



Informe Mensual Coyuntura Económica

Investigaciones Económicas

Resumen

- *La información disponible de 2T22 sugiere una dinámica de crecimiento superior a la de 1T22 y a las estimaciones preliminares. El sector primario sigue rezagado, y en los últimos meses 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 de la actividad, en línea con la solidez de la demanda interna de la economía.*
- *Las cifras del mercado laboral nuevamente evidenciaron mejoras en el balance. Los niveles de empleo pre-pandemia se han recuperado en su totalidad, al mismo tiempo que la tasa de desempleo continúa descendiendo y alcanzó niveles no registrados desde febrero de 2020. En este entorno, la dinámica de los salarios nominales se sigue acelerando.*
- *La inflación al consumidor descendió levemente en mayo, pero continúa presionada por los altos precios de los alimentos y los servicios. Las medidas de inflación básica, así como las expectativas de inflación, permanecen muy por encima de la meta de 3% de BanRep. Bajo este contexto, el emisor decidió aumentar en junio la tasa de intervención en 150 pbs hasta 7.5%.*
- *La dinámica de la cartera de créditos se mantiene fuerte, aunque en términos reales se desacelerado en meses recientes. El ciclo de política monetaria se sigue transmitiendo a las tasas de colocación y ha favorecido los medios de pago de menor liquidez en la economía.*
- *Las perspectivas de crecimiento económico mundial se han vuelto a deteriorar y el riesgo de una recesión sigue aumentando, todo esto en un ambiente de elevada inflación y ajustes agresivos de la política monetaria global para combatirla. De esta manera, las condiciones financieras internacionales se han estrechado 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

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

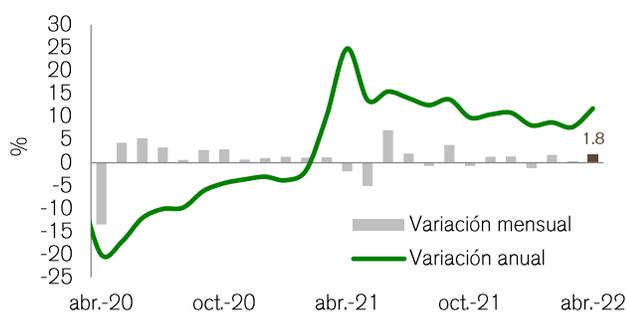


Actividad económica

La actividad económica en 2T22 ha mostrado una dinámica muy favorable que, una vez más, ha superado las previsiones iniciales y sería mayor a los registros de 1T22. Las cifras de producción dan cuenta de un sobresaliente desempeño de los sectores secundario y terciario, mientras que las variables de demanda siguen dando cuenta de un comportamiento robusto del consumo de los hogares.

En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró una variación mensual de 1.8% en abril, la más alta de los últimos siete meses (Gráfico 1) y también superior al promedio doce meses de 1%.

Gráfico 1. Comportamiento del ISE en los últimos 2 años*



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

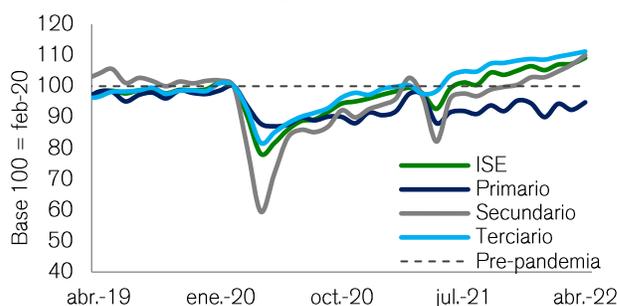
En términos de su dinámica anual, y tomando la serie original, la variación del ISE en abril fue de 12%¹, superando ampliamente el crecimiento de 7.7% de marzo y nuestro pronóstico de 6.4% (ver “Actividad económica” en [IMCE – Junio 2 de 2022](#)). El ritmo de expansión del ISE continúa siendo sobresaliente y los niveles actuales de producción agregada superan en cerca de 9 p.p. los de la pre-pandemia (Gráfico 2).

El ISE de la cadena **primaria** de producción sigue rezagado y registró en el último mes una caída de 2%. Los niveles actuales de producción de esta rama de actividad se ubican 5 p.p. por debajo de sus niveles pre-COVID.

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 abril, la producción ligada al carbón dentro del índice de producción industrial se ubica 41 p.p. por debajo de los registros de febrero de 2020, y en promedio durante el año 2022 ha caído 1.9%.

La producción de petróleo tampoco ha alcanzado sus niveles pre-COVID (cerca de 880 mil barriles-día), pero está comenzando a ganar tracción. En efecto, 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 junio, un crecimiento de 7.4% frente al mismo mes de 2021.

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



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

El reciente desempeño del sector agropecuario ha sido negativo, como consecuencia del fuerte incremento en los costos de producción y afectaciones 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 abril cayó 2.3%, mientras que la producción de la avicultura se redujo en 0.6%. Dentro de los cultivos agrícolas, el sector cafetero ha sido uno de los más afectados por la temporada de lluvias de los últimos meses, lo que ha limitado el potencial margen de ingresos generado por unos altos precios del grano. En efecto, la producción promedio-mes durante los primeros cuatro meses del año se ubicó en 895 mil sacos de 60 kg, cifra

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

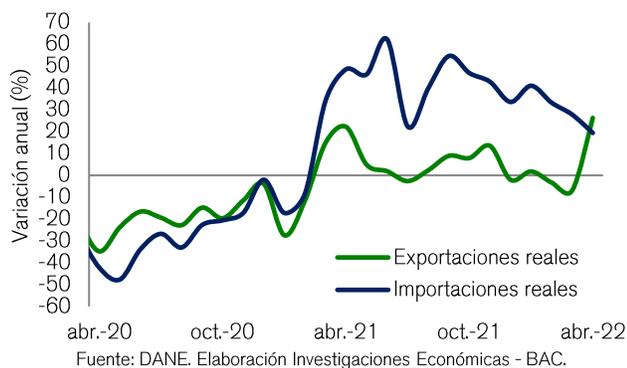


inferior a los 933 mil sacos producidos en promedio durante el mismo periodo de 2021. En el mes de mayo, la producción fue de 1 millón de sacos, lo que representaría, según nuestras estimaciones, un crecimiento del orden de 65%, teniendo en cuenta la baja base de comparación del mismo mes de 2021.

