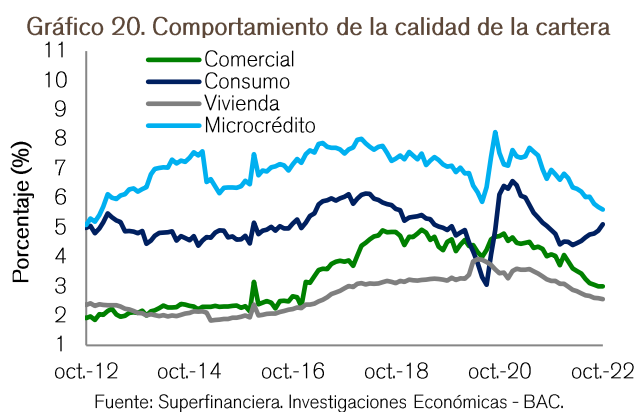


hecho, la cartera vencida del crédito de consumo ya registra un crecimiento de 26.2% (Gráfico 19).



Con la información disponible con corte al mes de octubre de 2022, el ICV para microcrédito se situó en 5.6%, seguido por el de consumo con un porcentaje de 5.1%. La calidad de la cartera de créditos comerciales y de vivienda se mantuvo en 3% y 2.6%, respectivamente (Gráfico 20).

El saldo de la cartera vencida creció 1.3% en octubre, su primer aumento desde agosto de 2021. Asimismo, teniendo en cuenta la desaceleración económica y la mayor probabilidad implícita de materialización de riesgos de impago en el futuro, el deterioro de la cartera total, una buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema, aumentó 0.9%.



Bajo este contexto, relativo al incremento acumulado de 1,100 pbs en la tasa de referencia de BanRep desde que inició su ciclo monetario contractivo, las tasas de los créditos han aumentado 1,385 pbs y se sitúan, en promedio, cerca de 22.59%. Por su parte, las tasas

pasivas se han incrementado 1,190 pbs y se ubican, en promedio, cerca de 14.05% (Gráfico 21).

Esperamos que las tasas de interés de colocación sigan incorporando aumentos adicionales previstos en los tipos de política monetaria los próximos meses. En consecuencia, la demanda de créditos tendrá que seguirse debilitando, lo que se verá traducido en menores crecimientos de la cartera.



Adicional a lo anterior, el creciente riesgo de impago en la cartera de consumo supone restricciones en la oferta de estos créditos, limitando aún 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.

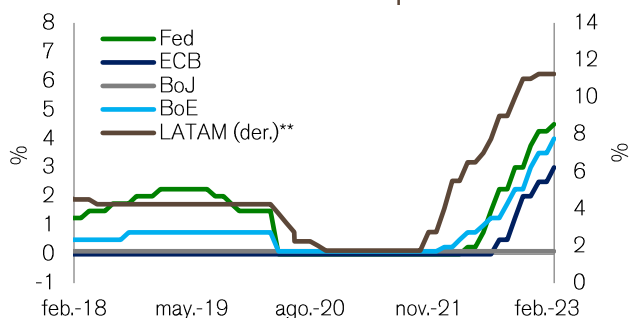


Contexto externo

La información disponible en el frente externo ha venido reflejando unos menores riesgos de recesión para 2023. Se estima que la actividad económica siga perdiendo impulso a nivel global y que la inflación descienda gradualmente, aunque sin alcanzar las respectivas metas de política monetaria de los bancos centrales.

En efecto, las cifras de inflación en varias economías del mundo están descendiendo. En EEUU y la Eurozona, esta corrección ha sido más rápida de lo esperado, pero la dinámica de los precios se mantiene por encima y todavía lejos del objetivo de 2%.

Gráfico 22. Tasas de interés de política monetaria



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Mediana de tasas de política en Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.

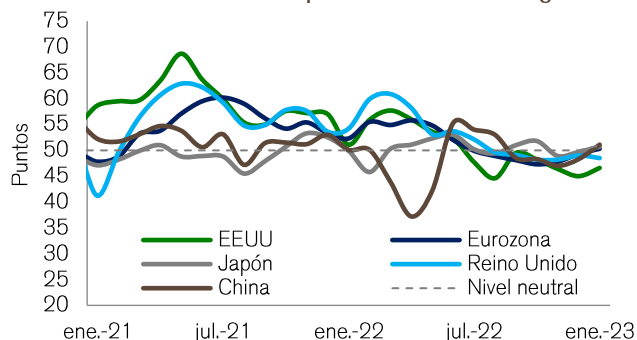
El endurecimiento monetario de los bancos centrales continuó en el último mes y las tasas de interés de referencia siguen al alza (Gráfico 22). Algunos emisores ya iniciaron una pausa monetaria y otros se encuentran cerca de acabar el ajuste que iniciaron en 2021-2022, reduciendo el ritmo de ajustes en los tipos de interés.

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 están anticipando recortes hacia finales de año.

En este entorno, según las más recientes encuestas a analistas económicos, la probabilidad estimada de recesión en algunas regiones, durante los próximos 12 meses, se redujo en el último mes. Particularmente, la probabilidad de recesión en la Eurozona disminuyó desde

niveles cercanos al 80% hasta 68%. Para el caso de EEUU, la probabilidad de recesión se estima en 65%.

