



Informe Mensual Coyuntura Económica

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Las cifras del PIB en 2T22 sorprendieron positivamente, impulsadas por un sólido comportamiento del gasto de los hogares. La información disponible de 3T22 anticipa una dinámica de crecimiento positiva, aunque se espera que la economía inicie su fase de desaceleración. El sector primario sigue rezagado, mientras que los sectores secundario y terciario lideran el crecimiento económico.*
- *Las cifras del mercado laboral nuevamente evidenciaron mejoras en el balance. Casi todos los empleos perdidos por la pandemia se han recuperado, al mismo tiempo que la tasa de desempleo continúa descendiendo y es inferior a los niveles de febrero de 2020. En este entorno, la dinámica de los salarios nominales permanece elevada.*
- *La inflación al consumidor volvió a acelerarse en agosto y alcanzó máximos no vistos desde el año 1999. Las medidas de inflación básica, así como las expectativas de inflación, permanecen muy por encima de la meta de 3% de BanRep.*
- *La dinámica de la cartera real de créditos se ha venido desacelerando, en línea con el aumento de tasas de interés de BanRep. Esperamos que las tasas de interés de colocación sigan incorporando los aumentos en la tasa de interés de política monetaria, lo que debilitaría la demanda de créditos en el futuro cercano. Los medios de pago de menor liquidez en la economía siguen ganando terreno.*
- *Las perspectivas de crecimiento económico mundial se siguen deteriorando y el riesgo de recesión cada vez es más elevado, todo esto en un ambiente de elevada inflación y ajustes cada vez más agresivos de la política monetaria global para combatirla. Las condiciones financieras internacionales se siguen estrechando significativamente.*

CONTENIDO

Actividad económica	2
Mercado laboral	6
Precios y política monetaria	8
Mercado de créditos	10
Contexto externo	12
Proyecciones	15

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

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

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

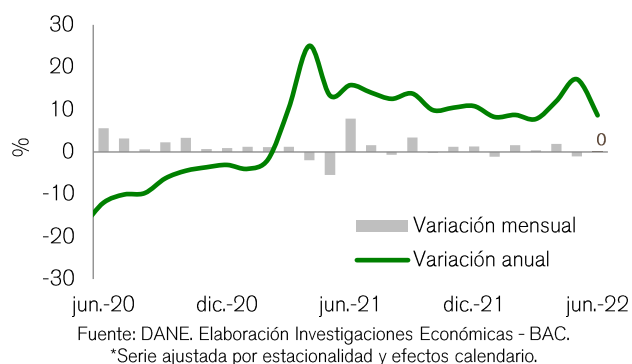


Actividad económica

La actividad económica continuó con una dinámica muy positiva en 2T22, superando nuevamente las expectativas de los analistas. El PIB se expandió a una tasa de 12.6% anual, favorecido por el gasto de los hogares, y por los sectores secundario y terciario (ver “Más allá del efecto base” en [CE – Agosto 22 de 2022](#)). Varios indicadores líderes sugieren que la actividad en 3T22 estaría manteniendo un ritmo de expansión favorable, sin embargo, se iniciaría el proceso de desaceleración natural de la economía, y tendrían lugar los primeros efectos de los aumentos sobre la tasa de intervención del BanRep.

En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, no registró cambio mensual en junio, con lo que la variación fue inferior al promedio de 0.7% observado en los últimos 12 meses (Gráfico 1).

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



No obstante, en términos de su dinámica anual, y tomando la serie original, la variación del ISE en junio fue de 8.5%¹, inferior al crecimiento de 17.2% de mayo, que se había visto favorecido por la baja base de comparación del mismo mes de 2021.

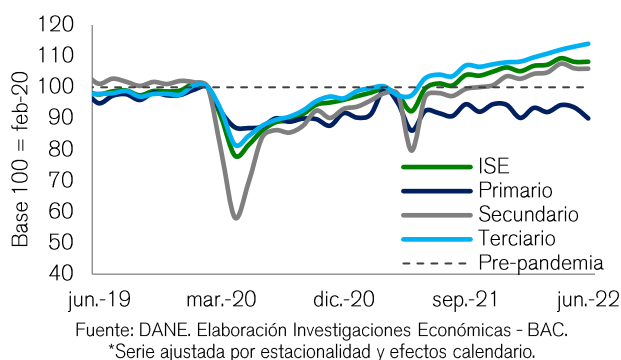
El ISE de la cadena **primaria** de producción registró en el último mes una caída de 2.8% y, continúa muy rezagado frente a otros sectores en el marco del actual proceso de recuperación económica. En efecto, los niveles actuales

de producción de esta rama de actividad se ubican 10 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. Según cifras de junio, la producción ligada al carbón dentro del índice de producción industrial se ubica 44 p.p. por debajo de los registros de febrero de 2020 y, en promedio, durante el año 2022 ha caído 4.2%.

La producción de petróleo tampoco ha alcanzado sus niveles pre-COVID (cerca de 880 mil barriles-día), pero ha ganado tracción. En lo corrido de 2022, la producción promedio de crudo se ubica en 748 mil barriles-día y se estima, con la información disponible de agosto, un crecimiento de 0.2% frente al mismo mes de 2021.

