



## Informe Mensual Coyuntura Económica

### Investigaciones Económicas

#### Resumen

- *La información disponible de 3T22 evidencia una dinámica de crecimiento que sigue siendo favorable, aunque ya da algunas señales de desaceleración. El sector primario sigue rezagado y ha sido afectado por condiciones climáticas adversas y la coyuntura internacional de costos elevados. Por el contrario, los sectores secundario y terciario lideran el crecimiento económico, en línea con la solidez de la demanda interna.*
- *Las cifras del mercado laboral siguen evidenciando unas condiciones favorables, aunque el espacio de mejoras adicionales se ha estrechado significativamente. La tasa de desempleo continúa descendiendo y la demanda de trabajo permanece fuerte. En este entorno, la dinámica de los salarios nominales se mantiene alta.*
- *La inflación al consumidor volvió a acelerarse en septiembre y alcanzó máximos no vistos desde 1999. Las medidas de inflación básica, así como las expectativas de inflación, siguen aumentando y permanecen muy por encima de la meta de 3%. En este entorno, BanRep incrementó en 100 pbs la tasa de intervención hasta 10%.*
- *La dinámica de la cartera real de créditos se ha venido desacelerando, en línea con el aumento de tasas de interés de BanRep. Las tasas de interés de colocación y captación han incorporado rápidamente los aumentos en la tasa de interés de política monetaria, y los medios de pago de menor liquidez en la economía siguen ganando terreno.*
- *El deterioro de las perspectivas económicas mundiales se ha acelerado en meses recientes y el riesgo de recesión es cada vez más alto, todo esto en un ambiente de elevada inflación y un endurecimiento agresivo de la política monetaria global. En este entorno, las condiciones financieras internacionales se siguen apretando significativamente.*

#### CONTENIDO

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

**Natalia Ossa M.**  
Profesional Senior  
[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)



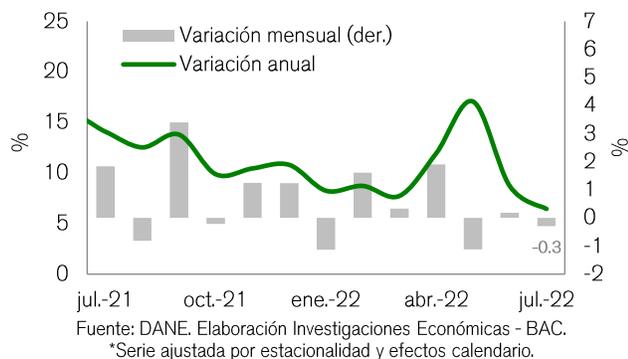
## Actividad económica

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

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

En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró una leve caída mensual de 0.3% en julio, en contraste con el aumento promedio de 0.5% observado en los últimos 12 meses (Gráfico 1).

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

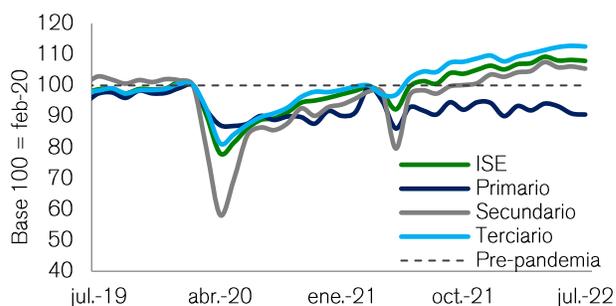


En términos de su dinámica anual, y tomando la serie original, la variación del ISE en julio fue de 6.4%<sup>1</sup>, un ritmo de expansión favorable que incluso superó nuestra estimación preliminar de 5.3% (ver “Actividad económica” en [IMCE – Septiembre 7 de 2022](#)). No obstante, este resultado refleja una desaceleración en el crecimiento del

producto frente al 8.6% registrado en junio y al promedio de 10.4% de todo el primer semestre del año.

El ISE de la cadena **primaria** de producción registró en el último mes una caída de 1.7% 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 incluso 9 p.p. por debajo de sus niveles pre-pandemia (Gráfico 2).

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



En la minería, la producción de carbón aún no recupera los niveles pre-pandemia, a pesar de los mayores precios de las materias primas a nivel internacional. Según cifras de julio, la producción ligada al carbón dentro del índice de producción industrial se ubica 35 p.p. por debajo de los registros de febrero de 2020 y, en promedio, durante el año 2022 ha caído 3.3%.

La producción de petróleo tampoco ha alcanzado sus niveles pre-COVID (cerca de 880 mil barriles-día), aunque en meses recientes ha ganado algo de tracción. En lo corrido de 2022 al corte de agosto, la producción promedio de crudo se ubica en 748 mil barriles-día, lo que representa un aumento de 2.1% frente al mismo periodo de 2021. Asimismo, con la información disponible de septiembre, se estima un leve crecimiento de 0.1%.

El reciente desempeño del sector agropecuario ha sido negativo en el balance, como consecuencia del fuerte incremento en los costos de producción y afectaciones

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

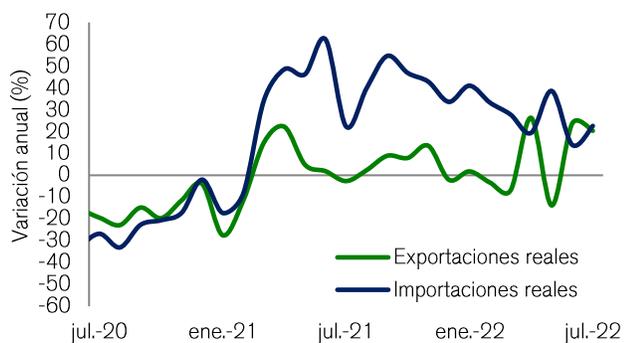


climáticas sobre la oferta, especialmente generadas por las fuertes lluvias en varias zonas del país.