El ISE del sector **secundario** mantiene una dinámica bastante favorable, a pesar de las limitaciones de los elevados costos de producción. En efecto, en abril registró una expansión de 11.9%, con lo cual supera sus niveles pre-pandemia en 10 p.p. (Gráfico 2). La actividad manufacturera sigue siendo el motor de la cadena intermedia de producción y en abril creció 13.5%.

Dentro de los sectores que más contribuyeron al repunte de las manufacturas, se encuentran los de textiles y calzado, vidrios y minerales, y también el de autopartes. En línea con lo anterior, el PMI manufacturero, que es un indicador adelantado de la industria, permanece en terreno expansivo y en junio aumentó hasta 55.7 puntos.

Gráfico 3. Evolución de variables de comercio exterior

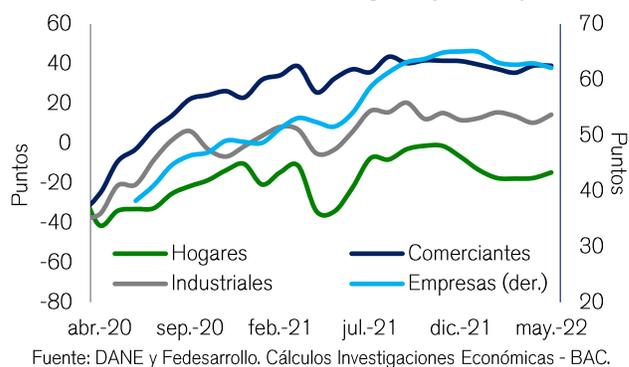


El sector de la construcción también mantiene una senda de recuperación llamativa. Aunque las licencias de construcción cayeron 8.1% en abril, la producción de cemento gris, uno de los insumos más importantes para el sector, aumentó 7%. Asimismo, los impulsos fiscales que ha recibido el sector por el lado de la demanda siguen reflejándose en un buen comportamiento de las ventas de vivienda. En efecto, las ventas en mayo alcanzaron las 18.5 mil unidades, lo que representa un crecimiento de 22.7%.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de los sectores de servicios en la economía, fue el que más se expandió en el último mes con un crecimiento de 14.4%. De esta manera, sus niveles de actividad ya superan en 11 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 23.3% en abril. Los subsectores minoristas que más crecieron fueron los de vestidos y textiles, libros y papelería, y artículos domésticos.

Gráfico 4. Confianza de los hogares y las empresas



Por su parte, los ingresos reales del sector de servicios crecieron 20%. Los rubros de cine y televisión, y restaurantes y bares, fueron los de mayor dinamismo en el último mes. Este resultado sigue estando en línea con la recomposición del consumo de los hogares entre bienes y servicios, donde éstos últimos han sido los más favorecidos.

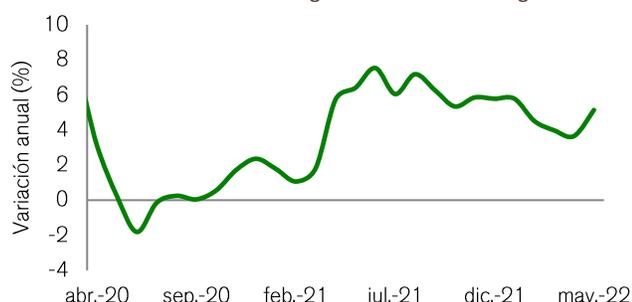
En cuanto a las variables de comercio exterior, el crecimiento de las exportaciones en valor FOB fue de 82.2%, explicado mayoritariamente por un aumento de 121.9% en las exportaciones de petróleo y de 287% en las de carbón, que se han beneficiado por los altos precios internacionales de los *commodities*. Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un aumento de 26.3% de las exportaciones reales en el último mes (Gráfico 3).

Por su parte, el crecimiento de las importaciones en dólares FOB fue de 34.2%, reflejando el fuerte desempeño de la demanda interna de la economía, y fueron impulsadas por las compras externas de materias



primas y productos intermedios que crecieron 43.3%. En términos reales, el crecimiento de las importaciones fue de 19.4% (Gráfico 3). En este contexto, y por primera vez en los últimos 16 meses, la contribución de las exportaciones netas a la demanda agregada fue positiva, en medio de un dinamismo de las exportaciones que en términos reales fue superior al de las importaciones.

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 reflejan resultados muy positivos en mayo-junio que son consistentes con el impulso que trae el gasto agregado desde meses previos. En el caso del índice de confianza de los consumidores, el dato de mayo mostró una mejora frente a los resultados de meses previos, si bien la incertidumbre asociada a la inflación sigue siendo elevada.

