



## Informe Mensual Coyuntura Económica

### Investigaciones Económicas

#### Resumen

- La información disponible de 2T22 sugiere una dinámica de crecimiento superior a la de 1T22, en parte favorecida por la baja base de comparación de 2T21. 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 continúan liderando el crecimiento de la actividad, en línea con la solidez de la demanda interna de la economía.
- Las cifras del mercado laboral han comenzado a evidenciar cierta estabilidad que puede estar anticipando un menor dinamismo de la actividad en los próximos meses. No obstante, la generación de empleos sigue siendo positiva y la tasa de desempleo se sitúa en sus niveles estructurales. En este entorno, la inflación de los salarios nominales permanece atípicamente elevada.
- La inflación al consumidor volvió a acelerarse en junio y alcanzó máximos no vistos desde el año 2000. 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 julio la tasa de intervención en 150 pbs hasta 9%.
- La dinámica de la cartera real de créditos ha empezado a desacelerarse, en línea con el aumento de tasas de interés de BanRep. El ciclo de política monetaria se sigue transmitiendo con mayor rapidez a las tasas de captación y se espera que las de colocación recojan rápidamente este incremento en los próximos meses. Los medios de pago de menor liquidez en la economía siguen ganando terreno.
- Las perspectivas de crecimiento económico mundial se han vuelto a deteriorar y el riesgo de una recesión ha aumentado, 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 siguen estrechando significativamente.

#### CONTENIDO

Actividad económica	2
Mercado laboral	6
Precios y política monetaria	8
Mercado de créditos	11
Contexto externo	13
Proyecciones	16

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)

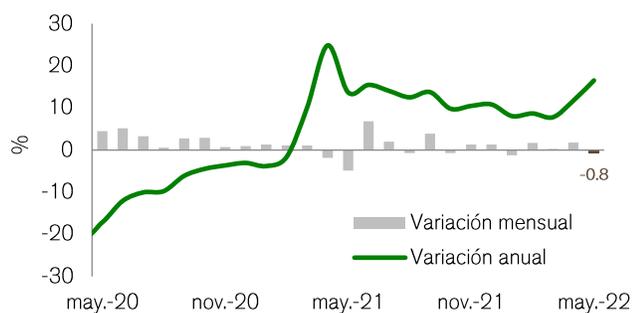


## Actividad económica

La actividad económica en 2T22 habría mostrado una dinámica de crecimiento muy favorable que, según las cifras disponibles, habría superado ampliamente el crecimiento de 8.5% de 1T22. Incluso controlando el efecto de una baja base de comparación de 2T21, nuestros cálculos sugieren un ritmo de expansión que, en todo caso, también superaría el de 1T22. Las cifras de producción siguen dando cuenta de un sobresaliente desempeño de los sectores secundario y terciario, mientras que en las variables de demanda el comportamiento del consumo de los hogares se mantiene fuerte.

En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró una leve contracción mensual de 0.8% en mayo, lo cual representa la primera caída del ISE en los últimos 4 meses (Gráfico 1).

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



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

No obstante, en términos de su dinámica anual, y tomando la serie original, la variación del ISE en mayo fue de 16.5%<sup>1</sup>, superando ampliamente el crecimiento de 11.9% de abril y en línea con nuestro pronóstico (ver “Actividad económica” en [IMCE – Julio 5 de 2022](#)). Aunque este resultado está distorsionado por la baja base de comparación de mayo de 2021, asociada a las afectaciones del paro nacional sobre el producto nacional, el ritmo de expansión del ISE continúa siendo

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

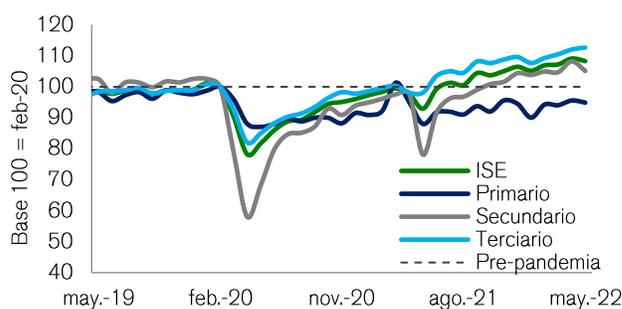
sobresaliente. De hecho, controlando el efecto de base de comparación<sup>2</sup>, el crecimiento del ISE habría sido de 10%.

El ISE de la cadena **primaria** de producción registró en el último mes un crecimiento de 7.8%, pero continúa muy rezagado frente a otros sectores en el marco del actual proceso de recuperación económica. En efecto, los niveles actuales de producción de esta rama de actividad se ubican 5 p.p. por debajo de sus niveles pre-pandemia (Gráfico 2).

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 mayo, la producción ligada al carbón dentro del índice de producción industrial se ubica 42 p.p. por debajo de los registros de febrero de 2020 y, en promedio, durante el año 2022 ha caído 1.4%.

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 julio, un crecimiento de 1.9% 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

<sup>2</sup>Se asume que el nivel del ISE de mayo de 2021 es el promedio del ISE de abril y junio de 2021 (interpolación simple).



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

En la ganadería, el sacrificio de ganado vacuno y porcino en mayo aumentó 19%, pero la producción en la avicultura se redujo 1%. 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 mayor margen de ingresos generado por unos altos precios del grano en los mercados internacionales. En efecto, la producción promedio-mes durante 1S22 se ubicó en 905 mil sacos de 60 kg, cifra inferior a los 953 mil sacos producidos en promedio durante el mismo periodo de 2021. Nada más en junio, la producción de café fue de 950 mil sacos, lo que representa una caída de 9.6%.

El ISE del sector **secundario** fue el que más se expandió, a pesar de las limitaciones que está generando el contexto de elevados costos de producción. En efecto, en mayo el crecimiento de este sector fue de 33.1% 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 46.2%.