En la ganadería, el sacrificio de ganado vacuno y porcino en agosto aumentó 2.8%, mientras que la producción en la avicultura creció apenas un 0.9%. Dentro de los cultivos agrícolas, el sector cafetero sigue afectado por la temporada de lluvias de los últimos meses y la producción promedio durante los primeros nueve meses del año fue de 906 mil sacos de 60 kg, cifra inferior al millón de sacos producidos en promedio durante el mismo periodo de 2021. Nada más en septiembre, la producción de café fue de 834 mil sacos, lo que representa una fuerte caída de 31%.

El ISE del sector **secundario** continúa con una dinámica favorable, a pesar de las limitaciones que está generando el contexto de elevados costos de producción. En julio, el crecimiento de este sector fue de 7.1% y mantiene una senda de recuperación exitosa (Gráfico 2). La actividad manufacturera sigue siendo el motor de la cadena intermedia de producción y su crecimiento del último mes fue de 5.2%.

Gráfico 3. Evolución de variables de comercio exterior



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

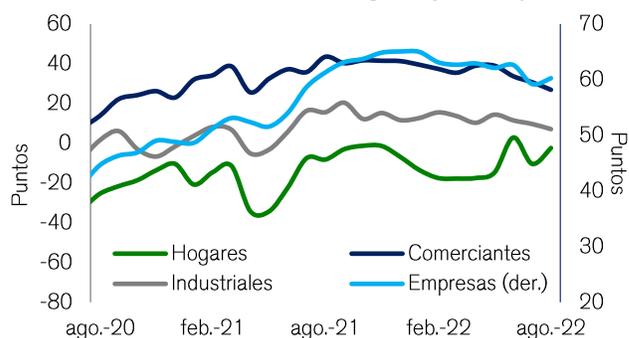
Dentro de los sectores que más contribuyeron al crecimiento de las manufacturas en julio, se encuentran los de textiles y calzado, y químicos y farmacéuticos. En línea con lo anterior, el índice PMI manufacturero, que es un indicador adelantado de la industria, permanece por encima de los 50 puntos (zona de expansión) y en septiembre se ubicó en 52.8 puntos.

El sector de la construcción también mantiene un comportamiento positivo en el balance. Las licencias de

construcción aumentaron 84.5% en julio, aunque la producción de cemento gris, uno de los insumos más importantes para el sector, registró un crecimiento prácticamente nulo. Asimismo, los impulsos fiscales que ha recibido el sector por el lado de la demanda siguen reflejándose en un buen comportamiento de las ventas de vivienda.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de los sectores de comercio y servicios, fue el que más se expandió y registró un crecimiento de 7.6% (Gráfico 2).

Gráfico 4. Confianza de los hogares y las empresas



Fuente: DANE y Fedesarrollo. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Buena parte de lo anterior se explica por el buen comportamiento del comercio minorista, cuyo índice de ventas reales creció 7.7% en julio. Los subsectores minoristas que más crecieron fueron los de libros y papelería, bebidas alcohólicas, y vestidos y textiles. Por su parte, la dinámica de los ingresos reales del sector de servicios se mantiene en dos dígitos y su crecimiento fue de 10%. Los rubros de actividades administrativas, cine y televisión, e información y datos, fueron los servicios con mayor crecimiento durante el último mes.

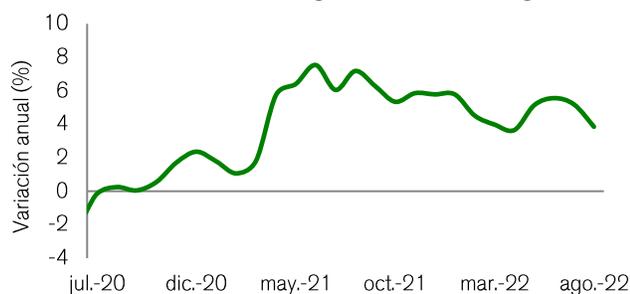
En cuanto a las variables de comercio exterior, el crecimiento de las exportaciones en valor FOB fue de 71.7%, explicado mayoritariamente por un aumento de 333.3% en las exportaciones de carbón y de 84.4% en las de petróleo, que se continúan beneficiando por los altos precios internacionales de las materias primas energéticas. Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de 20.4% de las exportaciones en julio (Gráfico 3).



Por su parte, el crecimiento de las importaciones en dólares FOB fue de 43.6%, en línea con la buena dinámica que aún refleja la demanda interna. Las importaciones fueron impulsadas, en su mayoría, por las compras externas de materias primas y productos intermedios, que crecieron 47.4% y explica la elevada exposición a costos externos que actualmente enfrentan los sectores primario y secundario.

En términos reales, el crecimiento de las importaciones fue de 22.6%, superando una vez más la dinámica real de las exportaciones (Gráfico 3). Bajo este contexto, las exportaciones netas volvieron a contribuir negativamente al dinamismo de la demanda agregada en el último mes.

**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 agosto – septiembre, que son consistentes con el impulso que todavía muestra el gasto agregado. Sin embargo, siguen dando señales de desaceleración de la actividad en el futuro cercano.

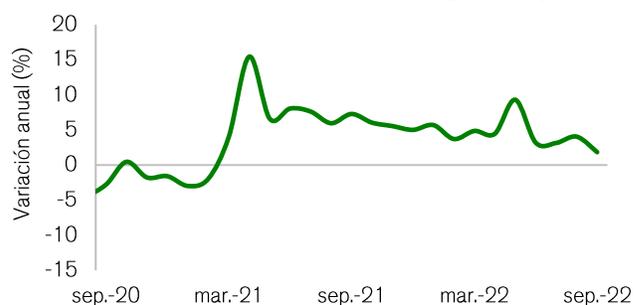
En el caso del índice de confianza de los consumidores, el dato de agosto registró una pequeña mejora respecto al mes anterior, pero permaneció en terreno negativo, algo que es consistente con un entorno de alta inflación y aumentos de tasas de interés.