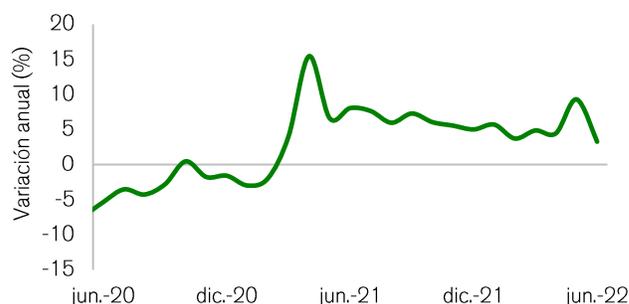
Los índices de confianza de las empresas en los distintos sectores económicos, según cifras del DANE y de Fedesarrollo, no registraron grandes cambios respecto a los meses previos y permanecieron en máximos desde el inicio de la pandemia (Gráfico 4).

El gasto real de los hogares, según la última información disponible de RADDAR, registró un crecimiento de 8.8% en mayo, el ritmo de expansión más alto desde abril de 2021 (Gráfico 5). Descontando la inflación núcleo, el gasto de los hogares mantiene expansiones muy altas de 11.9%.

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 mantuvo en mayo alrededor de los 212 GWh diarios, lo que se traduce en un crecimiento de 9.3% (Gráfico 6). Las cifras preliminares

de junio sitúan el ritmo de expansión de este indicador en 3.3%.

Gráfico 6. Demanda promedio-día energía no regulada

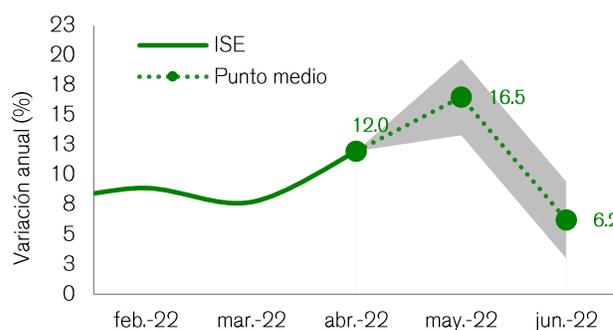


Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Serie desestacionalizada con método lineal de tendencia-ciclo.

Algunos datos de alta frecuencia como los de movilidad diaria de personas que publica Google, que están más relacionados con la dinámica del gasto de los hogares, también reflejan un buen desempeño en junio con crecimientos del orden de 24.9%. En promedio, durante lo corrido de 2022, el indicador de movilidad ha aumentado 39.7% con respecto al año 2021.

Por todo lo anterior, **pronosticamos un crecimiento de 16.5% del ISE para el mes de mayo**. Con la información disponible de junio, nuestro modelo *Nowcast* sugiere un crecimiento preliminar del ISE de 6.2% para ese mes (Gráfico 7). De esta forma, la expansión del producto que estimamos de manera preliminar para 2T22 es de 11.6%.

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



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

Es importante advertir que parte de este mayor crecimiento de 2T22 estará distorsionado por la baja base de comparación de 2T21, producto de las afectaciones del paro nacional en mayo de ese año. Para la segunda



mitad del año anticipamos una desaceleración en la dinámica de la economía colombiana, sustentada por un ajuste natural del crecimiento cuando la senda del producto comienza a estabilizarse, pero también por el ciclo de aumentos en la tasa de interés de BanRep y algunos riesgos externos asociados a un menor crecimiento económico de nuestros socios comerciales.

Bajo este contexto, **mantenemos nuestro pronóstico de expansión del PIB para todo 2022 en 6%**. No obstante, advertimos que nuestra proyección contiene un sesgo alcista y podría ser sensible a revisiones en los próximos meses, en la medida que nuestras estimaciones del ISE para 2T22 se materialicen.



Mercado laboral

Las recientes mejoras observadas en el mercado laboral son coherentes con el exitoso proceso de recuperación económica en el país. El mayor crecimiento del producto se ha traducido en una fortaleza de la demanda de trabajo, que a la fecha ya permitió recuperar todos los empleos perdidos por la pandemia. Sin embargo, no todas las variables de este mercado han alcanzado sus niveles pre-pandemia y existe una masa laboral que quedó fuera de la fuerza de trabajo desde el choque de 2020.

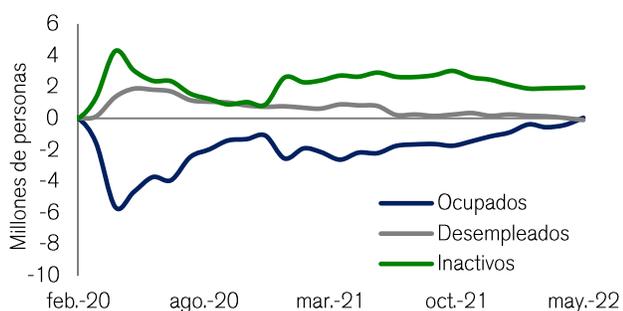
Gráfico 8. Principales indicadores del mercado laboral*



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 mayo hasta 10.6%, por debajo de los niveles pre-pandemia de 11% (Gráfico 8). Dicho desempleo también es inferior al rango de desempleo estructural que para el total nacional se estima entre 11% - 12%.

Gráfico 9. Evolución del mercado laboral desde 2020*



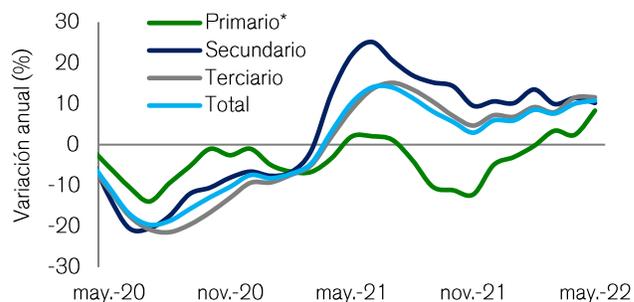
Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Se toman las series que están ajustadas por efectos estacionales.