Gráfico 3. Evolución de variables de comercio exterior



Dentro de los sectores que más siguen contribuyendo al repunte de las manufacturas, se encuentran los de textiles y calzado, y bebidas y alimentos, ambos muy ligados a la dinámica del gasto de los hogares. Sin embargo, el PMI manufacturero, que es un indicador adelantado de la industria, en julio se ubicó en 49.5 puntos, que denotan contracción en la producción. Lo anterior se encuentra en

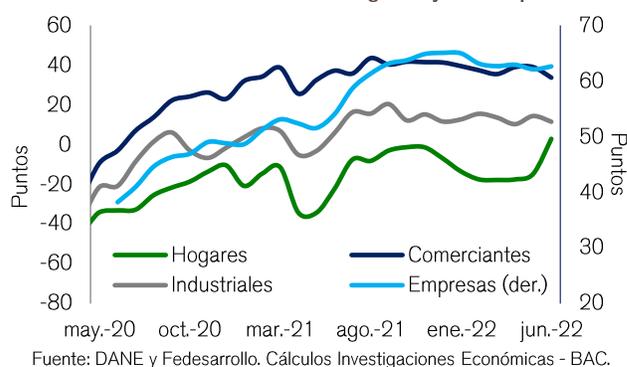
línea con nuestra expectativa de desaceleración de la actividad económica durante 2S22.

El sector de la construcción también mantiene una importante senda de recuperación. Las licencias de construcción aumentaron 23% en mayo y la producción de cemento gris, uno de los insumos más importantes para el sector, lo hizo en 42.1%. 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 el sexto mes del año alcanzaron 16.2 mil unidades, el segundo mejor mes de junio en la historia.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de los sectores de servicios, registró un crecimiento de 14.8% y se mantiene como la rama de actividad de mayor dinamismo en la economía (Gráfico 2).

Buena parte de lo anterior se explica por el favorable comportamiento del comercio minorista, cuyo índice de ventas reales creció 34.8% en mayo. Los subsectores minoristas que más crecieron fueron los de vehículos, autopartes, y vestidos y textiles. Por su parte, los ingresos reales del sector de servicios crecieron 22.5%. Los rubros de cine y televisión, y restaurantes y bares, continúan siendo los rubros de mayor crecimiento dentro de los servicios.

Gráfico 4. Confianza de los hogares y las empresas



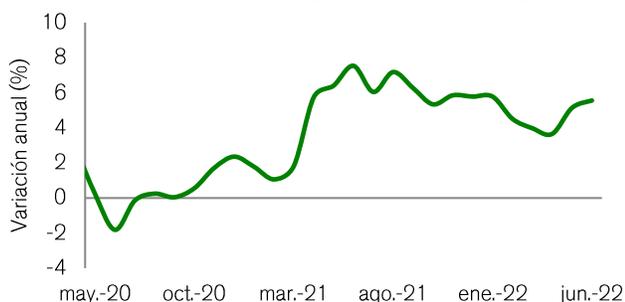
En cuanto a las variables de comercio exterior, el crecimiento de las exportaciones en valor FOB fue de 47%, explicado mayoritariamente por un aumento de 44% en las exportaciones de petróleo y de 60.7% en las de carbón, que se han beneficiado por los altos precios



internacionales de las materias primas energéticas. Sin embargo, controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan una caída de 13.8% de las exportaciones reales en el último mes, reflejando un debilitamiento importante de la demanda externa (Gráfico 3).

Por su parte, el crecimiento de las importaciones en dólares FOB fue de 53%, reflejando en buena medida el fuerte desempeño que mantiene la demanda interna, aunque también por un mayor costo de fletes marítimos. Las importaciones fueron impulsadas, en su mayoría, por las compras externas de materias primas y productos intermedios, que crecieron 61.1%. En términos reales, el crecimiento de las importaciones fue de 38.6% (Gráfico 3). Bajo este contexto, las exportaciones netas siguen contribuyendo negativamente al dinamismo de la demanda agregada.

**Gráfico 5. Dinámica del gasto real de los hogares\***



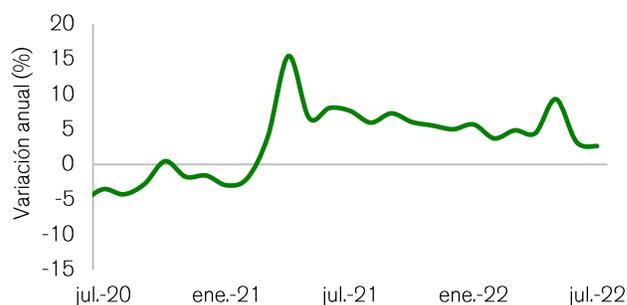
Fuente: RADDAR. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Serie ajustada por estacionalidad con método lineal de tendencia-ciclo.

Los indicadores adelantados de actividad reflejaron, en el balance, resultados positivos en junio – julio, que son consistentes con el impulso que todavía muestra el gasto agregado. En el caso del índice de confianza de los consumidores, el dato de junio mostró una mejora frente a los resultados de meses previos, y después de 38 meses retornó a terreno positivo.

Los índices de confianza de las empresas en los distintos sectores económicos, según cifras del DANE y de Fedesarrollo, se deterioraron respecto al mes previo, en línea con la depreciación del peso colombiano. No obstante, permanecen en niveles altos si se comparan con los de 2021 (Gráfico 4).

El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, registró un crecimiento de 4.7% en junio (Gráfico 5), a pesar de unos niveles de inflación históricamente altos. De hecho, descontando la inflación núcleo y no la total, la expansión del gasto real de los hogares fue de un sobresaliente 7.7%.