Los índices de confianza de las empresas en los distintos sectores económicos, según cifras del DANE y de Fedesarrollo, volvieron a deteriorarse frente a meses previos (Gráfico 4), en línea con unos mayores costos de producción 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 4.8%

en agosto (Gráfico 5). Descontando la inflación núcleo y no la total, la expansión del gasto real de los hogares fue de 8.1%.

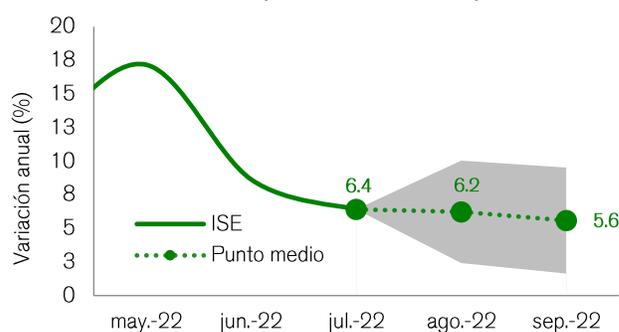
**Gráfico 6. Demanda promedio-día energía no regulada**



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 de la economía, se ha venido desacelerando en meses recientes (Gráfico 6). En efecto, la demanda en agosto se situó alrededor de los 213 GWh diarios, lo que se traduce en un crecimiento de 4% y que con las cifras preliminares de septiembre descendería hasta 1.8%.

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



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

Algunos datos de alta frecuencia, como los de movilidad diaria de personas que publica Google y que están más relacionados con la dinámica del gasto de los hogares, también reflejan crecimientos más bajos en los últimos meses y en septiembre alcanzaron un 20.1%. En promedio, el crecimiento año corrido de este indicador ha sido de 33.6%.



Por todo lo anterior, **pronosticamos un crecimiento de 6.2% del ISE para el mes de agosto**. Con la información disponible de septiembre, nuestro modelo *Nowcast* sugiere un crecimiento preliminar del ISE de 5.6% para ese mes (Gráfico 7).

De esta forma, estimamos de manera preliminar un crecimiento de 6.1% del PIB en 3T22, aunque inferior al ritmo de expansión promedio de 10.4% del primer semestre del año.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, **revisamos al alza nuestro pronóstico de expansión del PIB para todo 2022 desde 7.2% hasta 8%**.

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



## 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 sugieren un mercado laboral estrecho que estaría creando algunas presiones inflacionarias. No obstante, el espacio para mejoras adicionales luce muy reducido y algunos indicadores ya comienzan a dar cuenta de un punto de inflexión.

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



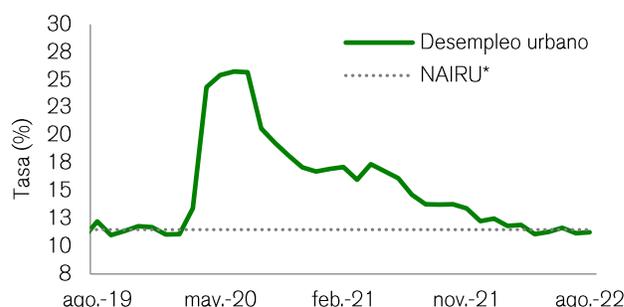
Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Se toman las series que están ajustadas por efectos estacionales.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional disminuyó en agosto hasta 10,5%, su nivel más bajo desde junio del 2019 (Gráfico 8). Tomando también la serie desestacionalizada, la tasa de ocupación se mantuvo en 57%, superior a los valores pre-pandemia de 56,7%. La tasa global de participación, que mide la absorción de la población económicamente activa por el mercado laboral, se mantuvo en 63,8% y se encuentra muy cerca de sus niveles de febrero de 2020 (64,2%).

Los niveles de desempleo en la economía continúan ligeramente por debajo de las mediciones de desempleo estructural. En efecto, para el total nacional se estima una tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés) cerca del 12% y los niveles actuales de desempleo nacional se sitúan por debajo. En el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, el desempleo urbano se sitúa en 11,3%,

también inferior a la tasa NAIRU que, de acuerdo con el BanRep, se estima alrededor del 11,5% para este caso (Gráfico 9).

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

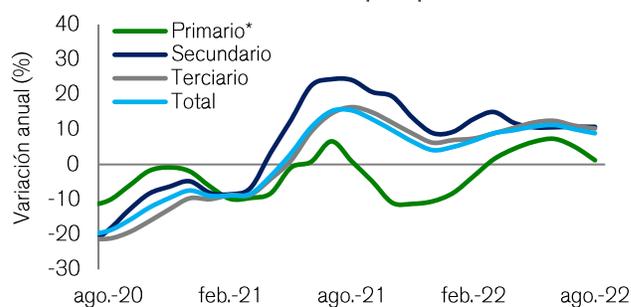


Fuente: DANE y BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Estimación desempleo estructural hecha por el GAMLA - BanRep.

A nivel sectorial, la generación de empleos en la cadena primaria continúa siendo 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.

En este entorno, las actividades de comercio, administración pública y actividades artísticas fueron las que más generaron empleos durante el último año con corte a agosto, anotando incrementos de 372, 300 y 203 miles de personas, respectivamente.

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

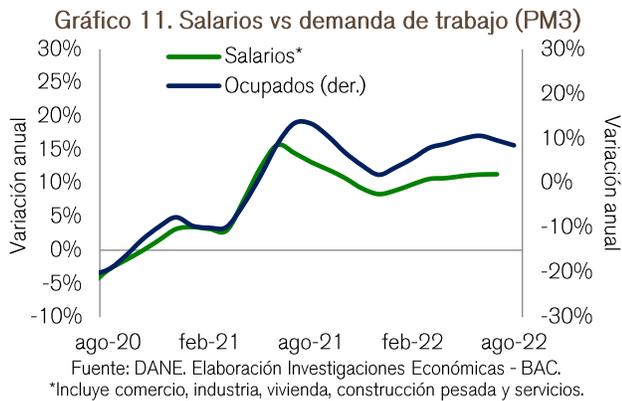


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*El sector primario representa la ocupación del sector agropecuario.