Tomando también la serie desestacionalizada, la tasa de ocupación aumentó hasta 57.1%, el nivel de ocupación

más alto de los últimos 27 meses, pero todavía se sitúa cerca de 3 p.p. por debajo de los valores pre-pandemia de 59.9% (Gráfico 8). Asimismo, la tasa global de participación, que mide la absorción de la población económicamente activa por el mercado laboral, descendió hasta 63.9%, pero todavía es inferior a sus niveles de febrero de 2020.

De los 5.6 millones de empleos formales que se perdieron entre febrero y abril de 2020, la reactivación económica ha permitido recuperar a la fecha en su totalidad el empleo destruido (5.7 millones de empleos desde entonces). Sin embargo, dentro de la fuerza potencial de trabajo existen 2 millones de personas que no han recuperado sus puestos de trabajo, pero tampoco se reportan como desempleados. Lo anterior resulta en una masa laboral de personas que permanecen fuera del mercado laboral o en condición de inactividad (Gráfico 9).

Gráfico 10. Generación de empleo por ramas (PM3)



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

A nivel sectorial, la generación de empleo en la cadena primaria se vio favorecida en el último mes por el inicio del ciclo productivo agropecuario (Gráfico 10). Las ramas secundaria y terciaria permanecen como líderes en la recuperación de la demanda de trabajo total, en línea con lo que refleja el ISE sectorial en esas cadenas. Las actividades artísticas y de entretenimiento, agricultura y transporte fueron las que más generaron empleos durante el último año con corte a mayo, anotando incrementos de 396, 342 y 314 miles de personas, respectivamente.

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 13.2%, superando el 9%



del crecimiento del empleo no asalariado. Por su parte, la tasa de empleos formales permanece cerca al 74.9% y supera la subutilización de empleo, que se ubica en 14.5%.



Bajo este contexto, la inflación de los salarios nominales se aceleró hasta 10.7% en abril, altamente influenciada por el aumento del salario mínimo por encima del 10% para 2022, pero también por una demanda de trabajo en la economía que, como lo explicamos anteriormente, se ha venido recuperando a una velocidad importante (Gráfico 11). En términos reales, la inflación salarial se situó en 1.5% y ha venido descendiendo en meses recientes como consecuencia del fuerte incremento de la inflación al consumidor.

De la mano del proceso de recuperación económica, esperamos mejoras adicionales en las diferentes variables del mercado laboral para lo que resta de este año. De esta forma, **hemos revisado a la baja nuestra proyección de tasa de desempleo promedio-año en 2022 desde 11.7% hasta 10.9%.**

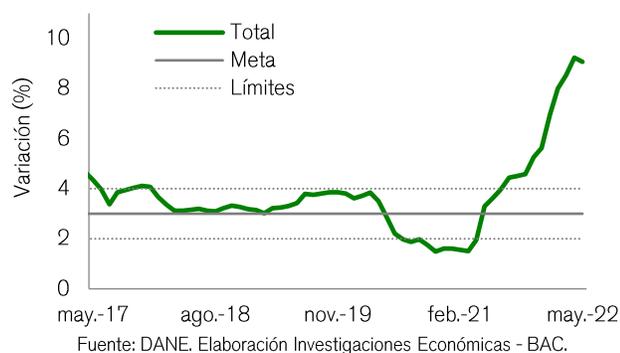


Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de 0.84% en mayo, cifra que por primera vez en varios meses estuvo por debajo de las expectativas de los analistas, pero que en cualquier caso es la más alta registrada para este mes desde el año 2008.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos registró la variación mensual más alta con 1.57% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos cayeron 0.77% frente al mes de abril, favorecidos por unos mayores niveles de abastecimiento. Por su parte, 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 2.25%.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.75%, liderado por el aumento de 2.86% en las tarifas de energía eléctrica y de 1.42% en las tarifas de los servicios de agua, alcantarillado y aseo. A pesar de los mayores precios internacionales del petróleo, el IPC de combustibles registró una caída mensual de 0.23%, cuyos precios continúan beneficiados por los subsidios derivados del FEPC. No obstante, se

esperan ajustes en dichos precios durante los próximos meses, como el que efectivamente ya fue decretado para el mes de julio con un aumento promedio de 150 pesos en el ACPM y la gasolina.

Por su parte, el IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.79%. Allí sobresale el aumento de 1% en los precios de vehículos, seguido por sendas variaciones de 0.77% en el IPC de muebles y electrodomésticos, y bienes de aseo, que también reflejan la fortaleza en la demanda de bienes.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue de 0.61%, impulsada principalmente por el aumento de 0.22% en los arrendamientos, que siguen incorporando la indexación a la inflación causada de 2021. El IPC de restaurantes y bares también registró un incremento mensual importante de 1.21% que aportó al resultado total de este componente.

Gráfico 13. Principales medidas de inflación núcleo



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

De esta forma, la inflación anual del IPC se desaceleró en mayo hasta 9.07% (Gráfico 12), favorecida por la alta base estadística de comparación de mayo de 2021 cuando los precios de los alimentos se dispararon como consecuencia del paro nacional (Tabla 1). En efecto, la contribución del IPC de alimentos, que fue el ítem más

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

	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont.	Tendencia
	may.-21	may.-22	abr.-22	may.-22		
Total	1.00	0.84	9.23	9.07	-0.17	↓
Alimentos	5.37	1.56	26.17	21.60	-0.69	↓
Regulados	0.43	0.75	8.50	8.85	0.06	↑
Bienes	0.15	0.79	7.82	8.51	0.13	↑
Servicios	0.04	0.61	4.28	4.87	0.29	↑

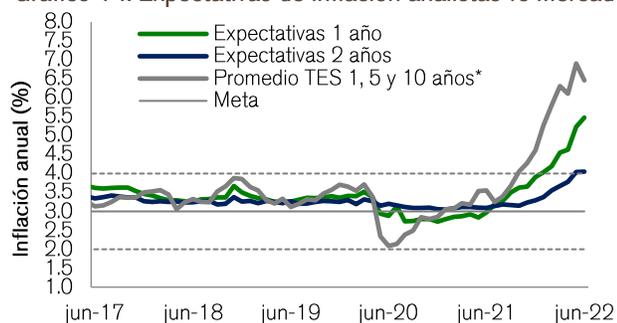
Fuente: Banco de la República. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.



afectado por esta distorsión, fue el único que registró una contribución negativa en el último mes.