**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 junio se situó alrededor de los 207 GWh diarios, lo que se traduce en un crecimiento de 3.2%, y las cifras preliminares de julio sitúan el ritmo de expansión de este indicador en 2.6%.

**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, reflejan un buen desempeño reciente con crecimientos del orden de 20%. En promedio, durante lo corrido de



2022, el indicador de movilidad ha aumentado 36.9% con respecto al año 2021.

Por todo lo anterior, **pronosticamos un crecimiento de 6.2% del ISE para el mes de junio**. Con la información disponible de julio, nuestro modelo *Nowcast* sugiere un crecimiento preliminar del ISE también de 6.2% para ese mes (Gráfico 7). De esta forma, **esperamos que el crecimiento del PIB en 2T22 haya sido cercano al 11.5%**.

Para la segunda mitad del año anticipamos una desaceleración en el crecimiento económico. Dicha expectativa está sustentada por: i) un ajuste natural del ritmo crecimiento, que es consecuente cuando la senda del producto comienza a estabilizarse; ii) el ciclo de fuertes incrementos en la tasa de interés de BanRep, que desestimula el apalancamiento de los agentes y el gasto agregado de la economía; y iii) un creciente riesgo externo asociado a un menor crecimiento de nuestros socios comerciales.

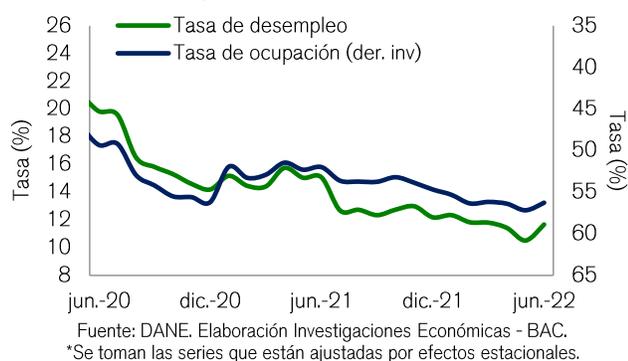
Bajo este contexto, y a pesar del buen dinamismo que ha mostrado la economía durante el primer semestre del año (bordeando una expansión del 10%), **mantenemos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB para todo 2022 en 6%**.



## Mercado laboral

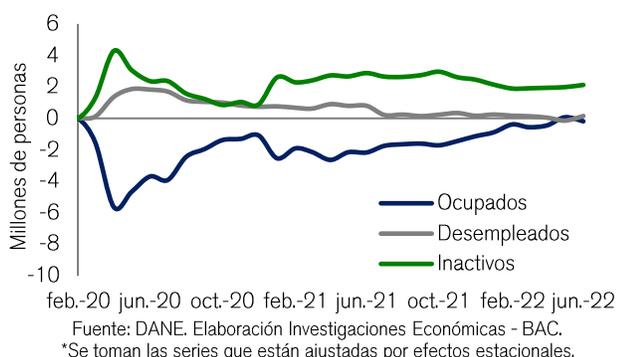
Las mejoras observadas en el mercado laboral continúan reflejando el exitoso proceso de recuperación económica en el país. El mayor crecimiento del producto se ha traducido en una fortaleza de la demanda de trabajo, que a la fecha ha permitido recuperar casi todos los empleos perdidos por la pandemia. Sin embargo, existe una masa laboral que quedó fuera de la fuerza de trabajo desde el choque de 2020, razón por la cual el espacio de mejoras adicionales en el futuro cercano resulta muy reducido.

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



En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional aumentó en junio hasta 11.7%, un repunte importante frente al 10.5% de mayo. No obstante, dichos niveles se encuentran dentro del rango de desempleo estructural que, para el total nacional, se estima entre 11% - 12% (Gráfico 8).

**Gráfico 9. Evolución del mercado laboral desde 2020\***

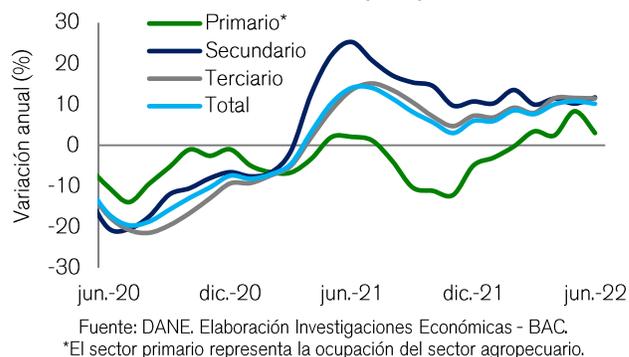


Tomando también la serie desestacionalizada, la tasa de ocupación descendió hasta 56.3%, desde el máximo de

57.2% logrado en mayo pasado (Gráfico 8). Asimismo, la tasa global de participación, que mide la absorción de la población económicamente activa por el mercado laboral, descendió hasta 63.7% y 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 (el peor momento de la crisis del COVID-19), la reactivación económica ha permitido recuperar a la fecha 5.4 millones de empleos (el 96% del empleo destruido por la crisis). Sin embargo, dentro de la fuerza potencial de trabajo existe una masa de 2.1 millones de personas que perdieron su empleo por la crisis, las cuales aún permanecen por fuera del mercado laboral o en condición de inactividad (Gráfico 9).

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



A nivel sectorial, la generación de empleo en las actividades económicas de la cadena primaria se mantiene rezagada frente al resto de la ocupación nacional (Gráfico 10), en línea con el rezago que también exhibe la producción en dichos sectores. Las ramas secundaria y terciaria siguen siendo los impulsores de la demanda de trabajo en la economía. Las actividades artísticas y de entretenimiento, manufactura, y alojamiento y servicios de comida, fueron las que más generaron empleos con aumentos de 508, 269 y 210 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 13.8%, superando el 6% del crecimiento del empleo no asalariado. Por su parte, la tasa de empleos formales permanece cerca al 73.6% y



supera la subutilización de empleo, que se ubica en 15.1%.