En línea con todo lo anterior, los empleos asalariados se han recuperado más rápido que los empleos no asalariados. En efecto, el crecimiento del acervo de los empleos asalariados se sitúa en 14,3% y sigue superando



con creces el 2.3% del crecimiento del empleo no asalariado. Por su parte, la tasa de empleos formales permanece en 73.9% y supera la subutilización de empleo, que se ubica en 15.4%.



Bajo este contexto, la inflación de los salarios nominales fue 10.9% en julio y se mantiene en dos dígitos, muy influenciada por el aumento del salario mínimo por encima del 10% para 2022, pero también por una demanda de trabajo en la economía que se mantiene fuerte (Gráfico 11). En términos reales, la inflación salarial se situó en 0.7% y ha venido descendiendo 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 10.9%.**

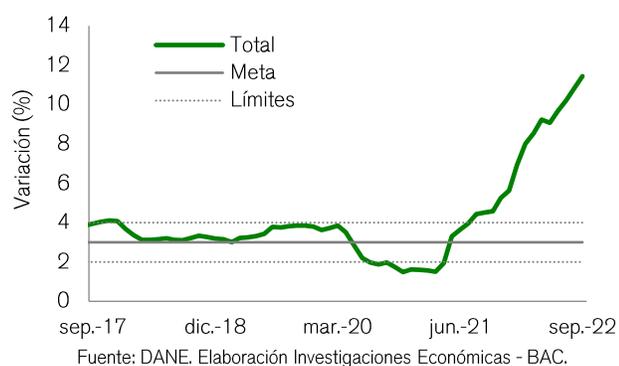


## Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de 0.93% en septiembre, superando ampliamente las expectativas de los analistas (0.75%) y ligeramente nuestra proyección de 0.87% (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Septiembre 7 de 2022](#)). Esta variación mensual del IPC es la más alta registrada para este mes desde el año 1997.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos registró la variación mensual más alta con 1.61% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos aumentaron 2.35% frente al mes de agosto, 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, se incrementaron 1.41%.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años

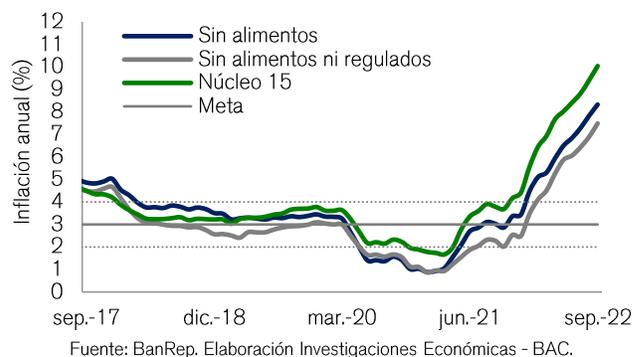


El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.89%, liderado por el aumento de 2.09% en las tarifas de energía eléctrica, de 3.36% en las tarifas del gas y de 1.37% en educación preescolar, básica primaria y secundaria. El IPC de combustibles

registró una caída mensual de 0.10%, pero a partir de octubre sentirá los ajustes mensuales de 200 pesos anunciados por el Gobierno en el precio de la gasolina hasta diciembre. La magnitud de los aumentos de cara al 2023 aún no se ha anunciado, pero se espera que sea superior. Además, los precios del ACPM seguirán estables y sólo hasta mediados de del próximo comenzarán a ajustarse.

Por su parte, el IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 1.42%. Allí sobresale el aumento de 1.93% en el IPC de muebles y electrodomésticos, seguido por vehículos y autopartes, y productos de aseo, que aumentaron 1.64% y 1.25%, respectivamente. Parte de estas presiones continúan atadas a la continua depreciación del peso colombiano frente al dólar.

Gráfico 13. Principales medidas de inflación núcleo



En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue de 0.46%, impulsada principalmente por el aumento de 1.06% en el IPC de restaurantes y bares, y de 0.25% en el IPC de arrendamientos. En ambos casos, los resultados de estos rubros del IPC de servicios siguen

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

	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont. p.p.	Tendencia
	sep.-21	sep.-22	ago.-22	sep.-22		
<b>Total</b>	<b>0.38</b>	<b>0.93</b>	<b>10.84</b>	<b>11.44</b>	<b>0.60</b>	↑
Alimentos	0.76	1.61	25.57	26.62	0.16	↑
Regulados	0.79	0.89	11.35	11.46	0.02	↑
Bienes	0.54	1.42	10.60	11.57	0.18	↑
Servicios	0.04	0.46	5.49	5.93	0.22	↑

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

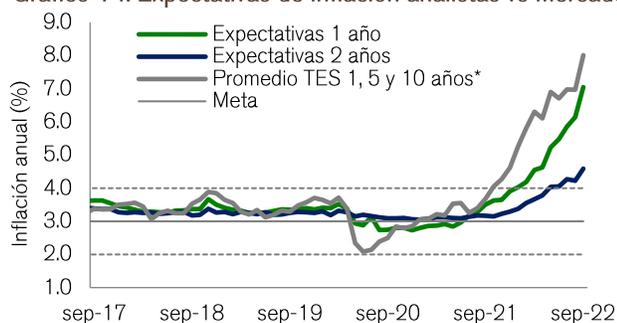


incorporando el fuerte gasto de los hogares y la indexación a la inflación causada de 2021.

De esta forma, la inflación anual del IPC se aceleró en septiembre hasta 11.44% (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 8.6%, un máximo desde que se produce esta información. Todas las medidas de inflación básica se aceleraron nuevamente y se siguen alejando de la meta de 3% del BanRep. En efecto, la inflación núcleo 15 aumentó hasta 10%, mientras que la inflación sin alimentos alcanzó un 8.3%. Por su parte, la inflación sin alimentos ni regulados (nuestra medida preferida de inflación núcleo) se aceleró hasta 7.5% (Gráfico 13).