El promedio de las principales medidas de inflación núcleo aumentó hasta 6.8%, la cifra más alta desde septiembre de 2003. 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 8.02%, mientras que la inflación sin alimentos alcanzó un 6.5%. Por su parte, la inflación sin alimentos ni regulados (nuestra medida preferida de inflación núcleo) se aceleró hasta 5.87% (Gráfico 13).

Gráfico 14. Expectativas de inflación analistas vs mercado



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

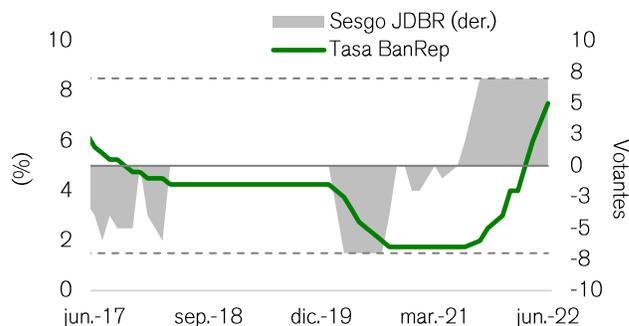
*Inflaciones implícitas en las curvas de TES cero cupón.

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 8.6%, un máximo desde que se publica este estimativo en las encuestas. Por su parte, el promedio de las expectativas a 1 año de los analistas aumentó 0.3 p.p. hasta 5.5%, mientras que el promedio a 2 años se mantuvo en 4% (Gráfico 14). El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES descendió ligeramente y se ubica en 6.5%.

Para el mes de junio **pronosticamos una variación mensual de 0.67% en el IPC, con lo cual la inflación anual se aceleraría hasta 9.85%**. La fortaleza del gasto de los hogares y el cierre de la brecha del producto continuarían presionando la inflación en el corto plazo, más allá de los factores de oferta y externos que han presionado en particular los precios de los alimentos. Seguimos estimando, con un alto grado de probabilidad, que niveles de 10% se alcanzarían en el mes de julio.

En este entorno, anticipamos que durante la segunda mitad del año la inflación iniciará un proceso lento de convergencia hacia la meta de 3% de política monetaria, el cual podría tardar al menos dos años en completarse y mantendría la dinámica de los precios fuera del rango meta de BanRep. **Ratificamos nuestro pronóstico de inflación para el cierre de 2022 en 8.9%**.

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 junio, por unanimidad, incrementar la tasa de interés de referencia en 150 pbs hasta 7.50% (Gráfico 15), en línea con nuestras expectativas. El sesgo de la JDBR continúa siendo totalmente alcista.

Para esta decisión, la JDBR consideró los siguientes factores: i) la inflación permanece alta y existe el riesgo de una inflación de segunda ronda; ii) las expectativas de inflación siguen en ascenso y superan ampliamente la meta del 3%; iii) la actividad económica permanece fuerte y ha superado las estimaciones previas, reflejándose también en la recuperación del mercado laboral; y iv) un crecimiento importante del crédito a los hogares, que podría impactar su carga financiera y la estabilidad del sistema financiero.

Teniendo en cuenta las sorpresas positivas en materia de actividad económica, el equipo técnico del BanRep revisó al alza su proyección de crecimiento en 2022 desde 5% hasta 6.3%. Este pronóstico es ligeramente inferior al 6.5% que espera el Gobierno y levemente superior a nuestro estimativo de 6%.



El lenguaje del emisor en esta reunión reveló, además, cierta preocupación sobre los excesos de gasto en la economía que podrían eventualmente: i) aumentar presiones indeseadas sobre la inflación; y ii) exacerbar el ya abultado déficit externo, justamente en momentos donde el costo del endeudamiento mundial está subiendo.

En este entorno, el promedio de la tasa de interés real de política ex ante y ex post sigue aumentando, pero permanece en niveles expansivos y en junio completó 27 meses consecutivos en terreno negativo (Gráfico 16). Teniendo en cuenta el objetivo del BanRep de guiar la inflación y sus expectativas hasta la meta de 3%, el emisor ha expresado la necesidad de llevar la tasa real de política monetaria incluso a niveles contractivos, por lo cual es de esperar que este indicador siga aumentando en el corto plazo.

Gráfico 16. Evolución de la tasa real de política



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

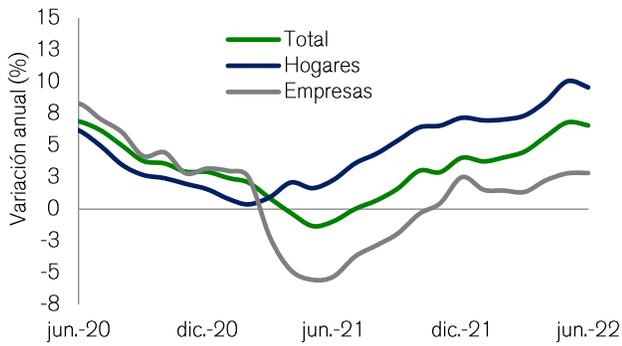
Esperamos que BanRep incremente de nuevo la tasa de intervención en 150 pbs hasta llevarla a 9%, dejándola a partir de allí estable hasta el cierre de 2022. Según nuestros cálculos, la tasa de interés real se tornaría neutral a partir de 4T22 si la inflación inicia el proceso de convergencia esperado.



