

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno
Centro de Investigación Económicas y Financieras (CIEF)
Grupo de estudios en Economía y Empresa



Contenido

Resumen ejecutivo	4
<i>Jesús Botero García</i>	4
Capítulo 1	9
Panorama económico mundial.....	9
<i>Jesús Botero García</i>	9
Capítulo 2	19
La economía colombiana en 2022: retos y perspectivas	19
<i>Jesús Botero García</i>	19
Capítulo 3	30
Nowcast de la actividad económica en Colombia a partir de indicadores líderes y las tendencias de Google	30
<i>Alejandra Arteaga</i>	30
<i>Felipe Agudelo</i>	30
<i>Isaac Hurtado</i>	30
<i>Sara Gómez</i>	30
<i>Diego Montañez</i>	30
Capítulo 4	37
El mercado laboral colombiano: Informalidad, transformación productiva y desempleo.....	37
<i>Jesús Botero García</i>	37
Capítulo 5	44
Inflación y política monetaria.....	44
<i>Carlos Esteban Posada P.</i>	44
<i>Liz Londoño-Sierra</i>	44
Capítulo 6	54
Balanza de Pagos, cuarto trimestre de 2021.....	54
<i>Humberto Franco González</i>	54
Capítulo 7	64
Las cuentas fiscales	64
<i>Álvaro Hurtado Rendón</i>	64
Capítulo 8	70
Resultados del sistema financiero colombiano y mercados financieros a diciembre de 2021.....	70
<i>Jaime Alberto Ospina Mejía</i>	70
ANEXO	78
<i>Benjamín Cruz Vasco</i>	78
<i>Jaime Alberto Ospina Mejía</i>	78

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Nº 16. Abril de 2022.

Universidad EAFIT

Claudia Patricia Restrepo Montoya

Rectora

César Eduardo Tamayo Tobón

Decano Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno

Mery Patricia Tamayo Plata

Jefe Departamento de Economía

Diego Alexander Restrepo Tobón

Jefe Departamento de Finanzas

Centro de Investigaciones

Económicas y Financieras (CIEF)

Grupo de Coyuntura Económica

Coordinador

Jesús Botero García

Autores en esta edición

Jesús Botero García

Alejandra Arteaga Arango

Juan Felipe Agudelo Vélez

Isaac Hurtado Rivera

Sara Gómez Montoya

Diego Montañez-Herrera

Carlos Esteban Posada

Liz Londoño-Sierra

Humberto Franco González

Álvaro Hurtado Rendón

Jaime Alberto Ospina Mejía

Benjamín Cruz Vasco

Edición y corrección de estilo

María Paola Aguilar Rojas

Diagramación y diseño

María Paola Aguilar Rojas

Isabella Lopera Tobón

Resumen ejecutivo

Jesús Botero García¹

Las imágenes devastadoras de los estragos de la invasión a Ucrania, que han empezado a divulgarse después de la retirada de las tropas rusas de Bucha, añaden una enorme complejidad al manejo de la situación por parte de Occidente, que se ve impelido a escalar su respuesta a la invasión mediante sanciones económicas adicionales, al tiempo que sus líderes empiezan a reclamar que se juzgue al presidente Putin por crímenes de guerra.

En ambos casos, las consecuencias son difícilmente previsibles: las acciones económicas de alto impacto que quedan por tomar tienen que ver primordialmente con mercados energéticos, y claramente, no hay todavía un consenso claro entre los países europeos, dados los diversos grados de dependencia que tienen respecto del abastecimiento ruso de gas y de petróleo. La eventual apertura de un juicio por crímenes de guerra, por su parte, aunque es improbable que pueda afectar realmente al presidente ruso, si puede hacer más complejo el camino hacia un acuerdo que dé por terminada la invasión, haciendo aún más incierto el panorama de mediano plazo.

La clave de todo estará, sin duda, en la capacidad que tenga el presidente Putin de mantenerse en el poder y en la flexibilidad que exhiba, si lo logra, para reconocer el mal resultado de su aventura bélica. Pero será también necesaria una dosis de sabiduría de los líderes occidentales, que les permita abrirle espacio a una solución negociada que minimice los costos presentes y dé espacio futuro al diseño de estrategias efectivas que eviten nuevas aventuras bélicas que pongan en jaque la paz mundial.

Entre tanto, hay ya consecuencias probablemente irreversibles de la guerra: el uso del sistema financiero occidental para castigar la aventura bélica terminará por impulsar sistemas alternativos de transacción, en monedas distintas al dólar. En este sentido, la invasión de Ucrania quizás sea vista en el futuro como un punto de quiebre en la hegemonía del dólar en los mercados internacionales, y como un hito en el proceso de desacople de Occidente con algunas potencias asiáticas. Así mismo, del conflicto, surgirán nuevas dinámicas energéticas en el mundo, reacomodos profundos de las cadenas de abastecimiento y en los programas de desarrollo de fuentes de energía no convencionales. Es temprano para ver si ello terminará por catalizar el proceso de reemplazo de energéticos convencionales, o si significará más bien retrasos en el mismo. Pero sin duda, se darán cambios importantes en el panorama energético.

Entretanto, la inflación sigue ejerciendo inmensas presiones en las economías occidentales, afectando especialmente a los consumidores de bajo poder adquisitivo, y empujando a los bancos centrales a endurecer su política monetaria. De no ceder la inflación rápidamente en los próximos meses, el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos tendrá no sólo que elevar el ritmo de aumento de la tasa de intervención, para llegar a niveles del orden del **2,5 %**

¹ Jesús Botero García, profesor del Departamento de Economía y Director del Grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jabotero@eafit.edu.co.

al final del año, sino que también deberá acelerar el proceso de reducción de los activos en su hoja de balance, hoy en un nivel cercano a 9 billones de dólares, liquidando más de 100 mil millones mensuales de sus tenencias. Ese cambio de perspectiva de la política monetaria afectará sin duda el crecimiento económico de los Estados Unidos, aunque las preocupaciones en este sentido están siendo mitigadas por el buen desempeño de la tasa de desempleo, que se ubica ya en marzo en **3,6 %**, y ello aún a pesar de que el empleo generado después de mayo de 2019 está por debajo de la pérdida inicial de empleo ocasionada por la pandemia, en 1,6 millones de empleos, por efecto de lo que se ha denominado la "gran renuncia".

La OECD estima en su informe de actualización de perspectivas económicas de marzo, que el crecimiento del PIB mundial se reduciría en 1 punto porcentual, por efecto de guerra, respecto a las proyecciones previas a la invasión de Ucrania, y considera que, en el caso de los Estados Unidos, dicha reducción estará en el orden de **0,88 %**². The Conference Board (2022) estima, por su parte, un crecimiento del **3 %** para Estados Unidos en 2022, **0,5 %** inferior al estimado en diciembre de 2021.

Los costos en Occidente recaerán sobre todo en la Unión Europea, que podría experimentar una reducción de su crecimiento entre **0,5 y 1,9** puntos porcentuales, para ubicarse entre **2,3 % y 3,7 %**, en función de la duración y la intensidad de la crisis en Ucrania, según estima el Banco Central Europeo.³

China ya ha ajustado sus pretensiones de crecimiento, ajustándolas al **5,5 %**, en un reconocimiento expreso de las dificultades que experimenta en su modelo de crecimiento jalonado por la demanda interna, dadas las dificultades que ha experimentado en su mercado inmobiliario, y las disrupciones en los mercados energéticos.

Pero los mayores impactos de la guerra se darán seguramente en el reacomodo de los mercados financieros, en respuesta al endurecimiento de política monetaria que se dará en el mundo, como respuesta a la inflación. Tras varios años de liquidez generalizada, los mercados financieros tendrán que ajustarse a nuevas condiciones de crédito, y deberán revisar en profundidad el direccionamiento de sus flujos. Es un momento de especial cuidado, porque será muy importante la percepción que esos mercados tengan de las finanzas de agentes públicos y privados, en un momento en el cual hay excesos de endeudamiento en casi todas las latitudes.

Colombia deberá cuidar por ello, con extremo celo, el comportamiento de sus finanzas públicas, habida cuenta de las bajas en las calificaciones de crédito que se presentaron en 2021, por parte de dos de las tres calificadoras de riesgo de referencia, Fitch y Standar & Poor´s. Los resultados de 2021 fueron, sin duda, alentadores: los recaudos tributarios crecieron **18,8 %** en 2021, superando en **9,7 billones** la meta propuesta⁴; el PIB presentó un crecimiento del **10,6 %**, que le permite estar ya **2,8%** por encima del PIB de 2019; y el año empieza también con buen dinamismo, con el Indicador de Seguimiento a la Economía creciendo el **7,8 %** en el mes de enero⁵. Los pronósticos de diversos analistas reflejan el optimismo que se deriva de ello. Nuestra posición a este respecto es, sin embargo, conservadora: estimamos que el crecimiento

² OECD (2022).

³ Banco Central Europeo (2022).

⁴ DIAN (2022).

⁵ DANE (2022).

estará en **4,5 %** en 2022, aunque admitimos un rango amplio de variación, entre **3,5 % y 5,5 %**, según las condiciones que se den en los mercados financieros mundiales, y en función del impacto que tenga la guerra en la economía mundial; de la efectividad de la política antiinflacionaria; de los resultados de la agitada campaña política que se vive con motivo de las elecciones presidenciales, en un entorno de alta polarización y de profundas divergencias ideológicas; y del acceso a los mercados de crédito internacionales, en la fase de endurecimiento de las políticas monetarias en el mundo.

Tabla 1. Escenarios de proyección 2022.

	Escenario de referencia	Escenario optimista	Escenario pesimista
Crecimiento del PIB	4,5 %	5,5 %	3,5 %
Tasa de desempleo promedio año	12,6 %	12,1 %	13,1 %
Déficit cc % PIB	5,9 %	5,7 %	3,2 %
Tasa de cambio	3.806,14	3.712,69	3.890,33

Fuente: Modelo de Equilibrio General EAFIT

Un ajuste adecuado y efectivo de la política monetaria, que evite inflaciones superiores al **6,5 %**, con una buena dosis de tranquilidad de inversionistas y de mercados financieros acerca de la seriedad de las políticas que se implementen a partir del 7 de agosto en el nuevo gobierno, debería permitir un crecimiento por encima del **5 %** en 2022. Sin embargo, la persistencia de una inflación más elevada, que haga más exigente la política monetaria; un eventual desorden en los mercados financieros por efecto del endurecimiento de las políticas monetarias en el mundo; y una percepción negativa de las políticas públicas del próximo gobierno, podrían erosionar el crecimiento, ubicándolo por debajo del **4 %**.

El momento que vivimos es histórico, no sólo por el impacto que tendrán las decisiones de política pública que adoptemos en el próximo gobierno, sino también por el inmenso reto que enfrentamos, de diseñar e implementar un sistema de aseguramiento social más comprensivo y equitativo, sin afectar por ello la sostenibilidad de las finanzas públicas y manteniendo la fuente esencial de bienestar, que es en última instancia, el crecimiento económico. **Sostenibilidad, aseguramiento social extendido y transformación productiva**, deben ser los ejes rectores de la política pública en los próximos años. Las disrupciones en las cadenas globales de valor son, por lo demás, una oportunidad única para una economía como la colombiana, basada en *commodities*, pero rica en recursos naturales altamente apreciados en un mundo agobiado por preocupaciones de cambio climático. Si aprovechamos la coyuntura, atraemos capitales y talento para integrarnos de manera creativa y sofisticada a las cadenas globales de valor, podremos dar el salto a una nueva etapa de desarrollo, en la que podamos garantizar un nivel básico de bienestar para nuestros ciudadanos, a través de sistema de aseguramiento social extendido, inclusivo y bien focalizado.

Muchas cosas tendrán que cambiar en el futuro: la tributación tendrá que orientarse a gravar el disfrute de la riqueza, y no su creación; los sistemas impositivos tendrá que evitar el exenciones y prebendas, unificando criterios transparentes en el manejo de los gravámenes; tendremos que desarrollar una actitud positiva acerca del pago de impuestos, al tiempo que

diseñamos mecanismos efectivos para evitar la corrupción y la mala alineación de incentivos; tendremos que propiciar una transformación productiva que nos integre de manera renovada a las cadenas globales de valor, potenciando la creación de riqueza en la sociedad; y tendremos que perfeccionar un sistema de aseguramiento social extendido, que le permita enfrentar a las familias los riesgos de enfermedad, de vejez, de precariedad económica y de estancamiento generacional que las agobian. Una política pública que garantice la sostenibilidad de las finanzas públicas, financie el sistema de aseguramiento y propicie el crecimiento, es posible, y deberá ser la meta más importante que nos planteemos como sociedad.

Referencias

Banco Central Europeo (2022). *Macroeconomic Projections*. Consultado en marzo de 2022. https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202203_ecbstaff~44f998dfd7.en.html#toc2

Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) (2022). *Indicador de Seguimiento a la Economía*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/indicador-de-seguimiento-a-la-economia-ise>

Departamento de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) (2021). *Informe de recaudo, lucha contra la evasión y el contrabando*.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (EOCD) (2022). *Economic and Social Impacts and Policy Implication of the War in Ukraine*. Consultado en abril 6 de 2022. <https://www.ecd.prg/economic-outlook/>.

The Conference Board (2022). *The Conference Board Economic Forecast for the US Economy*. [Economic Forecast for the US Economy \(conference-board.org\)](https://www.conference-board.org/economic-forecast-for-the-us-economy)

Capítulo 1

Panorama económico mundial

Jesús Botero García⁶

1. Contexto general

Los efectos de la invasión rusa de Ucrania empiezan a reflejarse en el crecimiento y la inflación mundiales, en medio de una profunda incertidumbre relacionada con la evolución futura del conflicto y con el impacto que las sanciones económicas tengan sobre Rusia, sobre Europa y sobre la economía global.

La magnitud de la incertidumbre queda puesta de presente en la **Tabla 2**, que recoge los escenarios alternativos de proyección del Banco Central Europeo (**ECB**, por sus siglas en inglés) divulgados en marzo 11. Frente a una proyección básica de crecimiento del **3,7 %** (inferior, por cierto, al crecimiento que se había proyectado en diciembre de 2021, del **4,2 %**), un primer escenario adverso incorpora una reducción de 120 puntos básicos en el dinamismo de la economía, y un incremento de **80 puntos básicos** en la inflación, pero un escenario aún más pesimista, el escenario severo, reduce el presenta un crecimiento esperado al **2,3 %**, y eleva la al **7,1 %**.

Tabla 2. Proyecciones de crecimiento e inflación para la zona Euro. (Cambios porcentuales anuales).

	Proyecciones diciembre 2021				Proyecciones de marzo de 2021			Escenario adverso			Escenario severo		
	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
GDP real	5,4	4,2	2,9	1,6	3,7	2,8	1,6	2,5	2,7	2,1	2,3	2,3	1,9
Inflación IPC	2,6	3,2	1,8	1,8	5,1	2,1	1,9	5,9	2,0	1,6	7,1	2,7	1,9

Fuente: ECB.

https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202203_ecbstaff~44f998dfd7.en.html

Consultado marzo 11 2022

La guerra está teniendo consecuencias importantes no sólo sobre Rusia y Ucrania, sino también sobre el resto del mundo: los mercados energéticos se han visto profundamente afectados, por cuenta de la alta incidencia del petróleo y el gas ruso en la economía mundial y en especial en la economía europea. Las disrupciones se han extendido a los mercados de insumos, dada la alta participación de Ucrania y de Rusia en el abastecimiento mundial de abonos industriales, de urea y de níquel, y a los mercados de cereales; y las percepciones generales de riesgo se han elevado sustancialmente, tras el reconocimiento de tensiones geopolíticas cuya gravedad no era muy visible, y que podrían extenderse a todos los ámbitos de la economía global, con relativa facilidad.

⁶ Jesús Botero García, profesor del Departamento de Economía y Director del Grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jabotero@eafit.edu.co.

El rumbo que tome la guerra resultará decisivo en la consolidación de esos impactos. Un desenlace posible, que combine un alto grado de incidencia futura de Rusia en Ucrania con algún compromiso de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (**OTAN**) de suspender, por lo menos transitoriamente, la admisión de nuevos miembros en Europa Oriental, podría producirse en un lapso de tiempo relativamente corto, conforme las partes en disputa reconozcan los efectos devastadores, tanto de la invasión, como de la guerra económica. Pero dejaría terribles interrogantes para el futuro, no sólo por el destino que le espere a la independencia de Ucrania, cuya valerosa defensa es una lección de vida para el mundo, sino también por las consecuencias futuras del renacimiento de tensiones geopolíticas y de pretensiones expansionistas que se consideraban extintas, y por las consecuencias que el desenlace de la crisis puede tener sobre otros conflictos regionales en ciernes, especialmente en Asia.

De prolongarse en el tiempo el conflicto, las consecuencias económicas se tornarían más severas: para Rusia, porque probablemente la llevarán a una caída importante del **PIB**, con amplios efectos negativos sobre el bienestar; y para Occidente, porque la guerra económica se volverá cada vez más lo que los economistas denominan una "amenaza no creíble", una sanción que cuesta tanto o más a quien la impone que a quien la recibe.

El desenlace más terrible sería una intensificación de la guerra, más allá de armamentos convencionales, que podría ocurrir si Putin se siente derrotado en su empeño, y eleva las apuestas esperando una retracción de occidente, severamente afectada también por la guerra económica. Sin duda, un evento improbable, que el presidente ruso ha querido mantener en la mente de sus contrincantes, a través de veladas amenazas enviadas a la manera de órdenes a sus subalternos de poner en alerta las fuerzas de disuasión.

Este capítulo incluye, además de esta introducción, cinco secciones: la segunda, analiza los impactos económicos de la ofensiva militar; la tercera, analiza las consecuencias de la guerra económica; la cuarta, revisa el estado actual de la economía norteamericana; la quinta analiza el caso chino; y la sexta, extrae conclusiones para el país de la coyuntura mundial.

2. Rusia y Ucrania en el contexto internacional.

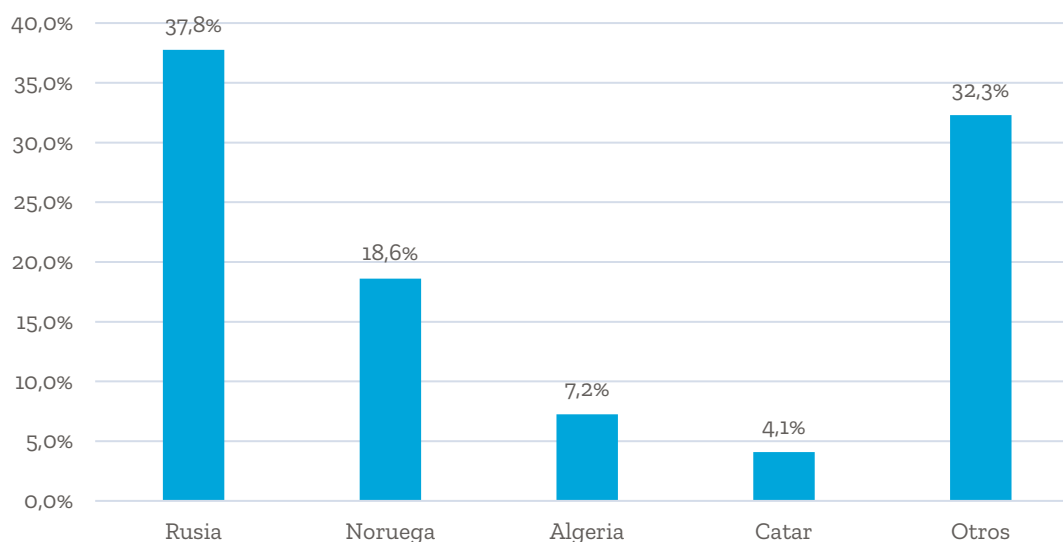
La invasión de Ucrania tiene efectos inmediatos importantes sobre el comercio mundial: Rusia es el tercer productor mundial de petróleo, tras Estados Unidos y Arabia Saudita, y el segundo mayor exportador, después de este último (ver [Tabla 3](#)). Es la principal fuente de abastecimiento de gas para Europa (ver [Figura 1](#)), con una incidencia particularmente alta en las compras de Alemania. Es un participante activo del mercado de abonos, de níquel y de cereales (ver [Tabla 4](#)), representando, en conjunción con Ucrania, el **27 %** de las exportaciones de trigo mundiales, de acuerdo con la información disponible de 2019.

Tabla 3. Producción y exportaciones petróleo. 2020.

País	Millones de barriles diarios	Participación	Exportaciones (millones de dólares)	Ranking por exportaciones
Estados Unidos	18.61	20 %	50.286	4
Arabia Saudita	10.81	12 %	113.749	1
Rusia	10.50	11 %	72.564	2
Canadá	5.23	6 %	47.606	6
China	4.86	5 %	485	44
Iraq	4.16	4 %	50.829	3
Emiratos Árabes Unidos	3.78	4 %	47.861	5
Brasil	3.77	4 %	19.614	12
Irán	3.01	3 %	1.335	33
Kuwait	2.75	3 %	28.291	7
Total top 10	67.49	72 %	482.722	
Total Mundial	93.86		661.850	

Fuentes: IEA International Energy Statistics, Total oil (petroleum and other liquids) production, as of December 8, 2021. y <https://www.worldstopexports.com/worlds-top-oil-exports-country/>

Figura 1. Importaciones de gas natural. Unión Europea.



Fuente: Eurostat.

Tabla 4. Participación Rusia en exportaciones mundiales. 2019. Código: sistema armonizado a 2 dígitos. %.

Código	Descripción del producto	Valor exportado en 2019	Part 2019
'TOTAL	Todos los productos	422.777.167	2,3 %
'31	Abonos	8.401.891	14,3 %
'75	Níquel y sus manufacturas	2.985.414	11,3 %
'27	Combustibles minerales, aceites minerales y productos de su destilación; materias bituminosas; ...	220.845.173	10,7 %
'99	Materias no a otra parte especificadas	55.265.424	9,4 %
'10	Cereales	7.921.429	7,2 %
'44	Madera, carbón vegetal y manufacturas de madera	8.619.543	6,4 %
'81	Los demás metales comunes; cermets; manufacturas de estas materias	1.000.549	5,5 %
'72	Fundición, hierro y acero	18.140.726	4,9 %
'15	Grasas y aceites animales o vegetales; productos de su desdoblamiento; grasas alimenticias ...	3.436.428	3,9 %
'03	Pescados y crustáceos, moluscos y demás invertebrados acuáticos	4.663.054	3,8 %
'74	Cobre y sus manufacturas	5.222.098	3,6 %
'76	Aluminio y sus manufacturas	5.839.023	3,3 %
'28	Productos químicos inorgánicos; compuestos inorgánicos u orgánicos de metal precioso, de elementos ...	3.453.958	2,7 %
'36	Pólvora y explosivos; artículos de pirotecnia; fósforos (cerillas); aleaciones pirofóricas; ...	112.795	2,5 %
'47	Pasta de madera o de las demás materias fibrosas celulósicas; papel o cartón para reciclar ...	1.122.969	2,4 %

Fuente: <https://www.trademap.org/>

Como consecuencia de la invasión, los precios de cereales, de insumos productivos y de energéticos se han incrementado sensiblemente: el trigo, por ejemplo, se está cotizando por encima de US\$ 10/bu, desde el inicio de la invasión, con variaciones anuales superiores al 70 %⁷; la referencia Brent del petróleo está ahora por encima de US\$100/barril, frente a precios promedios de US\$68.21 en 2021⁸; y el precio del níquel ha experimentado incrementos anuales de más del 190 %⁹, generando todo ello nuevas presiones inflacionarias sobre un mundo ya asediado por presiones de costos derivadas de las disrupciones en las cadenas globales de valor y del desacople de China y Estados Unidos. Ello ha puesto la estanflación (inflación con bajo

⁷ [Wheat - 2022 Data - 1977-2021 Historical - 2023 Forecast - Price - Quote - Chart \(tradingeconomics.com\)](https://tradingeconomics.com/wheat)

⁸ [Short-Term Energy Outlook - U.S. Energy Information Administration \(EIA\)](https://www.eia.gov/short-term-energy-outlook/)

⁹ [Nickel PRICE Today | Nickel Spot Price Chart | Live Price of Nickel per Ounce | Markets Insider \(businessinsider.com\)](https://markets.businessinsider.com/commodities/nickel-price)

crecimiento) en la primera línea de consideraciones de los analistas, y ha generado alguna volatilidad en los mercados financieros, que intentan descifrar el impacto que ello tendrá sobre el cambio de perspectiva en la política monetaria de los países avanzados.

La guerra genera disrupciones profundas en los mercados, que afectarán de manera importante el precio de los alimentos y los costos agropecuarios, y producirán reajustes significativos en los mercados de energéticos.

3. La guerra económica y sus consecuencias

Occidente ha logrado formar un frente común, para responder a la ofensiva militar sobre Ucrania con fuertes sanciones económicas: restricciones de acceso a los bancos rusos al sistema SWIFT; congelación de los activos en Occidente del banco central ruso; sanciones a líderes políticos y a la élite económica; y restricciones a la movilidad de las aerolíneas rusas. Estados Unidos y el Reino Unido han restringido también las importaciones de petróleo ruso, y aumentan las presiones sobre las firmas occidentales para que limiten su operación en Rusia.

Las sanciones han afectado profundamente la economía rusa y sin duda, deben estar produciendo importantes problemas internos, en una economía que seguramente no estaba preparada para las acciones de retaliación emprendidas por Occidente. Pero esas acciones generan, así mismo, problemas en las economías occidentales, especialmente las europeas, por su profunda dependencia de la economía rusa. Se darán además impactos importantes de mediano plazo, que probablemente serán decisivos en la conformación futura del orden económico mundial. Rusia se ha acercado a China, buscando estrechar sus lazos comerciales. China ha sido prudente en su respuesta, absteniéndose de condenar expresamente la invasión, pero marcando también distancias, para evitar retaliaciones de los países occidentales. Sin embargo, es probable la crisis actual dé un impulso importante a transacciones en monedas distintas al dólar, erosionando en el largo plazo el papel central de esa moneda en la economía mundial. Así mismo, algunas entidades financieras se verán afectadas por la insolvencia de acreedores rusos, si es que llega a presentarse, produciendo impactos sobre la aversión al riesgo en los mercados financieros.

