

Informe Mensual de Coyuntura Económica

Investigaciones Económicas

Resumen

- *La información disponible de actividad en 1T22, si bien perdió algo de impulso frente a 4T21, ha superado los estimativos preliminares. El sector primario se mantuvo como el de menor crecimiento en el último mes, mientras que los sectores secundario y terciario continuaron jalando la dinámica de expansión del producto. Por el lado de la demanda, el gasto de los hogares se mantiene fuerte.*
- *Las cifras del mercado laboral volvieron a evidenciar mejoras en el balance, especialmente en la tasa de desempleo. No obstante, el empleo permanece por debajo de sus valores promedio de los últimos años y la dinámica de los salarios reales se está estancando.*
- *La inflación al consumidor volvió a acelerarse, empujada principalmente por el fuerte aumento de los precios de los alimentos. Las medidas de inflación básica, así como las expectativas de inflación, se siguen alejando de la meta de 3% de política monetaria. Bajo este contexto, BanRep continuó ajustando al alza su tasa de interés de referencia.*
- *La dinámica de los créditos se mantiene fuerte, aunque ha comenzado a mostrar algunas señales de estabilización. Las tasas de interés de colocación continúan incorporando rápidamente el ciclo monetario de BanRep, lo que podría limitar la demanda de créditos en el corto plazo.*
- *En el frente externo, las perspectivas de crecimiento económico global se han deteriorado como consecuencia de la invasión de Rusia a Ucrania y la inflación sigue siendo el principal riesgo de corto plazo. En este ambiente, las tasas de referencia de política monetaria continúan al alza las condiciones financieras internacionales se siguen tornando menos holgadas.*

investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co

CONTENIDO

Actividad económica	2
Mercado laboral	5
Precios y política monetaria	6
Mercado de créditos	9
Contexto externo	11
Proyecciones	14

Natalia Ossa M.
Profesional Senior
natalia.ossa@bancoagrario.gov.co

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

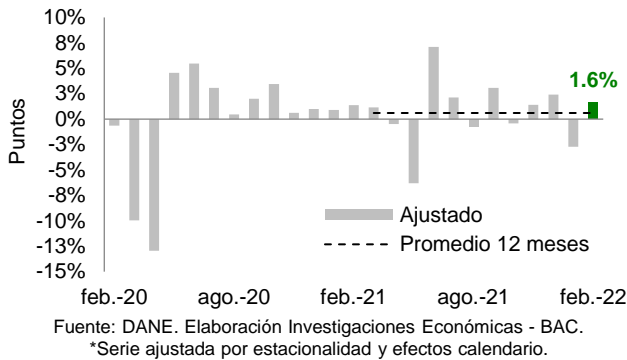
Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Actividad económica

El ritmo de la actividad económica en 1T22 se habría desacelerado frente a 4T21, pero en una magnitud inferior frente a la que se anticipaba meses atrás. Las cifras de producción han superado ampliamente los estimativos y las variables de demanda siguen dando cuenta de un dinamismo robusto del gasto interno de la economía.

En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró un crecimiento mensual de 1.6% en febrero, recuperándose tras la contracción registrada en enero y superando ampliamente el promedio de los últimos 12 meses de 0.6% (Gráfico 1).

Gráfico 1. Cambio mensual del ISE durante el COVID-19*



En términos de su dinámica anual, y tomando la serie original, la variación del ISE en febrero fue de 8.1%¹, superando el 7.7% de enero que, además, era también nuestro pronóstico (ver “Actividad económica” en [IMCE – Abril 4 de 2022](#)). El ritmo de expansión de la actividad continúa siendo sobresaliente y los niveles actuales de producción agregada superan en cerca de 6 p.p. los de la pre-pandemia (Gráfico 2).

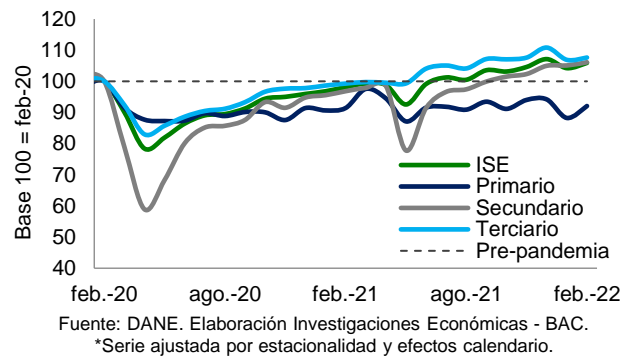
El ISE de la cadena **primaria** de producción sigue rezagado y registró un crecimiento de apenas 0.9%. Los niveles actuales de producción de esta rama de

actividad se ubican cerca de 8 p.p. por debajo de sus niveles pre-COVID, muy en contraste con el resto de ramas de actividad.

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. En efecto, según cifras de febrero, la producción ligada al carbón dentro del índice de producción industrial se ubica 37 p.p. por debajo de los registros de febrero de 2020, y su crecimiento en lo corrido de 2022 se sitúa en un promedio de 3.9%.

Del mismo modo, la producción de petróleo tampoco ha alcanzado sus niveles pre-COVID (cerca de 880 mil barriles-día), aunque ha sido ligeramente más dinámica que la de carbón. En lo corrido de 2022, la producción promedio de crudo se ubica en 746 mil barriles-día y se estima, con la información disponible de las primeras semanas de abril, un leve crecimiento de 0.7% frente al mismo periodo de 2021.

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



El reciente desempeño del sector agropecuario tampoco ha sido favorable. En la ganadería, el sacrificio de ganado vacuno y porcino en febrero cayó 6%, aunque la producción de la avicultura tuvo crecimiento de 6.7%. Dentro de los cultivos agrícolas, el sector cafetero sigue afectado por problemas logísticos y la temporada de lluvias de los últimos meses, lo que ha impedido el aprovechamiento de mayores ingresos asociados a los altos precios del grano para mayor producción. En efecto, la

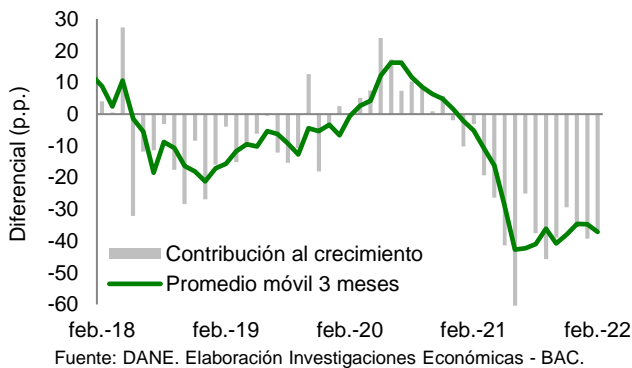
¹De aquí en adelante, todas las tasas de crecimiento son variaciones anuales, a menos que se especifique lo contrario.

producción promedio-mes en 1T22 se ubicó en 903 mil sacos de 60 kg, cifra inferior a los 1.1 millones del promedio del mismo periodo de 2021. Nada más en el mes de marzo, la producción fue de 914 mil sacos, lo que representa una caída anual de 13%.