Bajo este contexto, la inflación de los salarios nominales se aceleró hasta 11.7% en mayo, 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 2.6% y ha venido descendiendo como consecuencia del fuerte incremento de la inflación al consumidor.

De esta forma, mantenemos nuestra proyección de tasa de desempleo promedio-año para 2022 en 10.9%.

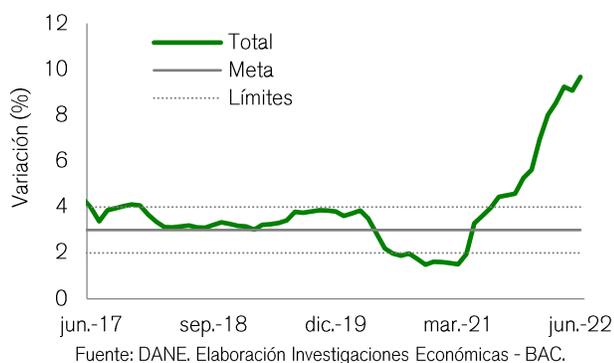


## Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de 0.51% en junio, en línea con las expectativas de los analistas, aunque ligeramente inferior a nuestra expectativa. Esta variación del IPC es la más alta registrada para este mes desde el año 2008.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos registró una variación mensual de 0.65%, y por primera vez en 9 meses no fue el componente de mayor variación (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos cayeron 3.84% frente al mes de mayo, 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, aumentaron en términos mensuales 1.92%.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años



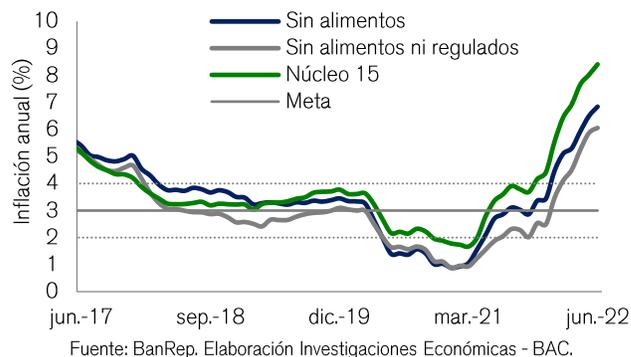
El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.87%, liderado por el aumento de 1.78% en las tarifas de energía eléctrica y de 1.22% en las tarifas de los servicios de agua, alcantarillado y aseo. El IPC de combustibles registró un aumento mensual de 0.59%, cuyos precios en junio continuaron beneficiados por los subsidios derivados del FEPC. Es de esperar que a partir del mes de julio, como resultado del

ajuste iniciado en dichos precios para cerrar el diferencial contra los precios internacionales, este rubro del IPC de regulados registre un incremento importante.

Por su parte, el IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.11%. Allí sobresale el aumento de 1.21% en los precios de vehículos y autopartes, seguido por el IPC de muebles y electrodomésticos, y el de productos de aseo, que aumentaron 0.75% y 0.60%, respectivamente. Por su parte, los precios de prendas de vestir y calzado se vieron favorecidos por el día sin IVA y cayeron 2.64% en términos mensuales.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue de 0.47%, impulsada principalmente por el aumento de 1.09% en el IPC de restaurantes de bares, y de 0.18% en el IPC de arrendamientos. En ambos casos, los resultados de estos rubros del IPC de servicios siguen incorporando el fuerte gasto de los hogares y la indexación a la inflación causada de 2021.

Gráfico 13. Principales medidas de inflación núcleo



De esta forma, la inflación anual del IPC se aceleró en junio hasta 9.67% (Gráfico 12), la más alta registrada desde mayo de 2000. Los dos componentes que más contribuyeron a la inflación total fueron el IPC de

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

	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont. p.p.	Tendencia
	jun.-21	jun.-22	may.-22	jun.-22		
<b>Total</b>	<b>-0.05</b>	<b>0.51</b>	<b>9.07</b>	<b>9.67</b>	<b>0.61</b>	↑
Alimentos	-1.02	0.65	21.60	23.65	0.31	↑
Regulados	0.00	0.87	8.85	9.80	0.16	↑
Bienes	0.30	0.11	8.51	8.30	-0.04	↓
Servicios	0.15	0.47	4.87	5.21	0.16	↑

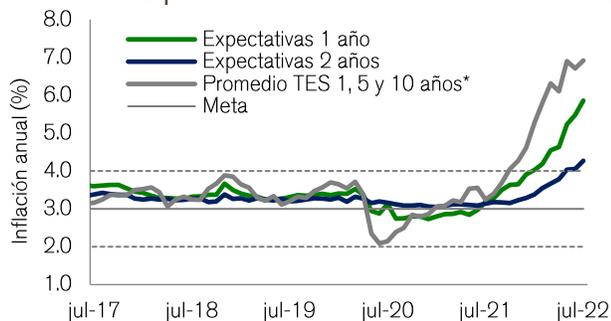
Fuente: Banco de la República. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.



alimentos y el IPC de servicios, los cuales explicaron en conjunto el 63% de la variación anual del IPC total (Tabla 1).

El promedio de las principales medidas de inflación núcleo aumentó hasta 7.1%, un máximo desde junio de 2001. 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 8.4%, mientras que la inflación sin alimentos alcanzó un 6.8%. Por su parte, la inflación sin alimentos ni regulados (nuestra medida preferida de inflación núcleo) se aceleró hasta 6.1% (Gráfico 13).