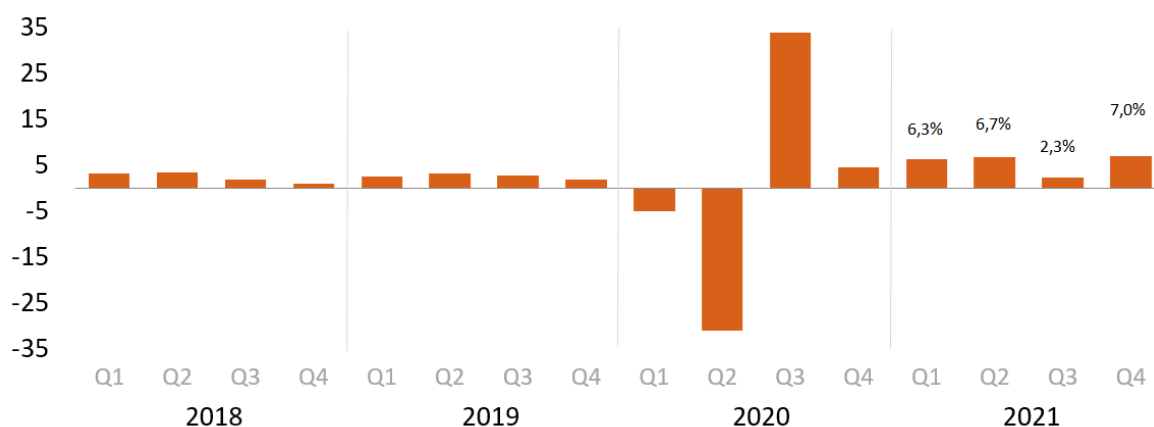
Más importante aún, el entorno económico resultante de la guerra y las sanciones económicas plantea problemas complejos a los bancos centrales de los países avanzados, que ya habían anunciado su intención de emprender un proceso de endurecimiento de la política monetaria. De una parte, exacerba las presiones inflacionarias, en medio de una situación ya de suyo compleja, como consecuencia de la crisis del COVID-19 y de la recuperación de 2021; de otra, vuelve a traer a escena riesgos de desaceleración económica, que ya creían superados. El sano balance entre control de la inflación e impulso a actividad económica será sin duda difícil de alcanzar. En este sentido, la Junta de Gobernadores del Sistema Federal de Reserva (2022) anunció un aumento de 25 puntos básicos en la tasa de intervención en su reunión de marzo, y anticipó aumentos adicionales, en las seis reuniones que mantendrá este año, priorizando los riesgos inflacionarios, pero señalando en su comunicado de prensa que "las implicaciones para la economía estadounidense son muy inciertas, pero a corto plazo es probable que la invasión y los eventos relacionados creen una presión adicional al alza sobre la inflación y pesen sobre la actividad económica".

En síntesis, las sanciones económicas afectan la economía global, generando cambios de perspectiva importantes en las políticas públicas y en la formación de expectativas de los agentes. Reducen el crecimiento global, generan nuevas presiones inflacionarias, y empiezan a generar temores de una posible estanflación, como la que se presentó en la década de los setenta, con motivo de la crisis del petróleo. El efecto conjunto de ellas y de la invasión serán inevitables, y tanto más agudos, cuanto la crisis se prolongue.

4. La economía de los Estados Unidos

Tras crecer a una tasa anual equivalente del **7%** en el cuarto trimestre de 2021 (ver [Figura 2](#)), y con un crecimiento anual consolidado del **5,7%** en el año completo, la economía de los Estados Unidos parecía preparada para avanzar en el cambio de perspectiva de la política monetaria.

Figura 2. Crecimiento trimestral PIB, Estados Unidos.



U.S. Bureau of Economic Analysis

Los datos de desempleo y de empleo neto generado de febrero (ver [Figura 3](#) y [Figura 4](#)) lucían vigorosos, y todo parecía indicar que se consolidaría, como efectivamente se consolidó, el giro ya iniciado a una política monetaria menos laxa, con **5 o 6 incrementos de la tasa de interés** durante 2022.

Pero el panorama actual es complejo, por efecto de los riesgos de desaceleración que pueden estar acumulándose, y por el elevado nivel de inflación observado en febrero, que llegó a un registro del **7,9%**. Sin duda, será decisivo para la economía mundial el rumbo que tome la política monetaria de los Estados Unidos en los próximos meses. Pero también, el avance que tengan los planes de gasto del gobierno central, que ha experimentado grandes dificultades para consolidar su agenda económica.

De acuerdo con el Conference Board, una entidad independiente caracterizada por un alto nivel técnico en sus estudios y proyecciones:

El crecimiento del PIB real de EE. UU. se reducirá al **1,7%** (trimestre a trimestre, tasa anualizada) en el primer trimestre de 2022, frente al crecimiento del **7,0%** en el cuarto trimestre de 2021. El crecimiento anual en 2022 debería ser del **3,0%** (...). La crisis de

Ucrania ya está teniendo un gran impacto en los precios del petróleo, los productos básicos agrícolas y los metales en todo el mundo. El conflicto y las sanciones resultantes también desencadenarán recesiones en Rusia y Ucrania, y tendrán un impacto directo en muchas economías de Europa. También surgirán nuevas interrupciones en la cadena de suministro. Es probable que estas fluctuaciones económicas y de mercado tengan un impacto en la economía estadounidense. (The Conference Board, 2022)

Figura 3. Tasa de desempleo. USA. Porcentaje.

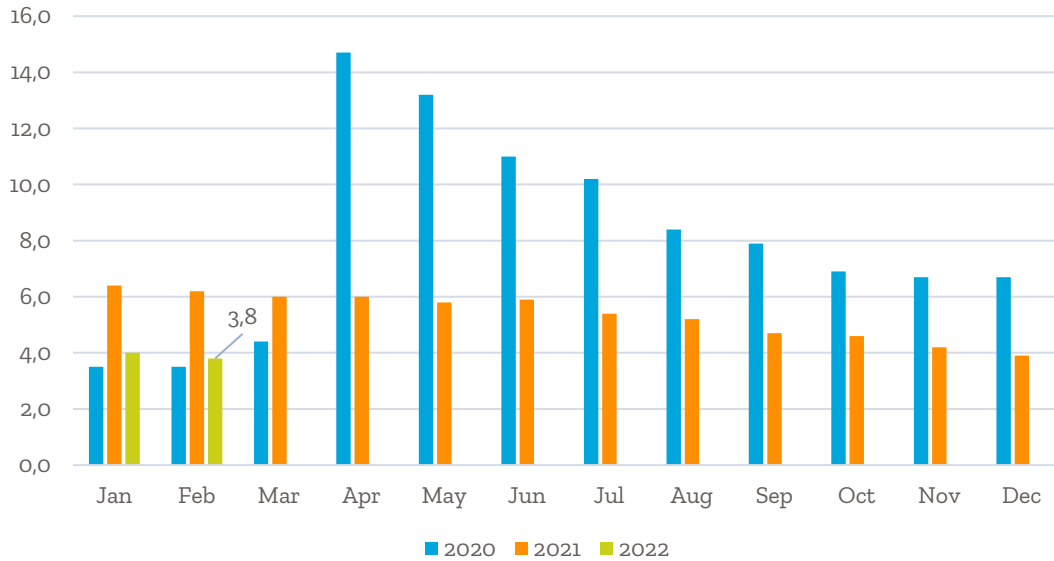
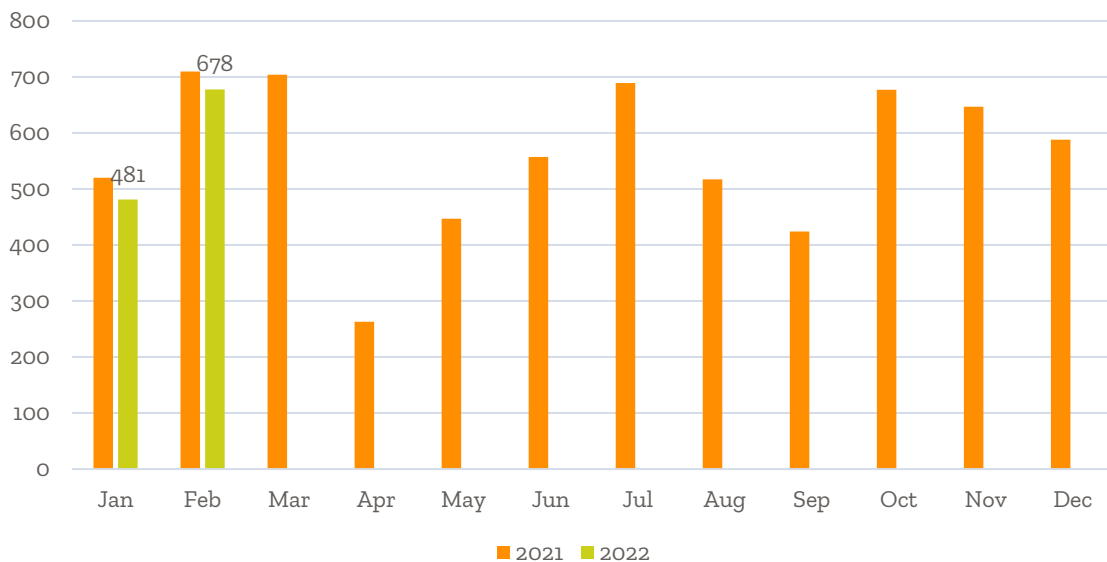


Figura 4. Empleo neto no agrícola generado. USA. 2021-2022. Miles de personas.



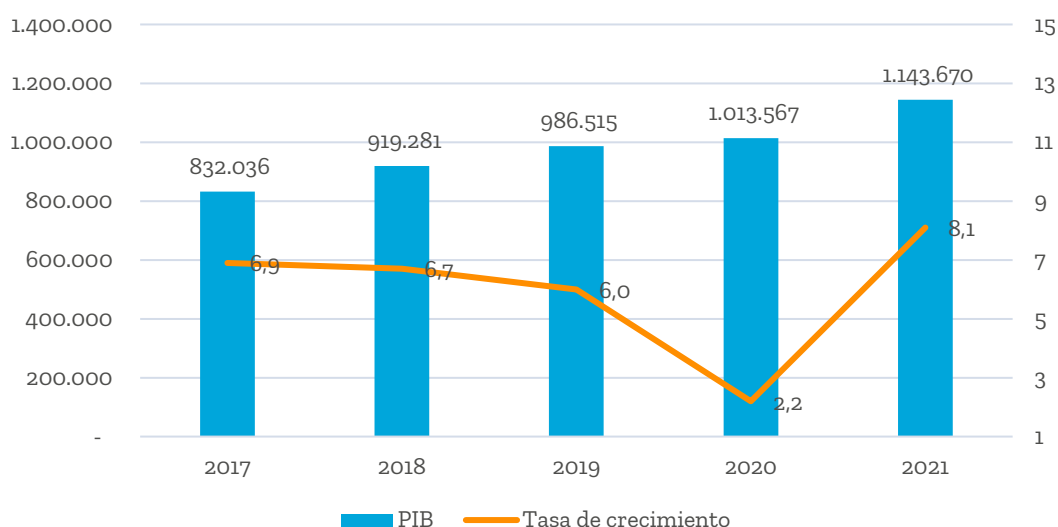
5. La economía china

Tras crecer **8,1 %** en 2021, la economía china ha ido ajustando a la baja sus expectativas de crecimiento, dada la que el primer ministro Li Keqiang denominó, en su discurso de inauguración de la sesión legislativa anual china, una coyuntura "volátil, difícil e incierta" (El País, 2022).

La meta de crecimiento quedó definida "en torno al **5,5 %**" (la más baja en 3 décadas), al tiempo que se anunció un aumento del gasto de defensa del **7,1 %**.

China experimenta las dificultades propias del cambio de modelo de crecimiento, que ha pasado de depender de las exportaciones, o ser jalonado por la demanda interna, en medio de restricciones importantes en el mercado de vivienda generadas por las dificultades de Evergrande, el gestor de propiedad inmobiliaria que entró en crisis en 2021. Y sin duda, empieza a preocuparse también por las tensiones entre Rusia y Occidente, que revelan vulnerabilidades importantes en temas de flujos de comercio, de encarecimiento de insumos energéticos y de riesgos en el manejo de activos financieros nacionales en los mercados de crédito internacionales.

Figura 5. PIB. CHINA. 100 millones yuan.



Fuente: National Bureau of Statistics of China.

El PMI manufacturero (Índice de gerentes de compra para el sector) indica sin embargo que el año 2022 empezó por buen camino, con el índice en terreno positivo en los dos primeros meses del año. La inflación se ha moderado, llegando a una tasa anual del **0,9 %**, después de haber alcanzado un nivel del **2,3 %** en noviembre de 2021. Si bien es clara una actitud cautelosa de sus líderes, es evidente que observan con cuidado lo que está pasando con la invasión a Ucrania. Para China también será este año un año decisivo.

6. Conclusiones

La coyuntura mundial afecta al país de diversas maneras: el aumento del precio del petróleo tendrá impactos positivos, generando rentas fiscales adicionales, y atenuando presiones sobre la tasa de cambio, que podrían hacerse importantes si se torna más crítica la situación mundial.

Las presiones de precios, debidas al encarecimiento de cereales y a las dificultades de abastecimiento de materias primas, tendrán por el contrario efectos negativos, especialmente sobre la inflación y también, marginalmente, sobre el crecimiento, en la medida en que pueda verse afectada la producción en algunos sectores.

Una eventual ralentización de la política monetaria en Estados Unidos, aunque improbable por el alto nivel de inflación, podría favorecernos, especialmente si el Banco de la República mantiene un ritmo adecuado de ajuste de la tasa de interés. Hay que recordar, en este sentido, que el mayor riesgo para el país estaría asociado a un aumento rápido de la tasa de interés en los mercados financieros centrales, que pudiera desencadenar un flujo de salida de capitales. Si la tasa de interés sube más lentamente en los países avanzados, se mitigaría en parte este riesgo. Pero en contrapartida, la prolongación del conflicto y los eventuales efectos de la guerra económica en los mercados financieros, pudieran tener efectos negativos sobre nuestra economía y sobre nuestra capacidad de financiamiento.

Sin duda, un panorama complejo, que se tornará más difícil, si se prolonga la crisis internacional, o se escala a nuevos niveles.

Referencias

- Board of Governors of the Federal Reserve System (2022). *Press Release. Federal Reserve issues FOMC statement.*
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220316a.htm>
- El País (2022). China aumenta su presupuesto de Defensa un 7,1% y se fija un crecimiento "en torno al 5,5%", entre la incertidumbre por la guerra en Ucrania.
<https://elpais.com/economia/2022-03-05/china-se-fija-un-crecimiento-en-torno-al-55-para-2022-el-mas-bajo-en-tres-decadas.html>.
- European Central Bank (2022). *ECB staff macroeconomic projections for the euro area.* European Central Bank. Eurosystem.
- Eurostat (2022). *Data Browser. Imports of natural gas by partner country.*
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/NRG_TI_GAS_custom_938385/bookmark/table?lang=en&bookmarkId=d84ea630-1f0a-4827-891d-f4a8e930dfe7
- IEA (2021). *Oil 2021. Analysis and forecast to 2026.* <https://www.iea.org/reports/oil-2021>
- Business Insider (2022). *Nickel.* <https://markets.businessinsider.com/commodities/nickel-price>
- National Bureau of Statistics of China (2022). *Statistical Communique of the People's Republic of China on the 2021 National Economic and Social Development.*
http://www.stats.gov.cn/enGLISH/PressRelease/202202/t20220227_1827963.html
- The Conference Board (2022). *The Conference Board Economic Forecast for the US Economy.*
<https://www.conference-board.org/contenthub/publicationContentHub.cfm?parent=us-forecast>
- Trade Map (2022). *Trade statistics for international business development.*
[https://www.trademap.org/\(X\(1\)S\(g43yohmkfckunl2g05xjif45\)\)/Index.aspx?AspxAutoDetectCookieSupport=1](https://www.trademap.org/(X(1)S(g43yohmkfckunl2g05xjif45))/Index.aspx?AspxAutoDetectCookieSupport=1)
- Trading Economics (2022). *Wheat.* <https://tradingeconomics.com/commodity/wheat>
- U.S. Energy Information Administration (2022). *Short-term energy outlook.*
<https://www.eia.gov/outlooks/steo/>
- Workman, D. (2022). *World's Top Exports.* <https://www.worldstopexports.com/worlds-top-oil-exports-country/>

Capítulo 2

La economía colombiana en 2022: retos y perspectivas

Jesús Botero García¹⁰

1. Introducción

Tras alcanzar un crecimiento destacado del **10,6 %** en 2021, la economía colombiana enfrenta grandes retos en 2022, debido no sólo a las grandes tensiones internacionales generadas por la invasión de Ucrania y al giro de la política monetaria mundial a una perspectiva más restrictiva, sino también, a la complejidad del entorno político interno, enrarecido por la incertidumbre propia de un año electoral y a las grandes tensiones internas que se han ido acumulado acerca del futuro del país.

El déficit fiscal acumulado obligará al nuevo gobierno a implementar un ajuste profundo de las finanzas públicas que, además de ajustar las cargas tributarias para garantizar su sostenibilidad, deberá extender el sistema de aseguramiento social en busca de mayor equidad e inclusión, y contribuir a una transformación estructural que le permita a la economía integrarse a los mercados del mundo de una manera renovada. El triple reto del futuro, **sostenibilidad, aseguramiento social extendido y transformación productiva** que, de enfrentarse adecuadamente, podrá llevar al país a una nueva etapa de desarrollo. Ajustar nuestras cargas, implementar un sistema de protección social que enfrente los riesgos esenciales que agobian a las familias y las personas, y generar las condiciones de largo plazo que nos permitan sustentar todo ello en la actividad productiva y en la creación de riqueza, aprovechando lo que quizás es una oportunidad única para el país en el contexto internacional, son por ellos las tareas primordiales del futuro. Las disrupciones en las cadenas globales de valor, asociadas al COVID-19 y al proceso de desacople de las economías de Estados Unidos y de China, representan un riesgo importante por los desajustes que implican y por las presiones inflacionarias que transmiten. Pero son también una oportunidad única de alterar la forma como se insertan en ellas economías como la nuestra, que habiendo estado dominada por el comercio de *commodities*, dispone de recursos humanos y naturales abundantes, más apreciados ahora, que la seguridad y la sostenibilidad, se han convertido en los valores fundamentales del abastecimiento. La vigorosa tendencia mundial a la descarbonización y las profundas transformaciones en digitalización y descentralización que, inspiradas por la Cuarta Revolución Industrial, se han visto fortalecidas por los cambios estructurales inducidos por la pandemia, deberían permitirle al país nuevas formas de participación en la economía global,

¹⁰ Jesús Botero García, profesor del Departamento de Economía y Director del Grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jabotero@eafit.edu.co.

que consoliden un proceso de transición desde una economía caracterizada por la baja complejidad y la alta informalidad a una rica en el uso de recursos renovables, en la que el conocimiento y el talento humano cumplan un nuevo papel, en la que sea posible atraer nuevo capital físico y financiero, y en la que la destrucción creativa dinamice el uso de sus recursos productivos en actividades innovadoras.

Es el momento de reinventarnos: de encontrar un nuevo lugar y papel en la economía global, de rehacer nuestros sistemas de aseguramiento social, de definir de nuevo la participación que ciudadanos y empresas queremos y debemos tener en la construcción de una sociedad más rica, más justa e incluyente; y de proyectar un salto decisivo hacia nuevos estadios de desarrollo, que permitan mayores niveles de bienestar a la población. Ello, en medio de grandes riesgos e incertidumbres y en un mundo en profunda transformación, que impondrá muchos retos a la gestión pública, y en el que construir un nuevo pacto colectivo será sin duda la tarea fundamental.

2. El crecimiento en 2021

La economía creció **10,6 %** en 2021, tras una contracción del **7 %** en 2020, como lo ilustra la [Tabla 5](#). El crecimiento alcanzado llevó a que el Producto Interno Bruto (PIB) de 2021 fuese **2,8 %** superior al PIB de 2019, previo a la pandemia. Varios hechos deben destacarse:

- El crecimiento del consumo de los hogares del **14,6 %** que junto con un decrecimiento del **4,2 %** en 2020, produce un incremento real del **8,9 %** entre 2019 y 2021, lo que equivale a una tasa media de crecimiento del **4,3 %** entre ambos años. Ello sería un indicativo de que las políticas asistencialistas aplicadas (ingreso solidario, días sin IVA, devolución del IVA) permitieron mitigar el impacto de la pandemia sobre el consumo de los hogares.
- El bajo desempeño de la inversión fija que cae **14,7 %** entre 2019 y 2021, generando un impacto duradero sobre la capacidad de producción de la economía, y por ello, sobre el PIB potencial. La caída de la inversión fue particularmente notoria en el rubro de "otros edificios y estructuras", que decrece **33 %** respecto a 2019. Un impacto negativo profundo de la crisis, pero también, una oportunidad para el crecimiento futuro, que debe apostar por una recuperación integral del avance de las obras de infraestructura y por la consolidación de nuevos programas de inversión en vivienda.
- La inversión en maquinaria y equipo se recuperó a buen ritmo en 2021, generando tasas de crecimiento positivas respecto a 2019.
- Las exportaciones sufrieron un impacto negativo considerable: están **11,7 %** por debajo de su nivel de 2019. Por esto, son una oportunidad de crecimiento futuro importante, si se logra avanzar adecuadamente en el programa de internacionalización de la economía.

Tabla 5. Crecimiento del PIB. 2020-2021. Por tipo de gasto. Variación porcentual.

	2020/2019		2021/2020				2021/2019	
			I	II	III	IV	AÑO	
Demanda interna	-7,5	1,9	23,7	17,1	12,2	13,3	4,9	
Gasto de consumo final	-4,2	2,0	22,7	19,4	13,4	14,1	9,3	
Gasto de consumo hogares e ISFLH	-5,0	1,4	25,0	20,5	13,7	14,6	8,9	
Bienes durables	-7,5	-0,4	-34,1	-5,0	6,5	22,0	12,9	
Bienes no durables	5,6	13,0	4,6	0,5	4,7	4,5	10,3	
Bienes semidurables	-17,7	-3,9	-51,6	-22,7	-1,9	40,7	15,8	
Servicios	-7,9	3,3	-19,2	-11,9	-3,6	16,7	7,5	
Gasto de consumo gobierno general	-0,6	6,1	14,1	14,9	11,9	12,1	11,4	
Formación bruta de capital	-20,5	1,0	29,3	7,9	6,6	9,9	-12,6	
Formación bruta de capital fijo	-23,3	1,6	36,2	8,3	6,3	11,2	-14,7	
Vivienda	-30,3	13,9	36,7	18,5	25,1	22,6	-14,6	
Otros edificios y estructuras	-30,9	-11,0	19,1	-9,8	-3,1	-3,0	-33,0	
Maquinaria y equipo	-13,4	7,5	59,6	18,9	5,5	19,0	3,1	
Recursos biológicos cultivados	-1,8	11,5	6,5	1,3	1,1	5,1	3,2	
Productos de propiedad intelectual	-10,8	0,5	12,6	14,4	13,6	10,2	-1,7	
Exportaciones	-22,7	1,6	36,2	8,3	6,3	14,2	-11,7	
Importaciones	-20,5	-8,8	15,6	24,0	30,5	27,5	1,4	
Producto Interno Bruto	-7,0	-1,7	47,4	39,8	31,7	10,6	2,8	

Fuente: DANE. Cuentas Nacionales.

- El gasto público cumplió su función estabilizadora: cayó levemente en 2020, pero se recuperó vigorosamente en 2021, contribuyendo a la recuperación observada.

El PIB por ramas (ver [Tabla 6](#)) muestra comportamientos diferenciales entre las actividades económica.

Tabla 6. Crecimiento del PIB. 2020-2021. Por rama. Variación porcentual.

	2020/2019		2021/2020				Año	2021/2019
	9	I	II	III	IV			
Agricultura, ganadería, etc.	2,0	3,0	3,8	1,4	1,4	2,4	4,4	
Explotación de minas y canteras	-15,6	-14,9	7,2	4,3	8,2	0,4	-15,2	
Industrias manufactureras	-9,8	6,8	32,9	18,6	11,7	16,4	5,0	
Electricidad, gas, agua y saneamiento ambiental	-2,6	-1,3	9,1	7,4	5,7	5,1	2,4	
Construcción	-26,8	-4,3	24,5	1,3	6,2	5,7	-22,6	
Comercio, Transporte, Alojamiento y restaurante	-13,7	-2,9	40,0	34,6	21,2	21,2	4,6	
Información y comunicaciones	-2,6	2,7	10,3	13,1	18,1	11,2	8,3	
Actividades financieras y de seguros	2,3	4,9	3,3	2,1	3,5	3,4	5,8	
Actividades inmobiliarias	1,5	2,5	2,8	2,4	2,6	2,6	4,1	
Actividades profesionales, servicios de apoyo	-5,5	1,8	14,6	12,4	10,1	9,7	3,7	
Administración pública y defensa; servicios sociales	0,1	3,6	9,2	8,1	6,5	6,9	7,1	
Actividades artísticas, de los hogares etc.	-11,4	9,4	73,6	31,7	31,6	33,0	17,9	
Valor agregado bruto	-7,1	0,8	17,5	13,2	10,5	10,3	2,4	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	-6,3	1,4	23,4	17,2	13,8	13,5	6,4	
Producto Interno Bruto	-7,0	0,9	18,1	13,5	10,8	10,6	2,8	

Fuente: DANE. Cuentas Nacionales.

Se destacan los siguientes hechos:

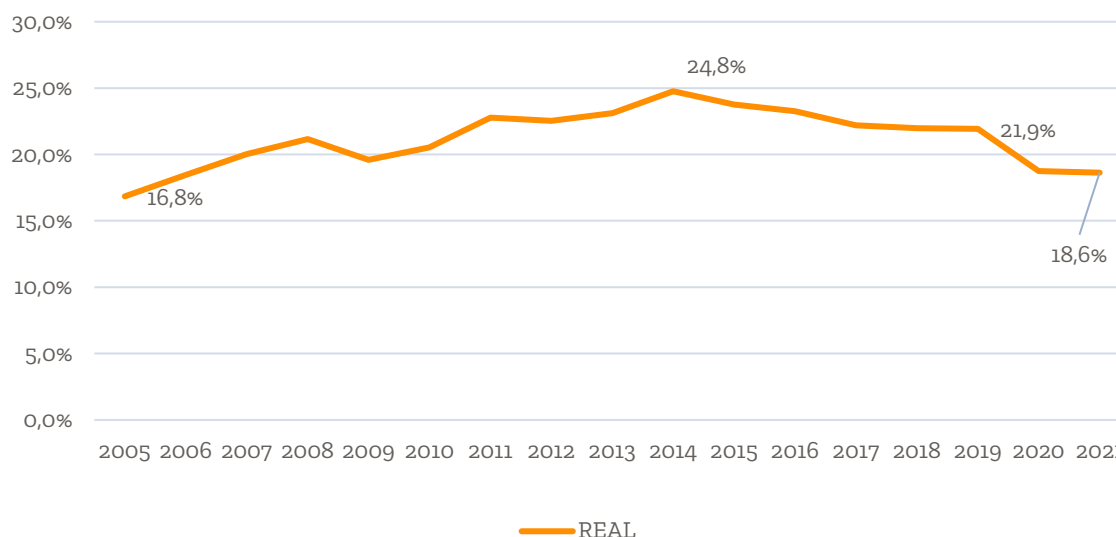
- El sector agropecuario, que no tuvo crecimiento negativo en 2020, mantuvo un bajo nivel de dinamismo, con un crecimiento del **2,4 %** en 2021. Seguramente, deberá ser uno de los ejes de la política de transformación productiva, en medio de las exigencias que el cambio climático, el nuevo énfasis en la seguridad del abastecimiento y la reubicación de las cadenas de valor generan para el sector.
- La minería ha perdido un **15,2 %** de valor respecto a 2019. Un sector polémico, en el que seguramente habrá mucha discusión en los próximos años, pero que se verá transitoriamente beneficiado en 2022 por los precios que la invasión de Ucrania está generando en los mercados energéticos.
- La construcción crece en 2021 el **5,7 %**, un crecimiento insuficiente para compensar la caída observada en 2020, del **26,8 %**. Será seguramente una rama que liderará el

dinamismo en 2022, de la mano de las obras de infraestructura y de los programas de vivienda.