El ISE del sector **secundario** es el que más creció en el último mes y registró una variación anual de 10.1%, superando sus niveles pre-pandemia en 6 p.p. (Gráfico 2). La actividad manufacturera sigue siendo el motor de la cadena intermedia de producción y en febrero creció 10.7%.

Dentro de los sectores que más contribuyeron al repunte de las manufacturas, se encuentran el de químicos y farmacéuticos, bebidas y alimentos, y textiles y calzado, con crecimientos de 19.2%, 9.2% y 27.6%, respectivamente. El PMI manufacturero, que es un indicador adelantado de la industria y cuenta con información menos rezagada, se ubicó en abril en 54.4 puntos, reflejando un aumento frente a sus registros de meses previos.

Gráfico 3. Aporte de las exportaciones netas a la demanda

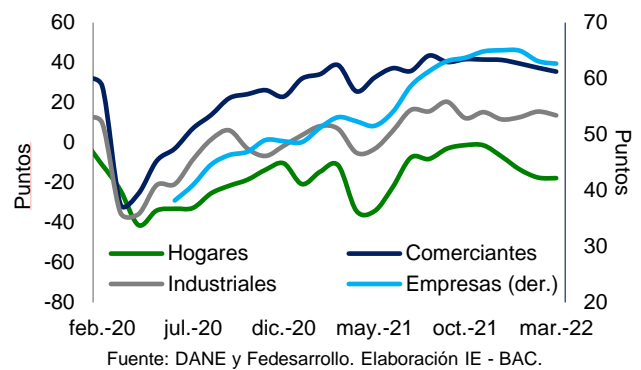


El sector de la construcción también ha venido perdiendo algo de tracción. Las licencias de construcción cayeron 0.6% en febrero y la producción de cemento gris, uno de los insumos más importantes para el sector, se contrajo 0.3%. No obstante, los impulsos fiscales que ha recibido el sector, por el lado de la demanda, siguen reflejándose en un buen comportamiento de las ventas de vivienda. En efecto, las ventas en marzo alcanzaron 21.3 mil unidades, aunque su crecimiento se moderó hacia expansiones de 0.8%.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de los sectores de servicios en la economía, registró un crecimiento de 8.9% en febrero, con lo cual sus niveles de actividad superan en 8 p.p. los de febrero de 2020 (Gráfico 2).

Buena parte de lo anterior se explica por el favorable comportamiento del comercio minorista, cuyo índice de ventas reales creció 4.9%. Sin embargo, algunos subsectores como el de vehículos, aseo del hogar y alimentos, registraron caídas en sus ventas de 5.5%, 3.4% y 0.6%, respectivamente, reflejando los efectos negativos de la mayor inflación sobre la demanda de este tipo de bienes

Gráfico 4. Confianza de los agentes en choque COVID-19*

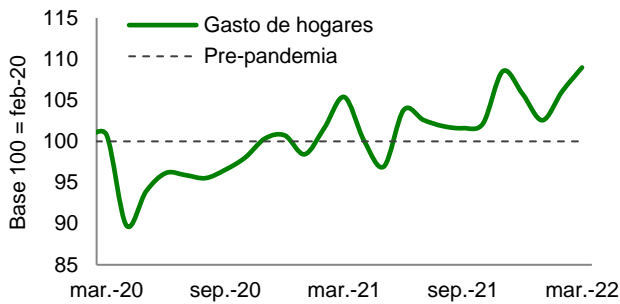


Los ingresos reales del sector de servicios, por su parte, crecieron 17.4%. Los rubros de cine y televisión, transporte, y restaurantes y bares, continuaron siendo los de mayor dinamismo. Lo anterior sigue siendo consistente con una recomposición del consumo de los hogares entre bienes y servicios, donde éstos últimos han resultado más favorecidos.

En cuanto a las variables de comercio exterior, los altos precios de las materias primas que exporta Colombia, han permitido una recuperación del flujo mensual de las exportaciones de bienes. En efecto, el flujo mensual de las ventas externas en febrero fue de 4,202 millones de dólares FOB, lo que se traduce en un crecimiento importante de 42.7% que estuvo jalonado por un aumento de 74.8% en las exportaciones de petróleo. No obstante, en términos reales, las ventas externas del país cayeron 3.3% en el último mes.

Por su parte, el flujo de las importaciones de bienes en febrero fue de 5,304 millones de dólares FOB, lo que representa un crecimiento de 44.9%. En términos reales, la dinámica de las compras externas reveló una expansión de 33.3%, muy en línea con el fuerte desempeño de la demanda interna.

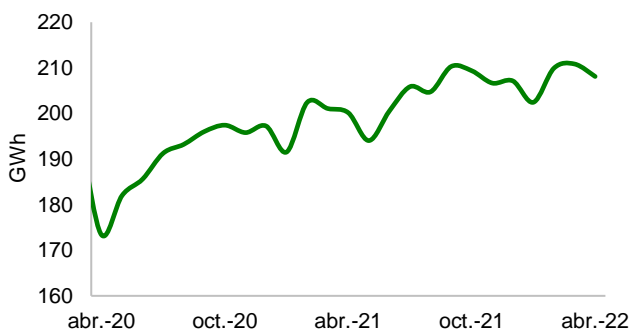
Gráfico 5. Gasto real de los hogares en choque COVID-19*



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

El exceso de gasto de la economía, reflejado en un mayor crecimiento de las importaciones frente al de las exportaciones, mantiene una contribución negativa de las exportaciones netas sobre la demanda agregada (Gráfico 3). Sin embargo, el reciente buen comportamiento de las exportaciones ha permitido que esta presión se esté estabilizando y podría incluso diluirse en el futuro cercano, apoyando de esta forma una corrección futura del déficit externo.