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



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 julio cayó 4.2%, pero la producción en la avicultura aumentó 7%. 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

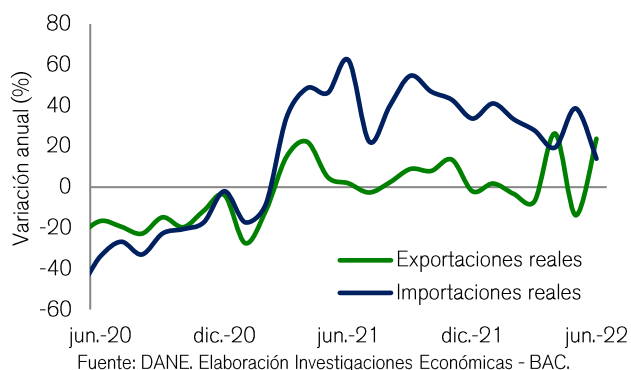
¹De aquí en adelante, todas las tasas de crecimiento son variaciones anuales, a menos que se especifique lo contrario.



durante los primeros siete meses del año fue de 910 mil sacos de 60 kg, cifra inferior a los 989 mil sacos producidos en promedio durante el mismo periodo de 2021. Nada más en julio, la producción de café fue de 944 mil sacos, lo que representa una caída de 21.9%.

El ISE del sector **secundario** continúa con una dinámica favorable, a pesar de las limitaciones que está generando el contexto de elevados costos de producción. En junio el crecimiento de este sector fue de 9.1% 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 12.3%.

Gráfico 3. Evolución de variables de comercio exterior



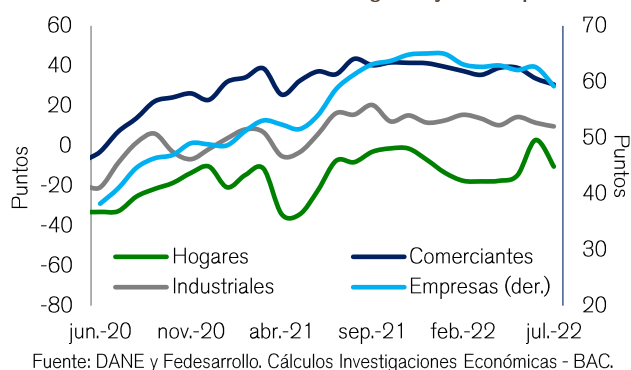
Dentro de los sectores que más contribuyeron al crecimiento de las manufacturas en junio, se encuentran los de textiles y calzado, químicos y farmacéuticos, y vidrios y minerales. En línea con lo anterior, el PMI manufacturero, que es un indicador adelantado de la industria, retornó a terreno positivo, reflejando expansión en la actividad y se ubicó en 52.4 puntos.

El sector de la construcción también mantiene una importante senda de recuperación. Las licencias de construcción aumentaron 28.9% en junio y la producción de cemento gris, uno de los insumos más importantes para el sector, lo hizo en 7.3%. 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. De hecho, las ventas de vivienda nueva en los últimos doce meses totalizaron 253 mil unidades, muy cerca de los máximos históricos alcanzados durante el mismo periodo de 2021.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de los sectores de servicios, fue el que más se expandió y registró un crecimiento de 10.5% (Gráfico 2).

Buena parte de lo anterior se explica por el comportamiento favorable del comercio minorista, cuyo índice de ventas reales creció 17.2% en junio. Los subsectores minoristas que más crecieron fueron los de electrodomésticos, vestidos y textiles, y libros y papelería, relacionado con la jornada sin IVA. Por su parte, los ingresos reales del sector de servicios aumentaron 13.3%. Los rubros de actividades científicas, edición, y cine y televisión, fueron los rubros de mayor expansión dentro de los servicios.

Gráfico 4. Confianza de los hogares y las empresas



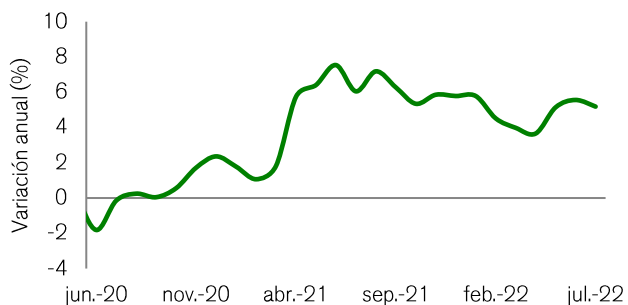
En cuanto a las variables de comercio exterior, el crecimiento de las exportaciones en valor FOB fue de 74.3%, explicado mayoritariamente por un aumento de 263% en las exportaciones de carbón y de 54% en las de petróleo, que se continúan beneficiando por los altos precios internacionales de las materias primas energéticas. Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un crecimiento de 25.1% de las exportaciones reales en el último mes (Gráfico 3).

Por su parte, las importaciones en dólares FOB registraron su menor crecimiento en los últimos 16 meses, el cual fue de 27.7%, dando cuenta de la desaceleración en la demanda interna. Las importaciones fueron impulsadas, en su mayoría, por las compras externas de materias primas y productos intermedios, que crecieron 29.5%, lo que refleja los mayores costos de producción que actualmente enfrentan los sectores primario y



secundario. En términos reales, el crecimiento de las importaciones fue de 13.9% (Gráfico 3). Bajo este contexto, el déficit comercial se redujo y las exportaciones netas contribuyeron de forma positiva al dinamismo de la demanda agregada.