- El mayor dinamismo, en cambio, se observa en la rama que comprende “actividades artísticas, de entretenimiento y recreación y otras actividades de servicios”, que crece **33 %** en 2021, y que presenta un crecimiento bianual de **17,9 %**, reflejando el dinamismo de nuevas actividades de servicios impulsadas por la pandemia.

Otros hechos relevantes que deben señalarse hacen relación a la acumulación de capital y a la productividad. En cuanto a lo primero, la relación Inversión/PIB (el porcentaje del producto que el país está destinando a acumular capital para la producción futura), que había caído del **24,8 %** en 2014 al **21,9 %** en 2019, se deterioró aún más con la pandemia, cerrando el año 2021 en el **18,6 %**, como lo muestra la **Figura 6**. Habida cuenta de que la financiación externa (medida a partir del déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos) representó el **5,7 %** del PIB, ello estaría reflejando el impacto negativo del déficit público en el ahorro de la economía, y en su capacidad de crecimiento, y estaría aportando más razones para ajustar las finanzas públicas a través de una reforma tributaria.

Figura 6. Relación Inversión/PIB. Colombia, 2005-2021.



Fuente: DANE. Cuentas Trimestrales. Cálculos propios.

En cuanto a la productividad, el DANE ha publicado recientemente los cálculos de crecimiento de la productividad Total de los Factores. Según ese análisis, que se resumen en la **Figura 7**, la productividad habría aportado en 2021 un crecimiento del **0,64 %** al Valor Agregado, en tanto que el factor trabajo habría aportado el **8,22 %**, y el capital el **0,83 %**, afectado por el paulatino deterioro señalado en la relación Inversión/PIB.

Figura 7. Aportes factoriales al crecimiento (%). Colombia 2018-2021.



Fuente: DANE. [Productividad \(dane.gov.co\)](http://dane.gov.co)

En resumen, los resultados de 2021 muestran una vigorosa recuperación jalonada por el consumo y el gasto público, que debe, sin embargo, dar paso a un crecimiento impulsado por la inversión y la acumulación de capital. En ello será decisiva la transformación productiva, que debe permitir el salto a una nueva etapa de desarrollo.

3. Las perspectivas del 2022

Para 2022, nuestra proyección básica indica un crecimiento del **4,5%**, asumiendo que se mantiene un buen dinamismo del consumo; que la construcción se dinamiza; que el precio promedio del petróleo se ubica en torno a **US\$80**; que no se dan cambios importantes en el acceso a los mercados de crédito internacionales; y que las presiones inflacionarias se moderan, limitando el ajuste necesario en la política monetaria. Es un escenario optimista, porque supone además que el proceso electoral no cambiará sustancialmente la percepción de riesgo en el país, y que la invasión a Ucrania se resolverá en un plazo relativamente corto, moderando las presiones inflacionarias.

La [Tabla 7](#) y [Tabla 8](#) resumen las proyecciones por tipo de gasto y por rama productiva.

Tabla 7. Proyección básica del PIB.

GASTO	PIB ANUAL. Pesos de 2015				VARIACIÓN ANUAL		
	2019	2020	2021	2022 proy	2020	2021	2022 proy
Demanda interna¹	949.135	878.344	995.525	1.047.181	-7,5 %	13,3 %	5,2 %
Gasto de consumo final	755.756	724.348	826.403	866.566	-4,2 %	14,1 %	4,9 %
Gasto de consumo de los hogares e ISFLH	613.728	583.229	668.234	699.616	-5,0 %	14,6 %	4,7 %
Gasto de consumo del gobierno general	142.152	141.280	158.367	166.950	-0,6 %	12,1 %	5,4 %
Formación bruta de capital	193.147	153.548	168.799	180.615	-20,5 %	9,9 %	7,0 %
Exportaciones	133.731	103.373	118.074	129.332	-22,7 %	14,2 %	9,5 %
Importaciones	202.250	160.786	205.051	230.128	-20,5 %	27,5 %	12,2 %
Producto Interno Bruto	881.224	819.114	905.639	946.385	-7,0 %	10,6 %	4,5 %

Fuente: DANE datos históricos. Proyección: Grupo de Coyuntura Económica EAFIT

Tabla 8. Proyección del crecimiento del PIB por ramas.

RAMA	VARIACIÓN ANUAL		
	2020	2021	2022
Agricultura, ganadería, etc.	2,0 %	2,4 %	1,7 %
Explotación de minas y canteras	-15,6 %	0,4 %	3,4 %
Industrias manufactureras	-9,8 %	16,4 %	3,2 %
Electricidad, gas, agua y saneamiento ambiental	-2,6 %	5,1 %	2,6 %
Construcción	-26,8 %	5,7 %	10,2 %
Comercio, Transporte, Alojamiento y restaurante	-13,7 %	21,2 %	5,1 %
Información y comunicaciones	-2,6 %	11,2 %	7,2 %
Actividades financieras y de seguros	2,3 %	3,4 %	2,8 %
Actividades inmobiliarias	1,5 %	2,6 %	2,2 %
Actividades profesionales, servicios de apoyo	-5,5 %	9,7 %	4,0 %
Administración pública y defensa; servicios sociales	0,1 %	6,9 %	4,4 %
Actividades artísticas, de los hogares etc.	-11,4 %	33,0 %	9,4 %
Valor agregado bruto	-7,1 %	10,3 %	4,2 %
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	-6,3 %	13,5 %	7,2 %
Producto interno bruto	-7,0 %	10,6 %	4,5 %

Fuente: Información histórica, DANE, Cuentas Nacionales. Proyecciones: cálculos propios.

Los sesgos dominantes en la proyección son sesgos a la baja: un escenario de prolongación de la guerra en Ucrania, aunque podría elevar aún más el precio del petróleo, tendría efectos negativos sobre la inflación y la producción agropecuaria, dada la importancia de Rusia y Ucrania en la producción de alimentos y de insumos para el sector agropecuario. Ello podría llevar a aumentos adicionales de la tasa de interés en Colombia, afectando la inversión y el consumo. Si a ello se sumara una limitación severa de acceso al crédito, por efecto de la

incertidumbre política o por la evolución de la política monetaria de los países avanzados, y por cambios en la percepción de riesgos por el sector financiero, el crecimiento podría ser en el peor de los casos el **3,5 %**, como lo ilustra la [Tabla 9](#).

Pero los buenos resultados observados en el ISE de enero indican que hay también, alternativamente, un escenario optimista, en el que el crecimiento podría elevarse al 5,5 %, si se da un buen dinamismo de la inversión, sin que se afecte el acceso al crédito en los mercados internacionales.

Tabla 9. Escenarios de proyección 2022.

	Escenario de referencia	Escenario optimista	Escenario pesimista
Crecimiento del PIB	4,5 %	5,5 %	3,5 %
Tasa de desempleo promedio año	12,6 %	12,1 %	13,1 %
Déficit cc % PIB	5,9 %	5,7 %	3,2 %
Tasa de cambio	3.806,14	3.712,69	3.890,33

Fuente: Modelo de Equilibrio General EAFIT

4. El triple reto: sostenibilidad, aseguramiento social extendido y transformación productiva

La pandemia ha puesto de presente las debilidades de nuestro arreglo social. La pobreza, la falta de oportunidades y la precariedad de nuestro sistema de aseguramiento social se han vuelto patentes y han alentado la indignación y el resentimiento, sacudiendo desde lo más profundo los cimientos de nuestra sociedad y poniendo en riesgo la armonía social.

Una sociedad debe contar con esquemas de aseguramiento adecuados que permitan enfrentar y atender los riesgos primordiales que agobian a quienes habitan en ella. Debe proveer sistemas de aseguramiento adecuados para enfrentar la enfermedad y la vejez; debe contar con un sistema asequible de aseguramiento que permita enfrentar la precariedad cuando ella asalta a las familias; y debe brindar oportunidades de ascenso social a las personas, de forma tal que los hijos puedan disfrutar de mejores condiciones de vida que sus padres. Pero para ello, se requiere un sistema tributario y fiscal balanceado y sostenible que, al tiempo que le permite al Estado proveer los bienes públicos indispensables para el funcionamiento de la sociedad, le permita también proteger los derechos de los ciudadanos, incluido el derecho a la vida y los derechos de propiedad, y operar el sistema de aseguramiento social básico que enfrente los riesgos mencionados. Para ello, se requiere un amplio consenso sobre el sistema tributario: un acuerdo fundamental en el que los individuos decidan cómo proveerán recursos al Estado para cumplir sus funciones, y cómo coadyuvarán al logro de una sociedad justa, equitativa y eficiente, sin entorpecer la generación de riqueza, que está en la base de la prosperidad social.

Parece un reto inalcanzable: sostenibilidad fiscal, aseguramiento social extendido y prosperidad económica, podrían parecer objetivos irreconciliables, entre los que las sociedades tendrían que escoger, especialmente si no han alcanzado estados de desarrollo avanzados, en los que la abundancia de recursos permita establecer un estado de bienestar adecuado para sus asociados.

Sin embargo, es posible articular los tres objetivos mencionados, facilitando la creación de riqueza, gravando las rentas que surgen de ella, y aplicando de manera eficiente y focalizada los recursos necesarios para el buen funcionamiento del Estado. Tres grandes errores de diseño atentan contra ello: 1) la equivocada orientación del esquema tributario, que busca gravar la generación de riqueza y no su disfrute, limitando la gestión eficiente de los recursos productivos de que dispone una sociedad para generar prosperidad; 2) la falta de focalización adecuada de los recursos que se destinan a los sistemas de aseguramiento y de asistencialismo social, lo que los hace onerosos e injustos, y abre puertas a la corrupción y el mal manejo; y 3) la falta de alienación de incentivos de los agentes, que convierte la interacción social en un extenso dilema de prisionero, en el que cada uno apuesta por su interés individual en contravía del interés general, en lugar de adoptar estrategias cooperativas que mejoren tanto el logro individual como el logro colectivo.

El dilema del prisionero, el clásico juego en el que un par de cómplices que se acusan mutuamente para obtener beneficios penales cuando son detenidos, ilustra bien la situación: cada agente busca reducir su pago de impuestos, aún a pesar de que se alcanzaría un resultado colectivo mejor si todos pagasen impuestos equitativos y justos. En respuesta a ello, la administración pública orienta los impuestos hacia aquellos agentes que son fácilmente auditables, como las grandes y medianas empresas, obligándolas a orientar parte de sus recursos, no a la competitividad o la innovación, sino a la gestión tributaria o a la gestión legislativa de prebendas tributarias, llenando el estatuto tributario de excepciones y exclusiones, que alimentan a su vez la desconfianza en el sistema tributario.

Pero no es imposible diseñar un esquema tributario moderno, sobre la base de cuatro pilares fundamentales: 1) impuestos moderados, competitivos respecto a referentes internacionales, gestionados a partir de un sistema centralizado de información que resulte de la promoción del registro de todo tipo de transacciones en la economía; 2) énfasis en los gravámenes sobre las personas y el consumo, con progresividad adecuada y compensaciones razonables, cuando ello sea necesario; 3) eliminación de exenciones y exclusiones, reemplazándola por acciones deliberadas de apoyo a la innovación y el descubrimiento y penetración de mercados, que contribuyan a la transformación productiva; y 4) un esquema extendido de aseguramiento social, que incluya ingresos condicionados mínimos para los grupos sociales que así lo requieran, y que incluya políticas educativas agresivas, que permitan el ascenso social y la integración a la economía moderna de los grupos más pobres de la sociedad.

Las tentaciones populistas en momentos como el actual son, sin duda, el mayor riesgo. Diseñar respuestas simples a problemas complejos, como los que tienen que ver con incentivos y transferencias, es una falacia. Los esquemas simples de atención de la salud, y los regímenes pensionales de reparto simple son esquemas insostenibles, que confieren inmenso poder a los gobernantes de turno, pero que terminan por defraudar a la sociedad en su conjunto. Por ello, se han incorporado al sistema de aseguramiento social agentes especializados en aseguramiento y en gestión del ahorro, para hacerlos viables en el mediano y largo plazo. Por supuesto, tanto el sistema de salud, como el sistema pensional, son susceptibles de mejoras. Pero hay que desconfiar de fórmulas simplistas, que parecen ser la panacea, y que sólo lucen bien porque carecen de análisis estructurados y profundos.

El sistema de salud debe perfeccionar el acceso a los servicios, especialmente en zonas remotas, y debe estructurar nuevas formas de contratación entre aseguradores y prestadores de servicios, en los que primen incentivos adecuados para alcanzar resultados positivos en términos de salud para sus usuarios. Esto incentivará el uso eficiente de los recursos, garantizando la sostenibilidad de un sistema que, por sus características, es sin duda meritorio, y al que los colombianos recurren cada vez más, seguramente confiando en sus bondades.

En aseguramiento social, es necesario establecer un ingreso básico focalizado y condicional, que atienda a poblaciones especialmente vulnerables, como los ancianos y la población en condiciones de indigencia. Ello es viable, y así lo ha demostrado el sistema de ingreso solidario, aunque es hora de extender su cobertura y magnitud. El sistema pensional, por su parte, es susceptible de mejoras, especialmente en la focalización de subsidios, en su cobertura, y en las formas de incentivo que ofrecen a las entidades que gestionan sus recursos.

Pero todo ello, manteniendo un entorno amigable para los negocios, propiciando un esfuerzo colectivo de transformación productiva y de innovación, que permita generar riqueza e impulsar el desarrollo productivo. Sacrificar el crecimiento no llevará nunca a mejores resultados. Es la generación de riqueza productiva la que permitirá tener una sociedad más próspera e incluyente, y la que permitirá desplegar un sistema de aseguramiento social profundo y efectivo.

Referencias

Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) (2022). *Productividad de la economía colombiana. Año 2021*pr. [Presentación de PowerPoint \(dane.gov.co\)](https://dane.gov.co)

Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) (2022). *Producto Interno Bruto. Principales resultados cuarto trimestre y año total. 2021*. [Mercado \(dane.gov.co\)](https://dane.gov.co)

Capítulo 3

Nowcast de la actividad económica en Colombia a partir de indicadores líderes y las tendencias de Google

Alejandra Arteaga¹¹

Felipe Agudelo¹²

Isaac Hurtado¹³

Sara Gómez¹⁴

Diego Montañez¹⁵

El retraso en la publicación de datos de variables macroeconómicas clave presenta una limitación para los tomadores de decisiones al restringir su capacidad para evaluar con precisión las condiciones actuales. Estos lapsos de tiempo hacen que el *Nowcast* (predicción inmediata) sea de vital importancia para evaluar el estado de la economía en tiempo real. El problema es de mayor importancia en los mercados emergentes (Colombia), donde los retrasos en la publicación suelen ser más largos que en los países desarrollados.

La disponibilidad de datos permitiría a los responsables de la toma de decisiones observar las tendencias a medida que se desarrollan, puede mejorar la calidad de las evaluaciones económicas y, a su vez, las decisiones que informan. A lo anterior, se suma que una de las grandes lecciones de la pandemia a nivel mundial es la necesidad de contar con información oportuna, detallada y de alta frecuencia, para la rápida respuesta por parte de las autoridades económicas y gobiernos. En consecuencia, en esta sección se estima el estado actual de la economía colombiana usando datos convencionales, como los indicadores líderes (venta de

¹¹ Alejandra Arteaga. Estudiante de pregrado en Economía de la Universidad EAFIT, integrante del Grupo de Coyuntura Económica. E-mail: arteagaa@eafit.edu.co

¹² Felipe Agudelo. Estudiante de pregrado en ingeniería matemática de la Universidad EAFIT, integrante del Grupo de Coyuntura Económica. E-mail: jfagudelov@eafit.edu.co

¹³ Isaac Hurtado. Magíster en Economía de la Universidad EAFIT. Integrante del Grupo de Coyuntura Económica. E-mail: ihurtado@eafit.edu.co

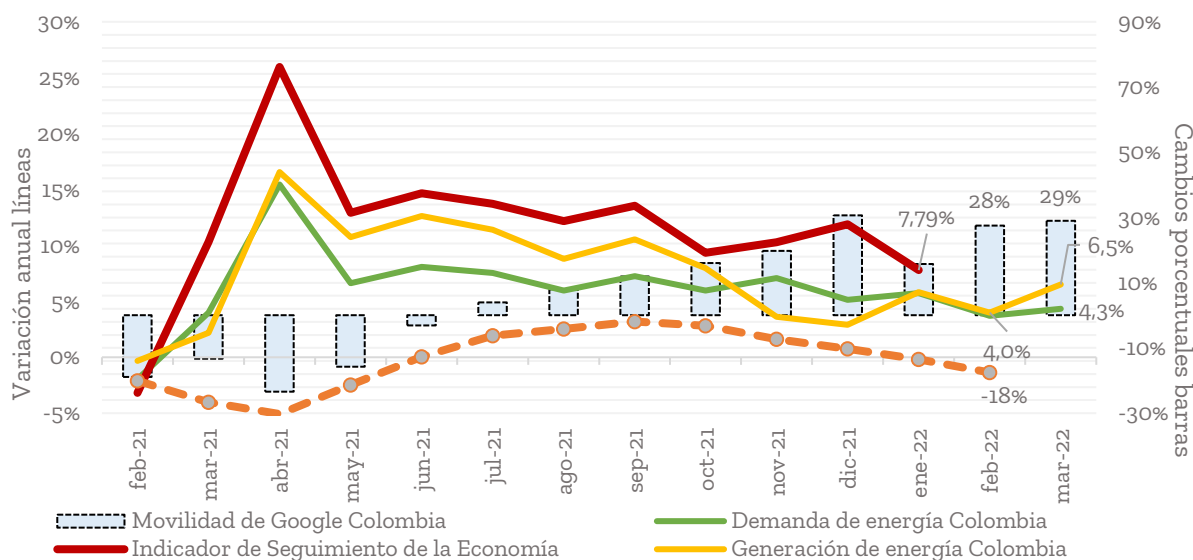
¹⁴ Sara Gómez. Estudiante de pregrado en Economía de la Universidad EAFIT, integrante del Grupo de Coyuntura Económica. E-mail: sgomez10@eafit.edu.co

¹⁵ Diego Montañez. Consultant at Inter-American Development Bank. Integrante del Grupo de Coyuntura Económica. E-mail: dfmontaneh@eafit.edu.co

autos, demanda de energía, índices de confianza, entre otros con frecuencia mensual), y datos no convencionales, como *Google Trends* y *Google Mobility* (con frecuencia diaria) que son el complemento ideal de nuestro Nowcast EAFIT bajo un enfoque de *Machine Learning*.

El 2022 ha iniciado con altibajos macroeconómicos, causados por la situación entre Rusia y Ucrania, la incertidumbre electoral, las altas volatilidades en los precios internacionales y el preocupante incremento de la inflación a nivel local e internacional. Para evaluar la situación, en primer lugar, desde una perspectiva mensual, es importante resaltar el Indicador de Seguimiento a la Economía (**ISE**), y tres variables que cuentan con una publicación de alta frecuencia, cómo lo son la demanda y generación de energía del Sistema Interconectado Nacional (**SIN**) y la movilidad de Google Colombia. La variación anual de líneas representa el cambio porcentual del mes 2022 respecto al mismo del 2021, mientras que la variación anual de las barras, muestra el cambio porcentual respecto a la movilidad de enero 2020.

Figura 8. Evolución de los principales indicadores líderes en Colombia 2022.

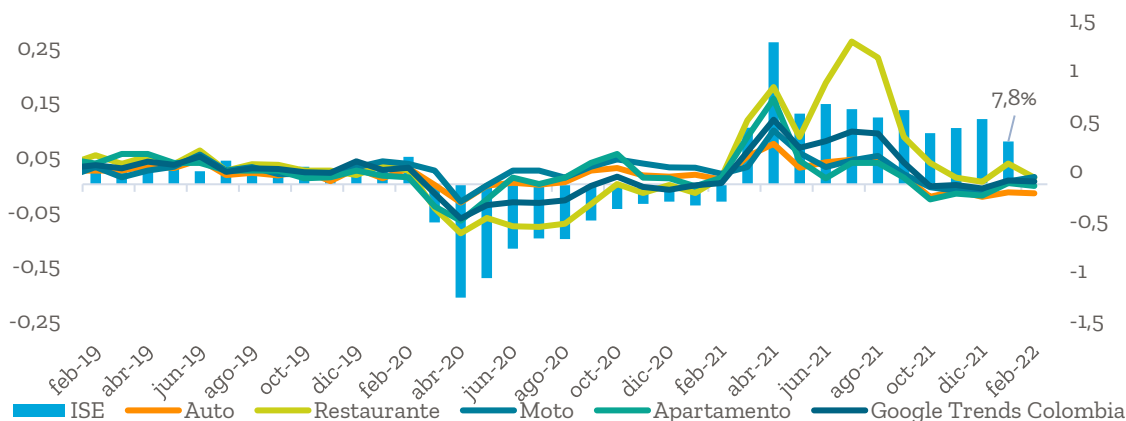


Fuente: Cálculos equipo Nowcast con datos DANE, Portal de XM (a marzo 16 del 2022), *Google Mobility* (a marzo 15 del 2022) y Fedesarrollo.

Es importante destacar, que tanto febrero como marzo muestran señales de estabilización del crecimiento económico, teniendo el punto más alto en diciembre en la mayoría de indicadores cómo la movilidad de Google en Colombia y, repuntando la demanda y generación de energía, cuestión que se ve reflejada en la estimación de nuestro Nowcast.

Otros datos importantes a la hora de ver tendencias adelantas de la actividad económica son las búsquedas de los colombianos en Google. Cómo se muestra en la **Figura 9**, las barras que corresponden a la variación anual del ISE presenta un comportamiento similar a las distintas palabras claves, con la ventaja que se puede contar con información en tiempo real.

Figura 9. Evolución de la actividad económica y las búsquedas de los colombianos Google.

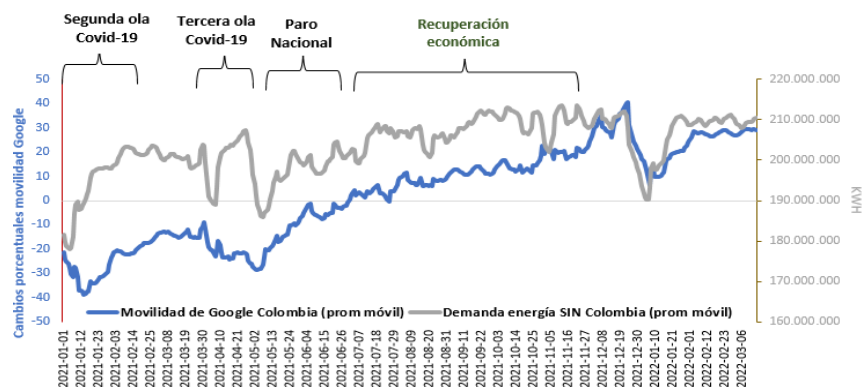


Fuente: Cálculos equipo Nowcast del grupo Coyuntura Económica con datos de Google Trends (a marzo del 2022) y DANE.

Cabe destacar que, en los meses de enero, febrero y lo corrido de marzo del 2022 se han estabilizado las series de las tendencias de Google, una señal de la estabilización de la actividad económica, es decir, la economía sigue creciendo, pero a menor fuerza que el último trimestre del 2021.

Continuando en esta misma línea, pero esta vez, recurriendo de nuevo a datos de alta frecuencia, se presenta la evolución de los datos de la demanda energía del sistema interconectado para Colombia, tomando también un promedio móvil de 7 días para suavizar el comportamiento y la movilidad Google Colombia que se construye usando el promedio de la movilidad de comercio, estaciones de transporte, lugares de trabajo y farmacias, todas las series con frecuencia diaria. Así, la **Figura 10** muestra la evolución de dos proxys de la actividad económica en sus distintas fases que ha experimentado en el año 2021 y lo corrido de principio de año del 2022 hasta mediados de marzo.

Figura 10. Datos de alta frecuencia: demanda de energía del Sistema Interconectado Nacional (SIN) y Movilidad de Google Colombia.

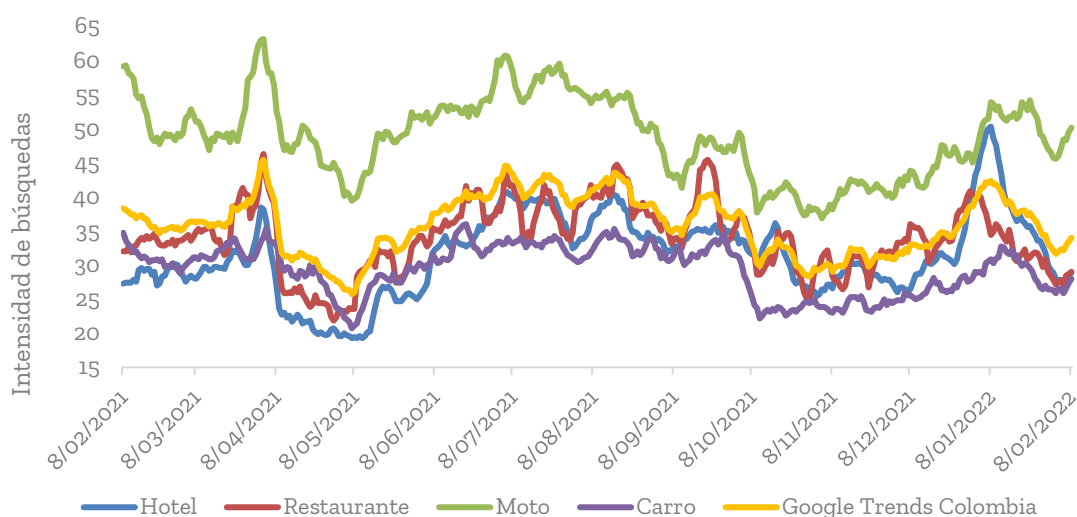


Fuente: Cálculos equipo Nowcast del Grupo Coyuntura Económica con datos del Portal BI de XM (a marzo 15 del 2022) y Google Mobility (a marzo 14 del 2021).

La **Figura 10** ilustra perfectamente el momento de recuperación económica que está experimentando la economía colombiana. Nótese que incluso en el mes de julio la Movilidad de Google Colombia (**línea roja**) pasó a terreno positivo y se mantuvo durante todo el año 2021 y lo transcurrido a febrero del 2022, pero ya con una tendencia más plana, análisis que complementa y confirma el punto anterior de las tendencias de Google. De forma similar la demanda de energía ha venido aumentando de forma vertiginosa, especialmente en el tercer y cuarto trimestre del 2021, lo que se ve reflejado en las estimaciones mensuales del Nowcast.

Ahora bien, para ver en detalle y con frecuencia diaria también, se presenta las tendencias de Google y sus principales variables claves de búsqueda de los colombianos.