Gráfico 6. Demanda promedio-día de energía no regulada



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

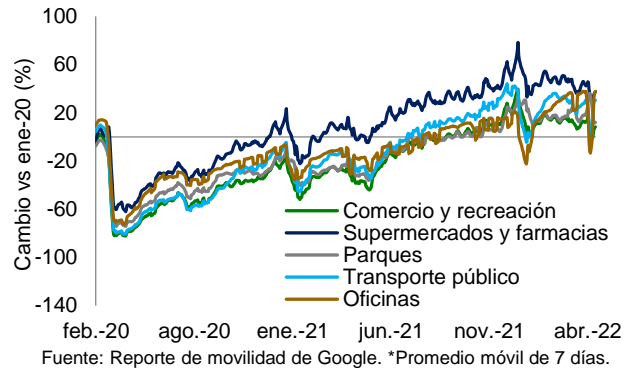
Los indicadores adelantados de actividad, en el balance, reflejan un resultado relativamente positivo en marzo y abril. En el caso de los índices de confianza de los consumidores, las desmejoras de los

últimos meses dan cuenta de la mayor percepción de riesgos de los agentes por una mayor inflación, pero también por la incertidumbre asociada al periodo de elecciones presidenciales. En cualquier caso, sus niveles actuales superan con creces los mínimos registrados durante la pandemia.

La confianza de los agentes del sector de comercio y de empresas, según los índices que publica el DANE, registró un leve deterioro en marzo que no necesariamente evidencia un cambio de tendencia. El mismo indicador para la confianza industrial tampoco registró cambios significativos, y permanece en máximos desde el inicio de la pandemia (Gráfico 4).

Por su parte, el gasto real de los hogares, según la última información disponible de RADDAR, registró un crecimiento de 3.4% en marzo y sus niveles alcanzaron los máximos registrados en noviembre de 2021 (Gráfico 5), impulsados por el primer día sin IVA del año.

Gráfico 7. Movilidad de personas en Colombia por actividad*



Fuente: Reporte de movilidad de Google. *Promedio móvil de 7 días.

La demanda de energía no regulada, una buena variable proxy de inversión fija de las empresas en el sector secundario de la economía, se mantuvo en marzo alrededor de los 210 GWh diarios, lo que se traduce en un crecimiento muy favorable de 4.9% (Gráfico 6). Las cifras preliminares de abril sitúan el crecimiento de este indicador en 4.1%.

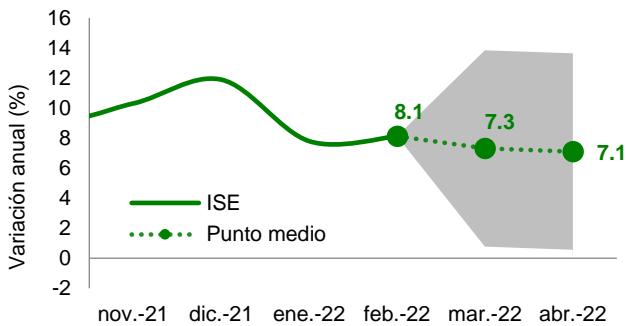
Algunos datos de alta frecuencia como los de movilidad diaria de personas que publica Google, y que están más relacionados con la dinámica del gasto de los hogares, también sustentan un buen desempeño del gasto agregado de la economía en

1T22, algo que se habría mantenido en abril con crecimientos del orden de 45% (Gráfico 7).

Por todo lo anterior, **pronosticamos un crecimiento de 7.3% del ISE para el mes de marzo (Gráfico 8)**, con lo cual la expansión promedio de la economía en 1T22 habría sido de 7.7%. Con la información disponible de abril, nuestro modelo *Nowcast* sugiere que dicho dinamismo se habría mantenido y el crecimiento preliminar del ISE se estima cerca de 7.1%.

Ratificamos nuestro pronóstico de expansión del PIB para todo 2022 en 4.8%, sustentado por la fortaleza que continuaría registrando la demanda interna de la economía en el corto plazo, así como un mejor desempeño de las exportaciones, especialmente las tradicionales.

Gráfico 8. Intervalo de pronóstico de corto plazo para el ISE*



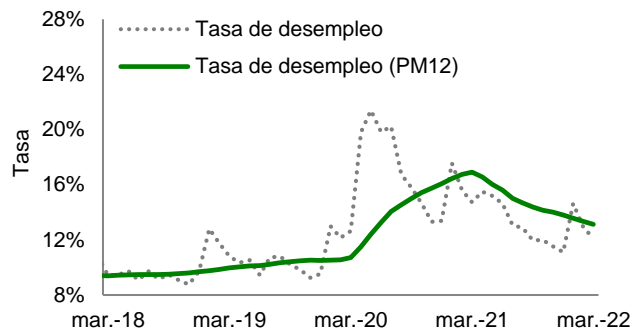
Fuente: Investigaciones Económicas - BAC. *Nivel de confianza 90%.

No obstante, seguimos advirtiendo que este pronóstico incorpora un sesgo bajista. El balance de riesgos sugiere que los vientos de cola del frente externo, generados por la invasión de Rusia a Ucrania y la probabilidad de una recesión en Europa y algunos países de Asia, podrían limitar la capacidad de expansión del producto en el corto plazo. Las recientes mejoras en las perspectivas económicas, sustentadas por el repunte en los términos de intercambio, podrían amortiguar estos efectos adversos (ver “Actividad económica” en [IMCE – Abril 4 de 2022](#)).

Mercado laboral

Las condiciones del mercado laboral continúan mejorando, en línea con el proceso de recuperación que viene atravesando la economía. No obstante, todavía existe una ligera subutilización laboral, lo cual es consistente con una tasa de desempleo que sigue siendo superior a sus niveles pre-pandemia y estructurales.

Gráfico 9. Comportamiento de la tasa de desempleo



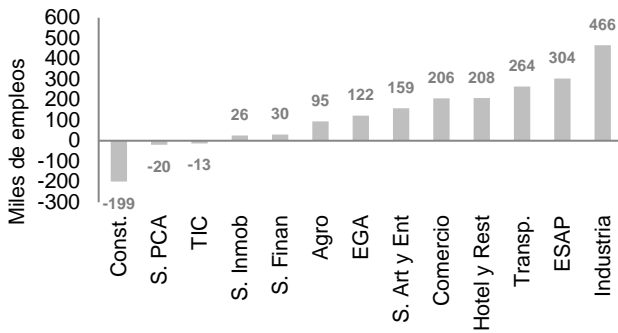
Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En su serie original, la tasa de desempleo nacional en marzo fue 12.1%, cifra inferior al 14.7% de marzo de 2021. Sin embargo, frente al promedio de 10.8% de los últimos 10 años para el mismo mes, los niveles actuales de desempleo son todavía relativamente altos. En tendencia central, el promedio móvil 12 meses de la tasa de desempleo se redujo hasta 13.1%, el valor más bajo registrado desde mayo de 2020 (Gráfico 9), pero también permanece por encima de los niveles de 11% de tasa de desempleo natural.

Por su parte, la tasa de ocupación se ubicó en 55.8%, cifra que supera el 52.5% de marzo de 2021. La tasa global de participación, que mide la absorción de la población económicamente activa por el mercado laboral, se ubicó en 63.5% y también superó en 1.9 p.p. sus valores de un año atrás.