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



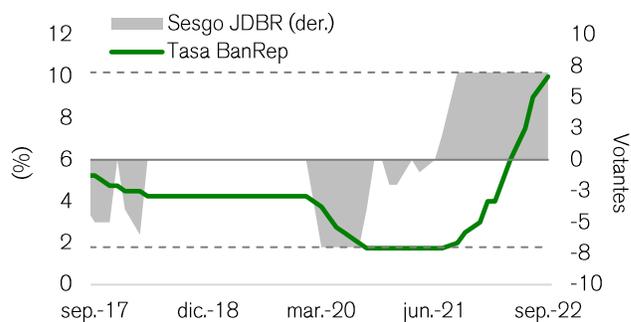
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Inflaciones implícitas en las curvas de TES cero cupón.

Las expectativas de inflación siguen desancladas y muy por encima del límite superior del rango meta del BanRep de 4%. Las expectativas para el cierre de 2022 aumentaron hasta 11.3%. Por su parte, el promedio de las expectativas a 1 año de los analistas aumentó 0.91 p.p. hasta 7.1% y el promedio a 2 años lo hizo en 0.37 p.p. a 4.6% (Gráfico 14). El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES también aumentó hasta 8%.

Para el mes de octubre **pronosticamos una variación mensual de 0.83% en el IPC**, con lo cual la inflación anual se aceleraría hasta 12.35%.

De esta forma, **revisamos al alza nuestro pronóstico de inflación para el cierre de 2022 hasta 12.5%**. Anticipamos que el pico de la inflación se alcanzará durante 1T23, antes de iniciar un lento proceso de convergencia hacia la meta de 3% del BanRep. En cualquier caso, advertimos que la inflación se mantendría por fuera del rango meta al menos hasta 2024.

**Gráfico 15. Tasa de referencia vs distribución JDBR**



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tornando el análisis hacia las recientes decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) volvió a incrementar la tasa de referencia en septiembre, aunque en una magnitud inferior a la de reuniones pasadas. En efecto, la tasa de interés de referencia aumentó 100 pbs hasta 10% (Gráfico 15), por debajo de los 150 pbs que esperábamos y que habían sido el ajuste observado en meses pasados. La decisión de la JDBR fue por mayoría, con 6 miembros votando por un ajuste de 100 pbs y el miembro restante por un aumento de 50 pbs. Así, el sesgo de la JDBR continúa siendo totalmente alcista.

Para esta decisión, la JDBR consideró los siguientes factores: i) la inflación al consumidor total y básica continúan aumentando; ii) las expectativas de inflación siguen en ascenso y superan ampliamente la meta de 3% del emisor; y iii) el ritmo de actividad económica se mantuvo muy dinámico en 1S22, superando las proyecciones del equipo técnico y del mercado.

Un punto adicional que mencionó la JDBR es el endurecimiento de las condiciones financieras a nivel internacional, el cual ha sido superior al previsto y en línea con una política monetaria más restrictiva frente a lo esperado en países desarrollados. Este factor externo



también ha influido en la función de reacción de política monetaria del BanRep.

Teniendo en cuenta el buen comportamiento de la economía, el equipo técnico del BanRep revisó al alza su proyección de crecimiento para 2022 desde 6.9% hasta 7.8%. No obstante, dados los crecientes riesgos externos de recesión y el efecto restrictivo del ajuste de la política monetaria hacia las variables de gasto de la economía, para 2023 revisó a la baja su estimación de crecimiento económico desde 1.1% hasta 0.7%.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política ex ante y ex post acumuló 3 meses en terreno positivo, aunque permanece en niveles ligeramente expansivos de 0.8% (Gráfico 16). Teniendo en cuenta que el emisor ha expresado la necesidad de llevar la tasa real de política monetaria a niveles contractivos, y que los niveles neutrales se estiman entre 1.5% y 2%, la tasa de política monetaria debería aumentar al menos 200 pbs adicionales en las próximas reuniones.

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.

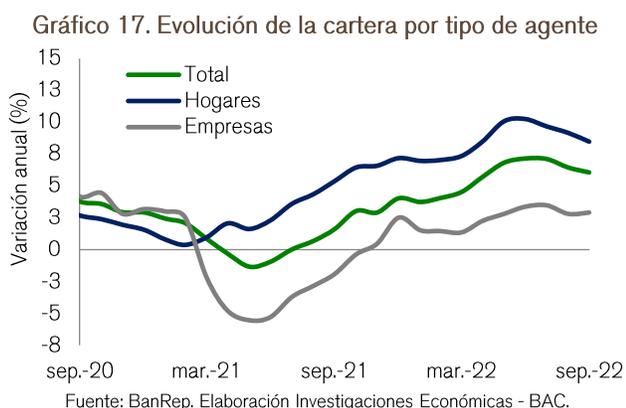
Por todo lo anterior, ajustamos al alza nuestras proyecciones de tasas de interés para lo que resta del año y **ahora anticipamos incrementos adicionales en la tasa de intervención de BanRep hasta 12% al cierre de 2022.**

También esperamos que la tasa de intervención alcance su punto máximo en niveles cercanos al 13% durante 1T23, momento en el cual estimamos que la inflación alcance un pico alrededor de 13.2%.



## Mercado de créditos

La buena dinámica de la cartera total de créditos del sistema financiero se mantuvo durante el último mes, aunque en términos reales se sigue desacelerando como consecuencia del ciclo de aumentos de tasas de BanRep. En septiembre, el crecimiento de la cartera nuevamente superó el de los depósitos del sistema financiero, un desequilibrio de demanda que continúa presionando la liquidez del mercado.