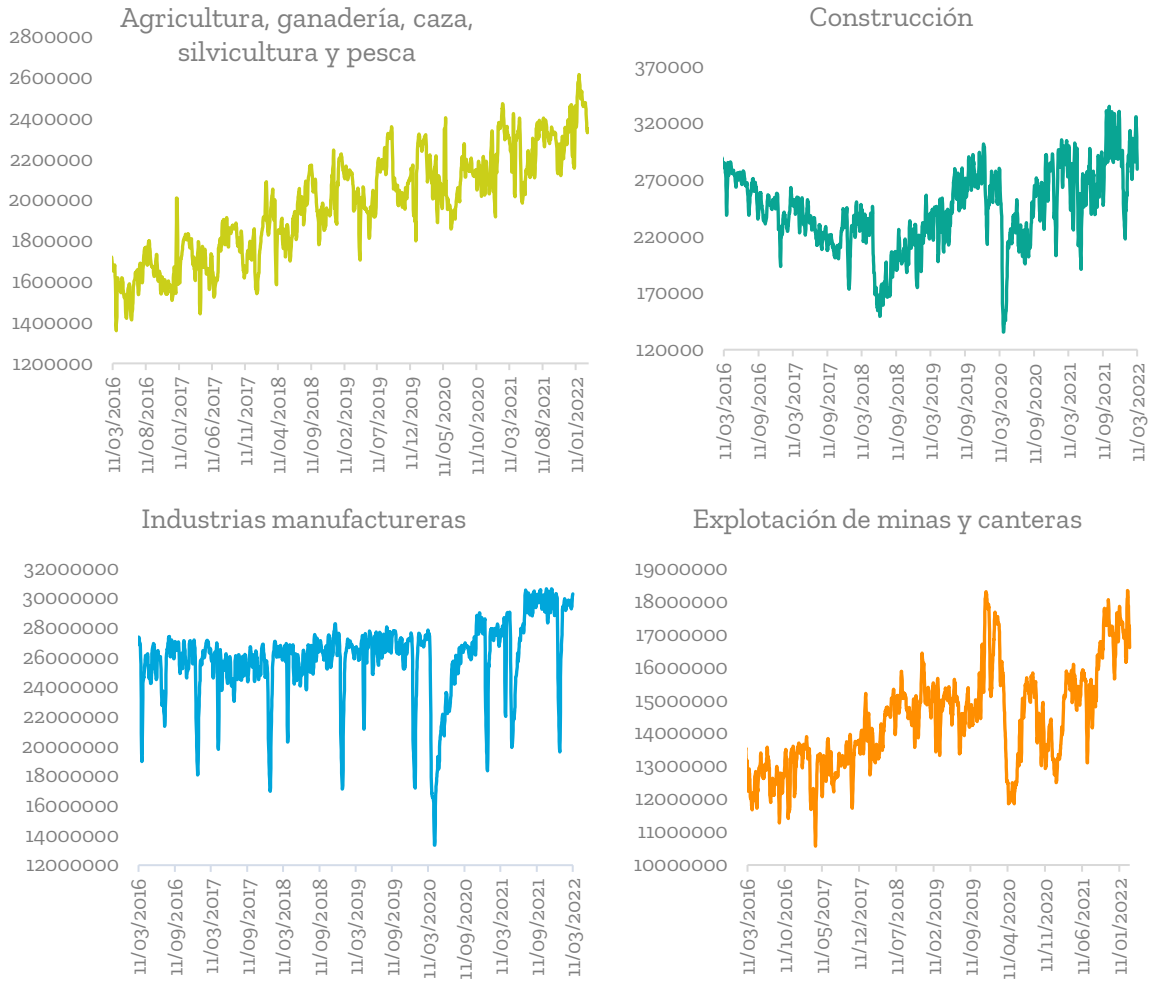
Figura 11. Datos de alta frecuencia: Tendencias de Google en Colombia



Fuente: Cálculos equipo Nowcast con datos de Google Trends (a febrero del 2022).

Ahora bien, no sólo es posible obtener información rápida y oportuna para toda la actividad económica, sino que también se puede desagregar por sector económico. De esta manera, en lo que se refiere a la información más anticipada por sector económico, contamos con la demanda comercial no regulada del portal BI de XM que se encuentra con frecuencia diaria. Así pues, teniendo en cuenta dicha demanda de energía, es posible ver un proxy del estado actual del sector agro, construcción, industrias manufactureras y de explotación de minas y canteras, que son las de mayor participación. La **Figura 12** muestra la demanda de energía usada en cada uno de los sectores analizados en Colombia. Cabe destacar el buen desempeño de las series en agricultura, construcción y explotación de minas y canteras en todo lo corrido del año 2022.

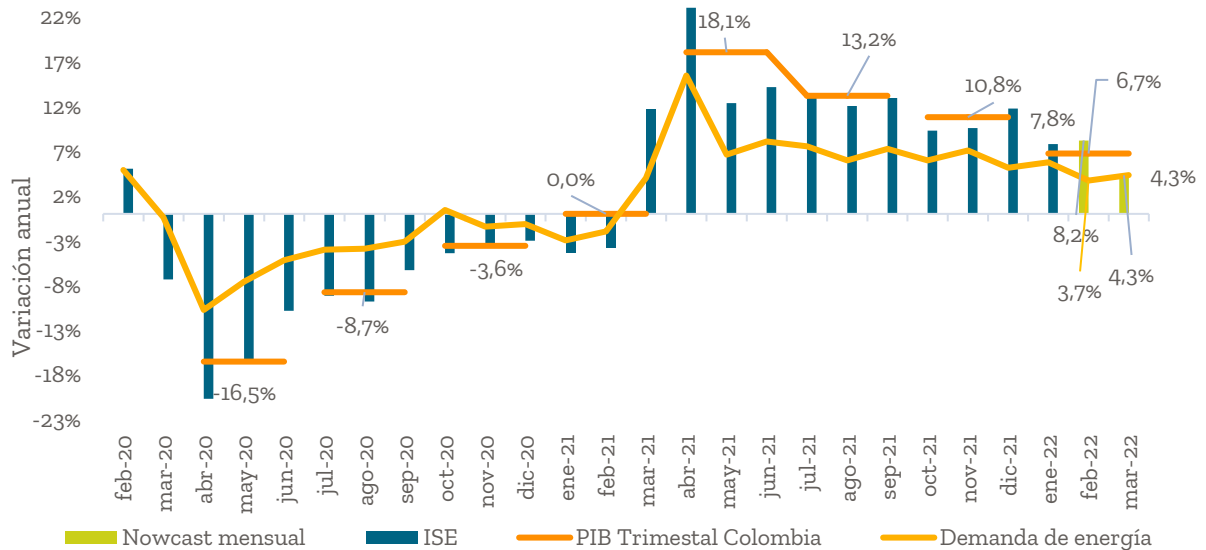
Figura 12. demanda de energía por sector a marzo del 2022



Fuente: Elaboración del equipo Nowcast con datos del portal XM a marzo del 2022

En consecuencia, se encuentra en nuestro Nowcast_GT un crecimiento estimado en el rango de **4,1%** y **8,8%**, con un valor más probable de **6,74%**, para el primer trimestre del año 2022 en Colombia, lo que implica una mejora de **0,8 puntos porcentuales** respecto a nuestra estimación Nowcast de febrero (**5,9%**).

Figura 13. Resultados Nowcast del PIB Colombia en el primer trimestre del 2022.



Variación interanual	NowCast 2022 Q1	6,74 %
-----------------------------	------------------------	---------------

Fuente: Estimaciones equipo Nowcast del Grupo Coyuntura Económica

Referencias

- Bolhuis, M. A., & Rayner, B. (2020). Deus ex Machina? A Framework for Macro Forecasting with Machine Learning. *IMF Working Papers*.
- Bortoli, C., & Combes, S. (2015). Contribution from Google Trends for forecasting the short-term economic outlook in France: limited avenues. *Institut National de la Statistique et des Études Économiques*. <https://www.insee.fr/en/statistiques/1408911?sommaire=1408916>
- Carrière-Swallow, Y., & Labbé, F. (2013). Nowcasting with Google Trends in an emerging market. *Journal of Forecasting*, 32(4), 289-298. <https://doi.org/10.1002/for.1252>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística [DANE]. (2021). *Estadísticas por tema*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema>
- Fornaro, P., & Henri, L. (2020). Nowcasting Finnish real economic activity: a machine learning approach. *Empirical Economics*, 58(1), 55–71.
- Google Mobility. (2021). *Informes de movilidad local*. <https://www.google.com/covid19/mobility/>
- Google Trends. (2021). *Búsquedas de consumo en Colombia*.
- Portal BI Información Inteligente [XM]. (2021). *Históricos de demanda*. <http://portalbissrs.xm.com.co/dmnd/Paginas/Historicos/Historicos.aspx>
- Nagao, S., Takeda, F., & Tanaka, R. (2019). Nowcasting of the US unemployment rate using Google Trends. *Finance Research Letters*, 30, 103-109.
- Woloszko, N. (2020), "Tracking activity in real time with Google Trends", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1634, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/6b9c7518-en>.

Capítulo 4

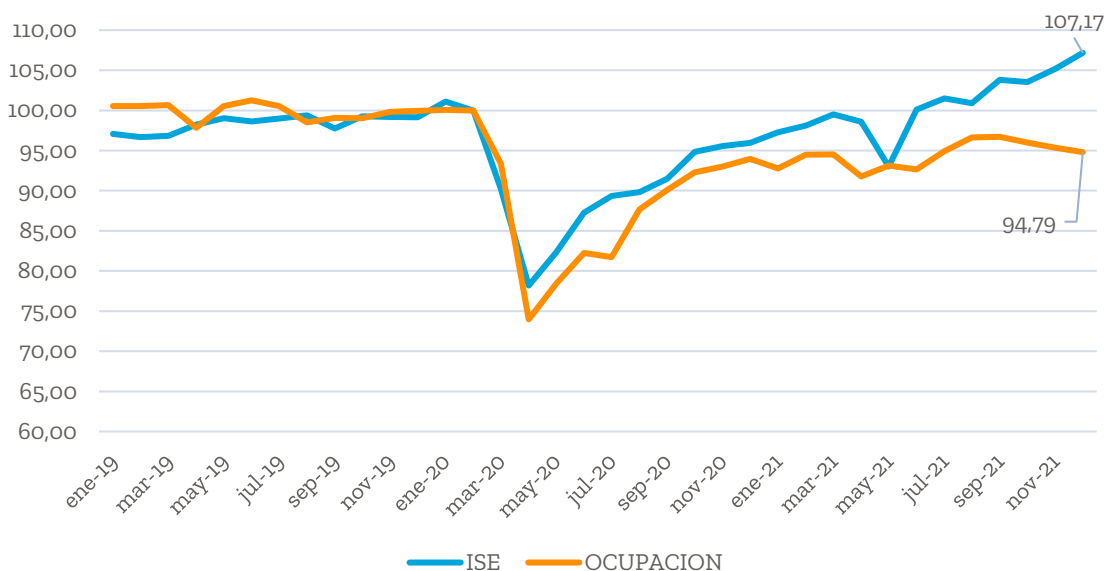
El mercado laboral colombiano: Informalidad, transformación productiva y desempleo

Jesús Botero García¹⁶

1. El rezago del empleo en la recuperación

La recuperación económica colombiana no ha sido intensiva en trabajo, como lo ilustra la Figura 14: mientras el Índice de Seguimiento a la Economía (**ISE**) cerró en año en **107,17** respecto a febrero de 2020, el Índice de Ocupación estaba en **94,79** sobre la misma base.

Figura 14. ISE vs Índice de Ocupación. 2019-2021. Base: febrero 2020=100.



Fuente: DANE (2022). Producto Interno Bruto. Principales resultados cuarto trimestre y año total. 2021.

Hay tres posibles hipótesis para explicar el fenómeno: 1) un rezago transitorio del empleo, mientras se consolida la recuperación en la economía; 2) una recomposición sectorial del mismo, hacia sectores de bajo crecimiento o de baja participación; o 3) un cambio tecnológico

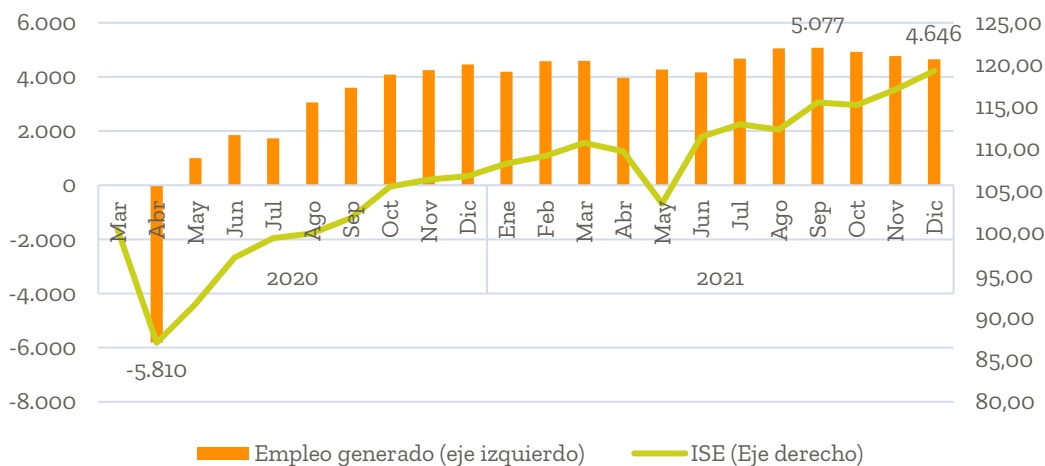
¹⁶ Jesús Botero García, profesor del Departamento de Economía y Director del Grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jabotero@eafit.edu.co.

disruptivo, asociado a la cuarta revolución industrial y al auge de la virtualidad, que ha impulsado la adopción de las innovaciones asociadas a ella.

La primera hipótesis no parece consistente con la **Figura 14**, en la que la fase final del año muestra crecimiento de la actividad económica, pero decrecimiento en el índice de ocupación. Como lo ilustra también la **Figura 15**, que muestra el empleo neto generado desde febrero de 2020 según la serie desestacionalizada del DANE, la recuperación del empleo habría avanzado bien hasta septiembre de 2021, pero se habría desacelerado desde entonces, mientras la actividad económica, medida por el ISE, habría mantenido su dinamismo.

La segunda hipótesis es más difícil de analizar, pero la **Figura 16**, que compara el crecimiento del empleo sectorial con el crecimiento de la rama y con su participación en el PIB, parece indicar que, si bien el empleo crece más en las ramas que más participación tienen en el PIB, no son ellas las que tienen un mayor crecimiento.

Figura 15. Empleo neto generado respecto a febrero 2020 vs. ISE.

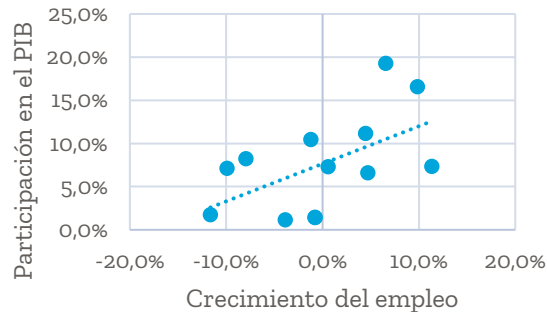


Fuente: DANE, serie desestacionalizada de empleo, diciembre de 2021. ISE. Enero 2022. Cálculos propios.

Figura 16. Crecimiento del empleo vs crecimiento del VA por ramas. 2021-IV vs. 2020-I.



Figura 17. Crecimiento del empleo vs participación de la rama en el PIB. 2021-IV vs 2020-I.



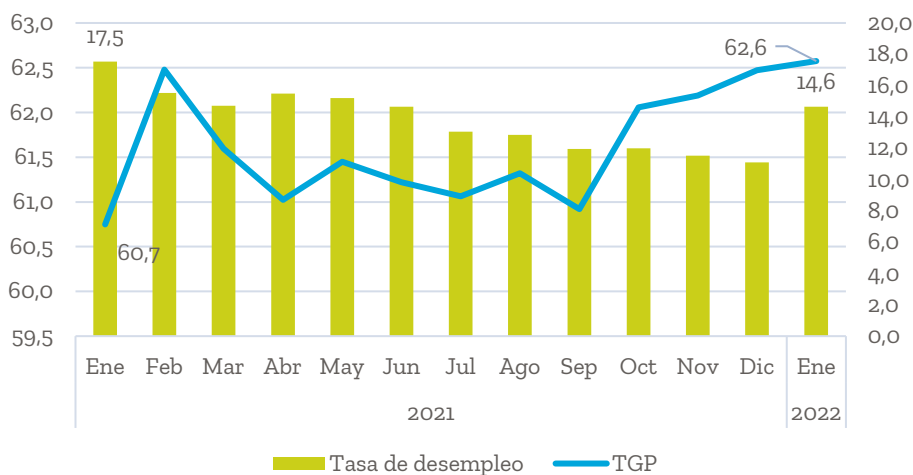
Fuente: DANE- GEIH. PIB trimestral. Cálculos propios

La tercera hipótesis debería ser analizada: aquella según la cual, se está produciendo un cambio técnico importante, que está afectando el empleo total, y que requerirá de acciones expresas de impulso a nuevas fuentes de empleo, para retornar a los niveles de ocupación observados antes de la pandemia. El país debe emprender por ello el camino de una profunda transformación productiva que, basada en la innovación, en lo que se denomina *nearshoring* (y más recientemente, *friendshoring*) y en la privilegiada dotación de recursos naturales que nos caracteriza, atraiga capitales a nuevos sectores productivos, en los que pueda generarse empleo de calidad. Ello permitiría corregir los problemas de informalidad y desempleo que afectan el mercado laboral colombiano, contribuyendo así a mejorar el bienestar de los ciudadanos.

2. Evolución reciente del empleo

Los datos de rediseño “marco 2019” de la Gran Encuesta Integrada de Hogares, que han empezado a publicarse este año, muestran, para enero de 2022, una tasa de desempleo del **14,6 %**, inferior en **2,9 %** a la observada en enero de 2021. El empleo se ha incrementado en **1,6 millones** entre ambas fechas. La Tasa Global de Participación ha llegado al **62,6 %**, superando el registro de enero de 2021, en **1,9 puntos porcentuales**.

Figura 18. TGP y Tasa de Desempleo (%).



Fuente: DANE. GEIH. Cálculos propios.

Como consecuencia de lo anterior, la tasa de ocupación se ha elevado, pasando del **51,0 %** al **54,9 %**.

El empleo por ramas presenta un incremento anual (enero de 2022 vs. enero de 2021) del **8,3 %**, que supera el crecimiento anual observado en el ISE (**7,8 %**). Dado que sólo están publicados datos de 2021 y 2022 con el “marco 2018”, será importante esperar la publicación de series históricas completas, para apreciar la importancia de ese indicador en la evolución del empleo. La [Tabla 10](#) resume los datos por ramas.

Tabla 10. Empleo por ramas de actividad económica.

	Enero 2022	Enero 2021	Variación
Actividades primarias			
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	2963	3214	-7,8 %
Actividades secundarias	3620	3284	10,2 %
Industria manufacturera	2069	1837	12,6 %
Construcción	1551	1447	7,2 %
Actividades terciarias	14095	12575	12,1 %
Suministro de electricidad, gas y agua	639	432	47,9 %
Comercio y reparación de vehículos, Transporte y almacenamiento y Alojamiento y servicios de comida	6630	5962	11,2 %
Información y comunicaciones	386	373	3,5 %
Actividades financieras y de seguros	449	386	16,3 %
Actividades inmobiliarias	184	135	36,3 %
Actividades profesionales, científicas, técnicas y servicios administrativos	1706	1443	18,2 %
Administración pública y defensa, educación y atención de la salud humana	4101	3844	6,7 %
No informa	18	39	-53,8 %
TOTAL	20696	19112	8,3 %

Fuente: DANE. GEIH. Cálculos propios

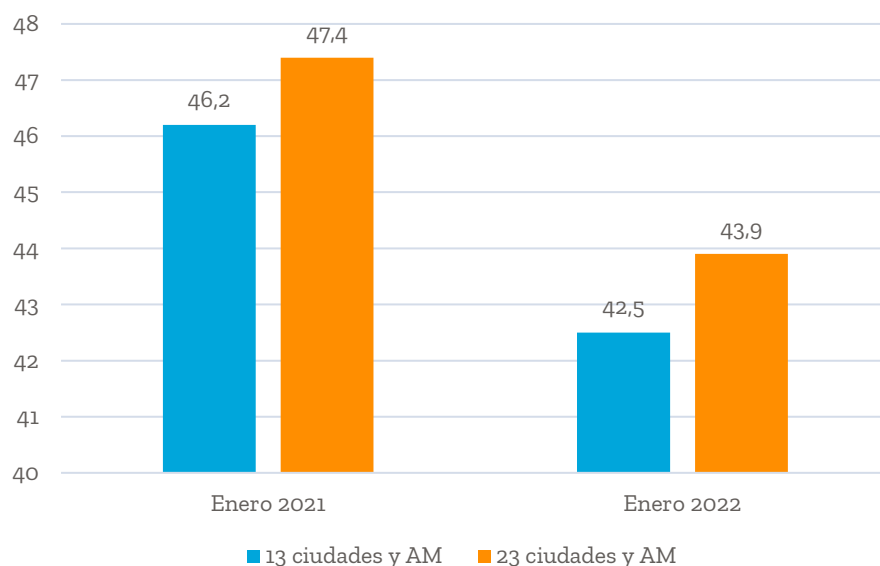
En cuanto al tipo de ocupación, el empleo por cuenta propia sigue superando al empleo particular, como lo ilustra la [Tabla 11](#), aunque la informalidad ha descendido de manera importante entre enero de 2021 y 2022, pasando para las 23 ciudades y áreas metropolitanas del **47,4 %** al **43,9 %**, como lo ilustra la [Figura 19](#).

Tabla 11. Empleo por posición ocupacional.

	Enero 2022	Enero 2021	Variación absoluta	Participación
Trabajador por cuenta propia	8816	7710	1106	56,2 %
Empleado particular	8692	7688	1004	51,0 %
Empleado doméstico	557	444	113	5,7 %
Empleado del Gobierno	991	958	33	1,7 %
Patrón o empleador	556	527	29	1,5 %
Trabajador sin remuneración	1078	1395	-317	-16,1 %
Jornalero o peón	6	389	-383	-19,5 %
Total	20696	19112	1584	80,5 %

Fuente: DANE. GEIH. Cálculos propios

Figura 19. Proporción de población ocupada informal (%).



Fuente: DANE. GEIH.

El desempleo en las 13 áreas metropolitanas se ubica en el **14,8 %**, frente al **19,4 %** de enero de 2021, en tanto que la tasa de participación se ha incrementado, pasando de **63,3 %** a **64,5 %**.

3. Empleo por género e indicadores de ingreso.

Tras sufrir los mayores rigores de la fase inicial de la pandemia, el empleo femenino experimentó una recuperación dinámica en 2021, como lo ilustra la [Tabla 12](#), que detalla la población ocupada por sexo y rangos de edad, para enero de 2021 y enero de 2022. El **57,6 %** del empleo generado en el último año fue empleo femenino.

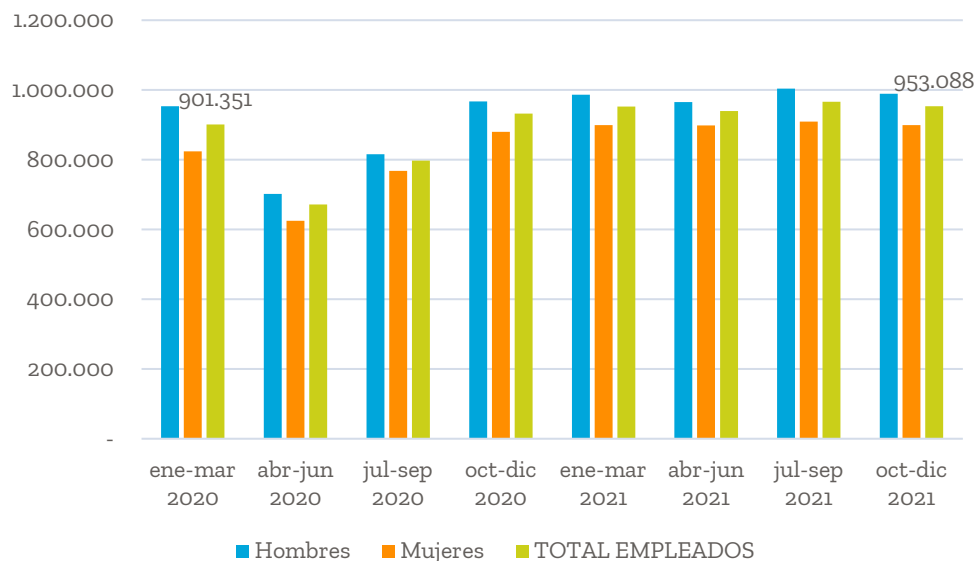
Tabla 12. Población ocupada según sexo y rango de edad.

		Enero 2022	Enero 2021	Variación	Participación
Hombres	15 a 24 años	1.640	1.654	-14	-0,9 %
	25 a 54 años	8.509	8.113	396	25,0 %
	de 55 y mas	2.348	2.059	289	18,3 %
	Total	12.497	11.826	671	42,4 %
Mujeres	16 a 24 años	1.046	930	116	7,3 %
	26 a 54 años	5.915	5.346	569	35,9 %
	de 55 y mas	1.237	1.010	227	14,3 %
	Total	8.198	7.286	912	57,6 %
Gran total		20.695	19.112	1.583	

Fuente: DANE. GEIH

En cuanto al ingreso laboral, el registro del cuarto trimestre de 2021 supera ya el ingreso del primer trimestre de 2020, en **5,74 %**, y ello, tanto para hombres como para mujeres, como lo ilustra la **Figura 20**, que se presenta a continuación.

Figura 20. Evolución del ingreso medio laboral mensual. 2020-2021.



Fuente: GEIH. Cálculos propios.

Las conclusiones del análisis son las siguientes:

- Se sigue presentando una vigorosa generación de empleo, en el marco de la recuperación económica.
- Esa recuperación se refleja, tanto en el empleo masculino, como en el empleo femenino, pero sigue dominando en ella el empleo por cuenta propia.
- Los ingresos laborales promedios se mantuvieron estables durante 2021, estando **ya 5,7 %** por encima de los ingresos observados en el primer trimestre de 2020, cuando se inició la pandemia.
- La informalidad laboral se acerca del **42 %** en las **13 ciudades y áreas metropolitanas**, aunque el empleo por cuenta propia se ubica como el tipo de ocupación de mayor participación.
- Pero sin duda, la dinámica de la recuperación será insuficiente para retornar a los niveles de empleo previos a la pandemia. Será necesario impulsar programas de empleo transitorios, y emprender el camino de la transformación productiva, para mejorar de manera permanente su aporte al bienestar de la población.

Referencias

Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) (2021). Gran Encuesta Integrada de Hogares -GEIH- 2021.

Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) (2022). Producto Interno Bruto. *Principales resultados cuarto trimestre y año total. 2021.*

Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) (2022). Mercado Laboral. *Principales Resultados. Enero 2022. Noviembre 2021-enero 2022.*

Capítulo 5

Inflación y política monetaria

Carlos Esteban Posada P.¹⁷

Liz Londoño-Sierra¹⁸

El mundo está ad portas de dar por terminada la pandemia del COVID-19, pero cuando muchos creían que después de la tormenta vendría la calma, comienzan a observarse las consecuencias de las políticas económicas implementadas en los últimos dos años. Tanto las economías avanzadas como emergentes y en desarrollo se encuentran frente a un fenómeno inflacionario: ¡ha regresado el fantasma de la inflación!, pero ¿podrán, o estarán dispuestos los bancos centrales a combatirlo?; por lo pronto, han sido cautos ante los temores de generar una recesión en el corto plazo y provocar una crisis financiera.

Sargent y Silber (2022a) han indicado que probablemente la Reserva Federal se sienta tranquila al pensar que los agentes forman sus expectativas de manera racional, y, por tanto, que las bajas tasas de interés “pronostican” una baja inflación. Pero resaltan que, quizás, los agentes han comenzado a ajustar sus expectativas de manera adaptativa como en la era de Volcker, cuando los inversionistas se negaron a creer que se implementaría una nueva política; tal negativa tuvo altos costos de reducir la inflación a principios de los ochenta.

Lo cierto es que después de la pandemia los países emergentes y en desarrollo están experimentando altos déficits presupuestales y altos niveles de la inflación. Por lo tanto, se hace necesaria una adecuada coordinación entre las políticas fiscal y monetaria, de manera que ambas sean contractivas. Sargent y Silber (2022b) han insistido en que la lección de Volcker para la situación actual es: *“Without decreasing the budget deficit, combating inflation with monetary policy is like entering a heavyweight championship competition with one hand tied behind your back”*.

1. La inflación colombiana en febrero

El DANE ha reportado que la tasa de inflación de febrero (el aumento del **IPC** entre enero y febrero) fue **1,63 %**, así que en lo corrido del año la inflación es **3,33 %** y la tasa anual de inflación (últimos 12 meses) **8,01 %**, siendo estos los valores más altos en los últimos diez años. Es posible,

¹⁷ Profesor del Departamento de Economía, integrante del grupo de Coyuntura Económica; Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. cposad25@eafit.edu.co

¹⁸ Profesora de cátedra del Departamento de Economía, estudiante del Doctorado en Economía; Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. llondo11@eafit.edu.co

entonces, que la inflación de 2022 supere el rango meta establecido por el Banco de la República.

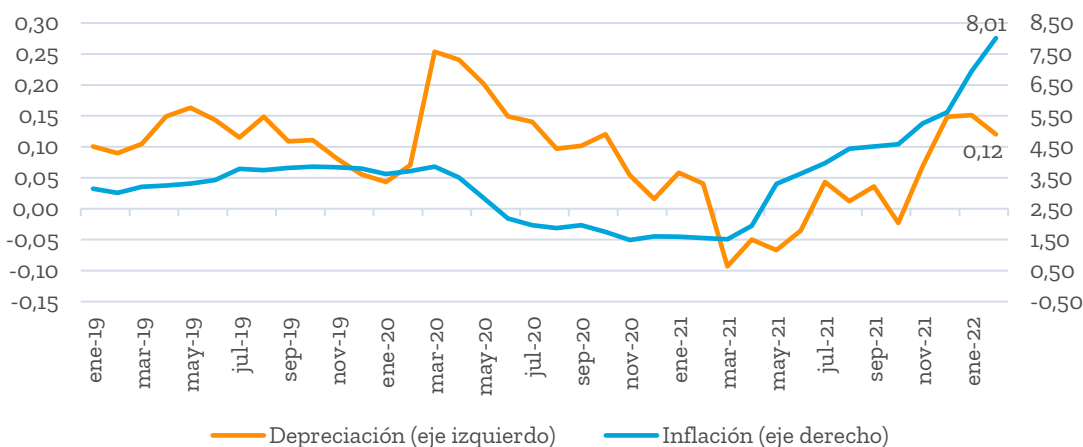
La contribución a la inflación de febrero fue asociada, principalmente, a las siguientes divisiones de gasto: alimentos y bebidas no alcohólicas (**0,59 %**), alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles (**0,23 %**), restaurantes y hoteles (**0,22 %**) y educación (**0,18 %**). El mayor incremento se registró en productos como las papas, la leche, frutas frescas, arroz, electricidad, productos de limpieza y mantenimiento, arriendos imputados, carne de res y derivados, educación preescolar, básica primaria y secundaria.

Por su parte, la inflación de febrero para los pobres fue de **1,8 %** (anual **9,71 %**) mientras que para las familias de altos ingresos fue de **1,48 %** (anual **6,36 %**). Esto se explica porque en la medición de la canasta de las familias pobres tiene un mayor peso alimentos y bebidas no alcohólicas (**23,78 %**) mientras que en la canasta de familias de altos ingresos dicho rubro representa **8,16 %**. Es decir, un aumento de los precios de los alimentos abrió más la brecha de poder de compra de los ingresos nominales entre familias de bajos ingresos y familias de altos ingresos.

2. La tasa de cambio

En Colombia, la devaluación es un factor determinante del aumento de la inflación (Figura 21). Desde mediados de marzo del año pasado, la tasa de cambio (pesos/dólar) muestra una tendencia creciente. Probablemente, los factores que estén explicando el aumento de la tasa de cambio sean dos: el aumento en el precio del dólar frente a sus principales socios comerciales desde el inicio del segundo semestre del año pasado (Figura 22) y la mayor percepción del riesgo (por nacionales y extranjeros) con respecto a la situación política del país, sobre todo desde el llamado "paro nacional" de 2021. (Figura 23 y Figura 24)

Figura 21. Colombia. Inflación anual mensualizada versus depreciación anual del peso frente al dólar (TRM promedio de cada mes frente al mismo mes del año anterior). Enero 2019 – febrero 2022.



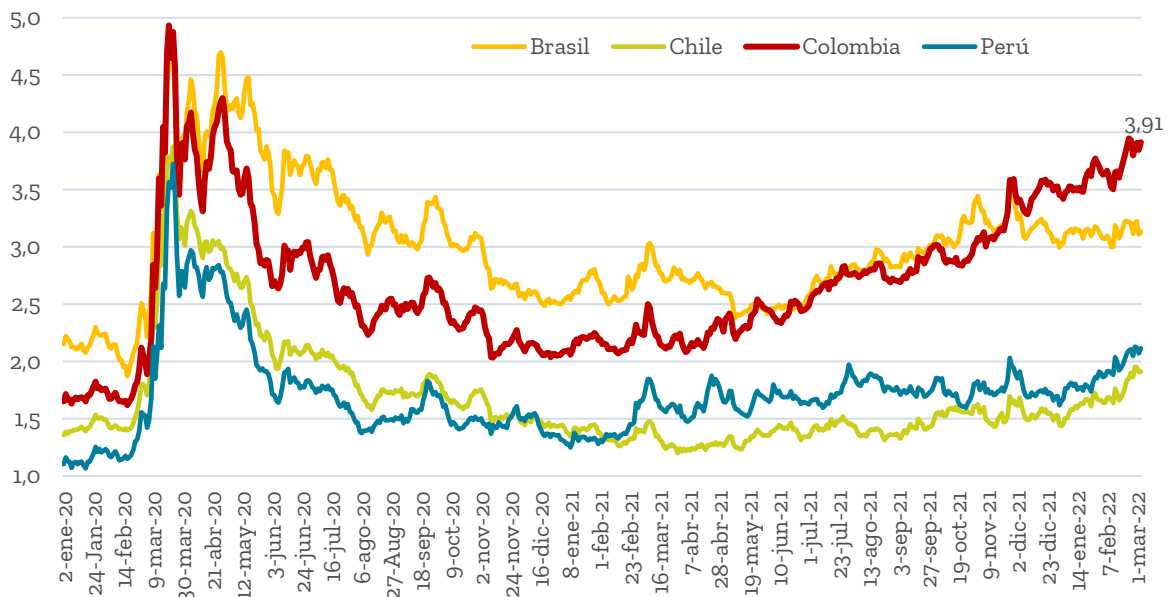
Fuente: Cálculos propios. Departamento Nacional de Estadística -DANE-(2022a) y Banco de la República (2022c)

Figura 22. Valor del dólar con respecto a otras monedas (socios comerciales). Septiembre 3 de 2019 – febrero 25 de 2022.



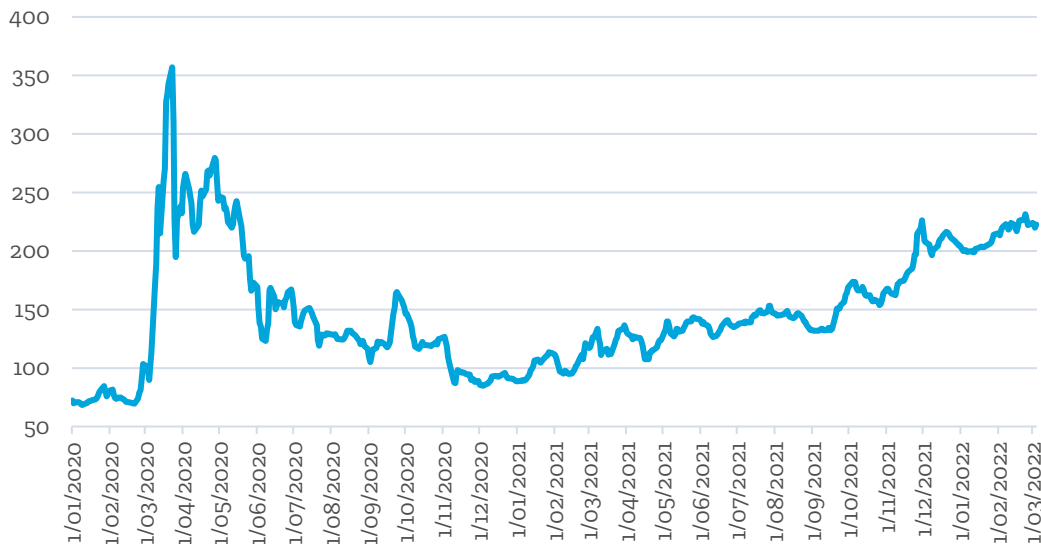
Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis (2022c)

Figura 23. Indicador de prima de riesgo sobre la deuda de cada país: EMBIG (Emerging Markets Bonds Index). Enero 2020 – 3 de marzo 2022.



Fuente: Invenómica (2022) con datos de J.P. Morgan Chase

Figura 24. Prima de riesgo en Credit Default Swaps (CDS a 5 años) Colombia. Enero 1 de 2020 – marzo 4 de 2022).

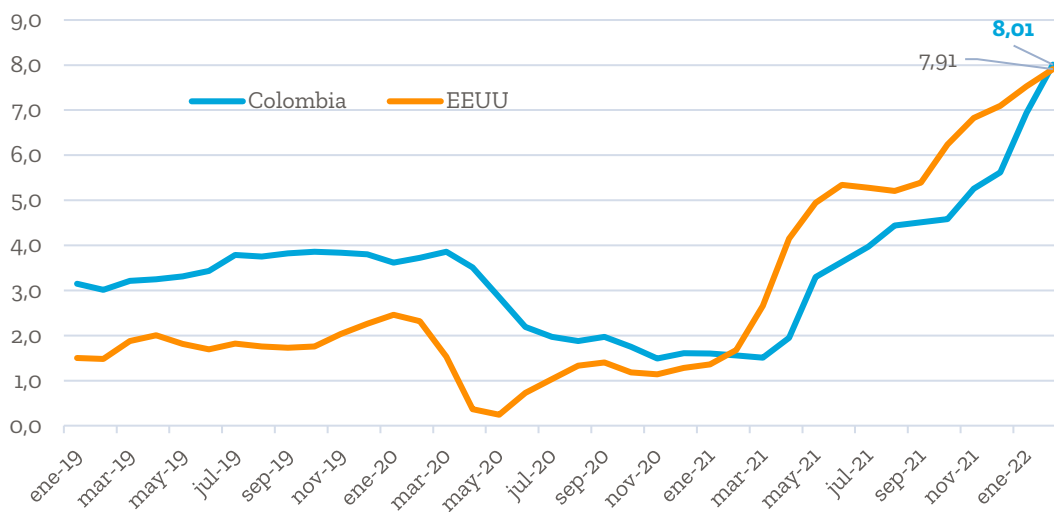


Fuente: Bloomberg (2022)

3. Las expectativas de inflación

La inflación en Colombia ha tenido una senda creciente y persistente a partir de febrero de 2021 (Figura 25). Tanto la inflación como las expectativas de inflación de Estados Unidos son variables exógenas que, en ausencia de una política monetaria anti-inflacionaria colombiana, ayudarían a determinar la inflación en nuestro caso (Figura 26 y Figura 27)

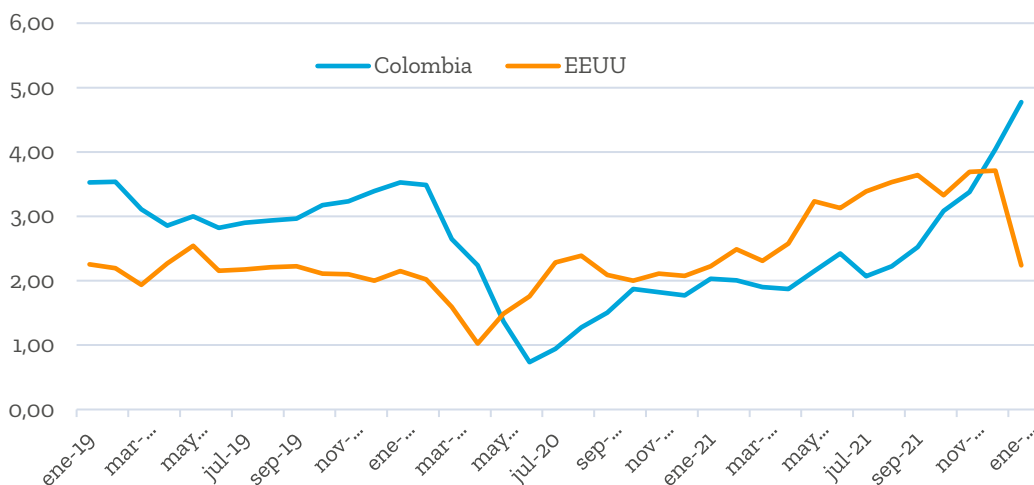
Figura 25. Inflación anual mensualizada. Enero 2019 – febrero 2022.



Fuente: Cálculos propios. DANE (2022a) y Federal Reserve Bank of St. Louis (2022g)

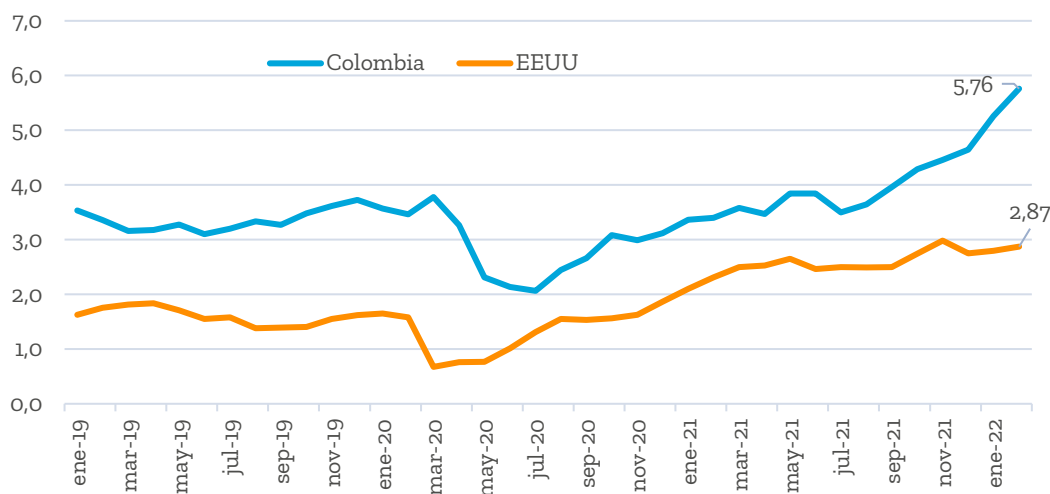
En un ambiente de alta liquidez mundial, las expectativas de inflación de Estados Unidos y de Colombia han estado aumentando y desancladas. Además, al parecer, los agentes están formando sus expectativas de manera adaptativa, es decir, tienen en cuenta la información requerida solo para realizar de manera intuitiva y sencilla un pronóstico que está sujeto a posibles errores sistemáticos. El problema, al respecto, es que los efectos macroeconómicos de la política monetaria antinflacionaria dependerán de que tanto creen los agentes en la capacidad de la autoridad monetaria de hacer todo lo que esté a su alcance para lograr controlar la inflación y llevarla a su nivel de largo plazo.

Figura 26. Expectativas de inflación para el próximo año (las correspondientes a Colombia son las implícitas en las negociaciones de títulos de deuda pública) enero 2019 – enero 2022. % anual.



Fuente: Cálculos propios. Federal Reserve Bank of St. Louis (2022 d,h) y Banco de la República (2022a). Para la expectativa de inflación a un año de Estados Unidos se tomó el promedio entre la serie calculada por el Banco de Cleveland y los resultados de la serie de la Universidad de Michigan, que dentro de su metodología incluye una encuesta de percepción de la inflación por parte de los consumidores.

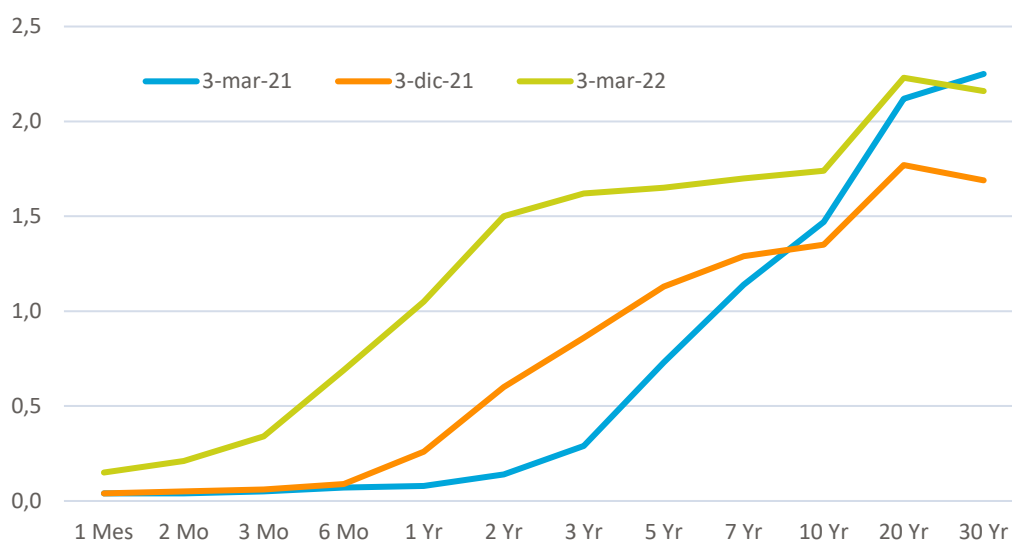
Figura 27. Expectativas de inflación para los próximos cinco años (implícitas en las negociaciones de títulos de deuda pública) enero 2019 – enero 2022. % anual.



Fuente: Cálculos propios. Federal Reserve Bank of St. Louis (2022f) y Banco de la República (2022a). Para la expectativa en Estados Unidos se toma la variable “Breakeven Inflation Rate – Five Years”. Para Colombia la variable resulta de comparar las tasas de rendimiento “cero cupón” de los TES en pesos y en UVR.

Las mayores expectativas sobre la tasa de crecimiento del PIB real de Estados Unidos y sobre su tasa de inflación media en los próximos 5 años están empujando al alza las tasas de rendimiento nominal de los títulos de la deuda pública estadounidense. Sin embargo, sorprende que los aumentos de las tasas ya se están dando en los plazos más cortos; esto muestra que “los mercados” ya están contemplando un próximo incremento de la tasa de referencia de política. (Figura 28)

Figura 28. EE.UU. Curvas de rendimiento de los títulos de deuda pública (rendimientos del tesoro).



Fuente: U.S Department of the Treasury (2022)

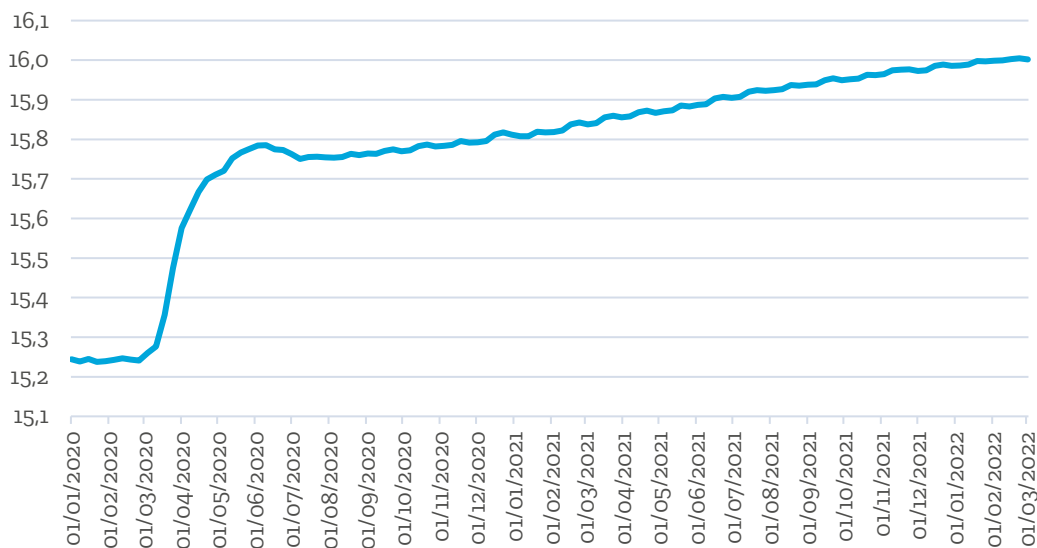
4. Política monetaria

La política monetaria en Estados Unidos sigue siendo expansiva en parte por el temor de adoptar medidas que produzcan una recesión o una crisis financiera. Sin embargo, las demoras para revertir tal política están llevando a que los agentes pierdan la confianza en la capacidad del banco central de hacer lo necesario para controlar la inflación.

¿Qué tan creíble es la promesa de la Reserva Federal de comenzar a ejecutar una política monetaria contractiva? A finales del año pasado la Reserva Federal anunció ponerle tope al crecimiento de la oferta monetaria; sin embargo, todavía se sigue ejecutando la política monetaria no convencional aprobada en marzo de 2020 (*Quantitative easing*) para seguir expandiendo la cantidad de dinero en la economía (Figura 29 y Figura 30). Por lo pronto, Jerome Powell ha anunciado que propondrá, en la próxima reunión en marzo, un incremento

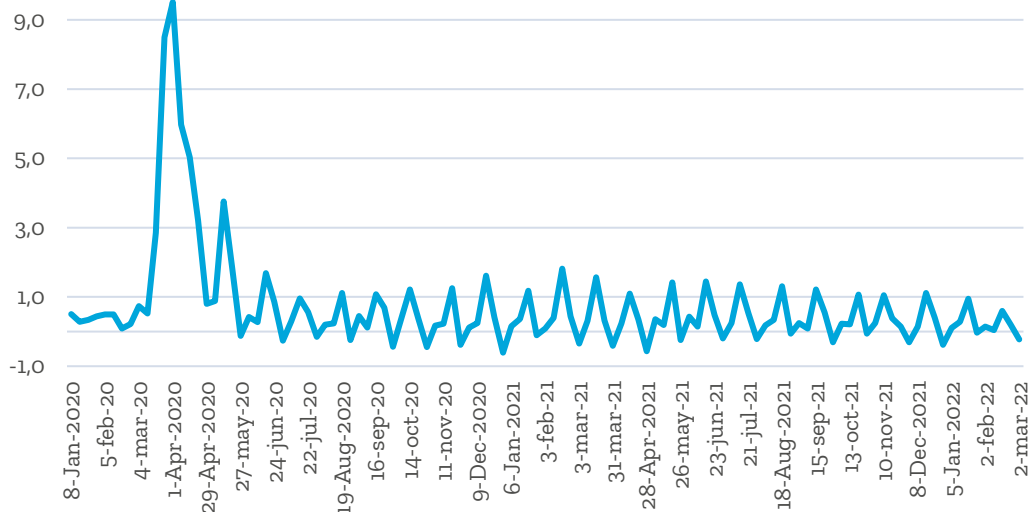
de su meta para la *Federal Funds Rate* de 25 puntos porcentuales y que probablemente, se den uno o dos aumentos más en el año 2022. Consideramos que la política monetaria de Estados Unidos sigue siendo blanda, es decir, con la suavidad y lentitud supuestamente requeridas para causar el menor daño colateral posible, pero prolongando, quizás durante demasiado tiempo, una inflación excesiva.

Figura 29. EEUU. Activo (financiero) total, de todos los bancos de la Reserva Federal (semanal). La variable está medida en logaritmos. Enero 2020 -marzo 2022.



Fuente: Cálculos propios. Federal Reserve Bank of St. Louis (2022b)

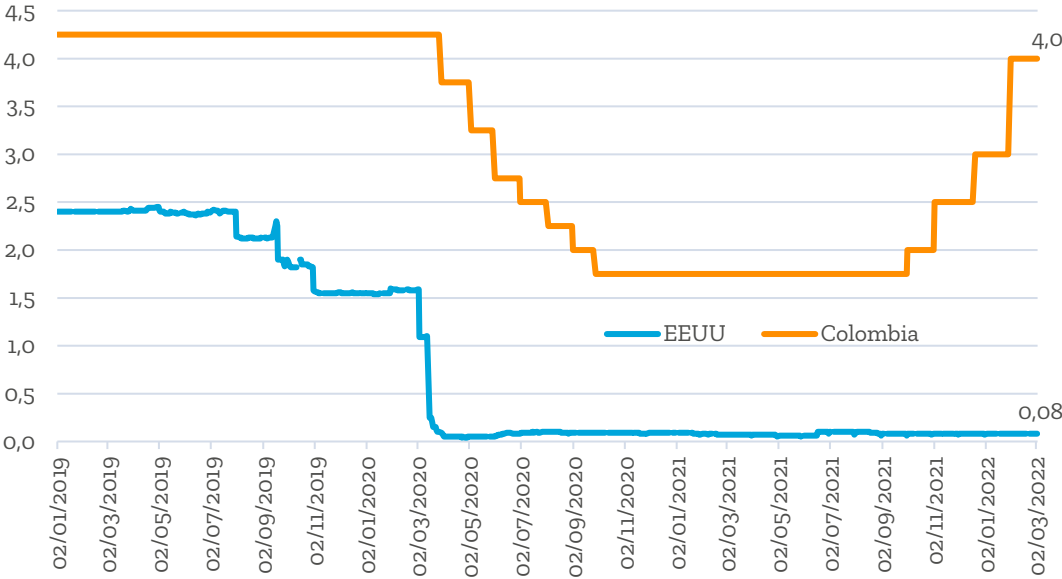
Figura 30. EE. UU. Activos: cartera incondicional en títulos. Tasa de crecimiento (cambio del logaritmo) frecuencia semanal. Enero 2020 -marzo 2022.