A nivel sectorial, las actividades de industria, educación, salud y administración pública (ESAP), y transporte fueron las que más generaron empleos (Gráfico 10). Por su parte, los sectores de actividades profesionales y construcción le restaron ocupados a la economía.

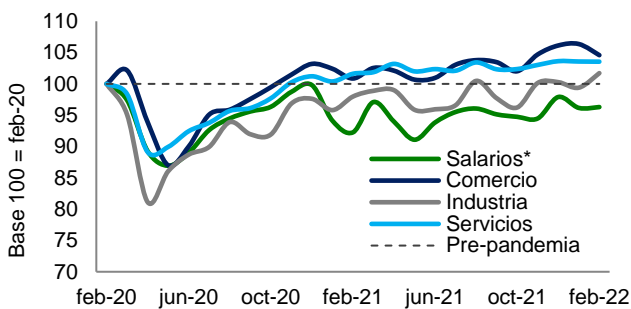
Gráfico 10. Cambio anual en ocupación sectorial (mar-22)



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Bajo este contexto, la recuperación de los salarios reales en el mercado laboral se ha estancado en los últimos meses, en buena medida afectados por el fuerte incremento que ha registrado la inflación desde el año 2021. Por tipo de actividad, los salarios en los sectores de servicios y comercio han sido los que más rápidamente superaron el choque del COVID-19 y en febrero se situaron cerca de un 5% por encima de los niveles de febrero de 2020.

Gráfico 11. Respuesta de los salarios reales en COVID-19



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio ponderado en industria, comercio, servicios y construcción.

En términos de su dinámica anual, según nuestros cálculos, la inflación de los salarios nominales se situó

en 10.4 % en febrero, pero la de los salarios reales se sitúa en 2.4% y se ha venido desacelerando en meses recientes. El fuerte incremento de los salarios nominales sigue altamente influenciado por el ajuste del salario mínimo para 2022 por encima del 10%, que se sigue transmitiendo a los costos laborales de las empresas.

En la medida que la economía continúe su proceso de recuperación, esperamos mejoras adicionales en las diferentes variables del mercado laboral para lo que resta de este año. De esta forma, **mantenemos nuestra proyección de tasa de desempleo promedio-año en 11.7% para 2022.**

Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de 1% en marzo, cifra que estuvo relativamente en línea con las previsiones de los analistas y se convirtió en la más alta registrada para este mes desde 2007.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos registró la variación mensual más alta con 2.84% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos aumentaron 5.06% frente al mes de febrero, afectados nuevamente por factores de oferta de índole externo e interno. Los precios de los alimentos procesados, que responden rápidamente a los mayores costos al productor y son los más expuestos a choques externos, aumentaron en términos mensuales 2.21%.

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

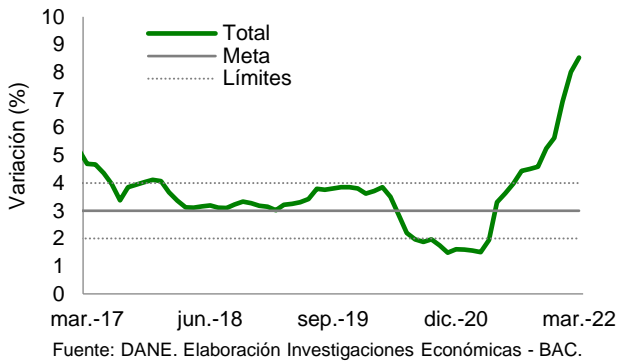
	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont. p.p.	Tendencia
	mar.-21	mar.-22	feb.-22	mar.-22		
Total	0.51	1.00	8.01	8.53	0.53	↑
Alimentos	1.14	2.84	23.30	25.37	0.31	↑
Regulados	1.19	0.64	8.91	8.32	-0.10	↓
Bienes	0.17	0.58	5.98	6.41	0.08	↑
Servicios	0.18	0.57	3.39	3.79	0.19	↑

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

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.64%, liderado por el aumento de 2.41% en los cobros de agua, alcantarillado y aseo, y por la variación mensual de 1.44% en las tarifas de energía eléctrica. A pesar del aumento en los precios internacionales del petróleo, el IPC de combustibles se ha mantenido estable.

Por su parte, el IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.58%. Allí sobresale el aumento de 1.55% en los precios de muebles y electrodomésticos, así como el 1.19% en el IPC de vehículos, ambos afectados al alza por el ambiente global de elevada inflación y limitaciones de oferta (escasez de microchips y contenedores de transporte), pero también por una mayor demanda local.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años



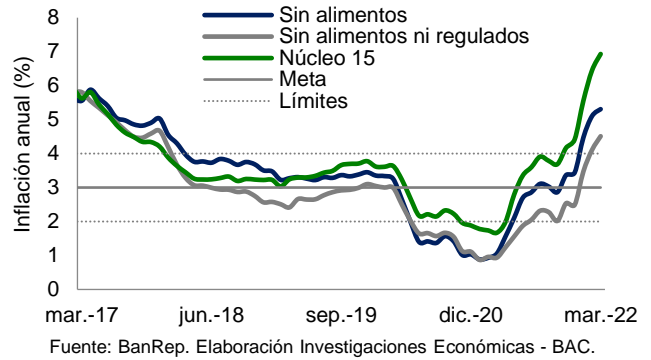
En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue de 0.57%, impulsada principalmente por el aumento de 1.45% en los precios de restaurantes y bares. Estos últimos se siguen ajustando al alza como consecuencia de: i) la indexación a la elevada inflación de cierre de 2021; ii) el ajuste del salario mínimo para 2022; y iii) un mayor consumo de los hogares.

Vale la pena resaltar que los resultados del IPC durante el último mes se vieron favorecidos por el primer día sin IVA del año, que limitó el alcance de una mayor variación del IPC de bienes, pero también por la estabilidad de los precios de los combustibles, en función de la operatividad del Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC) que sigue

conteniendo el traslado de mayores precios internacionales del crudo a los precios internos. Según nuestros cálculos, sin estos dos factores, la variación mensual del IPC en marzo hubiese sido de 2.2%, más del doble del resultado final.

De esta forma, la inflación anual del IPC se aceleró en marzo hasta 8.53%, la más alta registrada desde julio de 2016 (Gráfico 12). Los dos componentes del IPC que más contribuyeron en este reciente comportamiento de la inflación fueron el IPC de alimentos y el IPC de servicios, con un aporte conjunto de 0.50 p.p. a la aceleración intermensual de 0.53 p.p. del IPC total (Tabla 1).