Gráfico 14. Expectativas de inflación analistas vs mercado



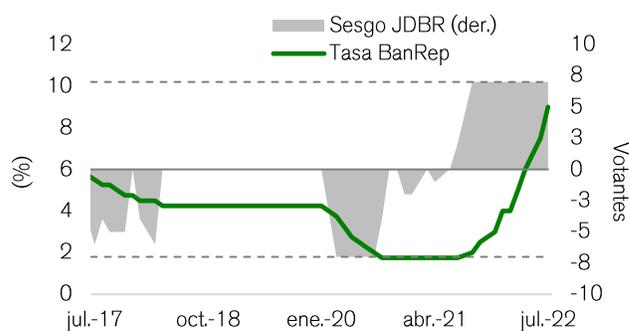
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Inflaciones implícitas en las curvas de TES cero cupón.

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 9.3%, 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 0.4 p.p. hasta 5.9%, mientras que el promedio a 2 años lo hizo en 0.2 p.p. a 4.3% (Gráfico 14). El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES también aumentó y se ubica alrededor del 7%.

Para el mes de julio **pronosticamos una variación mensual de 0.73% en el IPC, con lo cual la inflación anual se aceleraría hasta 10.12%**. Estimamos que la inflación podría alcanzar niveles del 11% en los próximos meses, empujada por las presiones de demanda que se mantienen en la economía, pero también por las presiones inflacionarias subyacentes a la reciente y fuerte depreciación de la tasa de cambio (ver “Navegando máximos históricos” en [IMC – Julio 18 de 2022](#)).

En este entorno, el proceso de convergencia hacia la meta de 3% de política monetaria que anticipábamos anteriormente, ahora podría ser más lento frente a lo previsto inicialmente. En consecuencia, la inflación se mantendría fuera del rango meta de BanRep al menos hasta 2023. De esta forma, **revisamos al alza nuestro pronóstico de inflación para el cierre de 2022 hasta 10.4%**.

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 julio, incrementar la tasa de interés de referencia nuevamente en 150 pbs hasta 9% (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 al consumidor volvió a aumentar por presiones de oferta y de demanda; ii) las expectativas de inflación siguen en ascenso y superan ampliamente la meta de 3% del emisor; iii) los excesos de demanda en la economía se mantienen, con una actividad económica que continúa fuerte; y iv) la inflación mundial ha seguido aumentando y adquirido mayor persistencia, alimentando los temores de una recesión global que han creado gran volatilidad en los mercados financieros.

Teniendo en cuenta el buen comportamiento de la economía, y su resiliencia a los múltiples choques externos y locales que ha enfrentado este año, el equipo técnico del BanRep revisó al alza su proyección de crecimiento para 2022 desde 6.3% hasta 6.9%. Este pronóstico es superior a nuestro estimativo de 6%.



Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política ex ante y ex post aumentó a niveles ligeramente expansivos del 1% en julio, tras 27 meses consecutivos en terreno negativo y altamente expansivo (Gráfico 16). Teniendo en cuenta el objetivo de 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 a niveles contractivos. Esto significa que, frente a los niveles neutrales que se estiman alrededor de 1.5%, la tasa de política monetaria debería aumentar al menos otros 50 pbs en las próximas reuniones.

Gráfico 16. Evolución de la tasa real de política



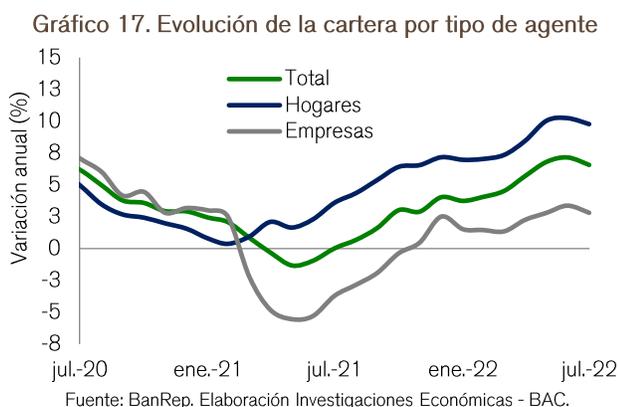
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Tasa de interés real neutral estimada del equipo técnico de BenRep.

Revisamos al alza nuestras expectativas y **ahora esperamos incrementos adicionales en la tasa de intervención hasta 11% antes de finalizar el año**. Según nuestros cálculos, la tasa de interés real se tornaría contractiva a partir de 4T22, y permanecería en dicho terreno durante la mayor parte de 2023.



## 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. No obstante, existen algunas señales de estabilidad en el crecimiento de la cartera que responden al ciclo de normalización de política monetaria de BanRep. El crecimiento de la cartera nuevamente superó el de los depósitos del sistema financiero, un desequilibrio de demanda que en los últimos meses ha presionado la liquidez del mercado.

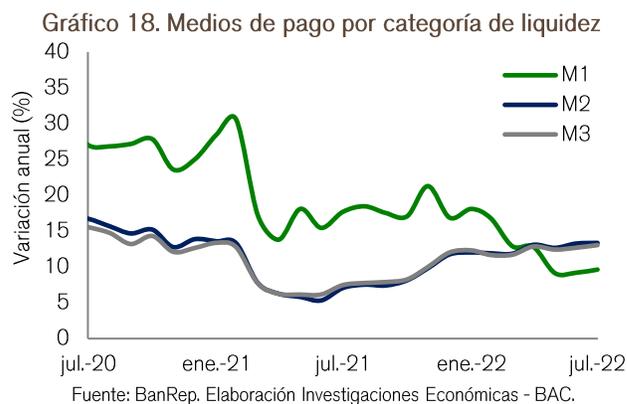


El crecimiento real de la cartera total se desaceleró en las primeras semanas de julio hasta 6.6%, de la mano de unas mayores tasas de colocación. El crecimiento real de los créditos hacia los hogares fue 9.8%, mientras que el de los créditos hacia las empresas fue de 2.8% (Gráfico 17).