Fuente: Cálculos propios. Federal Reserve Bank of St. Louis (2022a). Serie, Assets: Securities Held Outright

En el caso colombiano, el Banco de la República ha ido incrementando la tasa de interés de política a niveles cercanos a los de prepandemia, aunque con las expectativas de inflación desancladas. Esperemos que, en las próximas reuniones, la Junta Directiva del Banco de la República continúe la tarea de imponer una trayectoria alcista de la tasa de política que sea compatible con la meta de inflación en un entorno de crecimiento económico. Porque como lo mencionamos en el informe trimestral del Grupo de Coyuntura Económica de finales de 2021, de no haber aumentado la tasa y no continuar aumentándola, lo que podría pasar casi con certeza sería peor: permitir un aumento más rápido de la tasa de cambio, un desborde mayor y más prolongado de la inflación, el ascenso de las expectativas y, después, una consecuente recesión.

Figura 31. Tasa de interés de política (Colombia) y tasa de "fondos federales" (Estados Unidos). 1 de enero de 2019 – 3 de marzo de 2022. % (equivalente anual)



Fuente: Banco de la República (2022b) y Federal Reserve Bank of St. Louis (2022e)

Referencias

- Banco de la República (2021a). *Tasa cero cupón en pesos y en UVR*.
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tes>
- Banco de la República (2021b). *Tasa de interés de política monetaria*.
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tasas-interes-politica-monetaria>
- Banco de la República (2021c). *Tasa representativa del mercado*.
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/trm>
- Bloomberg (2022). *Credit default Swaps, Ticker: CCOL1U5 Curncy*. Consultado el 5 de marzo de 2022.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2022a). *Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Assets: Securities Held Outright: Securities Held Outright: Wednesday Level [WSHOSHO]*. Consultado el 5 de marzo de 2022.
<https://fred.stlouisfed.org/series/WSHOSHO>
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2022b). *Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Assets: Total Assets: Total Assets (Less Eliminations from Consolidation): Wednesday Level [WALCL]*. Consultado el 5 de marzo de 2022.
<https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2022c). *Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Nominal Broad U.S. Dollar Index [DTWEXBGS]*. Consultado el 5 de marzo de 2022.
<https://fred.stlouisfed.org/series/DTWEXBGS>
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2022d). *Federal Reserve Bank of Cleveland, 1-Year Expected Inflation [EXPINF1YR]*. Consultado el 5 de marzo de 2022.
<https://fred.stlouisfed.org/series/EXPINF1YR>
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2022e). *Federal Reserve Bank of New York, Effective Federal Funds Rate [EFFR]*. Consultado el 5 de marzo de 2022.
<https://fred.stlouisfed.org/series/EFFR>
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2022f). *5-Year Breakeven Inflation Rate [T5YIE]*. Consultado el 20 de febrero de 2022. <https://fred.stlouisfed.org/series/T5YIE>
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2022g). *U.S. Bureau of Labor Statistics, Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items in U.S. City Average [CPIAUCSL]*. Consultado el 20 de febrero de 2022. <https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL>,
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2022h). *University of Michigan, University of Michigan: Inflation Expectation [MICH]*. Consultado el 5 de marzo de 2022.
<https://fred.stlouisfed.org/series/MICH>

Departamento Nacional de Estadística - DANE- (2022a). *Índice de precios al consumidor. Índices de series de empalme.*
https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/ipc/feb22/IPC_Indices.xlsx

Inveconómica (2022). *Riesgo país EMBI, frecuencia diaria.*
<https://www.invenomica.com.ar/riesgo-pais-embj-america-latina-serie-historica/>

Sargent, T. & Silber, W. (2022 a). *The Market Is Too Serene About Inflation: As in the early 1980s, new realities test the idea that interest rates reflect 'rational expectations.* Consultado el 11 de enero de 2022. <https://www.wsj.com/articles/the-market-is-too-serene-about-inflation-interest-rate-paul-volcker-fomc-federal-reserve-price-stability-11641933266>

Sargent, T., Silber, W. (2022 b). *Inflation, Deficits and Paul Volcker: The Fed chairman who tamed runaway prices understood Congress's role in unleashing them.* Consultado el 3 de marzo de 2022. <https://www.wsj.com/articles/inflation-deficits-and-paul-volcker-fed-reserve-monetary-policy-debt-spending-11646339742>

U.S Daily Treasury Par Yield Curve Rates (2022). Consultado el 5 de marzo de 2022.
https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value=2022

Capítulo 6

Balanza de Pagos, cuarto trimestre de 2021

Humberto Franco González¹⁹

Al analizar los **resultados generales** de la cuenta corriente y de la cuenta financiera de la balanza de pagos colombiana durante **el cuarto trimestre (T4) del de 2021**, se evidencia, por un lado, un crecimiento en el **déficit de cuenta corriente** en un monto de **US\$3.147,07 millones** en relación con el observado en el mismo periodo del año anterior (de **-US\$2.988,45 millones** de 2020, a **-US\$6.135,52 millones T4 de 2021 (-7 % del PIB)** y por el otro, una **cuenta financiera** que exhibe una mayor entrada neta de capitales (**US\$2.954,63 millones**) al pasar de **-US\$2.601,83 millones** en el T4 de 2020 a **-US\$5.556,46 millones en el T4 de 2021 (-6,4 % del PIB)**.

Este es un resultado, que por supuesto enciende los semáforos por la mayor vulnerabilidad externa del país. Está acorde con el comportamiento de la actividad productiva, dada la recuperación en las labores productivas y de consumo que de manera notoria se viene presentando desde mediados del año 2020, si se tiene presente que en esta cuenta se registran los ingresos de un país en relación con sus gastos y, en consecuencia, las posibilidades que se tienen para financiar la inversión con ahorro doméstico, el que dependerá de la mencionada relación ingreso-gasto.

De hecho, los positivos resultados que se observan en el PIB se ven reflejados en las cifras de las principales cuentas de la balanza de pagos del país, no solo a través del incremento del déficit en cuenta corriente, sino en las fuentes de financiación de dicho déficit. Tal y como se presenta a continuación, acudiendo 1) a un breve recuento de la balanza de pagos durante el cuarto trimestre del año 2021 y, 2) lugar analizando su desempeño en comparación con el T3 y en el acumulado del mismo año a diciembre²⁰.

Desde la perspectiva empírica, los causales del incremento del déficit corriente del país en el T4 en relación con el mismo trimestre de 2020, son el mayor saldo deficitario de la balanza comercial, al que se le debe sumar el de la renta factorial que, como ha solido ocurrir en muchos años, ha sido una cuenta deficitaria. Por su parte, el amortiguador tradicional de este

¹⁹ Humberto Franco González, profesor del departamento de Economía y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: hfranco@eafit.edu.co

²⁰ Las cifras suministradas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas DANE permiten evidenciar un crecimiento del PIB del 13,2 % en el T3 y del 10,8% en el T4, luego de crecimientos del 17,6 % en el T2 y del 1,1 % en el T1.

desbalance en el caso colombiano ha sido las transferencias corrientes que también, de manera casi usual, se han constituido en el colchón del déficit corriente nacional, con un notorio aporte de las remesas de los nacionales colombianos radicados en el exterior.

En el primero de los casos, **balanza comercial T4**, mientras **las exportaciones** se incrementaron **43,9 %**, sobre todo por los buenos precios de nuestras exportaciones tradicionales ya que los volúmenes vendidos al exterior se han reducido principalmente en el caso del petróleo, **las importaciones** lo hicieron en una mayor proporción (**54,8 %**) en el mismo periodo, dada la persistencia de los problemas de transporte en el comercio mundial y la creciente tendencia del tipo de cambio, encareciendo el valor de los bienes y servicios importados. Estos hechos se tradujeron en un significativo **crecimiento del déficit comercial (105,3 %)**, incremento que en valores absolutos fue del orden de **-US\$3.147,07 millones**, tal cual se puede inferir de las cifras presentadas en la siguiente **Tabla 13**, donde se observa que el déficit comercial pasó de **-US\$2.988,45 millones** en el T4 de 2020 a **-US\$6.135,52 millones**.

Tabla 13. Cuenta Corriente de Colombia T4 2020 - T4 2021 (Cifras en millones de dólares).

Cuenta/Periodo	T4 2020	T4 2021
Cuenta corriente	-2.988,45	-6.135,52
Crédito (exportaciones)	13.880,69	19.972,08
Débito (importaciones)	16.869,14	26.107,60
Balanza comercial. (Bienes y servicios)	-4.110,53	-6.128,14
Crédito (exportaciones)	9.945,84	12.916
Débito (importaciones)	14.056,38	18.509
Renta factorial (Ingreso primario)	-1.353,10	-2.889,95
Crédito	1.188,89	1.411,42
Débito	2.541,99	4.301,37
Transferencias corrientes (Ingreso secundario)	2.475,18	2.882,57
Crédito	2.745,95	3.182,10
Débito	270,77	299,53

Fuente: Banco de la República, Balanza de Pagos, marzo de 2022.

En el caso de los ingresos primarios o **renta de factores**, se debe mencionar que, además de registrar un mayor déficit (creció **US\$-1.536,85 millones, 113,58 %**, al pasar de **US\$-1.353,10 millones** a **US\$-2.889,95 millones**), se constituyó en el segundo factor explicativo del incremento del desbalance corriente durante el cuarto trimestre de 2021. Este hecho se explica por los mayores egresos de utilidades hacia los países de origen de las empresas externas que invierten en el país, principalmente las del sector petrolero. En este caso, mientras los ingresos factoriales sumaron **US\$1.411,42 millones** en el T4 de 2021, soportados en ingresos obtenidos por inversionistas nacionales en el exterior y por la inversión nacional de cartera, los egresos factoriales en el mismo trimestre fueron de **US\$4.301,37 millones**, explicados por pagos de dividendos e intereses por la inversión extranjera de cartera.

En relación con las **transferencias corrientes** o ingresos secundarios, se evidenció un incremento del **16,46 %**, dado su paso de **US\$2.475,18 millones** a **US\$2.882,57 millones**, casi que igualando el saldo negativo de los pagos factoriales y, en consecuencia, haciendo menor el déficit en cuenta corriente. Dicho registro lo explican en mayor medida las **remesas** de los trabajadores colombianos residentes en el exterior, recursos que ascendieron a **US\$2.168,87 millones** aproximadamente, cifra que representa un crecimiento del **20,6 %** en relación con el cuarto trimestre de 2020 cuando este rubro ascendió a **US\$1.917,87 millones**, y cuyos principales países de origen siguieron siendo Estados Unidos (probablemente favorecidas por la prolongación del apoyo fiscal de su gobierno a los más afectados por la pandemia) y España, además de una recuperación de las que provienen de América Latina²¹.

En lo concerniente al desempeño de la **Cuenta Financiera** durante el trimestre en consideración, se puede manifestar que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fue financiado mediante las formas tradicionales a las que el país ha solido acudir, esto es, la inversión directa y la inversión extranjera de cartera en sus diferentes modalidades. En este sentido la **cuenta financiera** registró flujos de capital por valor de **US\$-5.556,46 millones** donde sobresalen en su orden la categoría otra inversión (**US\$-4.288,55 millones**) comportamiento que obedeció en gran medida a movimientos del Gobierno central al tomar más deuda y al desacumular activos en el exterior relacionados con los DEG asignados por el Fondo Monetario Internacional (**FMI**), inversión directa (**-US\$1.077,79 millones**) y la inversión de cartera **US\$-474,68 millones** (mayor demanda extranjera por activos financieros del país), además de que los derivados financieros registraron salidas por **US\$896,79 millones**, en tanto que las reservas internacionales tuvieron una variación de **US\$134,97 millones**.

Tabla 14. Cuenta Financiera de Colombia T4 2020 - T4 2021 (Cifras en millones de dólares).

Cuenta/Periodo	T4 2020	T4 2021
Cuenta financiera	-2.601,83	-5.556,46
Inversión directa	-1.836,02	-1.077,79
Inversión Extranjera Directa IED (Pasivos netos incurridos)	2.068,86	2.157,94
Inversión de cartera	1.481,92	-474,68
Inversión Extranjera de Cartera IEC (Pasivos netos incurridos)	1.600,82	2.496,87
Derivados financieros	560,93	149,58
Otra inversión	-3.391,53	-4.288,55
Préstamos y otros créditos externos (Pasivos netos incurridos)	5.079,14	2.586,90
Activos de reserva	1.704,73	134,97
Errores y omisiones netos	386,62	579,06

Fuente: Banco de la República, Balanza de Pagos marzo de 2022.

²¹ Las entidades públicas, el Gobierno, los organismos no gubernamentales y las instituciones sin ánimo de lucro fueron los destinos de estos recursos externos, en tanto que las transferencias que se hicieron desde el país fueron los aportes a los organismos internacionales en los que Colombia está inscrito, operaciones relacionadas con seguros contratados con el exterior y el envío de remesas y donaciones a no residentes (Banco de la República, 2022).

1. Balanza de pagos T4 vs. T3 de 2021y año corrido al T4 de 2021

Mientras al cerrar el tercer trimestre de 2021, la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de **5,9 %** como porcentaje del **PIB** trimestral (**US\$-4.793,75 millones**), dicho déficit fue el **7 %** del PIB en el T4 del mismo año, comportamiento que no solo fue el resultado del incremento del déficit en dólares, sino que también obedeció a la tendencia despreciativa de la tasa de cambio. Tal resultado condujo a que el acumulado **del déficit en cuenta corriente en todo el año 2021 se ubicara en US\$-17.833,17 millones monto equivalente al 5,7 % como porcentaje del PIB**, aproximadamente.

En particular, las cifras entregadas por el emisor colombiano permiten manifestar que tanto el déficit de la cuenta corriente trimestral como la cuenta financiera tuvieron incrementos en relación con sus resultados en el T3 del 2021. Así, mientras en el primero de los casos el déficit corriente en dólares se incrementó en **US\$-1.341,78 millones** (variación de **27,99 %**), la cuenta financiera lo hizo en **US\$-791,20 millones** (variación de **15,84 %**). El detalle de la cuenta corriente evidencia una balanza comercial que incrementa su déficit trimestral en **12,28 %**, al igual que la renta factorial que lo hace en **37,70 %**, en tanto que los ingresos secundarios o transferencias apenas lo hacen el **4,33 %**, resultados derivados de la información seguidamente presentada.

Tabla 15. Cuenta Corriente de Colombia T3 2021 - T4 2021 (Cifras en millones de dólares).

Cuenta/Periodo	T3 2021	T4 2021
Cuenta corriente	-4.793,75	-6.135,52
Crédito (exportaciones)	17.529,56	19.972,08
Débito (importaciones)	22.323,30	26.107,60
Balanza comercial. (Bienes y servicios)	-5.457,93	-6.128,14
Crédito (exportaciones)	13.060,16	15.378,56
Débito (importaciones)	18.518,08	21.506,69
Renta factorial (Ingreso primario)	-2.098,75	-2.889,95
Crédito	1.399,67	1.411,42
Débito	3.498,42	4.301,37
Transferencias corrientes (Ingreso secundario)	2.762,93	2.882,57
Crédito	3.069,73	3.182,10
Débito	306,80	299,53

Fuente: Banco de la República, Balanza de Pagos, marzo de 2022.

Por su parte, la cuenta financiera trimestral, como se mencionó anteriormente, tuvo mayores ingresos de recursos en el T4 en relación con lo ocurrido en el T3 de 2021. En efecto los ingresos de capitales externos netos fueron de **US\$-5.556,46 millones** en T4, resultado en el que otra inversión y la inversión directa fueron las protagonistas con variaciones frente al T3 en su orden de **20,57 %** y **-58,24 %**. La inversión de cartera registra ingresos por **US\$-474,68 millones**,

frente a las salidas de **US\$830,60 millones** presentados en el T3, en tanto que las reservas internacionales presentaron una acumulación trimestral en el T4 de **US\$134,97 millones**, en relación con los **US\$154,46 millones** presentados en el T3, en la siguiente tabla (ver [Tabla 16](#)).

Tabla 16. Cuenta Financiera de Colombia T3 2021 - T4 2021 (Cifras en millones de dólares).

Cuenta/Periodo	T3 2021	T4 2021
Cuenta financiera	-4.796,66	-5.556,46
Inversión directa	-2.580,77	-1.077,79
Inversión Extranjera Directa IED (Pasivos netos incurridos)	2.854,18	2.157,94
Inversión de cartera	830,60	-474,68
Inversión Extranjera de Cartera IEC (Pasivos netos incurridos)	862,91	2.496,87
Derivados financieros	356,06	149,58
Otra inversión	-3.557,01	-4.288,55
Préstamos y otros créditos externos (Pasivos netos incurridos)	7.712,76	2.586,90
Activos de reserva	154,46	134,97
Errores y omisiones netos	-2,92	579,06

Fuente: Banco de la República, Balanza de Pagos marzo de 2022.

Nótese como la Inversión Extranjera Directa, tuvo una notoria desmejora entre los trimestres en consideración (**US\$-696,24 millones**, de **US\$2.854,18** T3, a **US\$2.157,94 millones** T4), obedeciendo a una menor participación en sus dos componentes, la participaciones de capital en fondos de inversión y los instrumentos de deuda; en el primero de los casos la reducción fue de **US\$-517,34 millones** (de **US\$2.386,31 millones** T3, a **US\$1.868,97 millones** T4), mientras que en el segundo fue de **US\$-178,90 millones** (de **US\$467,87 millones** T3, a **US\$288,97 millones** T4).

2. Balanza de Pagos Anual 2020-2021

De modo que, al considerar los **resultados generales** de la cuenta corriente y de la cuenta financiera de la balanza de pagos colombiana durante **el transcurso del año 2021 al T4** frente al mismo periodo del 2020, se observa, por un lado, un aumento en el **déficit de cuenta corriente** en un monto de **US\$-8.626,26 millones** (variación de **93,69 %**) en relación con el observado en el mismo periodo del año 2020 (de **US\$-9.206,91 millones**, **2,95 %** del PIB a **US\$-17.833,17 millones** que equivalen al **5,7 %** del PIB a septiembre) y, por el otro, una **cuenta financiera** que presenta una mayor entrada neta de capitales (**US\$-8.488,27 millones**) al pasar de **US\$-8.190,88 millones** a **US\$-16.679,15 millones** (variación de **103,63 %**, tal como se detalla seguidamente.

Tabla 17. Cuenta Corriente de Colombia 2020 – 2021 (Cifras en millones de dólares).

Cuenta/Periodo	2020	2021
Cuenta corriente	-9.206,91	-17.833,17
Crédito (exportaciones)	52.205,05	68.105,78
Débito (importaciones)	61141,96	85.938,95
Balanza comercial. (Bienes y servicios)	-13.156,09	-20.501,46
Crédito (exportaciones)	38.146,33	50.375,75
Débito (importaciones)	51.302,42	70.877,21
Renta factorial (Ingreso primario)	-4.838,64	-8.054,03
Crédito	4.404,77	5.851,88
Débito	9.243,41	13.905,91
Transferencias corrientes (Ingreso secundario)	8.787,82	10.722,33
Crédito	9.653,95	11.878,16
Débito	866,13	1.155,83

Fuente: Banco de la República, Balanza de Pagos, marzo de 2022.

En efecto, desagregando un poco la anterior información hay que decir, por el lado de la **cuenta corriente** que la **balanza comercial estuvo determinada por** el mantenimiento del buen comportamiento de los precios de las materias primas que exporta el país durante buena parte del año 2021, hecho que favoreció fuertemente los términos de intercambio. De hecho, en promedio, durante los cuatro trimestres de 2021, los precios internacionales de productos como el petróleo y el carbón fueron superiores a los que se tenían antes de la pandemia resultado de la recuperación económica mundial, aunque su producción en el país atentó contra unos mejores resultados en materia exportadora, sobre todo de los *commodities* que vende el país al resto del mundo. Este comportamiento (precios y volúmenes exportados), también fue evidente en el precio del café.

En el caso particular del petróleo la mayor movilidad de las personas sumada a las mejores expectativas en términos de la recuperación económica mundial, han sido factores que han incrementado la demanda de hidrocarburos, en tanto que su oferta ha estado limitada por reducciones en su producción por parte de los países de la **OPEP+** (Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados), además de la insuficiente extracción en países como Estados Unidos, hechos que se suman a las tensiones geopolíticas por el conflicto Rusia-Ucrania que en esos momentos se empezaron a exacerbar. A pesar de ello, la producción del crudo en el país (y también de carbón, aunque este último producto tuvo un repunte en el T4), fue inferior a la que se tenían antes de la pandemia, hecho mencionado anteriormente, por lo que el resultado no fue mejor al reportado.

En este contexto, se puede manifestar que mientras las exportaciones totales alcanzaron un monto de **US\$68.105,78 millones** durante los cuatro trimestres de 2021, las importaciones llegaron a la no despreciable suma de **US\$85.938,95 millones** en el mismo periodo, cifras que dieron lugar a un **déficit en la cuenta corriente por valor de US\$-17.833,17 millones (5,7 % del PIB)** en relación con el año 2020 cuando este déficit arribó a **US\$-9.206,91 millones (2,95 % del PIB)**, con exportaciones totales por valor de **US\$52.205,05 millones** e importaciones por valor de **US\$61.411,96 millones**, cifras que permiten concluir un incremento del déficit corriente nacional del **93,96 %**, situación que coloca los semáforos en rojo, por el incremento en la vulnerabilidad externa del país, ante los resultados que se acaban de presentar, además de la preocupante condición fiscal con déficit en las cuentas gubernamentales del **7,1 %**, resultados que reviven el preocupante tema de los déficits gemelos que ya se volvieron característicos del país.

Un asunto a recalcar en las cuentas externas que se acaban de presentar, es que el incremento del déficit corriente tiene un determinante adicional por el lado de las importaciones, el cual está centrado en el cuello de botella que hoy caracteriza el transporte mundial de productos, cual es el incremento en el precio de los bienes importados, dada la problemática que vienen aquejando a la cadena mundial de suministros, reflejada en mayores costos de transporte y consecuentemente, en el nivel de precios de la mayoría de las economías del mundo, hecho que no es ajeno a nuestro país, con niveles inflacionarios que han llevado al IPC a superar el rango meta de inflación con un acumulado al finalizar el 2021 de **5,62 %**²².

En relación con la **renta factorial** del país en el periodo de análisis, su variación también fue altamente significativa al presentar una modificación del **66,45 %** pues pasó de **US\$-4.838,64 millones** en 2020 a US\$-8.054,03 millones en 2021: En esa dirección, tal y como se ha venido reiterando, la recuperación económica engrosa las utilidades de las compañías con capital extranjero, ganancias que son repatriadas al lugar donde se encuentran las casas matrices de las compañías inversoras. Recuérdese, además, que en esta cuenta también se registra el pago de interés por el uso del capital foráneo en términos de préstamos por parte de las empresas del país.

Finalmente, en el tema de la cuenta corriente se debe anotar que las **transferencias corrientes** o ingresos primarios, tuvieron un crecimiento del **22,01 % (US\$1.934,51 millones)** entre 2021 y 2020, al pasar de **US\$8.787,82 millones** a **US\$10.722,33 millones**, cifras en las que las **remesas** tuvieron su mayor participación, denominador común para cada uno de los trimestres del año. De modo que ellas no solo mantuvieron la dinámica observada en el año de la pandemia, sino que la mejoran, pues mientras en el 2020 los ingresos por **remesas** alcanzaron **US\$6.908,85 millones** en el 2021 sumaron **US\$8.597,25 millones**, además de mantenerse la dinámica de sus

²² El déficit de la balanza comercial en pesos reales se amplió alcanzando niveles mayores que los observados antes de la pandemia, lo que se atribuye al dinamismo de las importaciones en mayor medida que el presentado por las exportaciones, además del comportamiento cambiario y su impacto sobre el IPC a través de los bienes importados (Banco de la República, 2022).

Otro asunto a tener presente es, que al momento de escribir este informe, el IPC reportado por el DANE para febrero fue de 1,63 % con lo que su acumulado anual se ubicó en la preocupante cifra del 8 %, superando ampliamente el techo del rango meta inflacionario del país que es del 4 %, cifras que en el contexto externo, tienen que ver bastante con los bienes importados, sobre todo con los insumos para el sector agropecuario, cuyos precios han sido los más influyentes en el resultado general del IPC

fuentes de envío, dado que Estados Unidos y España siguieron al frente en lo relacionado con sus orígenes, hecho atribuible tanto a que la mayoría de los emigrantes nacionales lo han hecho a esos países, como al apoyo fiscal que los gobiernos de dichos países le han venido haciendo a sus residentes, además de la notable mejoría que muestran sus mercados laborales²³.

Así las cosas, el incremento en el déficit comercial de bienes y servicios, los mayores pagos netos por renta de factores y el incremento en las transferencias corriente, que como se ha reiterado amortiguan estos saldos negativos, han dado lugar al **notable crecimiento del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzando un nivel del 5,7 % del PIB anual**. Valga recordar que el déficit corriente fue de **3,3 %** como proporción del **PIB** en 2020, inferior en **1,1 %** al de 2019 que alcanzó **4,4 %** del PIB.

En el tema de la financiación del déficit corriente de la balanza de pagos de 2021, se puede manifestar que la **cuenta financiera** de la mencionada balanza arrojó ingresos de recursos externos por valor de **US\$-16.679,17 millones** en relación con los obtenidos el año 2020 que ascendieron a **US\$-8.190,88** cifras que implicaron un incremento en la entrada de recursos por **US\$-8.488,27 millones**, equivalentes a una variación de **103,63 %**.

Tabla 18. Cuenta Financiera de Colombia 2020 - 2021 (Cifras en millones de dólares).

Cuenta/Periodo	2020	2021
Cuenta financiera	-8.190,88	-16.679,15
Inversión directa	-5.802,59	-6.040,63
Inversión Extranjera Directa IED (Pasivos netos incurridos)	7.458,62	9.402,47
Inversión de cartera	-1.792,12	-4.405,41
Inversión Extranjera de Cartera IEC (Pasivos netos incurridos)	7.539,07	8.384,04
Derivados financieros	-513,22	366,44
Otra inversión	-4.411,44	-7.253,09
Préstamos y otros créditos externos (Pasivos netos incurridos)	7.896,76	9.451,41
Activos de reserva	4.328,50	653,55
Errores y omisiones netos	1.016,03	1.154,02

Fuente: Banco de la República, Balanza de Pagos marzo de 2022.