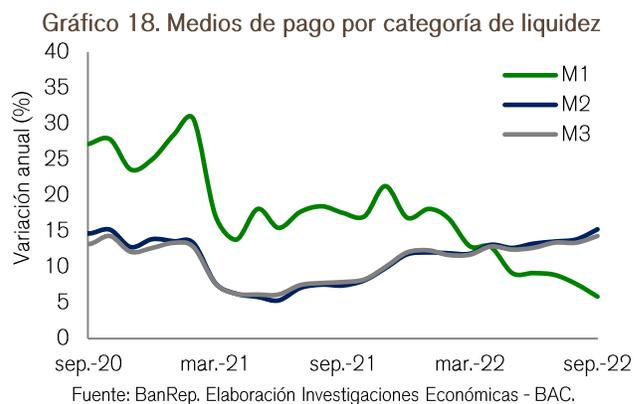


El crecimiento real de la cartera total se desaceleró durante las primeras tres semanas de septiembre hasta 6.1%, de la mano de unas mayores tasas de colocación, una inflación más alta y la desaceleración de la actividad económica. El crecimiento real de los créditos hacia los hogares fue de 8.5%, mientras que el ritmo de colocaciones hacia las empresas fue 2.9% (Gráfico 17).

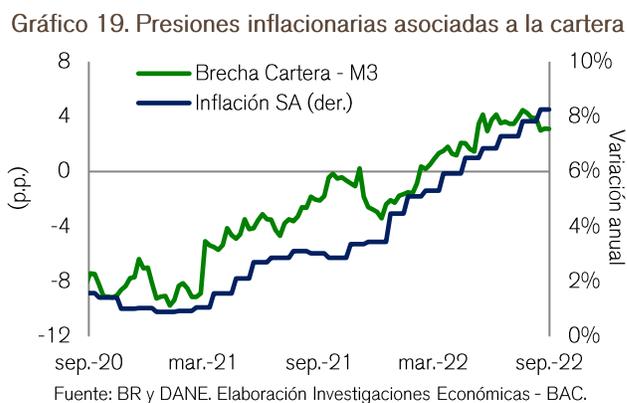
Por modalidades, el crecimiento de la cartera de consumo fue 11.3% y sigue liderando la expansión del crédito entre sus diferentes modalidades, en línea con la recuperación del mercado laboral y la fortaleza que aún refleja el gasto de los hogares. La cartera de microcrédito creció 3.1%, seguida por el ritmo de los créditos comerciales y la cartera de vivienda, que aumentaron 2.9% y 2.7%, respectivamente.

Los principales agregados monetarios siguen reflejando una oferta de crédito favorable para su irrigación en la economía, a pesar del actual ajuste monetario de BanRep y algunas presiones de liquidez derivadas del desequilibrio del mercado de fondos prestables.

En efecto, el crecimiento de la base monetaria fue de 8.7% durante el último mes, impulsado por el efectivo circulante de la economía que se expandió un 10.3%. La dinámica del medio de pago de mayor liquidez, el M1, continúa desacelerándose y en septiembre registró un crecimiento de 5.9% (Gráfico 18).



En contraste, los crecimientos del M2 y el M3, que son medios de pago de menor liquidez, se siguen acelerando y registran a la fecha ritmos de 15.3% y 14.3%, respectivamente. Lo anterior es consistente con el actual ciclo monetario 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 menor liquidez.



De esta forma, la brecha entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema, medidos a través del M3, se mantiene en terreno positivo (Gráfico 19). Lo anterior se ha dado en medio de un crecimiento de la demanda de créditos que supera el de la oferta de



fondos prestables, presionando por esta vía las necesidades de liquidez de los establecimientos de crédito y las tasas de interés de captación, más allá del ajuste de la tasa de referencia de BanRep.

Gráfico 20. Cartera vencida vs deterioro de la cartera



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

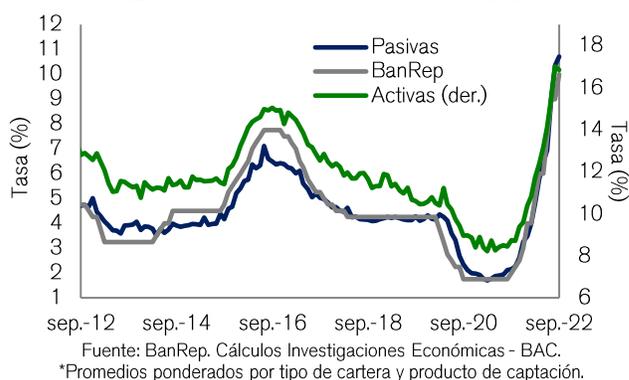
Con la información disponible con corte al mes de junio de 2022, el ICV para microcrédito se situó en 6%, seguido por el de consumo con un porcentaje de 4.7%. La calidad de la cartera de créditos comerciales se ubicó en 3.3% y el mismo indicador para la cartera de vivienda fue 2.7%. De esta manera, el ICV total se situó en 3.7%.

Por su parte, el saldo de la cartera vencida se sigue contrayendo y al corte de junio registró una reducción de 7.2%. Asimismo, el saldo de deterioro de la cartera total, una buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema, se contrajo 4.1%. Lo anterior continúa reflejando reintegros de provisiones, debido al bajo riesgo asociado a la dinámica de la cartera y una demanda de créditos que todavía se mantiene fuerte (Gráfico 20).

Bajo este contexto, relativo al incremento acumulado de 825 pbs en los tipos de referencia desde que BanRep

inició su ajuste monetario, las tasas de los créditos han aumentado 810 pbs y se sitúan, en promedio, cerca de 16.8%. Por su parte, las tasas pasivas se han incrementado 855 pbs y se ubican en promedio cerca de 10.7% (Gráfico 21).