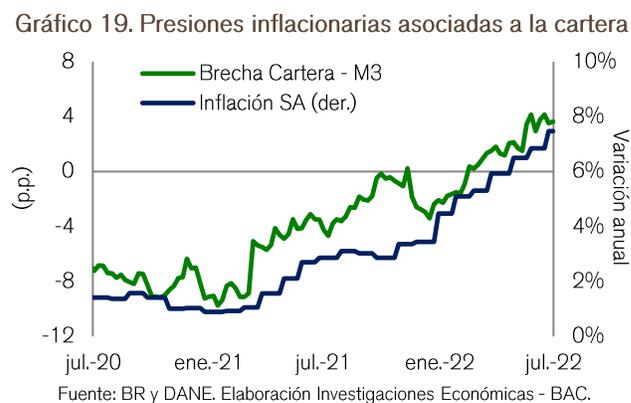
Por modalidades, las carteras de consumo y vivienda fueron las que más crecieron, con expansiones reales de 12.5% y 4.1%, respectivamente, en línea con la recuperación del mercado laboral, la fortaleza que refleja el gasto de los hogares y los estímulos fiscales a la demanda de vivienda. Por su parte, el crecimiento real de la cartera de microcréditos y de los créditos comerciales fueron de 4% y 2.8%, respectivamente.

Por su parte, 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 12.8%, impulsado por el efectivo circulante de la economía, que se expandió un 10.7%. La dinámica del medio de pago de mayor liquidez, el M1, continúa desacelerándose y en las primeras semanas de julio registró un crecimiento de 9.6% (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 13.1%, respectivamente. Lo anterior es consistente con el actual ciclo monetario de incrementos en las tasas de interés, que tiende a favorecer la demanda por depósitos a plazo en la economía y, en consecuencia, reducir 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.

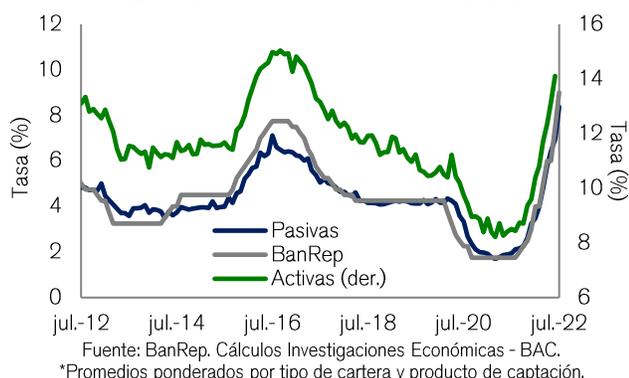
Gráfico 20. Cartera vencida vs deterioro de la cartera



Los indicadores de riesgo continúan mejorando y reflejan una probabilidad de impago baja en el sistema financiero. 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 abril de 2022, el indicador de calidad de cartera para microcrédito se situó en 6.3%, seguido por el de consumo con un porcentaje de 4.5%. La calidad de la cartera de créditos comerciales se ubica en 3.5% y el mismo indicador para la cartera de vivienda se ubica en 2.8%. De esta manera, el indicador de calidad de la cartera total se sitúa en 3.8%.

Gráfico 21. Tasas de interés del sistema financiero\*



Por su parte, el saldo de la cartera vencida se sigue contrayendo y al corte de abril registró una reducción de 11.5%. Asimismo, el saldo de deterioro de la cartera, una

buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema, se contrajo 5.2%. Lo anterior continúa reflejando reintegros de provisiones, debido al menor 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 725 pbs en los tipos de referencia desde que BanRep inició su ajuste monetario, las tasas de los créditos han aumentado 537 pbs y se sitúan, en promedio, cerca de 14.1%. Por su parte, las tasas pasivas han aumentado 622 pbs y se ubican en un promedio de 8.4% (Gráfico 21).

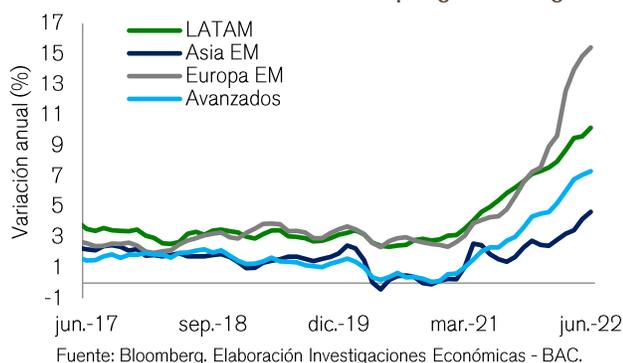
Esperamos que las tasas de interés de colocación sigan incorporando los aumentos en la tasa de interés de política monetaria, pero es previsible que la velocidad de dicho ajuste se acelere en los próximos meses dado el rezago que se observa frente al repunte de las tasas de captación. Esto necesariamente comenzará a debilitar la demanda de créditos en el futuro cercano y, en consecuencia, afectar el crecimiento de la cartera. En nuestra opinión, estos primeros efectos deberían comenzar a sentirse con particular intensidad sobre la cartera de créditos comerciales y microcrédito.