Al comparar las variaciones anuales, la **Tabla 18** permite observar, que la entrada de capital neto al país tuvo una reveladora variación del orden de **103,63 %** (de **US\$-8.190,88 millones** a **US\$-16.679,15 millones**), **destacándose la inversión cartera** con incremento porcentual del **145,82 %** (de **US\$-1.792,12 millones** a **US\$-4.405,41 millones**), seguido por la variación del rubro otra inversión **64,42 %** (de **US\$-4.411,44 millones** a **US\$-7.253,09 millones** y por la inversión directa, **4,10 %** (de **US\$-5.802,59 millones** a **US\$-6.040,63 millones**). Salta a la vista la significativa variación de los derivados financieros (**-171,40 %**) pero con los menores montos de financiación de la cuenta corriente (**US\$-513,22 millones** en 2020 y **US\$366,44 millones** en 2021). Al cotejar el comportamiento de los flujos de capital en el país entre los años 2020 y 2021, se evidencia que, si bien se han mantenido las fuentes de financiamiento del déficit corriente,

²³ Las cifras señalan, en consecuencia, que la mayor participación en las transferencias del país está en cabeza de las remesas, con participaciones del 78,6 % en 2020 y 80,1 % en el recién terminado año 2022.

estas se han modificado en términos del monto de recursos con el que participan en dicha financiación.

Otro asunto para destacar en el tema de la financiación del déficit corriente del país es la buena variación que al final se observó en el rubro de la **Inversión Extranjera Directa (IED)**, pues su valor trimestral presentó cierta volatilidad. En efecto, mientras este tipo de inversión **en el acumulado del año alcanzó los US\$9.402,47 millones**, en el año 2020 fue de US\$7.458,62 millones, lo que indica una variación de **26,06 % (US\$1.943,85 millones más)**. Por su parte, para ilustrar con un ejemplo la **volatilidad que evidenció este rubro en el transcurso del año**, se puede manifestar que al cotejar el T1 y el T2 se presentó una disminución trimestral de **US\$-316,26 millones (US\$2.353,31 millones T1 y US\$2.037,05 millones T2)**, para luego reactivarse en el T3 cuando llegó a **US\$2.854,18 millones**, pero descendiendo a **US\$2.157,94 millones** en T4, alcanzando al final del año el buen registro que en el acumulado del año se tuvo (**US\$9.402,47 millones**).

La reducción de la IED entre el T1 y el T2 podría obedecer a la incertidumbre generada en el país a raíz de dos hechos que de manera casi que simultánea pudieron incidir de forma negativa sobre las expectativas de los inversionistas foráneos: por un lado la degradación de la calificación de la deuda por parte de las evaluadoras de riesgo Standard and Poor´s y Moody´s ante el gran desbalance de las cuentas fiscales del país y su consecuente impacto sobre el nivel de la deuda externa y, por el otro, los hechos de orden público registrados entre los meses de mayo y junio, que pudieron ahuyentar recursos provenientes del exterior destinados al apoyo de la actividad productiva por el lado de la inversión directa, porque en materia de precios internacionales de materias primas como el petróleo y el carbón, propias del sector extractivo al que históricamente y en mayor medida se ha dirigido esta inversión, las condiciones han estado dadas para que esta inversión hubiera crecido, en lugar del retroceso que se generó.

En este contexto, se esperaría que el acceso a los capitales externos para el financiamiento del desbalance corriente del país se mantenga, pero a mayores costos, no solo por la degradación de la calificación de la deuda mencionada anteriormente, que incide desfavorablemente en la dinámica de la prima de riesgo del país, sino por el inminente retorno a la normalidad de la política monetaria en Estados Unidos y de los demás países del mundo, lo que llevaría a incrementos en la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal, además de la disminución en la compra de activos que en el pasado reciente le inyectó notable liquidez al mundo en general.

Referencias

Banco de la República (2022). *Estadísticas Balanza de Pagos*.

<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-pagos>

Banco de la República (2022). *Informe de Política Monetaria, enero de 2022*.

<https://www.banrep.gov.co/es/informe-politica-monetaria-octubre-2021-0>

Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) (2022). *Cuentas Nacionales trimestrales*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/cuentas-nacionales-trimestrales>

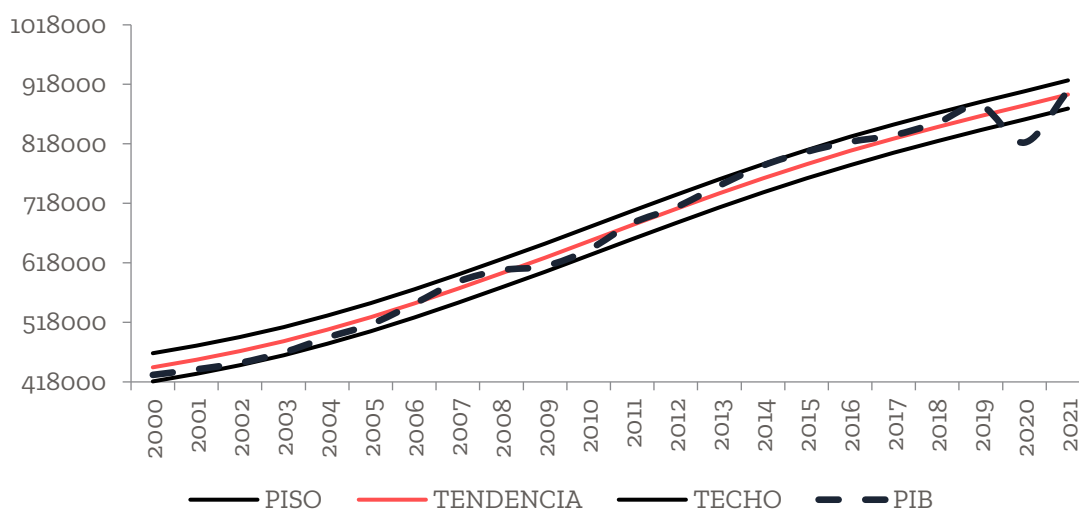
Capítulo 7

Las cuentas fiscales

Álvaro Hurtado Rendón²⁴

La economía colombiana, rápidamente está saliendo de una de las crisis más profundas de su historia reciente, mostrando una rápida recuperación con un crecimiento del **10,6 %** en el año 2021, que muestra un cierre muy temprano de la brecha del producto después de una caída en su crecimiento del **7%** en el 2020 (DANE, 2022). Es así, como al realizar un ejercicio donde se tiene en cuenta el PIB potencial y se compara con dos desviaciones estándar de la brecha del producto hacia arriba y hacia abajo (piso y de techo), se evidencia que esta crisis, es uno de los eventos más atípicos que ha presentado la economía colombiana en los últimos tiempos (Ver **Figura 32**). Su pronta recuperación se encuentra explicada por el entorno internacional y por la rápida respuesta de las políticas públicas, que evitaron escenarios más pesimistas. Sin embargo, los efectos sobre los grupos más vulnerables se exacerbaron, con aumentos en la concentración de la riqueza, la informalidad y un aumento de personas en condición de pobreza, por ende y a pesar de todo, sigue siendo necesario para el Gobierno mitigar esas consecuencias socioeconómicas en el mediano y en el largo plazo (**OCDE, CAF, Unión Europea 2021**). Es así, como la economía colombiana se enfrenta a un desafío excepcional ya que debe enfrentar las estrategias pertinentes para la recuperación en el corto plazo pero además, debe visualizar aspectos pertinentes de mediano y largo plazo como la sostenibilidad fiscal.

Figura 32. Desempeño del PIB 2000-2021.



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) (2022). Cálculos propios

²⁴ Álvaro Hurtado Rendón, profesor del Departamento de Economía y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: ahurtad1@eafit.edu.co

Lo acontecido en el año 2021 con las cuentas fiscales fue positivo ya que muestra un déficit total del Gobierno Nacional Central (**GNC**) del **7,1 %** del PIB y un déficit primario del **3,7 %** del PIB, hecho que mejoró con respecto a las proyecciones del Marco Fiscal de Mediano Plazo (**MFMP**) en un **1,6 %** del PIB, lo proyectado en ambos déficits (**MHCP**, 2021a). Estos resultados, excepcionales se deben a un incremento en los ingresos tributarios y a una política de gasto que ha sido inelástica al incremento en los ingresos del Gobierno en el año 2021. En este apartado, ilustraremos lo acontecido en materia de balances fiscales del año 2021 y el proyectado para el 2022 y, esbozaremos los elementos y discusiones concernientes a la búsqueda de la sostenibilidad fiscal de la economía colombiana.

El balance fiscal del 2021 y el proyectado del 2022.

De acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP, 2022b), los ingresos tributarios netos (descontando Títulos de Devolución de Impuestos (**TIDIS**) y devoluciones en efectivo) del año 2021, ascendieron a **\$162.2 billones COP**, representando un **13,8 %** del PIB, mientras los ingresos no tributarios representaron **1.4 billones COP**, representando un **0,1 %** del PIB (para profundizar al respecto, ver Hurtado, 2022). Los recursos de capital explicados en una proporción elevada por la venta de ISA, representaron **\$25.5 billones COP**, siendo aproximadamente el **2,2 %** del PIB. Estos ingresos generaron unos ingresos totales de \$192 billones COP, mientras los gastos fueron de **\$275 billones COP**, que representaron un **23,4 %** del PIB, explicados en gran medida por unos gastos en intereses de **\$39.6 billones COP (3,4 %** del PIB), de inversión de **\$23.3 billones COP (2 %** del PIB) y de funcionamiento de \$204 billones COP (**17,35 %** del PIB). Esta relación de ingresos y gastos del **GNC**, genera un déficit total de **\$83.1 billones COP** y un déficit primario de **\$43.4 billones COP**, representando un **7,1 %** y un **3,7 %** del PIB, respectivamente (Ver [Tabla 9](#)). A pesar de que estos resultados no son para nada halagadores, son muy buenos comparados con lo que se tenía proyectado dentro del **MFMP** (2021), ya que mejoran las proyecciones en aproximadamente el **1,6 %** del PIB, como se mencionó anteriormente.

De acuerdo con lo proyectado por el **MHCP**, se esperan para el año 2022 unos ingresos totales de **\$201.7 billones COP**, que representarían un **15,7 %** del PIB, siendo una cifra inferior en **0,6 %** del PIB con respecto al año 2021. Este hecho se explica porque para el año 2022 no se tiene el efecto de la venta de ISA sobre los ingresos, donde los recursos de capital representan **\$14.4 billones COP (1,1 %** del PIB). Además, los ingresos tributarios proyectados para el año 2022 son de aproximadamente **\$183.4 billones** que representan el **14,3 %** del PIB, cifra superior en **0,5 %** del PIB con respecto al año 2021. Los gastos totales proyectados son de aproximadamente \$281.6 billones que representa el 22 % del PIB, donde los gastos en intereses ascienden a **\$45.9 billones COP (3,6 %** del PIB), los gastos en funcionamiento son del orden de **\$195.6 billones COP (15,2 %** del PIB) y los gastos de inversión proyectados son de **\$33.2 billones COP (2,6 %** del PIB). Esta relación de ingresos y gastos proyectados para el año 2022, representarán para el GNC un déficit total del **6,2 %** del PIB y un déficit primario del **2,6 %** del PIB (Ver [Tabla 19](#)).

Tabla 19. Balance Fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC).

DESCRIPCIÓN	Año	
	2021	2022
Ingresos Totales	192,058	201,706
Tributarios	162,228	183,469
No tributarios	1,451	1,800
Fondos Especiales	2,842	2,031
Recursos de capital	25,537	14,406
Gastos totales	275,208	281,682
Intereses	39,678	45,955
Funcionamiento	204,054	195,654
Inversión	23,340	33,234
Préstamo Neto	0,19	-
Ley Inversión social-FOME (1)	8,154	6,839
Déficit/Superávit GNC	-83,150	-79,976
Déficit/Superávit primario GNC	-43,47	-34,021
(Déficit/Superávit GNC)/PIB	-7,1 %	-6,2 %
(Déficit/Superávit primario GNC)/PIB	-3,7 %	-2,6 %

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP, 2022b).

La sostenibilidad fiscal en un entorno de recuperación

Es claro que a pesar de los grandes avances que se lograron en el año 2021, la economía colombiana debe empezar a encaminarse nuevamente bajo una senda que le proporcione una estabilidad fiscal, que le permita afrontar shocks negativos, fuertes e inesperados. De acuerdo con el Banco Mundial (2022), los desafíos futuros para la economía colombiana están inmersos en tres objetivos de mediano plazo para la política fiscal, 1) es proteger a los más vulnerables y reducir la pobreza, 2) es apoyar la actividad económica y, 3) es reducir el déficit y la deuda con respecto al PIB. Sin embargo, la reducción del déficit fiscal puede tener efectos nocivos sobre el crecimiento económico en el corto plazo, pero si no se realizan los ajustes pertinentes, se podría afectar aún más el crecimiento económico de largo plazo (Banco Mundial, 2022). Es importante que el Gobierno empiece a proponer los ajustes pertinentes, en materia fiscal, esta discusión debe girar en torno a tres ejes fundamentales; tales como la reforma tributaria estructural, la reforma pensional y la sostenibilidad fiscal.

En cuanto al primero, se tiene que a pesar de que la Ley de Inversión Social (2155 del 2021), inició el ajuste con unos mayores ingresos por tributación, esta debe ser complementada por una reforma adicional. En especial, se requiere que existan aumentos en el número de personas que deban pagar renta y evitar al máximo las deducciones y exenciones que llevan a que solo una pequeña proporción de los colombianos pague el impuesto de renta, ya que solo el **7 %** de los más ricos, son los que efectivamente lo pagan.

El impuesto a la renta de las personas naturales es uno de los impuestos que genera mayores efectos redistributivos y, menos distorsionadores. Para lograr una mayor y mejor calidad en educación, en salud y en servicios públicos, tendrá la clase media que comprometerse en realizar una mayor contribución de los ingresos tributarios, pagando más en este impuesto (Banco Mundial, 2022). El Gobierno debe realizar una revisión y reducción gradual y paulatina de ingresos exentos y no constitutivos de renta de las personas naturales que, según la Comisión de Expertos en Beneficios Tributarios (CBT), los valoró en alrededor de **\$6.5 billones COP** en el 2019 (DIAN, 2021) y, esto debe ser complementada con una revisión a la tasa y a la recaudación como porcentaje del PIB, del Impuesto a la Renta a las Personas Jurídicas, ya que se encuentra en una tasa muy alta con respecto al resto del mundo. También se deben eliminar algunas exclusiones y exenciones correspondientes al IVA, ya que estas reducen ostensiblemente el monto de las recaudaciones. La CBT estimó los gastos tributarios en bienes y servicios excluidos por IVA en 2019 en **\$37.127 billones COP**, los ingresos no percibidos por ingresos exentos de IVA en **\$8.323 billones COP** y, los ingresos no percibidos por tarifas reducidas en **\$3.474 billones COP** (DIAN, 2021). Este pago debe estar compensado mediante un mecanismo de pago dirigido a las personas de bajos ingresos, evitando de esta forma los efectos regresivos en el pago del IVA.

En el segundo eje, se contempla una propuesta de reforma pensional, donde ANIF (2021) propone aumentar la edad requerida para pensionarse, en aproximadamente 5 años, pasando de 57 a 62 años en el caso de las mujeres, y de 62 a 67 años para los hombres (representando aproximadamente un ahorro de **0,24 % del PIB**). Sin embargo, según Fedesarrollo se debe tener en cuenta un ingreso básico que logre combatir la pobreza monetaria en la vejez, brindándole a los adultos de 65 o más años que no alcanzaron su jubilación, el equivalente a medio salario mínimo legal vigente, a través de aportes del presupuesto nacional, hecho que puede representar alrededor del **1,9 % del PIB**, asegurando la cobertura universal que debe estar presente en cualquier reforma pensional (Rodríguez, 2021). Un elemento adicional, debería contemplar la tasa de reemplazo que en la actualidad puede ser del orden del **65 %** y, donde debería evaluarse de manera discrecional su reducción, además de plantear la posibilidad de jubilarse con un ingreso inferior al mínimo como sucede en otros países, donde la pensión puede representar un valor inferior al SMLV y, que en Colombia no es posible por la Constitución Nacional. También, se plantea la posibilidad de reducir la pensión sustitutiva de los sobrevivientes, con excepción de casos en los que los beneficiarios sean menores de 25 años, aún estudiando o en condiciones de vulnerabilidad.

En el tercer aspecto, se debe considerar la evolución de la deuda como un elemento esencial. Con este objetivo, es prioritario que se dé cumplimiento a la nueva regla fiscal, donde el objetivo se encuentra en lograr reducir el nivel de endeudamiento de la economía colombiana, teniendo como base un umbral máximo del **70 %** y un ancla del **55 % del PIB**. De acuerdo con la nueva regla fiscal se proyecta que para el año 2022²⁵ el Balance Primario neto (BPNE) sería de aproximadamente el **-3,0 % del PIB (\$38.5 billones COP)**, donde se presentaría una reducción en los ingresos por efecto del ciclo económico equivalente al **-0,1 % del PIB (\$1.3 billones COP)** y con el petróleo realizando un aporte positivo de **\$3.9 billones COP**, equivalente a **0,3 % del**

²⁵ Artículo 60 de la Ley 2155 de 2021, que modificó el Artículo 5 de la Ley 1473 de 2011.

PIB, dando como resultado un déficit total proyectado para el 2022 del **-6,2 %** y un balance primario del **-2,6 %** del **PIB** para el **GNC** (Ver [Tabla 20](#)).

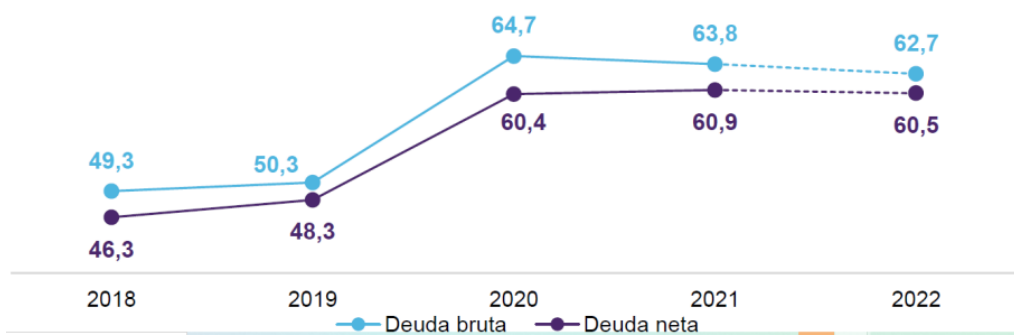
Tabla 20. Descomposición de meta de regla fiscal (Ley 2155 de 2021).

Descripción	\$MM	2022
Balance Primario neto Estructural (BPNE)	-38,5	-3,0 %
Ciclo económico	-1,3	-0,1 %
Ciclo petrolero	3,9	0,3 %
Transacciones de única vez	1,3	0,1 %
Rendimientos	1,3	0,1 %
Balance primario	-33,4	-2,6 %
Intereses	-46,3	-3,6 %
Balance total	-79,7	-6,2 %

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022b) y Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) (2022). Cálculos propios.

Lo anterior mostraría una senda de deuda que apunta hacia una reducción sustantiva gracias al efecto de la rápida recuperación que generó efectos muy positivos en la relación tasa de crecimiento e intereses de la deuda. De esta forma se tiene que la deuda bruta proyectada para el año 2022 de acuerdo con el MHCP (2022b), sería del **62,7 %** y la deuda neta sería del **60,5 %** del **PIB**, cifra que se encuentra muy cercana a lo proyectado para la deuda bruta del año 2032 de **62,8 %** del **PIB** (Ver [Figura 33](#)).

Figura 33. Deuda del GNC como porcentaje del PIB 2018-2022.



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP, 2022b). Tomado de Actualización del Plan Financiero 2022. Pág. 22.

En síntesis, la situación fiscal muestra resultados alentadores en el año 2021 y en lo proyectado para el año 2022, hecho que podría mejorar dado que el incremento en el precio del petróleo como resultado de la crisis actual, desatado por la guerra, tiene efectos marginales representativos en los ingresos tributarios y en los dividendos para el GNC²⁶. Elemento que puede generar un desempeño fiscal más positivo, pero que estaría matizado por los efectos sobre el precio de la gasolina y sobre el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles. Sin embargo, es claro que la economía colombiana debe emprender rápidamente un camino de

²⁶ Teniendo como base que en el Plan financiero de 2022, se proyectó un precio de U\$70 para el barril de petróleo Brent.

reformas que logren consolidar una senda fiscal sostenible en el mediano y largo plazo, donde los consensos y compromisos sociales jugarán un papel determinante en la tan anhelada sostenibilidad fiscal.

Referencias

Asociación Nacional de Intermediarios Financieros (ANIF) (2017). *Elementos para una reforma estructural pensional* (REP). Consultado el 10 de marzo de 2022.

https://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-libro_reforma_pensional.pdf

Banco Mundial (2022). *Revisión de las finanzas públicas de Colombia*. Consultado el 10 de marzo de 2022. <https://www.bancomundial.org/es/country/colombia>

Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) (2021). *Informe de la Comisión de Expertos en Beneficios Tributarios*. Consultado el 15 de marzo de 2022.

<https://www.dian.gov.co/dian/Documents/Informe-Comite-Expertos-DIAN-OCDE2021.pdf>

Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) (2022). *Producto Interno Bruto (PIB) nacional trimestral*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/cuentas-nacionales-trimestrales/pib-informacion-tecnica>

Hurtado, A. (2022). *Informe semanal: Recaudo tributario 2021*.

<https://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/noticias-eventos/Paginas/recaudo-tributario-en-el-ano-2021.aspx>

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2021a). *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (2021). Consultado el 31 de julio de 2022.

https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-165809%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022b). *Plan Financiero 2022*. Consultado el 28 de febrero de 2022.

https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-157138%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) -CAF-Unión Europea- (2021). *Perspectivas económicas de América Latina 2021*. Consultado el 3 de marzo de 2022. https://www.oecd-ilibrary.org/development/perspectivas-economicas-de-america-latina-2021_2958a75d-es

Rodríguez, J. (2021). *Una propuesta ambiciosa de reforma pensional*. Consultado 10 marzo de 2022.

<https://www.fedesarrollo.org.co/sites/default/files/enlosmediosimpreso/razonpublica.com26abril2021.pdf>

Capítulo 8

Resultados del sistema financiero colombiano y mercados financieros a diciembre de 2021

Jaime Alberto Ospina Mejía²⁷

1. Hechos destacables

- Al cierre de diciembre del 2021, los activos del sistema financiero (propios y de terceros) alcanzaron **\$2421 billones**, con un crecimiento real anual de **4,2 %**. De este valor total, los recursos propios alcanzaron **\$1185 billones (48,9 %)**, mientras los recursos a terceros, incluyendo los activos de custodia, alcanzaron **\$1237 billones (51,1 %)**.
- La tendencia de los resultados del sistema financiero es positiva. Al cierre del año, los Establecimientos de Crédito (**EC**) alcanzaron resultados por **\$16.1 billones** (los bancos reportaron utilidades acumuladas por **\$13.9 billones**). Por su parte, las Instituciones Oficiales Especiales (**IOEs**) reportaron utilidades por **\$4 billones**. Le siguen en tercer y cuarto lugar las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías y aseguradoras registrando utilidades por cerca de **\$1 billones** cada sector.
- El crecimiento de la cartera total acumula 5 meses de crecimiento en terreno positivo conforme avanza el ritmo de la recuperación económica. El saldo bruto ascendió a **\$574 billones**, con lo cual el indicador de profundización financiera se ubicó en **48,8 %** del PIB. En términos reales la cartera bruta registró una variación anual de **4,3%**.
- La cartera comercial creció **2,1 %** anual en términos reales, mientras que la cartera de consumo fue la que más aportó al crecimiento del total de cartera, registrando un incremento del **6,8 %** real anual. El portafolio de vivienda creció **6,7 %** real anual, y, finalmente, el microcrédito reportó en diciembre un crecimiento positivo **del 3,1 %** real.
- Las medidas adoptadas por las entidades vigiladas han contenido el deterioro y preservado el hábito de pago. Tras su cierre en agosto, el Programa de Acompañamiento a Deudores (**PAD**) cobijó al cierre de diciembre **\$1.9 millones** de consumidores financieros y con montos cercanos a los **\$ 28.9 billones**, representa el **4,9 %** de la cartera bruta.
- Por monto, los principales segmentos objeto del **PAD** han sido libre inversión (**\$8.1 billones**), tarjeta de crédito y rotativo (**\$5.4 billones**), PYME (**\$2.9 billones**), vivienda No VIS (**\$1.9 billones**), corporativo (**\$1.7 billones**), *leasing* habitacional (**\$1.6 billones**), empresarial (**\$1.2 billones**) y *leasing* financiero (**\$857 miles de millones**).

²⁷ Jaime Alberto Ospina Mejía, profesor del departamento de Finanzas y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jospina3@eafit.edu.co

- La calidad por mora, medida como la proporción entre la cartera vencida y bruta, fue **3,9 %** para el total del portafolio. El crecimiento de las provisiones es consistente con el comportamiento de los deterioros. El incremento real anual de las provisiones totales, o deterioro bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (**NIIF**), cerró con una contracción de **10,9 %** real anual, con un saldo de **\$37.4 billones**. El indicador de cobertura por mora, calculado como la relación entre el saldo de provisiones y la cartera vencida, se situó en **165 %** en diciembre.
- El margen neto de intereses (expost) permanece estable en niveles del **4,0 %**, mientras las utilidades de los **EC** responden a los comportamientos de los mercados y a la dinámica de la cartera crediticia.
- Finalmente, el índice de solvencia de los **EC** para el cierre del año, alcanzó un nivel del **21,9 %** (el nivel mínimo exigido por la Superfinanciera es del **9 %**). La solvencia básica, compuesta por el capital con mayor capacidad para absorber pérdidas, registra niveles del **17,5 %**.

2. Principales cifras de los establecimientos de crédito -EC a diciembre del 2021

- Las utilidades de los bancos siguen incrementándose respecto al mismo periodo del año anterior en un **230 %**. Mientras que las utilidades de las Instituciones Oficiales Especiales prácticamente fueron iguales. Estos importantes resultados reflejan no solo la recuperación de los EC sino también el efecto estadístico de comparación con un primer semestre del 2020 bastante deprimido. De otro lado, la menor dinámica que han tenido las **IOEs** en el presente año se explica por el menor crecimiento en los créditos de emergencia que otorgan este tipo de instituciones.
- Es importante destacar que los **EC** han superado por un importante margen los niveles de utilidad prepandemia que tenían en el mismo lapso del tiempo a diciembre 2019. (**\$16 billones 2021 vs. \$13 billones 2019**)

Figura 34. Utilidades de la banca colombiana a corte diciembre de 2021 en millones de pesos.