Gráfico 13. Principales medidas de inflación núcleo



El promedio de las principales medidas de inflación núcleo aumentó hasta 5.58%, la cifra más alta desde abril de 2017. Todas las medidas de inflación básica permanecen lejos de la meta de 3% del BanRep. En efecto, la inflación núcleo 15 aumentó hasta 6.93%, mientras que la inflación sin alimentos alcanzó un 5.31%. Por su parte, la inflación sin alimentos ni regulados (nuestra medida preferida de inflación núcleo) se aceleró hasta 4.51% (Gráfico 13).

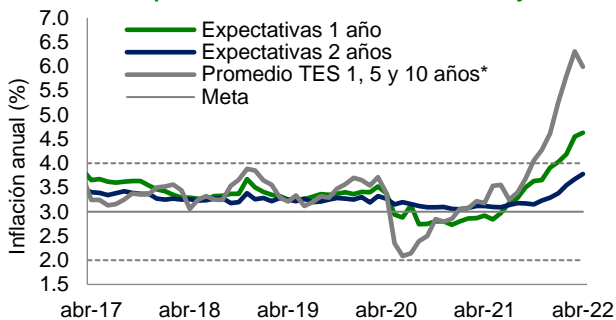
Las expectativas de inflación siguen desancladas y muy por encima del límite superior del rango meta del BanRep de 4%. El promedio de las expectativas a 1 año de los analistas aumentó 8 pbs hasta 4.6%, mientras que el promedio a 2 años lo hizo en 11 pbs y se ubica en 3.8% (Gráfico 14). El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES se ha mantenido alrededor de 6%, mientras

que las expectativas de inflación para el cierre de 2022 siguen en ascenso y se situaron en 7.3%.

Para el mes de abril **pronosticamos una variación mensual de 0.94% en el IPC, con lo cual la inflación anual se aceleraría hasta 8.90%**. Los riesgos de corto plazo continúan siendo necesariamente alcistas y la probabilidad de alcanzar niveles del 9% en 2T22 son altas.

Múltiples factores sustentan esta expectativa, donde seguimos resaltando como los más importantes: i) los altos costos de producción en la cadena secundaria-intermedia y su rápida transmisión hacia los precios de consumo final, especialmente en alimentos y bienes; ii) la activación de mecanismos indeseados de indexación; iii) la fortaleza que mantiene el gasto de los hogares; y iv) los efectos del choque de oferta creados por el conflicto de Rusia y Ucrania sobre los precios de materias primas e insumos.

Gráfico 14. Expectativas de inflación de analistas y mercado



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

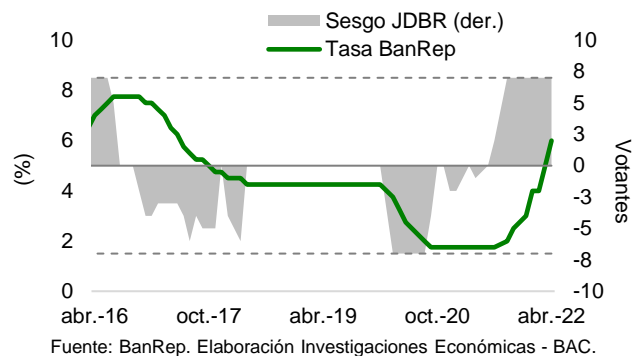
Esperamos que durante la segunda mitad del año la inflación inicie un proceso lento de convergencia hacia la meta de 3% de BanRep, el cual podría tardar al menos dos años en completarse. **Mantenemos sin cambios nuestro pronóstico de inflación para el cierre de 2022 en 7.8%.**

Tornando el análisis hacia las recientes decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió en abril incrementar la tasa de interés de intervención en 100 pbs hasta 6% (Gráfico 15). El sesgo de la JDBR continúa siendo totalmente alcista, aunque persiste la división en términos de la magnitud del ajuste. En efecto, cuatro

miembros de la JDBR (la mayoría) votaron por incrementar los tipos en 100 pbs, mientras que los restantes tres miembros lo hicieron por un incremento de 150 pbs.

El lenguaje del emisor sigue siendo el de un proceso gradual, pero firme, del ajuste de la política monetaria. La JDBR reconoce que los riesgos de la inflación siguen siendo elevados, al punto de admitir que: i) presiones adicionales sobre los precios en el corto plazo son muy probables; y ii) si bien existe implícitamente una expectativa de convergencia de la inflación hacia la meta en el horizonte de política, sólo hasta 2024 podría retornar robustamente hacia la meta de 3%, muy en línea con lo que advertimos el mes anterior (ver “Precios y política monetaria en [IMCE – Abril 4 de 2022](#)).

Gráfico 15. Tasa de referencia vs distribución JDBR



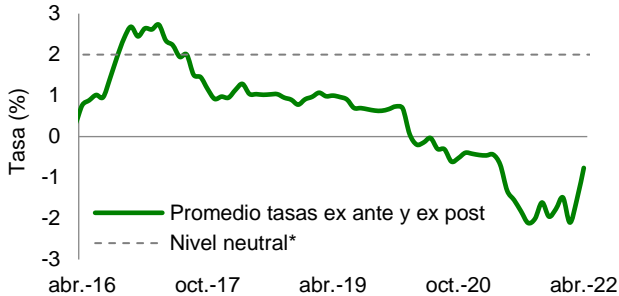
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Lo anterior cobra particular relevancia en la medida que, según las nuevas proyecciones del equipo técnico del emisor, el crecimiento esperado del PIB para 2022 ahora es de 5%, superior al 4.7% previo, lo que implica que el cierre de los excesos de capacidad instalada sería más rápido frente a lo previsto. De hecho, según estimaciones preliminares, la brecha negativa del producto ya se habría cerrado en 1T22.

En este entorno, el promedio de la tasa de interés real de política ex ante y ex post se mantuvo en niveles expansivos y en abril completó 25 meses consecutivos en terreno negativo (Gráfico 16). No obstante, la postura monetaria altamente acomodaticia de BanRep se ha venido ajustando y se espera que el actual proceso de normalización la

conduzca hacia niveles neutrales o ligeramente contractivos durante la segunda mitad 2022.