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



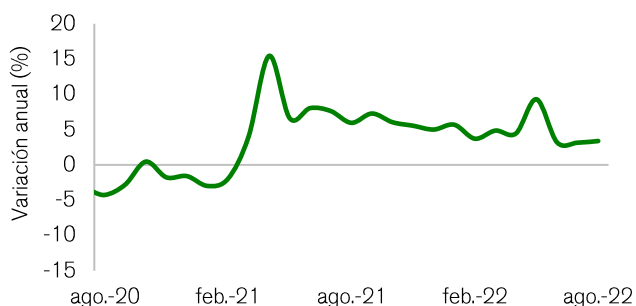
Fuente: RADDAR. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Serie ajustada por estacionalidad con método lineal de tendencia-ciclo.

Los indicadores adelantados de actividad reflejaron, en el balance, resultados positivos en julio – agosto, que son consistentes con el impulso que todavía muestra el gasto agregado. Sin embargo, ya dan cuenta de desaceleración en la actividad.

En el caso del índice de confianza de los consumidores, el dato de julio retrocedió y retorno a terreno negativo, en un entorno de mayor inflación y aumentos de tasas de interés. Asimismo, los índices de confianza de las empresas en los distintos sectores económicos, según cifras del DANE y de Fedesarrollo, se deterioraron respecto a los meses previos, en línea con la depreciación del peso colombiano y los mayores costos de producción (Gráfico 4).

El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, registró un crecimiento de 2.1% en julio, el más bajo desde febrero de 2021 (Gráfico 5). Descontando la inflación núcleo y no la total, la expansión del gasto real de los hogares fue de 5.1%.

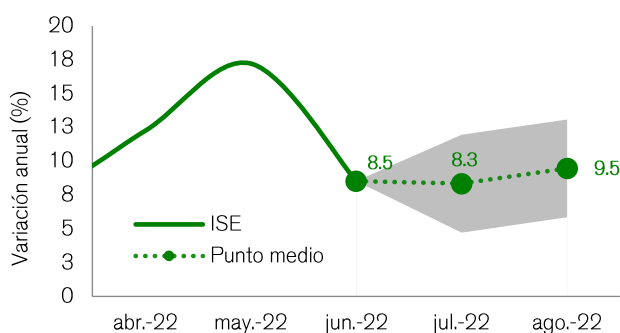
Gráfico 6. Demanda promedio-día energía no regulada



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

Por su parte, la demanda de energía no regulada, una buena variable proxy de inversión fija de las empresas en el sector secundario de la economía, se ha venido desacelerando en meses recientes (Gráfico 6). En efecto, la demanda en julio se situó alrededor de los 212 GWh diarios, lo que se traduce en un crecimiento de 3.1%, y las cifras preliminares de agosto sitúan el ritmo de expansión de este indicador en 3.4%.

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 crecimientos más bajos en los últimos meses y en agosto alcanzaron 22.5%. En promedio, durante lo corrido de 2022, el indicador de movilidad ha aumentado 35.3% con respecto al año 2021.

Por todo lo anterior, **pronosticamos un crecimiento de 8.3% del ISE para el mes de julio**. Con la información disponible de agosto, nuestro modelo *Nowcast* sugiere un crecimiento preliminar del ISE de 9.5% para ese mes



(Gráfico 7). De esta forma, la expansión preliminar que estimamos de la economía para 3T22 se sitúa en 8.9%.

Teniendo en cuenta los resultados positivos de la actividad económica durante 2T22, así como la evolución de diferentes indicadores adelantados de actividad en 3T22, recientemente **revisamos al alza nuestro pronóstico de expansión del PIB para todo 2022 desde 6% hasta 7.2%** (ver “Más allá del efecto base” en [CE – Agosto 22 de 2022](#)).

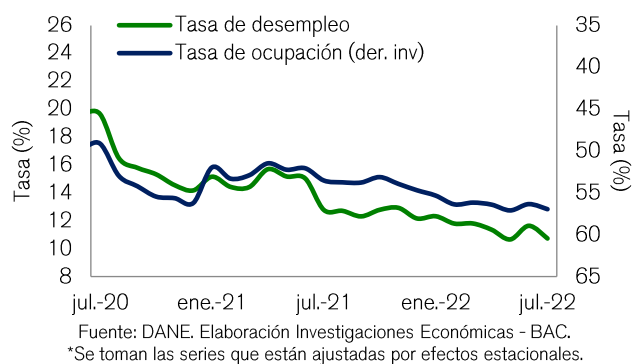
Sin embargo, para la segunda mitad del año anticipamos una desaceleración en el crecimiento económico. Dicha expectativa continúa sustentada por: i) un ajuste natural del ritmo crecimiento, que es consecuente cuando la senda del producto comienza a estabilizarse; ii) el ciclo de fuertes incrementos en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



Mercado laboral

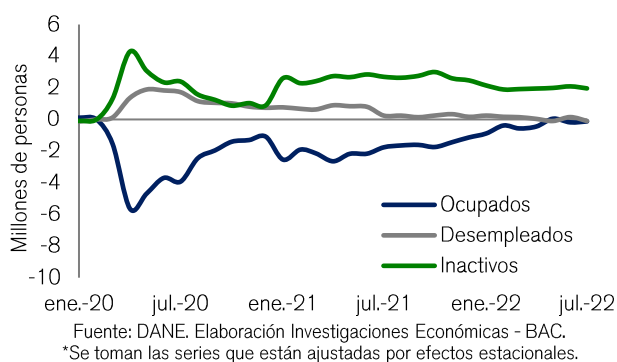
Las mejoras observadas en el mercado laboral continúan reflejando el exitoso proceso de recuperación económica en el país. El mayor crecimiento del producto se ha traducido en una fortaleza de la demanda de trabajo, que a la fecha ha permitido recuperar casi todos los empleos perdidos por la pandemia.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

Gráfico 8. Principales indicadores del mercado laboral*



En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional disminuyó en julio hasta 10.7%, por debajo de los niveles pre-pandemia de 11% (Gráfico 8). Dicha tasa también es inferior al rango de desempleo estructural que para el total nacional se estima entre 11% - 12%.