## Contexto externo

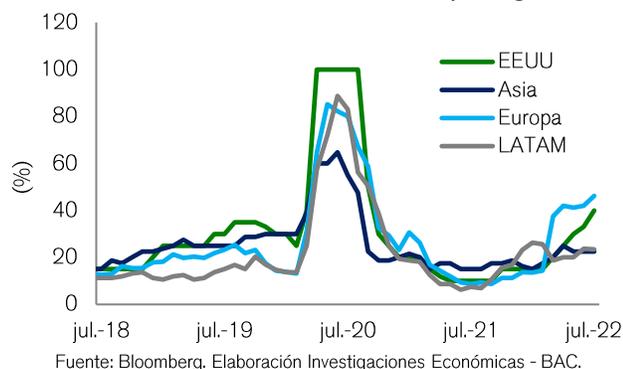
La información disponible en el frente externo continúa dando cuenta de unos riesgos de estanflación elevados. La inflación en buena parte del mundo sigue alcanzando máximos de varias décadas (Gráfico 22) y ha obligado a muchos bancos centrales a endurecer más agresivamente la política monetaria a través de incrementos en las tasas de interés de referencia.

Gráfico 22. Inflación al consumidor por grandes regiones



Como consecuencia, las condiciones financieras se siguen estrechando rápidamente y las tasas de interés en los mercados financieros han aumentado a un ritmo considerable, deteriorando por esta vía las perspectivas mundiales de crecimiento económico para 2022 y 2023.

Gráfico 23. Probabilidad de recesión por regiones



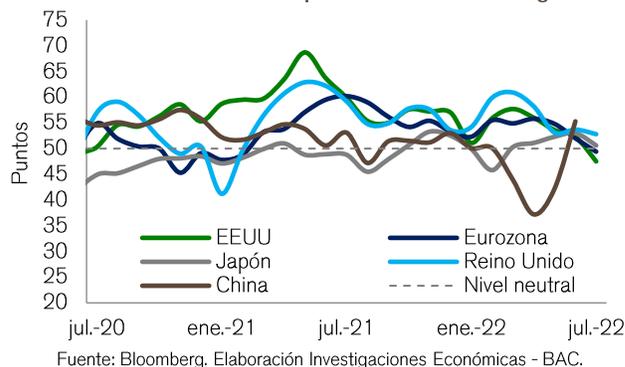
De hecho, según las más recientes encuestas a analistas económicos, la probabilidad estimada de una recesión global durante los próximos 12 meses sigue aumentando de manera importante (Gráfico 23). No obstante, dicha probabilidad es especialmente más elevada para el caso

de las economías de Europa, que son las más expuestas a los efectos derivados de la invasión de Rusia a Ucrania.

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 redujeron en julio a su nivel más bajo desde febrero de 2021. Las economías de EEUU y de la Eurozona son las que más terreno han perdido e incluso se sitúan por debajo de los 50 puntos (terreno contractivo).

En el caso de China, tras el levantamiento de varias medidas de confinamiento de meses previos, los niveles de actividad se han recuperado y el PMI de junio se situó por encima de los 50 puntos (Gráfico 24).

Gráfico 24. Índice PMI compuesto en economías grandes



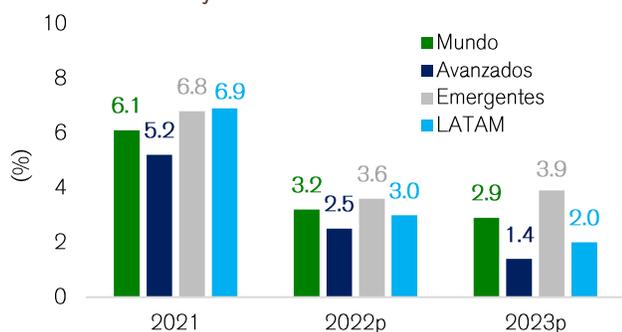
Por todo lo anterior, el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó a la baja en 0.4 p.p y en 0.7 p.p sus proyecciones de crecimiento económico mundial para 2022 y 2023, respectivamente, ubicándolas ahora en 3.2% y 2.9%. Las perspectivas para las economías avanzadas han sido las que más rápidamente se han deteriorado, particularmente de cara a 2023 (Gráfico 25).

Esta revisión se sustenta en un panorama más complejo para las economías de EEUU, Europa y China, que además de estar enfrentando choques de oferta derivados de las restricciones al aparato productivo (caso de China) y los mayores costos al productor generados por la guerra en Ucrania (caso Europa), también se enfrentan a un endurecimiento monetario (caso EEUU) mucho más agresivo frente a lo previsto inicialmente.



En LATAM, el crecimiento de las economías más grandes de la región se ha estabilizado en meses recientes (Gráfico 26). Según nuestros cálculos, el crecimiento de la región habría sido de 4.1% en 2T22, ligeramente superior al 3.1% de 1T22. Los índices de actividad al corte de mayo dan cuenta de un crecimiento de 4.9%.

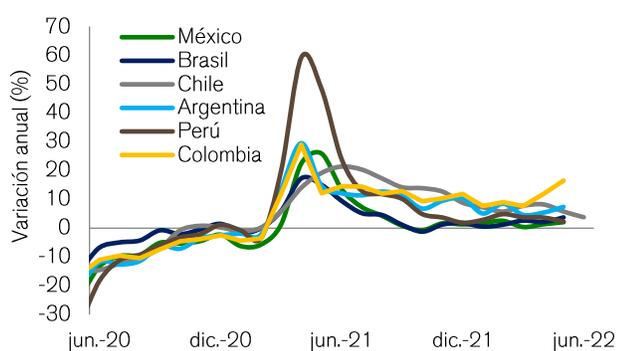
Gráfico 25. Proyecciones de crecimiento del PIB real



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Pese a lo anterior, y a diferencia de lo que ha sucedido con otras economías del mundo (en particular las avanzadas), las perspectivas de LATAM han mejorado. Según el FMI, ahora se estima un crecimiento de 3% para la región en 2022, superior en 0.5 p.p. frente a la estimación previa, y para 2023 se proyecta un crecimiento de 2% (Gráfico 25).