Gráfico 16. Evolución de la tasa real de política monetaria



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

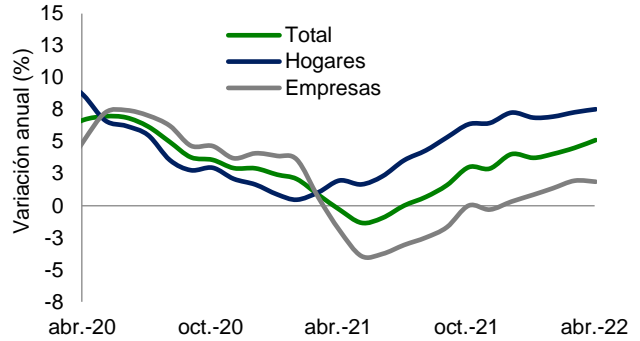
Para la próxima reunión con decisión de tasas de interés, que se llevará a cabo el mes de junio, **esperamos que BanRep incremente la tasa de intervención en otros 100 pbs hasta 7%**. No obstante, ante una inflación que probablemente seguirá sorprendiendo al alza en los próximos meses y afectando las expectativas, no descartamos aumentos más agresivos en los tipos de interés.

Mantenemos nuestra expectativa de **que BanRep llevará los tipos de interés hasta 8% hacia mediados del año**, y los mantendrá estables en ese nivel hasta el cierre de 2022.

Mercado de créditos

El comportamiento de la cartera total en pesos del sistema financiero sigue mostrando un desempeño positivo, de la mano del proceso de recuperación económica. En línea con lo anterior, el riesgo de impago sigue disminuyendo y distorsiones de tasas de interés asociadas a este factor son prácticamente nulas. Los aumentos vistos en las tasas de interés de los créditos obedecen en su totalidad al ajuste de la política monetaria de BanRep

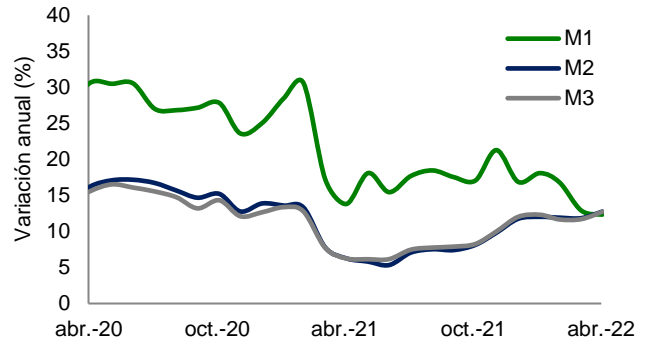
Gráfico 17. Crecimiento real de la cartera por tipo de agente



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El crecimiento real de la cartera total en pesos se aceleró en las primeras semanas de abril hasta 5.1%, el más alto desde julio de 2020. El crecimiento real de los créditos hacia los hogares fue 7.5%, mientras que la dinámica el de los créditos hacia las empresas mostró crecimientos de 1.9% (Gráfico 17). Pese a lo anterior, los datos recientes ya comienzan a evidenciar cierta estabilidad, coherente con una moderación en la demanda de créditos asociada al aumento en los tipos de interés.

Gráfico 18. Medios de pago por categoría de liquidez

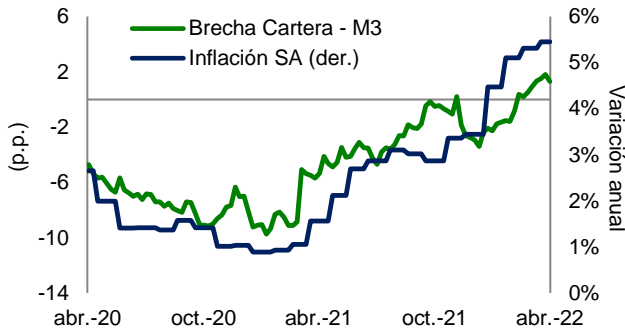


Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Por modalidades, las carteras de consumo y vivienda son las que más crecieron con expansiones reales de 9.7% y 4.9%, respectivamente, en línea con la buena dinámica del gasto de los hogares y los estímulos fiscales a la demanda de vivienda. Por su parte, el crecimiento real de la cartera de microcréditos y de los créditos comerciales permanece en ritmos más bajos, siendo de 2.3% para ambas modalidades.

Los principales agregados monetarios siguen reflejando unas condiciones de liquidez favorables para la irrigación de créditos a la economía, a pesar del actual ajuste monetario de BanRep. En efecto, el crecimiento de la base monetaria se mantiene en niveles altos de 17.9%, impulsado por el efectivo circulante de la economía, que se expande a tasas de 14.8%.

Gráfico 19. Presiones inflacionarias asociadas a la cartera



Fuente: BR y DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

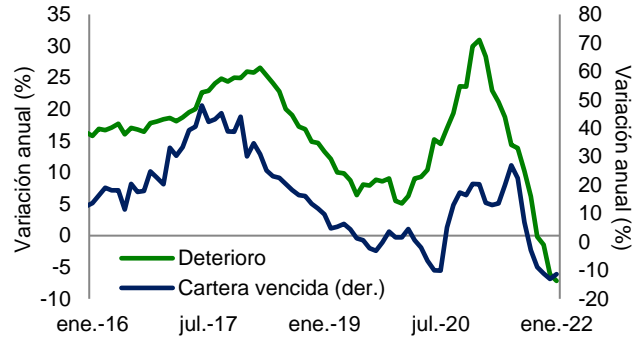
El medio de pago de mayor liquidez, el M1, se ha desacelerado en los últimos meses y en las primeras semanas de abril registró un crecimiento de 12.3% (Gráfico 18). Por su parte, el M2 y el M3, que son medios de pago de menor liquidez que el M1, se han venido acelerando y registran crecimientos de 12.8% y 12.7%, respectivamente. Lo anterior es consistente con una menor preferencia por liquidez de los agentes, donde el actual ajuste monetario favorece los medios de pago de menor liquidez y los depósitos a plazo.

La brecha entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema, medidos a través del M3, permanece en terreno positivo (Gráfico 19). Lo anterior refleja un crecimiento de la demanda de créditos que continúa superando el de la oferta de fondos prestables, lo que puede seguir presionando las necesidades de liquidez en el sistema, particularmente la de los establecimientos de crédito.

Los indicadores de riesgo en el sistema incorporan una probabilidad de impago cada vez menor, de la mano de una disminución en la cartera vencida y en los indicadores de calidad de cartera. En efecto, con

la información disponible a corte del mes de enero de 2022, el saldo de la cartera vencida registró una reducción de 11.3%, algo no visto en los últimos 5 años (Gráfico 20).

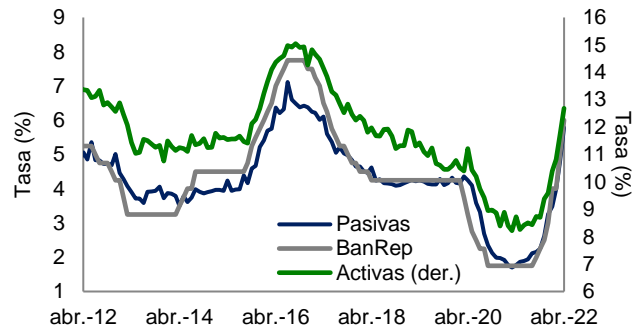
Gráfico 20. Cartera vencida vs deterioro de la cartera



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

En línea con lo anterior, el saldo de deterioro de la cartera, una buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema, se contrajo 7.2%. Lo anterior da cuenta de mayores reintegros de provisiones, en línea con el menor riesgo asociado a la dinámica de la cartera y la nueva demanda de créditos.