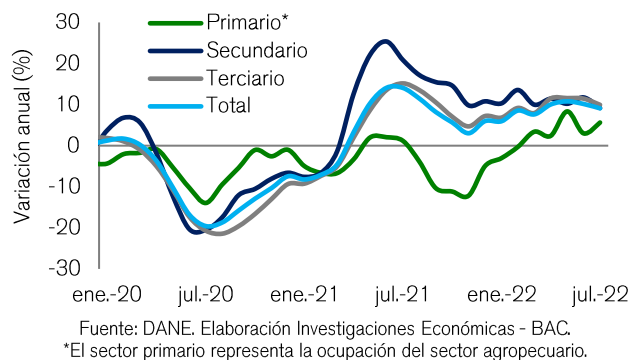
Gráfico 9. Evolución del mercado laboral desde 2020*



Tomando también la serie desestacionalizada, la tasa de ocupación aumentó hasta 57%, pero todavía se sitúa cerca de 3 p.p. por debajo de los valores pre-pandemia de 59.9% (Gráfico 8). Por su parte, la tasa global de participación, que mide la absorción de la población económicamente activa por el mercado laboral, se mantuvo en 63.8%, 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 5.5 millones de empleos (el 98% del empleo destruido por la crisis). Sin embargo, dentro de la fuerza potencial de trabajo existe una masa de 2 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 la cadena primaria ha venido mejorando (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 de industria manufacturera, administración pública y transporte fueron las que más generaron empleos durante el último año con corte a julio, anotando incrementos de 279, 272 y 247 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 13.5%, superando el



3.1% del crecimiento del empleo no asalariado. Por su parte, la tasa de empleos formales permanece cerca al 74.5% y supera la subutilización de empleo, que se ubica en 14.5%.



Bajo este contexto, la inflación de los salarios nominales fue 11.3% en junio, en su mayoría 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 1.6% 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%.**

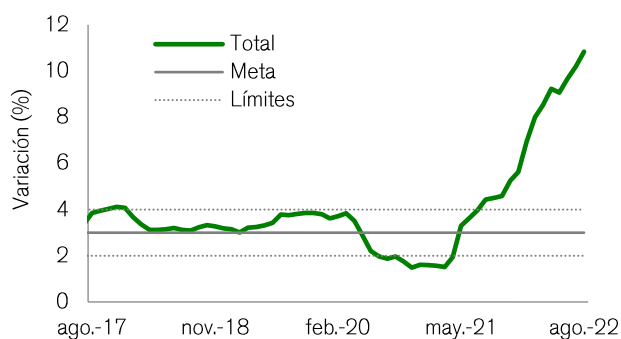


Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de 1.02% en agosto, y superó ampliamente las expectativas de los analistas (0.60%) y la nuestra (0.62%). Esta variación del IPC es la más alta registrada para este mes, por lo menos desde el año 1999.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos registró la variación mensual más alta con 1.85% (Tabla 1). Los precios de los alimentos perecederos crecieron 2.15% frente al mes de julio, 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 1.76%.

Gráfico 12. Inflación al consumidor en últimos 5 años



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

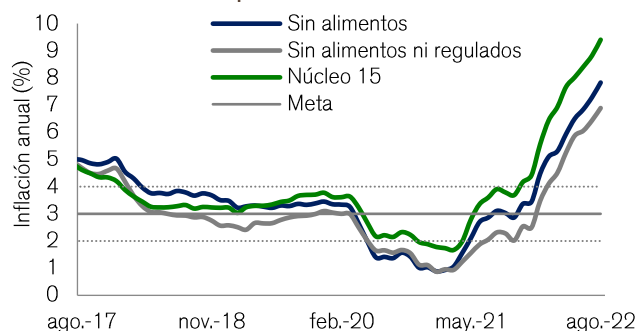
El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 1.05%, liderado por el aumento de 3.33% en las tarifas de energía eléctrica y de 3.21% en las tarifas del gas. Ante la ausencia de ajustes sobre los precios internos de los combustibles durante el mes de agosto, que permanecen beneficiados por los

subsidios derivados del FEPC, el IPC de combustibles registró una caída mensual de 0.19%.

Por su parte, el IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 1.25%. Allí sobresale el aumento de 1.70% en los productos de aseo, seguido por el IPC de muebles y electrodomésticos, y vehículos y autopartes, que aumentaron 1.55% y 1.61%, respectivamente.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue de 0.57%, impulsada principalmente por el aumento de 1.52% en el IPC de restaurantes y bares, y de 0.29% 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



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

De esta forma, la inflación anual del IPC se aceleró en agosto hasta 10.84% (Gráfico 12), la más alta registrada desde abril de 1999. Los dos componentes que más contribuyeron a la inflación total fueron el IPC de alimentos y el IPC de servicios, los cuales explicaron en conjunto el 60% de la variación anual del IPC total (Tabla 1).