Gráfico 26. Índices de actividad económica en LATAM



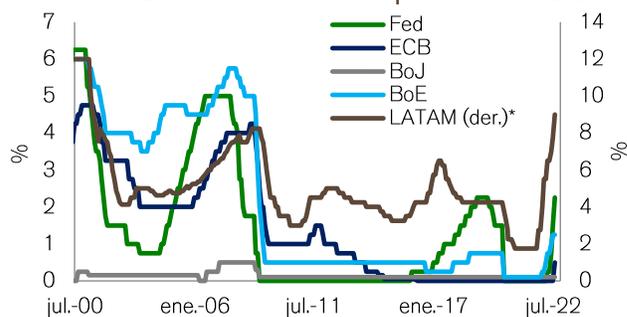
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Buena parte de estas revisiones para LATAM se explica por la característica que tienen muchas de sus economías de ser exportadoras netas de materias primas, como es el caso de los países de América del Sur, que han salido favorecidos por unos mayores precios de *commodities* y mejoras en términos de intercambio. Asimismo, una rápida

recuperación de los sectores de servicios, como el turismo, han impulsado el proceso de recuperación desde 2021, como es el caso de Colombia (Gráfico 26).

En el frente monetario, la Fed de EEUU incrementó nuevamente los tipos de interés en 75 pbs durante su reunión de julio y los llevó hasta el rango 2.25% - 2.50%. La Fed volvió a dejar abierta la puerta para otro movimiento de esta magnitud en las tasas de interés durante su reunión de septiembre. Sin embargo, como lo explicamos en un informe reciente, la Fed moderaría el ritmo de incrementos en las tasas a 50 pbs en noviembre y 25 pbs en diciembre, alcanzando así un techo de 3.75% - 4% al cierre de 2022 (ver “El valor de actuar” en [CE – Junio 17 de 2022](#)).

Gráfico 27. Tasas de interés de política monetaria



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

El Banco Central Europeo (ECB), por primera vez en 11 años, aumentó su tasa de referencia en 50 pbs hasta 0.50% y dejó atrás la era de tipos negativos. No obstante, el proceso de ajuste del ECB ha sido más lento frente a otros bancos centrales como la Fed, lo que ha generado una fuerte depreciación de su moneda frente al dólar. La tasa de cambio EURUSD alcanzó recientemente la paridad, hecho que no se observaba desde 2002.

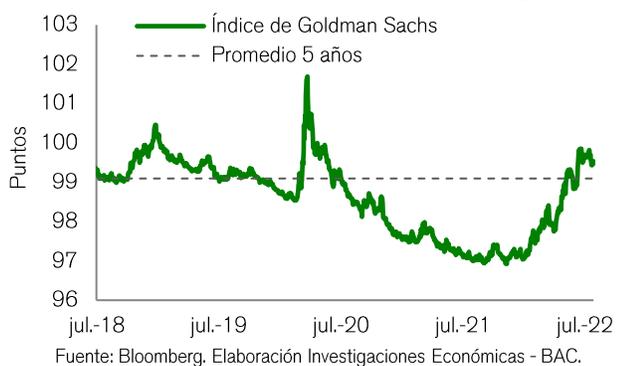
Por su parte, el Banco Central de Canadá (BoC) sorprendió al mercado al incrementar su tasa de intervención en 100 pbs hasta 2.50%, mientras que el Banco Central de Japón (BoJ) mantuvo inalterada su postura de política monetaria.

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 julio niveles de 9.00%, algo que no se observaba desde 2001 (Gráfico 27).

Gráfico 28. Estado de condiciones financieras globales



En este entorno, las condiciones financieras internacionales se siguen estrechando. Según el índice de Goldman Sachs, las condiciones financieras globales se tornaron restrictivas desde el pasado mes de mayo (Gráfico 28), lo que representa una limitación para la fluidez del crédito hacia el sector real y para el crecimiento económico mundial en el futuro cercano.

El ambiente es particularmente retador para las economías de mercados emergentes y en vía de desarrollo, pues 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 (%)	-6.8	10.6	6.0	2.3	↓
Consumo privado (%)	-5.8	14.6	9.3	2.3	↓
Gasto público (%)	3.7	12.1	7.4	4.1	
Inversión fija (%)	-21.2	11.2	9.7	3.7	↓
Demanda interna (%)	-7.5	13.3	8.8	2.2	↓
Exportaciones (%)	-17.4	14.2	9.8	2.0	↓
Importaciones (%)	-17.8	27.5	22.8	2.1	↓
<b>Sectores actividad económica</b>					
Agropecuario (%)	3.0	2.4	-0.8	4.0	
Comercio (%)	-15.0	21.2	10.8	1.4	↓
Construcción (%)	-27.9	5.7	6.2	2.6	↓
Financiero (%)	2.1	3.4	1.2	4.1	↓
Industria (%)	-7.7	16.4	6.4	2.5	
Minería (%)	-15.7	0.4	1.5	2.8	
<b>Precios, tasas de interés y desempleo</b>					
Inflación (final del periodo %)	1.6	5.6	10.4	6.6	↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	1.75	3.00	11.00	7.50	↑
DTF EA (promedio año %)	3.4	2.0	7.5	9.8	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	2.9	1.9	7.3	9.4	↑
TES COP a 10 años (final del periodo %)	5.9	8.5	13.5	9.5	↑
Desempleo nacional (promedio año %)	16.1	13.7	10.9	11.1	↑
<b>Sector externo</b>					
Tasa de cambio (promedio anual)	3695	3749	4265	4450	↑
Tasa de cambio (final del periodo)	3434	3981	4500	4250	↑
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-3.3	-5.7	-6.1	-5.0	↓
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	2.8	3.0	5.2	5.4	↑
<b>Finanzas públicas</b>					
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.

---