Gráfico 22. Tasas de interés del sistema financiero*



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

Los indicadores de calidad tradicional de cartera de todas las modalidades siguen disminuyendo y permanecen por debajo de los niveles registrados en diciembre de 2019. El indicador de calidad para microcrédito se sitúa en 6.8%, seguido por el de consumo con un porcentaje de 4.5%. Por su parte, la calidad de cartera del crédito comercial se ubica en 4.1% y el indicador para la de vivienda se ubica en 3.1%.

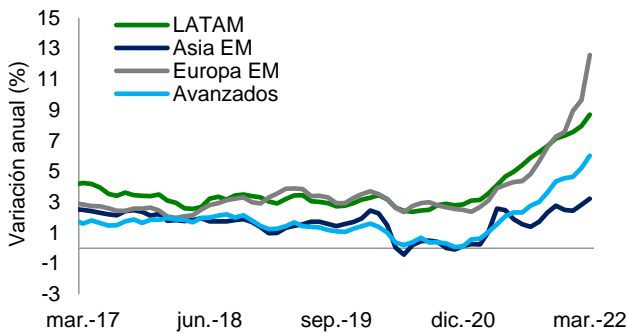
Bajo este contexto, desde que BanRep inició su proceso de normalización monetaria, las tasas de los créditos han aumentado 313 pbs y se sitúan, en promedio, cerca de 19.9%. Por su parte, las tasas pasivas han aumentado 395 pbs y se ubican en un promedio de 5.9% (Gráfico 21).

Frente al ajuste actual de 425 pbs en la tasa repo de BanRep, los incrementos recientes de las tasas del mercado de fondos prestables han sido rápidos. Necesariamente, lo anterior comenzará a debilitar la demanda de créditos en el futuro cercano. Esperamos que los primeros efectos comiencen a sentirse durante la segunda mitad del año, teniendo en cuenta el rezago entre los movimientos de tasas de interés y la demanda de créditos en la economía.

Contexto externo

La información disponible en el frente externo sigue dando cuenta de unos creciente riesgos de corto plazo sobre el crecimiento económico, especialmente aquellos ligados al entorno de niveles de inflación históricamente altos (Gráfico 22). La incertidumbre para 2022 sigue siendo elevada, debido a los efectos directos e indirectos en la actividad global asociados al conflicto entre Rusia y Ucrania.

Gráfico 22. Inflación al consumidor por grandes regiones

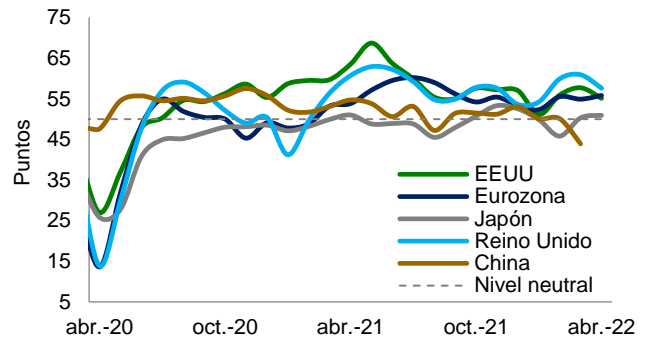


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Según los últimos datos del índice PMI compuesto, uno de los mejores indicadores adelantados de actividad a frecuencia mensual, el ritmo de expansión

de las economías como Reino Unido y EEUU, aunque permanece alto, se desaceleró en abril (Gráfico 23). El PMI de la Eurozona se mantuvo sin grandes cambios, pero es una de las regiones más expuestas a los efectos de la guerra en Europa Oriental. Por su parte, el PMI en China cayó por debajo de los 50 puntos (terreno contractivo), incrementando los riesgos de recesión que se ciernen alrededor de los recientes confinamientos por el rebrote de COVID-19 en ese país.

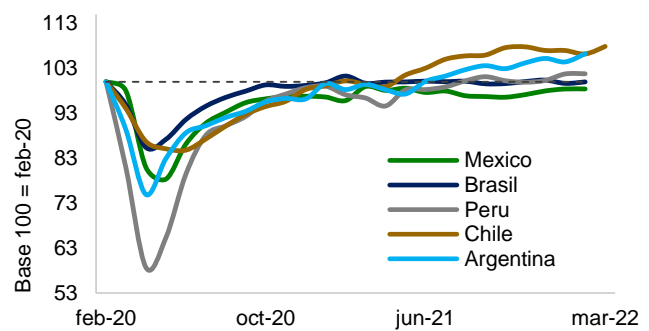
Gráfico 23. Índice PMI compuesto en economías grandes



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En LATAM, los índices de producción agregada en las economías más grandes han comenzado a mostrar señales de estabilización en crecimientos más bajos en el futuro cercano. Según nuestros cálculos, durante los dos primeros meses del año el crecimiento de la región habría sido de 3.3%, muy por debajo frente el crecimiento medio de 7.8% de todo 2021. Las cifras recientes en la región dan cuenta de un sesgo necesariamente bajista sobre las perspectivas de corto plazo.

Gráfico 24. Índices de actividad económica en LATAM

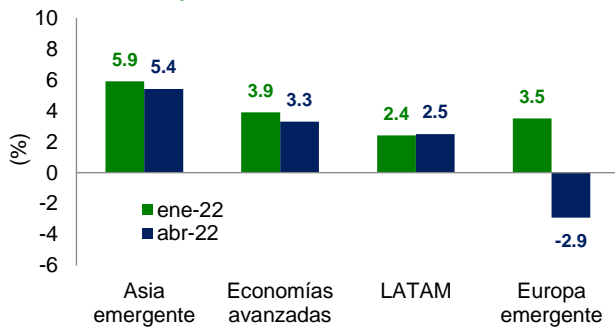


Fuente: Oficinas de estadística. Investigaciones Económicas - BAC.
*Series ajustadas por estacionalidad y efecto calendario.

Además, el proceso de recuperación continúa siendo desigual entre los países. Las economías de Chile y de Argentina lideran el proceso de recuperación en la región, y sus crecimientos en el último mes de información fueron del 8.5% y 8.1%, respectivamente. En contraste, las economías de México y Brasil permanecen como las más rezagadas con variaciones de 2.7% y -1.3%, respectivamente (Gráfico 24).