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

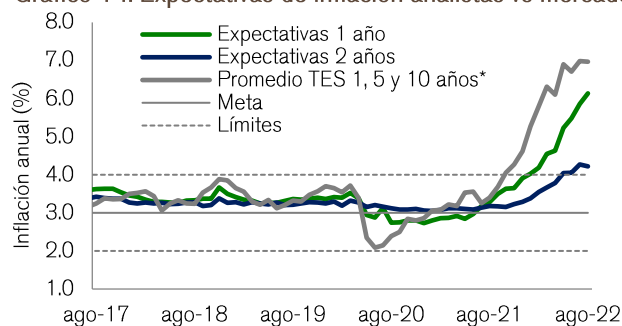
	Variación mensual (%)		Variación anual (%)		Cambio Cont. p. p.	Tendencia
	ago. - 21	ago. - 22	jul. - 22	ago. - 22		
Total	0.45	1.02	10.21	10.84	0.63	↑
Alimentos	1.08	1.85	24.61	25.57	0.14	↑
Regulados	0.27	1.05	10.49	11.35	0.15	↑
Bienes	0.26	1.25	9.52	10.60	0.20	↑
Servicios	0.36	0.57	5.26	5.49	0.11	↑

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



El promedio de las principales medidas de inflación núcleo aumentó hasta 8%, un máximo desde diciembre de 2000. 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 9.4%, mientras que la inflación sin alimentos alcanzó un 7.8%. Por su parte, la inflación sin alimentos ni regulados (nuestra medida preferida de inflación núcleo) se aceleró hasta 6.9% (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 10%. Por su parte, el promedio de las expectativas a 1 año de los analistas aumentó 0.28 p.p. hasta 6.1%, mientras que el promedio a 2 años disminuyó 0.05 p.p. a 4.2% (Gráfico 14). El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES también aumentó y se mantienen alrededor del 7%.

Para el mes de septiembre **pronosticamos una variación mensual de 0.44% en el IPC, con lo cual la inflación anual se aceleraría hasta 10.90%**. Estimamos que la inflación podría superar el 11% en los próximos meses, empujada por las presiones de demanda que se mantienen en la economía, pero también por factores de oferta, que continúan presionando los componentes de alimentos y regulados.

En este entorno, el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta de 3% del BanRep, sería más lento frente a lo previsto inicialmente. En consecuencia, la inflación se mantendría por fuera del rango meta incluso durante 2024. De esta forma, **revisamos al alza nuestro**

pronóstico de inflación para el cierre de 2022 hasta 10.9%.

Tornando el análisis hacia las recientes decisiones de política monetaria, según el calendario de 2022, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) no tomó decisiones de tasas de interés durante el mes de agosto.

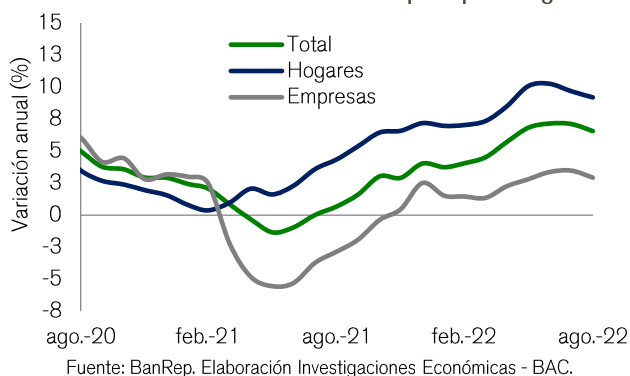
Para la próxima reunión con decisión de tasas de interés, que se llevará a cabo el mes de septiembre, **esperamos que BanRep aumente la tasa de intervención en 100 pbs hasta 10%. Mantenemos nuestra estimación de tasa de intervención en 11% para el cierre de 2022.**



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, en términos reales ya se ha iniciado el proceso de desaceleración, en respuesta al ciclo de aumento de tasas de BanRep. En agosto, el crecimiento de la cartera nuevamente superó el de los depósitos del sistema financiero, un desequilibrio de demanda que continúa presionando la liquidez del mercado.

Gráfico 15. Evolución de la cartera por tipo de agente



El crecimiento real de la cartera total se desaceleró durante las primera tres semanas de agosto hasta 6.6%, de la mano de unas mayores tasas de colocación. El crecimiento real de los créditos hacia los hogares fue 9.2%, mientras que hacia las empresas fue de 2.9% (Gráfico 15).

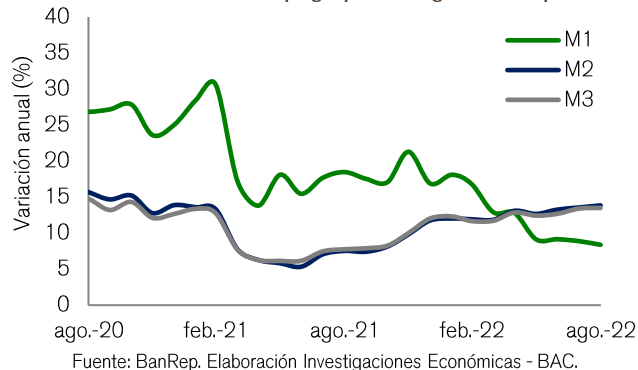
Por modalidades, la cartera de consumo fue la que más creció y aumentó 12%, en línea con la recuperación del mercado laboral y la fortaleza que aún refleja el gasto de los hogares. Por su parte, las carteras de vivienda y microcrédito registraron sendas expansiones de 3.3%, seguido por el crédito comercial, que aumentó 2.9%.