Mercado de créditos

La buena dinámica de la cartera total de créditos del sistema financiero se mantuvo durante el último mes, en línea con el buen comportamiento de la economía. Los indicadores de riesgo de impago continuaron mejorando, a pesar de que los niveles de crecimiento de algunas modalidades lucen algo excesivos y podrían deteriorar la carga financiera de los agentes. De hecho, el crecimiento de la cartera nuevamente superó el de los depósitos, algo que ya estaría presionando la liquidez del sistema.

Gráfico 17. Evolución de la cartera por tipo de agente



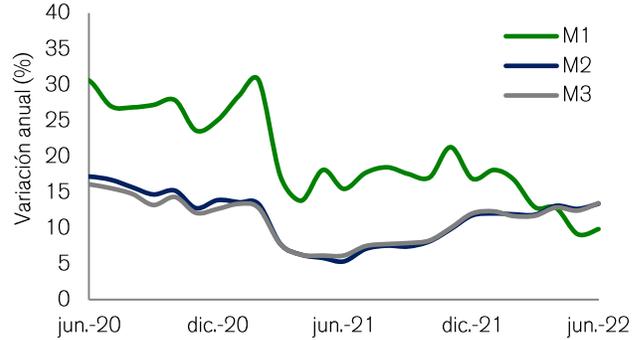
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El crecimiento real de la cartera total en pesos se desaceleró ligeramente en las primeras semanas de junio hasta 6.6%. El crecimiento real de los créditos hacia los hogares fue 9.6%, mientras que los créditos hacia las empresas crecieron 2.8% (Gráfico 17).

Por modalidades, las carteras de consumo y vivienda fueron las que más crecieron, con expansiones reales de 12.1% y 4.3%, respectivamente, en línea con la recuperación del mercado laboral, la fortaleza que refleja el 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 fueron de 4% y 2.8%, 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. En efecto, el crecimiento de la base monetaria fue 12.1%, impulsado por el efectivo circulante de la economía, que se expandió un 11%.

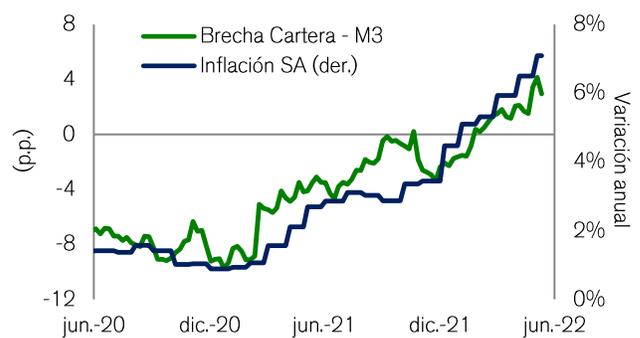
Gráfico 18. Medios de pago por categoría de liquidez



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

La dinámica del medio de pago de mayor liquidez, el M1, se ha desacelerado en los últimos meses y en las primeras semanas de junio registró un crecimiento de 9.8%, el más bajo de los últimos 2 años (Gráfico 18). En contraste, el crecimiento del M2 y el M3, que son medios de pago de menor liquidez, se ha venido acelerando y registran a la fecha ritmos de 13.4% y 13.5%, respectivamente. Lo anterior obedece al actual ciclo monetario de incrementos en las tasas de interés, que tiende a favorecer los depósitos a plazo en la economía y, en consecuencia, reducir la preferencia por medios de pago de mayor liquidez.

Gráfico 19. Presiones inflacionarias asociadas a la cartera

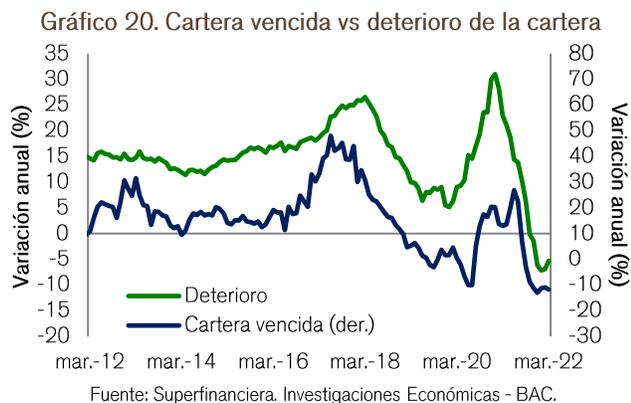


Fuente: BR y DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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 sigue tornando cada vez más positiva (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 colocación, más allá del ajuste de la tasa de referencia de BanRep.



Los indicadores de riesgo en el sistema continúan mejorando y reflejan una probabilidad de impago de los deudores relativamente baja. Más aún, los indicadores de calidad de cartera se ubican en niveles inferiores a los registrados en febrero de 2020, previo al inicio de la pandemia.

Con la información disponible con corte al mes de marzo de 2022, el indicador de calidad de cartera para microcrédito se situó en 6.4%, seguido por el de consumo con un porcentaje de 4.4%. La calidad de cartera del crédito comercial se ubica en 3.6% y el mismo indicador para la de vivienda se ubica en 2.9%. De esta manera, el indicador de calidad de la cartera total se sitúa en 3.8%.