Gráfico 21. Tasas de interés del sistema financiero\*



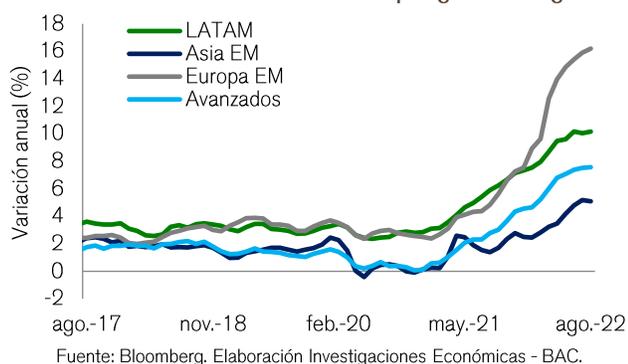
Esperamos que las tasas de interés de colocación sigan incorporando los aumentos en la tasa de interés de política monetaria. En consecuencia, la demanda de créditos tendrá que debilitarse en el futuro cercano, afectando así el crecimiento de la cartera como ya comienza a observarse. En nuestra opinión, los mayores efectos de este entorno se sentirán con particular intensidad en la cartera de créditos comerciales y el microcrédito, las cuales son las más sensibles al ciclo económico.



## Contexto externo

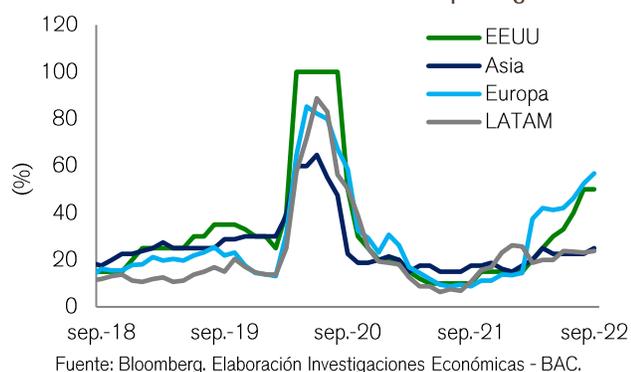
La información disponible en el frente externo continúa dando cuenta de unos riesgos de estanflación elevados. La inflación en buena parte del mundo se mantiene alta y muy por encima de las metas de política monetaria (Gráfico 22). En consecuencia, los bancos centrales continúan endureciendo agresivamente su postura a través de incrementos en las tasas de interés de referencia.

**Gráfico 22. Inflación al consumidor por grandes regiones**



Las condiciones de liquidez en los mercados financieros se siguen estrechando rápidamente y las tasas de interés han aumentado a un ritmo considerable, deteriorando rápidamente las perspectivas de crecimiento económico de corto plazo.

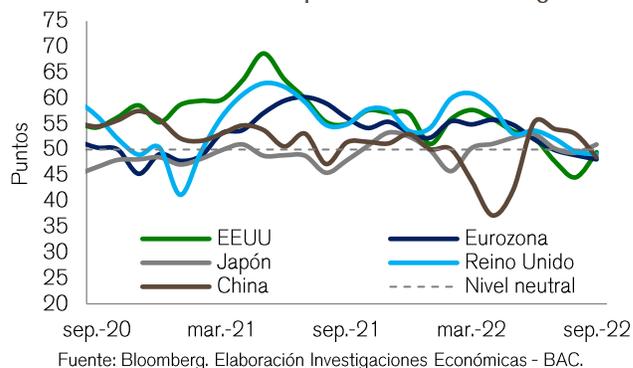
**Gráfico 23. Probabilidad de recesión por regiones**



De hecho, según las más recientes encuestas a analistas económicos, la probabilidad estimada de una recesión global durante los próximos 12 meses sigue aumentando

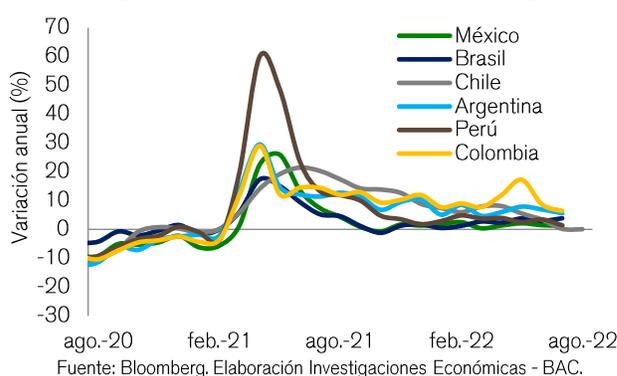
de manera importante (Gráfico 23), principalmente para las economías de Europa y EEUU.

**Gráfico 24. Índice PMI compuesto en economías grandes**



Bajo este contexto, los últimos datos del índice PMI compuesto, uno de los mejores indicadores adelantados de actividad a frecuencia mensual, se ubican por debajo de los 50 puntos (terreno contractivo) para el caso de la Eurozona, Reino Unido, EEUU y China (Gráfico 24).

**Gráfico 25. Índices de actividad económica en LATAM**

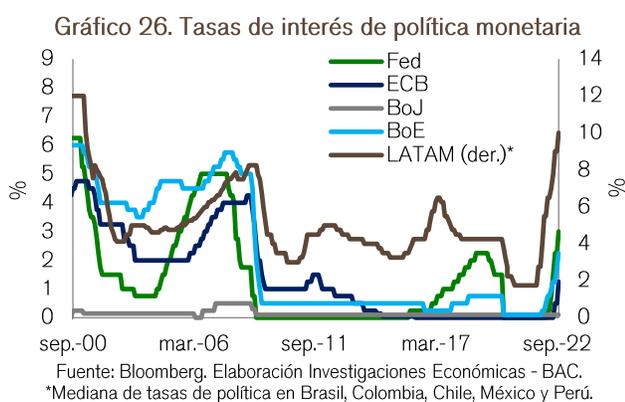


En LATAM, el crecimiento de las economías más grandes de la región comienza a mostrar señales de desaceleración en los últimos meses (Gráfico 25). Según nuestros cálculos, el crecimiento de la región habría sido de 4.1% en 2T22, superior al 3.1% de 1T22. La última información disponible de los índices de actividad al corte de julio, dan cuenta de un crecimiento de 3.2%.