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 10.4%, impulsado por el efectivo circulante de la economía, que

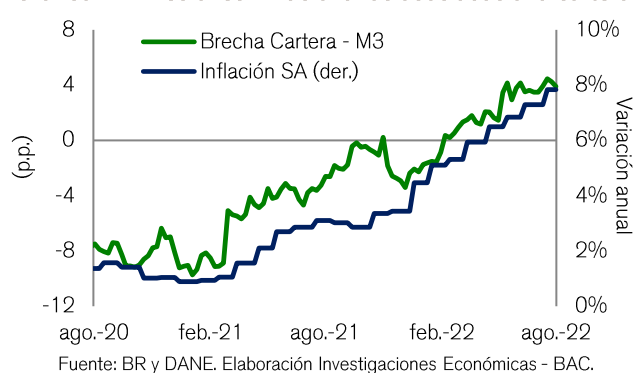
se expandió un 10.7%. La dinámica del medio de pago de mayor liquidez, el M1, continúa desacelerándose y en agosto registró un crecimiento de 8.4% (Gráfico 16).

Gráfico 16. Medios de pago por categoría de liquidez



En contraste, los crecimientos del M2 y el M3, que son medios de pago de menor liquidez, se han venido acelerando y registran a la fecha ritmos de 13.8% y 13.5%, 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.

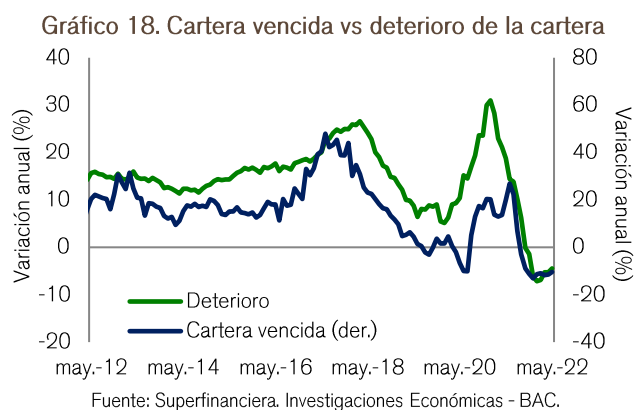
Gráfico 17. Presiones inflacionarias asociadas a la cartera



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 17). 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

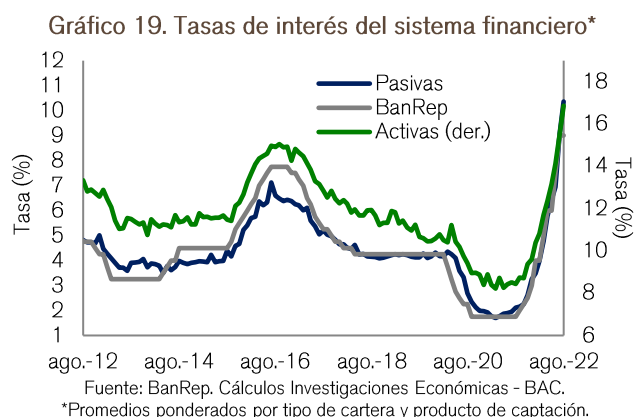


crédito y las tasas de interés de captación, más allá del ajuste de la tasa de referencia de BanRep.



Los indicadores de cartera vencida (ICV) continúan mejorando y actualmente reflejan una probabilidad de impago baja en el sistema financiero. Más aún, los ICV se ubican en niveles inferiores a los registrados en febrero de 2020, previo al inicio de la pandemia y en línea con el promedio de los últimos 10 años. Sin embargo, en el corto y mediano plazo, es posible que la cartera vencida le gane terreno a la cartera bruta, deteriorando así los ICV.

Con la información disponible con corte al mes de mayo de 2022, el ICV para microcrédito se situó en 6.2%, seguido por el de consumo con un porcentaje de 4.5%. La calidad de la cartera de créditos comerciales se ubica en 3.4% y el mismo indicador para la cartera de vivienda se ubica en 2.8%. De esta manera, el ICV total se sitúa en 3.8%.



Por su parte, el saldo de la cartera vencida se sigue contrayendo y al corte de mayo registró una reducción de

10.4%. Asimismo, el saldo de deterioro de la cartera, una buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema, se contrajo 4.4%. 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 18).

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 813 pbs y se sitúan, en promedio, cerca de 16.9%. Por su parte, las tasas pasivas han aumentado 820 pbs y se ubican en un promedio de 10.4% (Gráfico 19).

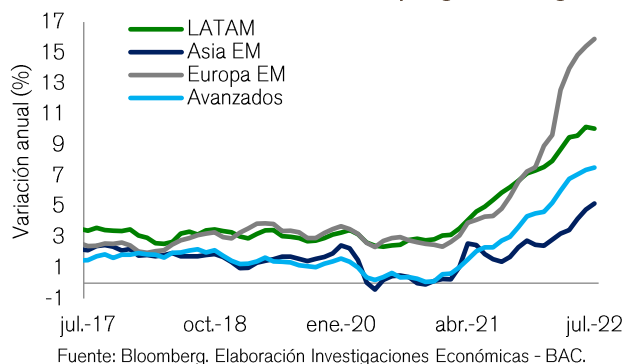
Esperamos que las tasas de interés de colocación sigan incorporando los aumentos en la tasa de interés de política monetaria. Esto necesariamente comenzará a debilitar la demanda de créditos en el futuro cercano y, en consecuencia, afectar el crecimiento de la cartera. En nuestra opinión, estos primeros efectos deberían comenzar a sentirse con particular intensidad sobre la cartera de créditos comerciales y de microcrédito.