Por todo lo anterior, vale la pena mencionar que, en su más reciente actualización de perspectivas económicas, el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó a la baja en 0.8 p.p. la proyección de crecimiento económico mundial para 2022 hasta 3.6%. Esta revisión se sustenta, en buena medida, por las sanciones económicas impuestas a Rusia tras la invasión a Ucrania, pero también por la menor capacidad de expansión del gasto que impone una inflación y tasas de interés muy elevadas.

Gráfico 25. Proyecciones de crecimiento del PIB en 2022



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

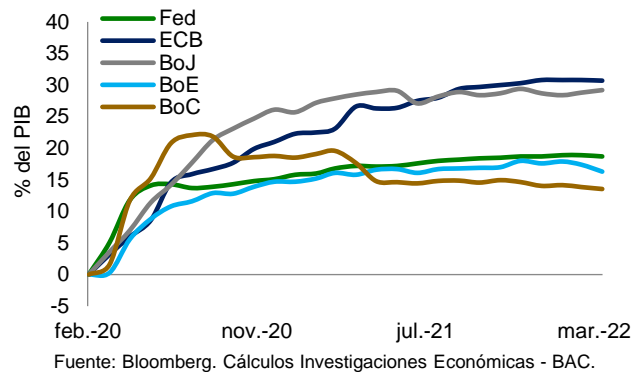
Los países de Europa emergente, que son importadores netos de petróleo y otros *commodities*, y además están enfrentando los vientos en contra directos de la guerra, fueron los más susceptibles a revisión en este reporte del FMI. En efecto, las nuevas previsiones del FMI apuntan a una contracción de 2.9% de su PIB real en 2022.

En el frente monetario, la incertidumbre que enfrentan los bancos centrales sobre la magnitud y persistencia de la inflación en el futuro cercano continúa siendo muy alta. El desanclaje de las expectativas de inflación, y su velocidad de convergencia hacia las metas de política monetaria, han obligado a los

emisores a endurecer más rápidamente las condiciones financieras internacionales.

En EEUU, los mercados descuentan incrementos de tasas de interés de 50 pbs para la reunión de mayo. Incluso para el cierre de 2022, se espera ahora que los tipos de interés se ubiquen en el rango 2.50% - 2.75%, casi 75 pbs por encima del ajuste total que esperaba el FOMC en su reunión de marzo (ver “Un verdadero dilema” en [CE – Marzo 22 de 2022](#)). Adicionalmente, la Fed comenzaría a contraer la base monetaria a partir del mes de mayo, un movimiento que se estaría anticipando (por lo menos) unos 3-6 meses frente a lo previsto inicialmente.

Gráfico 26. Cambio del balance de activos en COVID-19



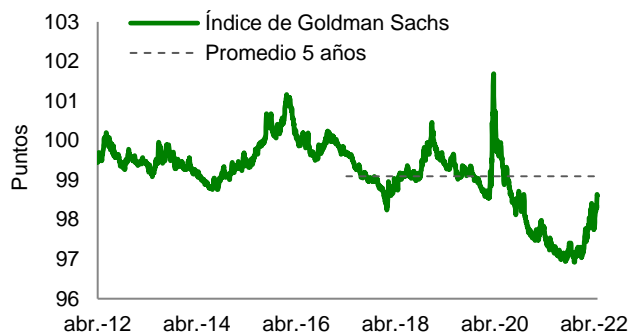
En la Eurozona, el Banco Central Europeo (ECB) mantuvo inalterada en 0% su tasa de referencia en abril y recientemente anunció que finalizará su programa de compras de activos en 3T22. No se descarta que el emisor aumente las tasas de interés de referencia en 4T22, algo que los mercados financieros ya tienen descontado.

Por su parte, el Banco Central de Canadá (BoC) volvió a incrementar su tasa de intervención en 50 pbs hasta 1%, mientras que el Banco Central de Japón (BoJ) es el único de los grandes faros monetarios del mundo que mantiene una postura ultra laxa.

De esta forma, el balance de activos de los bancos centrales más importantes del mundo, como porcentaje del PIB, ha seguido estabilizándose. El BoE y el BoC son los únicos que están contrayendo la base monetaria de sus economías en la actualidad,

algo que comenzaría a ejecutar la Fed en mayo según lo comentamos anteriormente (Gráfico 26).

Gráfico 27. Estado de condiciones financieras globales



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Así, las condiciones financieras internacionales se siguen tornando menos holgadas (Gráfico 27). Las tasas de interés de los mercados de deuda continúan al alza, afectadas por la alta inflación y por las expectativas de un ajuste incluso más agresivo de la política monetaria de los bancos centrales en 2022, al mismo tiempo que la cotización del dólar de EEUU frente al resto de monedas del sigue aumentando de forma acelerada.

Proyecciones Económicas

	2019	2020	2021	2022(p)
Demanda agregada				
PIB (%)	3.3	-6.8	10.6	4.8
Consumo privado (%)	4.4	-5.8	14.6	5.4
Gasto público (%)	4.3	3.7	12.1	2.4
Inversión fija (%)	4.3	-21.2	11.2	4.2
Demanda interna (%)	4.3	-7.5	13.3	4.2
Exportaciones (%)	2.6	-17.4	14.2	13.6
Importaciones (%)	8.2	-17.8	27.5	8.1
Sectores actividad económica				
Agropecuario (%)	1.9	3.0	2.4	0.5
Comercio (%)	4.8	-15.0	21.2	9.8
Construcción (%)	-1.9	-27.9	5.7	5.4
Financiero (%)	5.7	2.1	3.4	3.9
Industria (%)	1.6	-7.7	16.4	3.8
Minería (%)	2.1	-15.7	0.4	2.6
Precios, tasas de interés y desempleo				
Inflación (final del periodo %)	3.8	1.6	5.6	7.8
Tasa BanRep (final del periodo %)	4.25	1.75	3.00	8.00
DTF EA (promedio año %)	4.5	3.4	2.0	6.3
IBR overnight EA (promedio año %)	4.3	2.9	1.9	6.5
TES COP a 10 años (final del periodo %)	6.4	5.9	8.5	9.0
Desempleo nacional (promedio año %)	10.5	16.1	13.7	11.7
Sector externo				
Tasa de cambio (promedio anual)	3282	3695	3749	3850
Tasa de cambio (final del periodo)	3297	3434	3981	3850
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-4.3	-3.3	-5.7	-5.5
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	4.5	2.8	3.0	3.4
Finanzas públicas				
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-2.5	-7.8	-7.1	-6.2
Saldo deuda bruta total GNC (% del PIB)	51.2	64.8	63.8	62.7

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.