Por su parte, el saldo de la cartera vencida se sigue contrayendo y a marzo registró una reducción de 11.7%. Asimismo, el saldo de deterioro de la cartera, una buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema, se

contrajo 5.3%. Lo anterior continúa reflejando reintegros de provisiones, debido al menor riesgo asociado a la dinámica de la cartera y una demanda de créditos que se mantiene fuerte (Gráfico 20).

Bajo este contexto, relativo al incremento acumulado de 575 pbs en los tipos de referencia desde que BanRep inició su ajuste monetario, las tasas de los créditos han aumentado 538 pbs y se sitúan, en promedio, cerca de 14.1%. Por su parte, las tasas pasivas han aumentado 477 pbs y se ubican en un promedio de 6.9% (Gráfico 21).

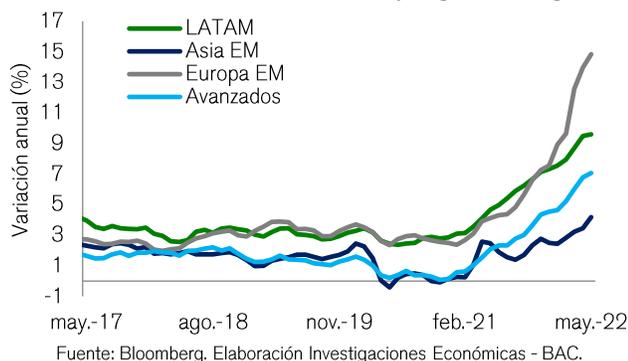
Esperamos que las tasas de interés de colocación sigan incorporando el ciclo de aumentos en la tasa de interés de política monetaria en los próximos meses, algo que necesariamente comenzará a debilitar la demanda de créditos en el futuro cercano. En nuestra opinión, estos primeros efectos deberían comenzar a sentirse a partir de 3T22, especialmente sobre la cartera de créditos comerciales.



Contexto externo

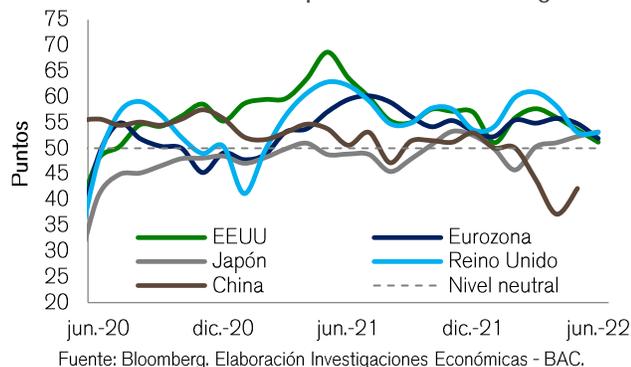
La información disponible en el frente externo continúa dando cuenta de unos riesgos de corto plazo elevados sobre el crecimiento económico mundial. La inflación en buena parte del mundo ha seguido alcanzando máximos de varias décadas (Gráfico 22) y ha obligado a muchos bancos centrales a realizar un ajuste más agresivo de la política monetaria.

Gráfico 22. Inflación al consumidor por grandes regiones



Como consecuencia, las condiciones financieras se siguen estrechando rápidamente y las tasas de interés han aumentado a un ritmo considerable. Los mercados financieros mundiales han comenzado a descontar una probable recesión en 2022-2023 y al corte de junio anotaron su peor primer semestre desde 1970.

Gráfico 23. Índice PMI compuesto en economías grandes

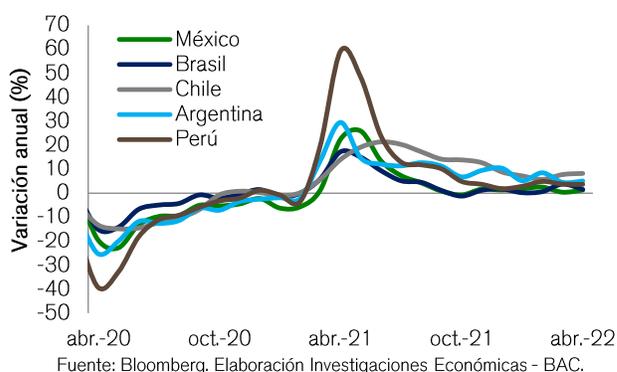


Bajo este contexto, según los últimos datos del índice PMI compuesto, uno de los mejores indicadores adelantados de actividad a frecuencia mensual, los niveles de actividad de las economías más grandes del mundo se redujo en

junio a su nivel más bajo desde en 6 meses, siendo las economías de EEUU y la Eurozona las que más terreno han perdido. En contraste, la actividad en Japón se ha venido reactivando a un sorprendente ritmo y en junio su PMI alcanzó máximos de 8 meses.

En el caso de China, tras el levantamiento de varias medidas de confinamiento, los niveles de actividad se han recuperado y comienzan a dejar atrás los temores de una recesión. Sin embargo, la lectura del PMI en ese país todavía permanece por debajo de los niveles neutrales de 50 puntos (Gráfico 23).

Gráfico 24. Índices de actividad económica en LATAM



En LATAM, el crecimiento de las economías más grandes de la región se ha estabilizado en meses recientes. Según nuestros cálculos, el crecimiento de la región habría sido de 3.1% en 1T22, ligeramente inferior al 3.3% de 4T21. La última información disponible de los índices de actividad al corte de abril, dan cuenta de un crecimiento de 3.4%.