Contexto externo

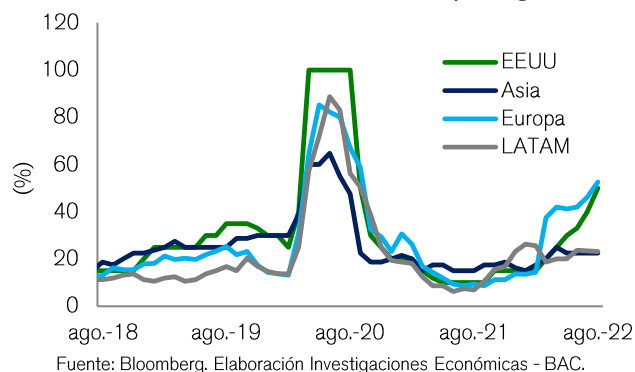
La información disponible en el frente externo continúa dando cuenta de unos riesgos de estanflación elevados. La inflación en buena parte del mundo sigue alcanzando máximos de varias décadas (Gráfico 20) y ha obligado a muchos bancos centrales a endurecer más agresivamente la política monetaria a través de incrementos en las tasas de interés de referencia.

Gráfico 20. 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 21. Probabilidad de recesión por regiones



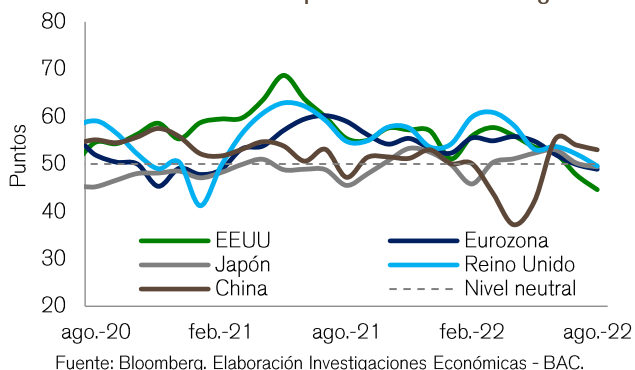
De hecho, según las más recientes encuestas a analistas económicos, la probabilidad estimada de una recesión global durante los próximos 12 meses sigue aumentando de manera importante (Gráfico 21). Dicha probabilidad es especialmente más elevada para el caso de las economías

de Europa, que son las más expuestas a los efectos derivados de la invasión de Rusia a Ucrania, y en EEUU como consecuencia de los potenciales ajustes más agresivos de la Fed.

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 nuevamente en agosto, llegando a su nivel más bajo desde que comenzó la pandemia del COVID-19. De hecho, las economías de EEUU y de la Eurozona son las que más terreno han perdido e incluso se mantienen por debajo de los 50 puntos (terreno contractivo), alimentando los riesgos de recesión en estas economías.

En el caso de China, los niveles de actividad se han recuperado y el PMI de agosto se situó nuevamente por encima de los 50 puntos (Gráfico 22). No obstante, en el corto plazo el país podría volver a enfrentar un deterioro en este indicador, debido a los recientes confinamientos por COVID-19.

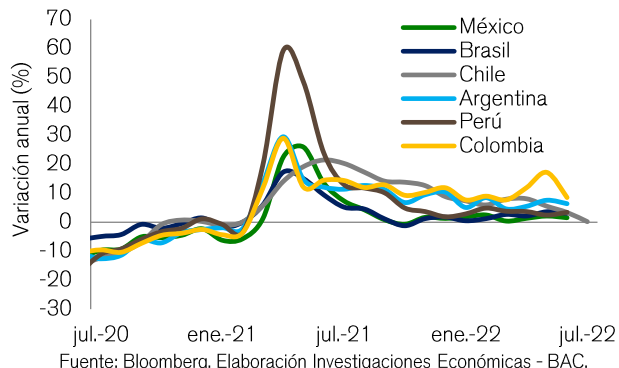
Gráfico 22. Índice PMI compuesto en economías grandes



En LATAM, el crecimiento de las economías más grandes de la región se ha estabilizado en meses recientes (Gráfico 23). Según nuestros cálculos, el crecimiento de la región habría sido de 4.0% en 2T22, ligeramente superior al 3.1% de 1T22.



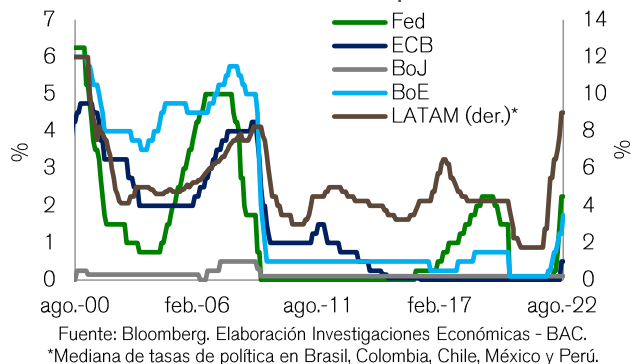
Gráfico 23. Índices de actividad económica en LATAM



Las perspectivas en LATAM, a diferencia de lo que ha sucedido con las economías avanzadas, no se han deteriorado notablemente. De hecho, los países de América del Sur, que son exportadores netos de materias primas, han salido favorecidos por los mayores precios de los *commodities* y las mejoras en los términos de intercambio. Asimismo, un importante avance de los sectores de servicios ha impulsado el proceso de recuperación desde 2021, como es el caso de Colombia (Gráfico 23).