Sin embargo, las perspectivas en LATAM se han venido deteriorando como consecuencia de los efectos de una mayor inflación y una postura más restrictiva de la política monetaria, en línea con el deterioro generalizado de las perspectivas económicas globales.



En el frente monetario, la Fed en EEUU incrementó por tercera vez consecutiva los tipos de interés en 75 pbs, llevándolos hasta el rango 3% - 3.25%. Como analizamos en un informe reciente, la lucha contra la alta inflación sigue siendo frontal y el tono del emisor en EEUU ha vuelto a dar claras señales de una postura monetaria que se hará más restrictiva en el futuro cercano. La mediana de proyecciones del FOMC sugieren un rango de tasas en 4.25% - 4.5% al cierre de este año, y para 2023 y 2024 unos tipos de interés que permanecerían por encima del 4% (ver “No fue uno, ni fueron dos, fueron tres” en [CE – Septiembre 23 de 2022](#)).



En Europa, el Banco Central Europeo (ECB) incrementó los tipos de interés en 75 pbs hasta 1.25%, un nivel no visto desde noviembre de 2011. Por su parte, el Banco Central de Inglaterra (BoE) hizo lo propio con su tasa de intervención aumentándola en 50 pbs hasta 2.25%, un máximo desde 2008.

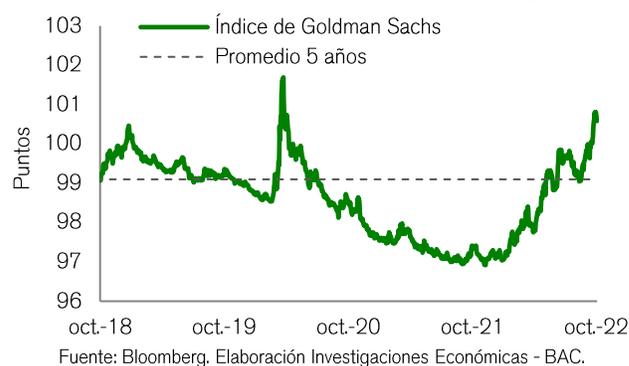
Los recientes anuncios de recortes de impuestos en el Reino Unido, uno de los más agresivos desde principios de los años 70 del siglo pasado, desencadenaron una turbulencia significativa en los mercados europeos (ver “¿Apagando la hoguera con candela?” en [CE – Septiembre 30 de 2022](#)). El BoE tuvo que intervenir el mercado de deuda pública anunciando compras temporales de bonos soberanos de largo plazo para evitar traumatismos mayores, si bien posteriormente dichas fricciones entre lo fiscal y lo monetario fueron resueltas.

En la misma tónica de otros faros monetarios, el Banco Central de Canadá (BoC) elevó su tasa de intervención en 75 pbs hasta 3.25%, en línea con las estimaciones del

mercado. El Banco Central de Japón (BoJ) sigue siendo la excepción a la regla y mantuvo su postura expansiva de política monetaria.

En LATAM, los bancos centrales también siguen ajustando al alza los tipos de interés de referencia en un ambiente de elevada inflación. En el balance, la mediana de las tasas de interés de política alcanzó en septiembre el 10%, niveles no observados desde marzo de 2001 (Gráfico 26).

**Gráfico 27. Estado de condiciones financieras globales**



En este entorno, las condiciones financieras internacionales se siguen estrechando a una velocidad acelerada. Según el índice de Goldman Sachs, los niveles actuales son restrictivos y similares a los alcanzados durante la pandemia del COVID-19 (Gráfico 27), lo que representa una limitación no despreciable para la fluidez del crédito hacia el sector real.

El ambiente sigue siendo particularmente retador para las economías de mercados emergentes y en vía de desarrollo. La fuerte depreciación de sus monedas y el mayor costo de financiamiento está creando presiones importantes sobre sus cuentas externas-fiscales y niveles 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	12.1	↑	2.6	↑
Gasto público (%)	2.4	3.6	5.2	↓	2.3	↓
Inversión fija (%)	-18.3	7.0	8.7	↑	0.2	↓
Demanda interna (%)	-7.9	4.7	10.4	↑	1.3	↓
Exportaciones (%)	-18.2	4.0	18.7	↓	0.9	↓
Importaciones (%)	-17.4	3.6	26.1	↑	2.7	↓
<b>Sectores actividad económica</b>						
Agropecuario (%)	2.9	2.6	-0.8		3.3	↑
Comercio (%)	-17.4	10.2	12.4	↑	2.5	↓
Construcción (%)	-22.4	6.5	7.6	↑	2.0	↓
Financiero (%)	1.7	4.1	8.3		4.6	
Industria (%)	-9.0	7.4	11.3	↑	1.9	↓
Minería (%)	-14.8	3.3	0.8	↓	0.7	↓
<b>Precios, tasas de interés y desempleo</b>						
Inflación (final del periodo %)	1.4	2.8	12.5	↑	9.8	↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	1.75	2.00	12.00		11.00	↓
DTF EA (promedio año %)	3.4	2.1	7.9	↑	12.5	↓
IBR overnight EA (promedio año %)	2.9	1.8	7.3	↓	12.3	↓
TES a 10 años cero cupón (final del periodo %)	5.9	6.0	14.0		11.5	
Tasa de desempleo nacional (promedio año %)	16.0	13.7	10.9		11.2	↑
<b>Sector externo</b>						
Tasa de cambio (promedio anual)	3694	3749	4225	↑	4725	↑
Tasa de cambio (final del periodo)	3433	3981	4650	↑	4550	↑
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-3.0	-3.4	-6.1	↑	-5.3	↓
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	2.5	2.4	5.1	↓	3.6	↑
<b>Finanzas públicas</b>						
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-8.9	-7.6	-5.6		-3.6	
Saldo deuda bruta total GNC (% del PIB)	65.6	60.5	59.1		58.7	

Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Convenciones de flechas (↑ ↓) indican revisión de proyecciones.



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

---

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.

---