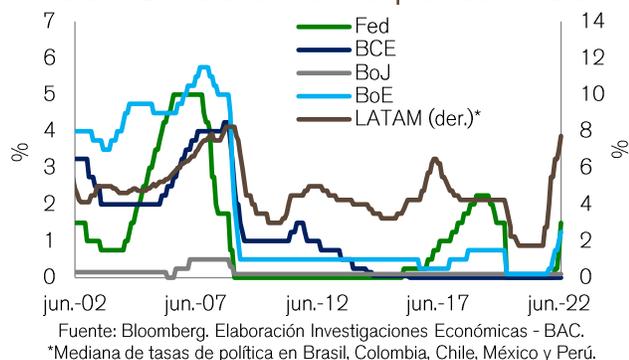
Las perspectivas en LATAM, a diferencia de lo que ha sucedido con las economías avanzadas, no se han deteriorado. De hecho, en los países de América del Sur, que son exportadores netos de materias primas y cuyos términos de intercambio se encuentran en máximos de varios años, las perspectivas económicas han incluso mejorado, como es el caso de Colombia.

En el frente monetario, la Fed de EEUU incrementó los tipos de interés en 75 pbs durante su reunión de junio y los llevó hasta el rango 1.5% - 1.75%, siendo este el ajuste mensual en tasas más fuerte desde 1994. Como lo analizamos en un informe reciente, la Fed dejó abierta la



puerta a más movimientos de esta magnitud en las tasas de interés en los próximos meses, con lo cual es muy probable que el ciclo contractivo se torne más agresivo frente a lo previsto inicialmente y alcance un techo de 3.75% - 4% en 2022 (ver “El valor de actuar” en [CE – Junio 17 de 2022](#)). La probabilidad de una fuerte desaceleración de esa economía este año se ha incrementado, así como la de una recesión en 2023.

Gráfico 25. Tasas de interés de política monetaria

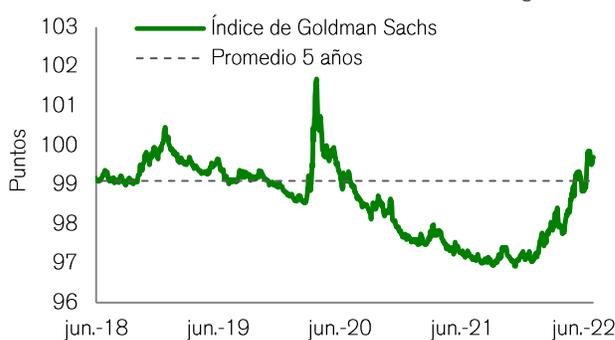


El Banco Central Europeo (ECB) no tomó decisiones de tasas de interés en su reunión de junio, pero abonó el camino para un primer incremento de tasas de 25 pbs en su próxima reunión del mes de julio. Entre un proceso de ajuste del ECB más lento frente a lo que viene ejecutando la Fed, así como unos riesgos de recesión en la economía de la Eurozona que siguen al alza, el euro se ha depreciado a sus niveles más bajos frente al dólar desde 2002.

Por su parte, el Banco Central de Inglaterra (BoE) aumentó nuevamente su tasa de intervención en 25 pbs hasta 1.25% en junio, en línea con lo que se esperaba, mientras que el Banco Central de Japón (BoJ) mantuvo inalterada su postura de política monetaria.

En LATAM, los bancos centrales también siguen ajustando al alza los tipos de interés de política monetaria en un ambiente de elevada inflación. En el balance, la mediana de los tipos de interés de referencia alcanzó en junio niveles de 7.75%, algo que no se observaba desde 2009 (Gráfico 25).

Gráfico 26. Estado de condiciones financieras globales



En este entorno, las condiciones financieras internacionales se siguen estrechando y el dólar alcanzó máximos desde 2012. Según el índice de Goldman Sachs, las condiciones de liquidez globales se han tornado restrictivas desde el pasado mes de mayo (Gráfico 26) y representan una restricción para la fluidez del crédito y del crecimiento económico mundial en el futuro cercano.



Proyecciones Económicas

	2020	2021	2022(p)	2023(p)		
Demanda agregada						
PIB (%)	-6.8	10.6	6.0	2.7		
Consumo privado (%)	-5.8	14.6	9.4	3.0		
Gasto público (%)	3.7	12.1	7.4	4.1		
Inversión fija (%)	-21.2	11.2	9.7	4.8		
Demanda interna (%)	-7.5	13.3	8.8	2.9		
Exportaciones (%)	-17.4	14.2	10.1	2.6		
Importaciones (%)	-17.8	27.5	23.1	3.5		
Sectores actividad económica						
Agropecuario (%)	3.0	2.4	-0.8	4.0		
Comercio (%)	-15.0	21.2	10.8	2.3		
Construcción (%)	-27.9	5.7	6.2	3.4		
Financiero (%)	2.1	3.4	1.4	8.3		
Industria (%)	-7.7	16.4	6.4	2.5		
Minería (%)	-15.7	0.4	1.5	2.8		
Precios, tasas de interés y desempleo						
Inflación (final del periodo %)	1.6	5.6	8.9	5.1		
Tasa BanRep (final del periodo %)	1.75	3.00	9.00	7.50		
DTF EA (promedio año %)	3.4	2.0	7.0	8.8	↑	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	2.9	1.9	6.8	8.6	↓	
TES COP a 10 años (final del periodo %)	5.9	8.5	10.0	8.8		
Desempleo nacional (promedio año %)	16.1	13.7	10.9	10.0	↓	↓
Sector externo						
Tasa de cambio (promedio anual)	3695	3749	3975	4000	↑	↑
Tasa de cambio (final del periodo)	3434	3981	3950	3940	↑	↑
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-3.3	-5.7	-5.8	-4.7		
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	2.8	3.0	4.9	5.1		
Finanzas públicas						
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-7.8	-7.1	-5.6	-3.6	↑	↑
Saldo deuda bruta total GNC (% del PIB)	64.8	63.8	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.