En el frente monetario, se espera que la Fed en EEUU, incremente nuevamente los tipos de interés en 75 pbs durante su reunión de septiembre. La Fed ha manifestado que con el fin de mantener bajo control las expectativas de inflación y conservar su credibilidad, sería apropiado llevar su postura de política monetaria a terreno contractivo, asumiendo el costo sobre el crecimiento económico y el empleo. De esta forma, el mercado estima que los tipos de interés de la Fed alcancen el rango 3.75% - 4% en 2022, y que los recortes en las tasas inicien a partir de 3T23. No obstante, si la inflación es más persistente de lo estimado, los tipos de interés podrían mantenerse en terreno contractivo por más tiempo que el previsto actualmente.

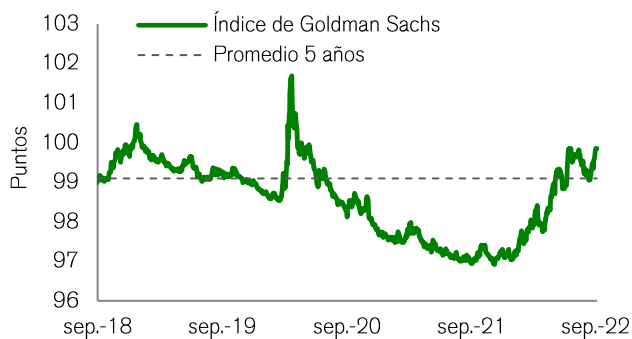
Gráfico 24. Tasas de interés de política monetaria



El Banco Central Europeo (ECB), no tomó decisión de tasas de interés en agosto, pero abonó camino para realizar un incremento de 75 pbs en su reunión del mes de septiembre, un ajuste que podría ser el más elevado desde 1999. 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. En efecto, la tasa de cambio EURUSD opera recientemente en paridad o transitoriamente en niveles inferiores a 1, hecho que no se observaba desde 2002.

El Banco Central de Inglaterra (BoE) incrementó su tasa de intervención en 50 pbs hasta 1.75% en agosto, en línea con lo que esperaba el mercado. Por su parte, el Banco Central de Canadá (BoC) y el Banco Central de Japón (BoJ), no tomaron decisiones de política monetaria en dicho mes.

En LATAM, los bancos centrales también siguen ajustando al alza los tipos de interés de política monetaria. En el balance, la mediana de los tipos de interés de referencia se mantuvo en agosto en 9.00%, niveles no observados desde 2001 (Gráfico 24).

**Gráfico 25. Estado de condiciones financieras globales**

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, las condiciones financieras internacionales se siguen estrechando. Según el índice de Goldman Sachs, las condiciones financieras globales se tornaron restrictivas desde mayo (Gráfico 25), 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)	
Demanda agregada					
PIB (%)	-7.2	4.6	7.2	2.0	↑ ↓
Consumo privado (%)	-6.3	4.1	10.8	2.3	↑
Gasto público (%)	2.4	3.6	5.0	2.3	↓ ↓
Inversión fija (%)	-18.3	7.0	7.7	5.6	↓ ↑
Demanda interna (%)	-7.9	4.7	9.4	2.0	↑ ↓
Exportaciones (%)	-18.2	4.0	18.5	3.3	↑ ↑
Importaciones (%)	-17.4	3.6	24.2	3.8	↑ ↑
Sectores actividad económica					
Agropecuaria (%)	2.9	2.6	-0.8	3.3	↓
Comercio (%)	-17.4	10.2	12.1	1.6	↑ ↑
Construcción (%)	-22.4	6.5	7.3	2.8	↑ ↑
Financiero (%)	1.7	4.1	8.3	4.6	↑ ↑
Industria (%)	-9.0	7.4	10.0	1.9	↑ ↓
Minería (%)	-14.8	3.3	1.1	1.8	↓ ↓
Precios, tasas de interés y desempleo					
Inflación (final del periodo %)	1.4	2.8	10.9	6.8	↑ ↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	1.75	2.00	11.00	7.50	
DTF EA (promedio año %)	3.4	2.1	7.7	9.8	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	2.9	1.8	7.3	9.4	
TES a 10 años cero cupón (final del periodo %)	5.9	6.0	13.0	9.5	
Tasa de desempleo nacional (promedio año %)	16.0	13.7	10.9	11.0	
Sector externo					
Tasa de cambio (promedio anual)	3694	3749	4215	4450	↓
Tasa de cambio (final del periodo)	3433	3981	4500	4250	
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-3.0	-3.4	-6.1	-5	
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	2.5	2.4	5.2	5.4	
Finanzas públicas					
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-8.9	-7.6	-5.6	-3.6	
Saldo deuda bruta total GNC (% del PIB)	65.6	60.5	59.1	58.7	

Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

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



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

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