Gráfico 23. Índice PMI compuesto en economías grandes

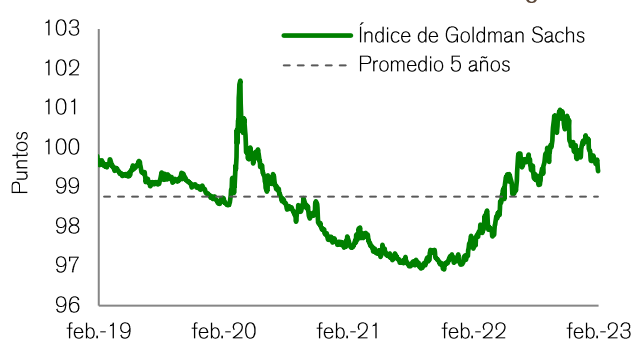


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Los últimos datos del índice PMI compuesto confirman una mayor resiliencia de la actividad económica, donde la Eurozona ha sobresalido por la publicación de resultados que han superado las expectativas. En efecto, los valores del índice para Reino Unido y EEUU se mantienen en terreno contractivo (por debajo de los 50 puntos), mientras que en la Eurozona, Japón y China ahora reflejan expansión (Gráfico 23).

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% en 4T22, inferior al 4.5% de 3T22.

Gráfico 24. Estado de condiciones financieras globales



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

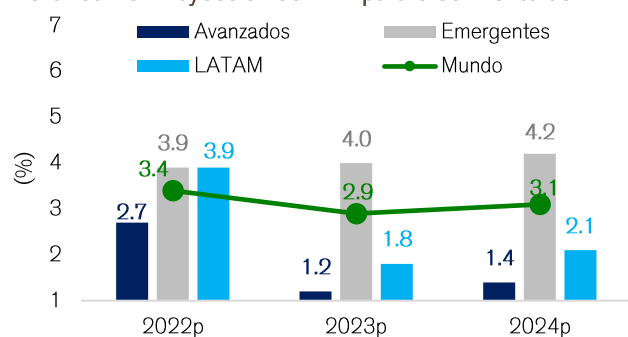
Bajo este contexto, según el índice de Goldman Sachs, las condiciones financieras mundiales se mantienen restrictivas (Gráfico 24). El grado del endurecimiento se ha moderado en semanas recientes, en parte como



resultado de expectativas en el mercado que apuntan a recortes de tasas de interés de la Fed a fin de año.

Toda la información anterior es consistente con la última actualización de proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), que sugiere una desaceleración económica mundial menos severa frente a lo esperado previamente. El pronóstico de crecimiento del PIB mundial para 2022 y 2023 se revisó al alza en 0.2 p.p hasta 3.4% y 2.9%, respectivamente. Para 2024, el crecimiento económico mundial se aceleraría hasta 3.1%.

Gráfico 25. Proyección del FMI para crecimiento del PIB



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Para el caso de las economías avanzadas, entre 2022 y 2023 se espera una desaceleración de 1.5 p.p. hasta un crecimiento de apenas 1.2%. La magnitud de esta desaceleración sería superior en LATAM, pues según las estimaciones del FMI, el crecimiento del PIB de la región descendería en 2023 hasta 1.8%, es decir, 2.1 p.p. por debajo del crecimiento previsto para 2022. La proyección del FMI para el crecimiento del PIB de Colombia en 2023 también fue revisada a la baja, desde 2.2% hasta 1.1%.

Para las economías emergentes, el FMI estima una expansión de 4% en 2023, ligeramente superior al crecimiento de 3.9% de 2022 (Gráfico 25). En buena medida, este pronóstico tiene en cuenta la reapertura económica de China, cuyo PIB se expandiría a tasas ligeramente superiores al 4.7%, aunque también se sustenta por una contracción menos severa de la economía de Rusia.



Proyecciones Económicas

	2020	2021	2022(p)	2023(p)	
Demanda agregada					
PIB (%)	-6.8	10.7	7.8	1.1	↓
Consumo privado (%)	-5.6	14.8	9.8	1.7	↓
Gasto público (%)	3.7	10.3	4.6	3.9	
Inversión fija (%)	-20.6	11.2	13.1	5.2	↑
Demanda interna (%)	-7.2	13.6	10.4	1.0	↑
Exportaciones (%)	-18.3	14.8	16.5	1.1	↓
Importaciones (%)	-17.2	28.7	24.7	2.0	↓
Sectores actividad económica					
Agropecuario (%)	2.7	3.1	-1.1	2.9	↓
Comercio (%)	-15.1	20.9	11.8	0.3	↓
Construcción (%)	-25.8	5.7	8.5	0.8	↓
Financiero (%)	2.1	3.4	6.3	1.8	↓
Industria (%)	-7.7	16.4	10.5	1.3	↓
Minería (%)	-16.0	0.2	1.0	1.0	
Precios, tasas de interés y desempleo					
Inflación (final del periodo %)	1.6	5.6	13.1	9.8	
Tasa BanRep (final del periodo %)	1.75	3.00	12.00	13.00	
DTF EA (promedio año %)	3.4	2.0	8.2	13.5	
IBR overnight EA (promedio año %)	2.9	1.9	7.2	13.3	
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	5.9	8.5	13.0	10.3	↓
Tasa de desempleo nacional (%)	16.1	13.8	11.2	11.3	↑
Sector externo					
Tasa de cambio (promedio anual)	3694	3749	4246	4845	↓
Tasa de cambio (final del periodo)	3434	3981	4810	4755	↑
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-3.7	-5.7	-6.4	-5.9	
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	2.8	3.1	5.0	2.9	
Finanzas públicas					
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-7.8	-7.1	-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.