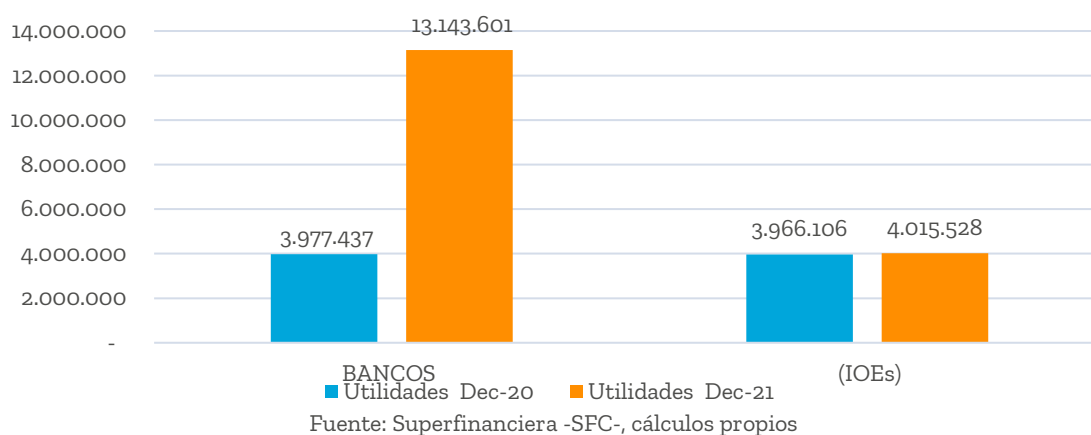
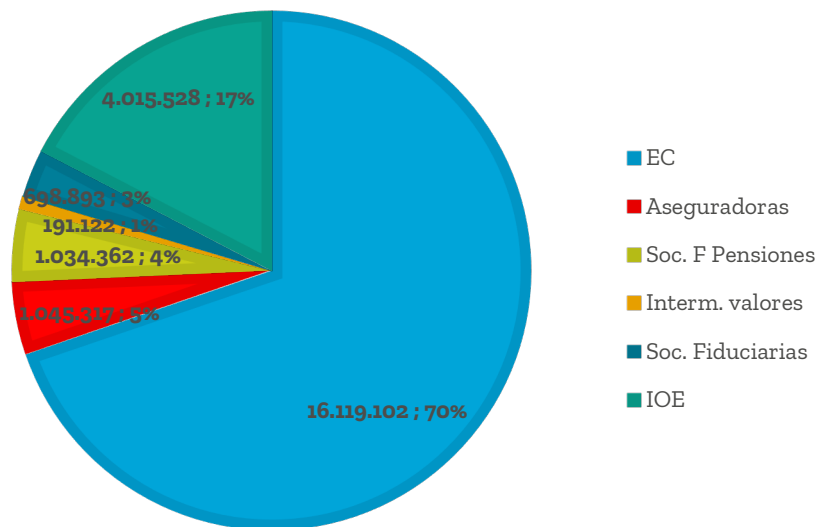


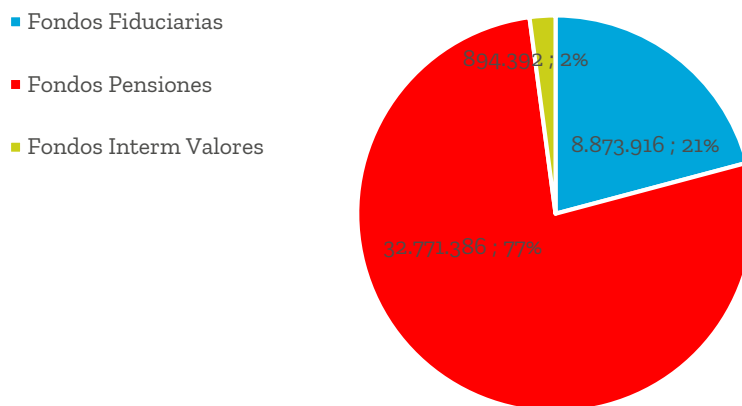
Figura 35. Utilidades Recursos propios en (Millones de pesos).



Fuente: Superfinanciera -SFC-, cálculos propios

En términos agregados las utilidades de recurso propios ascienden a cerca de **\$23 billones**, mientras que las utilidades acumuladas de los recursos a terceros a corte diciembre del 2021 ascienden a cerca de **\$42 billones**, de los cuales el **98 %** están concentradas en los fondos de inversión de las fiduciarias y los fondos de pensiones, mientras que los fondos intermediarios de valores tienen el resto.

Figura 36. Utilidades Recursos de Terceros (Millones de pesos).



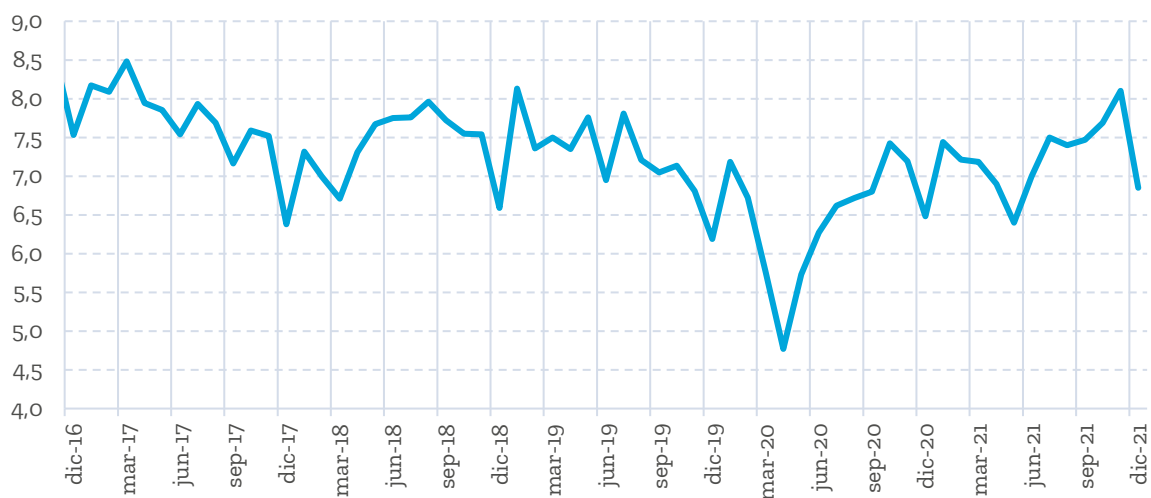
Fuente: Superfinanciera -SFC-, cálculos propios

3. Margen Financiero ex ante

La medición ex ante parte de la diferencia simple entre las tasas de colocación y de captación. Bajo este método todos los créditos son productivos, es decir, que no incorpora el porcentaje de deterioro, las dificultades para la recuperación de la cartera, los plazos de la colocación, ni la estabilidad de los recursos captados.

En términos generales el margen de intermediación ex ante de los EC subió por una disminución de las tasas pasivas en el 2020 producto de una política monetaria expansiva para afrontar la pandemia. Si bien es cierto el margen tuvo un repunte en el tercer trimestre del año como consecuencia del aumento en la tasa promedio de colocación, para finales del 2021 el margen ex ante regresó a niveles del **7 %**, un descenso como consecuencia del aumento de la tasa promedio de captación, resultante de la transmisión de una política monetaria más restrictiva por parte de la Junta Directiva del Banco de la República.

Figura 37. Margen intermediación Ex ante.

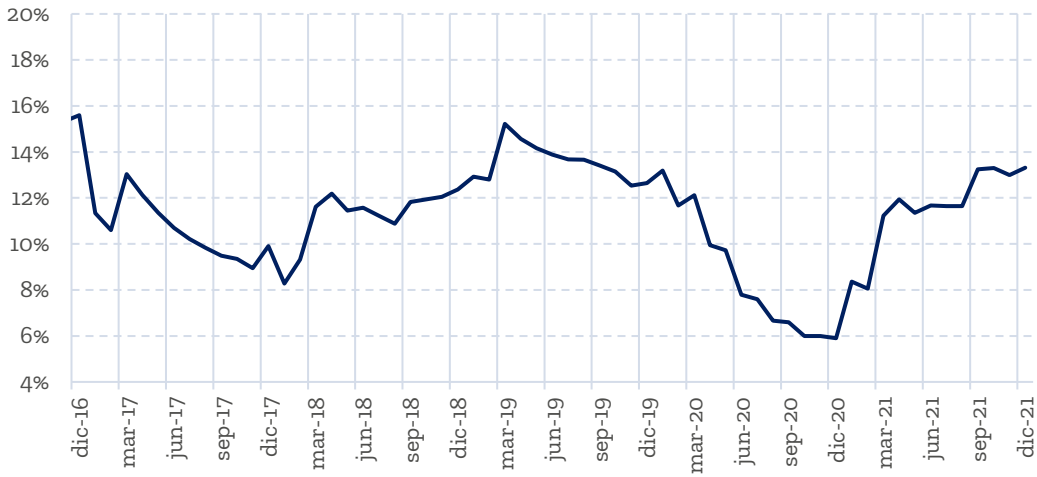


Fuente: Superfinanciera de Colombia -SFC-, cálculos propios

4. Rentabilidades de los EC

Al evaluar la evolución reciente del índice de rentabilidad del patrimonio (**ROE**) en Colombia, se evidencia que han presentado descensos desde diciembre de 2019 (pre-COVID), producto del descenso en las utilidades por el efecto que tuvo la pandemia en la cartera de los **EC**. Sin embargo, las rentabilidades del sector financiero vienen mejorando durante el presente año en la medida que los **EC** recuperan el terreno perdido e incrementan sus utilidades respecto al mismo periodo del año anterior. Actualmente el **ROE** tiende a estabilizarse en niveles del **12 %**, que es el promedio que ha tenido en el último quinquenio.

Figura 38. Rentabilidad del patrimonio.

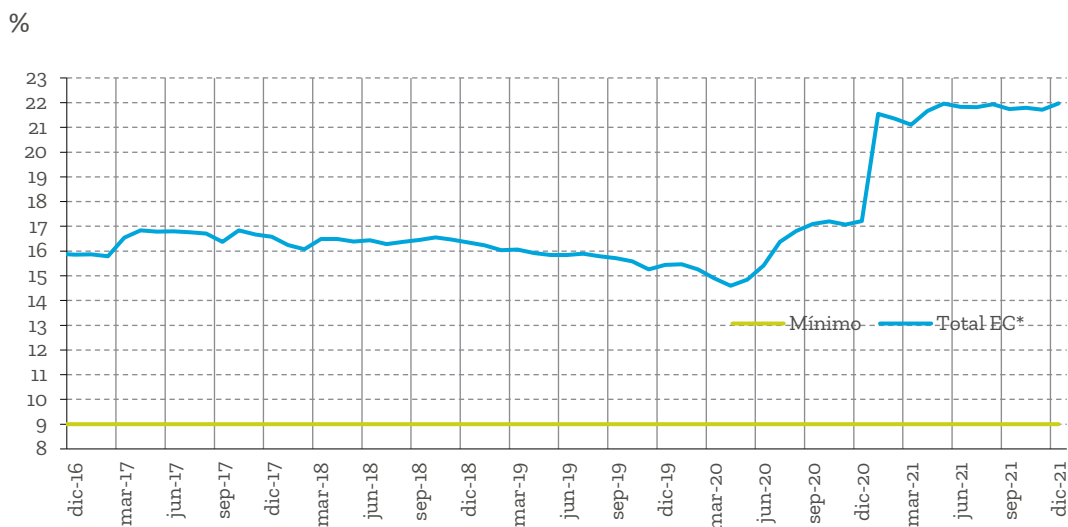


Fuente: Superfinanciera de Colombia -SFC-, cálculos propios

5. Índice de Solvencia

La solvencia total se ubicó en **21,9 %**, mayor en **12,9 %** respecto al mínimo requerido (**9 %**). La solvencia básica, compuesta por el capital con mayor capacidad para absorber pérdidas, llegó a **17,5 %**, superando en **13 %** el mínimo regulatorio de **4,5 %**. Este desempeño coincide con la entrada en vigor del estándar de Basilea III en capital desde enero de este año (patrimonio adicional o colchón para las crisis) y la estrategia de fortalecimiento patrimonial de las entidades vigiladas, lo que muestra el compromiso del sector con el fortalecimiento patrimonial en el largo plazo.

Figura 39. Total Establecimientos de Crédito.



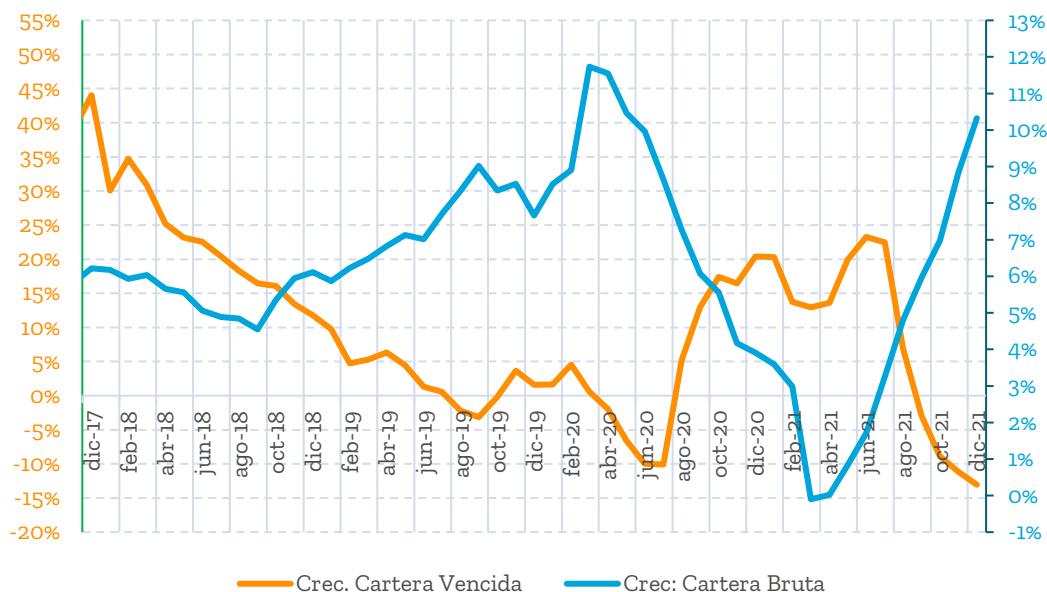
Fuente: Superfinanciera de Colombia -SFC

6. Crecimiento de la cartera

El saldo bruto ascendió a **\$574 billones**, con lo cual el indicador de profundización alcanzó el **48,8 % del PIB**. En términos reales la cartera bruta registró una variación anual de **4,3 %**, lo que confirma una consolidación en el crecimiento de la cartera, luego de que entre marzo y julio estuviera en terreno negativo. Igualmente, una menor incidencia de los castigos y la incidencia del efecto base frente al mismo periodo de 2020 influyen para consolidar aún más este crecimiento.

El crecimiento del saldo vencido tuvo su punto de inflexión en agosto. El saldo que reporta una mora mayor a 30 días alcanzó **\$22.7 billones** en diciembre, una disminución del **15 %** real anual, consecuencia de la contracción del saldo vencido en comercial, consumo, vivienda y microcrédito, respectivamente. La cartera al día alcanzó **\$551 billones**, es decir el **96 %** del saldo total.

7. Crecimiento nominal cartera bruta vs. cartera vencida



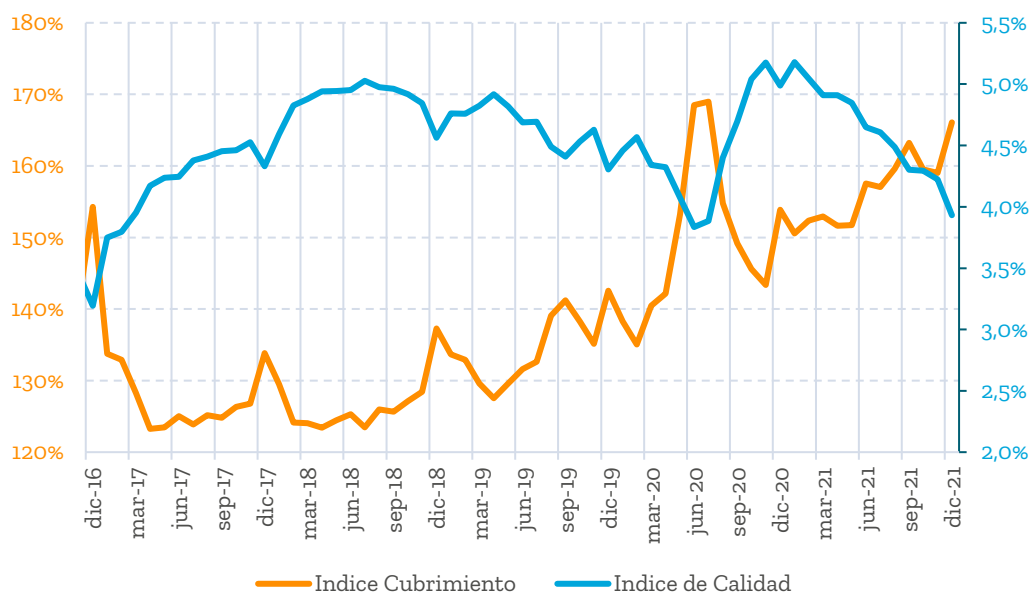
Fuente: Superfinanciera de Colombia -SFC, cálculos propios

8. Índice de calidad y cobertura

La calidad por mora, medida como la proporción entre las carteras vencida y bruta, fue **3,9 %** para el total del portafolio. Cifra que confirma el punto de inflexión registrado desde enero de este año (**5,2 %**). El microcrédito reportó un indicador de calidad de **6,6 %**, seguido de consumo que se situó en **4,4 %** y comercial que cerró en **3,7 %** y vivienda reportó el indicador más bajo

entre las 4 modalidades de cartera al cerrar el mes en **3,3 %**. De otro lado las provisiones medidas en el indicador de cobertura por mora, calculado como la relación entre el saldo de provisiones y la cartera vencida (cerca de **\$38 billones** en provisiones), registro a fin de año un **165 %**, lo que se traduce en que por cada peso de cartera vencida los EC tienen cerca de **\$1.6 billones** para cubrirlo.

9. Calidad de cartera vencida y cobertura



Fuente: Superfinanciera de Colombia -SFC, cálculos propios

10. Consideraciones finales

Los resultados de los establecimientos de crédito en Colombia siguen en franca mejoría al comparar los resultados a corte de diciembre con el mismo periodo del año anterior. El crecimiento de la cartera continúa mejorando en términos reales, y ya muestra un crecimiento positivo del **4,3 %** lo que indica un punto de inflexión que se venía esperando desde hace un par de meses. Esta situación se ha visto reforzada por los Planes de Apoyo al Deudor (**PAD**) y las provisiones contracíclicas, así como conforme continúa materializándose la reactivación, la menor incidencia de los castigos y el efecto base frente al mismo periodo de 2020.

Finalmente, las rentabilidades de los **EC** a corte de diciembre continúan recuperándose, y cada vez se acercan más al promedio de rentabilidad patrimonial del sector en el último quinquenio, alrededor del **12 %**. Todo esto continúa acompañado con la estrategia de un fortalecimiento

patrimonial de los EC, lo que muestra el compromiso que mantiene el sector financiero con el fortalecimiento patrimonial en el largo plazo.

El comportamiento de los mercados financieros, el precio del dólar y el petróleo dependerán en gran medida de las medidas que tomen en la Reserva Federal (**FED**) en lo relativo a una política monetaria más restrictiva. Ello dependerá en gran parte de las expectativas de inflación y del nivel de actividad económica que se espera tenga el 2022, dado el fin de la pandemia, pero también, dada la incertidumbre que hoy en día genera a nivel mundial el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, que amenaza con un shock de oferta a nivel mundial en los precios de importantes materias primas.

ANEXO

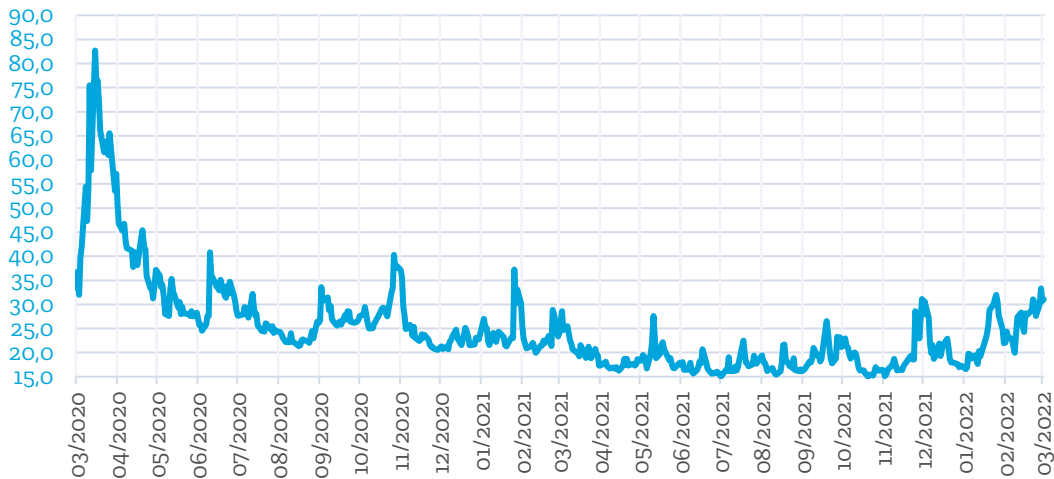
Mercados financieros a corte de marzo del 2021

Benjamín Cruz Vasco²⁸

Jaime Alberto Ospina Mejía²⁹

1. Coyuntura Internacional

Figura 40. Índice de Volatilidad del VIX.



Fuente: Investing, cálculos propios

En las últimas semanas la volatilidad percibida del **VIX** viene en aumento debido a la incertidumbre generada por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, afectando en gran medida los principales índices accionarios en el mundo. Se destacan el índice S&P 500 y el índice **DAX** (índice accionario alemán) por su mayor correlación negativa con el VIX durante ese periodo.

1.1. Renta fija

²⁸ Benjamín Cruz Vasco. Estudiante del pregrado en Finanzas e integrante del Grupo de Coyuntura Económica. E-mail: bcruzv@eafit.edu.co

²⁹ Jaime Alberto Ospina Mejía, profesor del departamento de Finanzas y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jospina3@eafit.edu.co

A pesar de una considerable reducción en el desempleo en Estados Unidos, las autoridades monetarias continúan con una preocupación alta por la inflación evidenciada en 2021 y lo que puede deparar para el año 2022, esto gracias a las presiones inflacionaria que van a traer las sanciones impuestas al gobierno ruso, especialmente de Estados Unidos, donde se prohibirán las importaciones de petróleo ruso, causando una disminución mundial de la oferta del crudo en un nivel promedio del **8 %**. Toda esta situación generada por la invasión de fuerzas rusas a territorio de Ucrania.

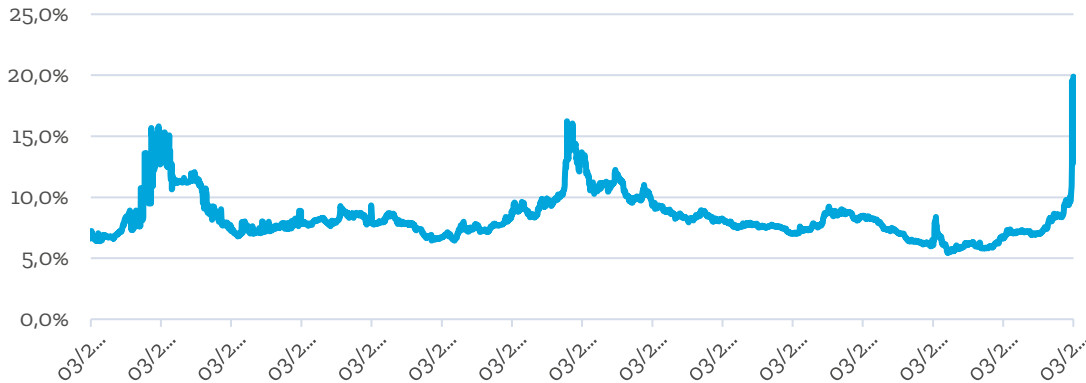
Figura 41. Bonos 10Y EE. UU.



Fuente: Investing, cálculos propios

Este corte en la compra de petróleo de origen ruso llevó a los niveles de precios más altos del crudo en los últimos ocho años. Estos altos precios pueden llevar a un incremento aún mayor en la inflación de Estados Unidos y las demás economías del mundo. La Reserva Federal, comenzó el incremento programado de la tasa de interés a partir del mes de marzo, lo que se une al *tapering* iniciado desde el año pasado. El aumento de las tasas evidencia que desde la FED existe una preocupación alta por lo que pueda suceder con el incremento de los precios en los próximos meses. Estas expectativas se han visto reflejadas en el incremento de las rentabilidades de los títulos del Tesoro de EE. UU., que hoy en día se encuentran en niveles que superan el **2 %**.

Figura 42. 10Y RUSIA.



Fuente: Investing, cálculos propios

Como resultado de las sanciones y medidas restrictivas que ha tomado la comunidad internacional contra la invasión de Rusia al territorio de Ucrania, los mercados han reflejado un importante incremento en la prima de riesgo que deben pagar los títulos de deuda emitidos por Rusia. El inminente *Default* se avecina en cualquier momento y se ve reflejado en una reducción en su calificación soberana que, hoy en día la calificadora Fitch, la degradó de BBB- a C (bonos ya clasificados en grado de especulación y solo un paso del incumplimiento). Esto se ve reflejado en las tasas de interés de los bonos soberanos rusos a 10Y que están bordeando niveles cercanos al **20 %**.

1.2. EMBI

Figura 43. EMBI Colombia.



Fuente: Invenómica, cálculos propios

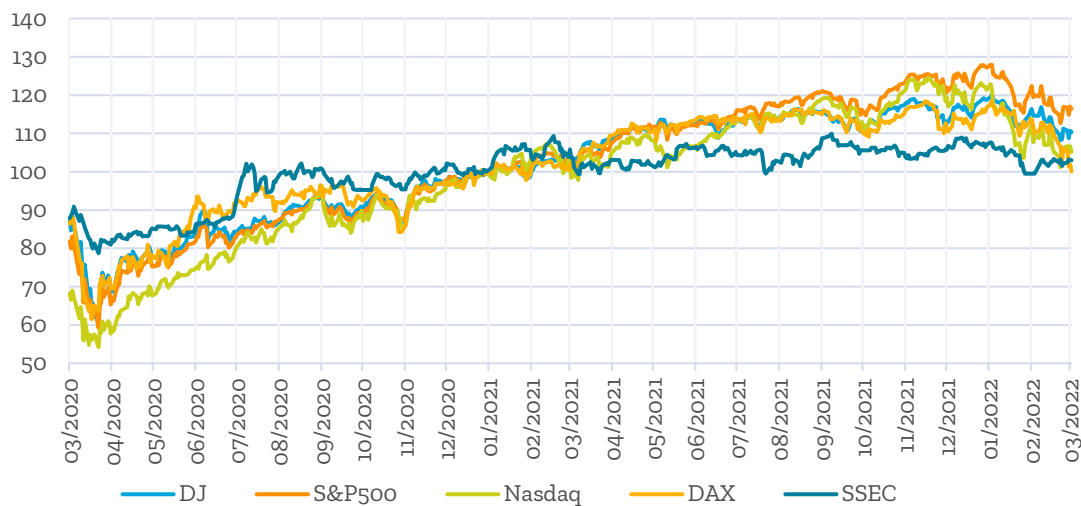
El riesgo percibido en Colombia está regresando a los niveles de comienzos de la pandemia ubicándose cerca de los 400 puntos básicos. Este aumento está asociado a las elecciones que

se realizarán en este año, y principalmente a la alta incertidumbre que genera quién será el nuevo mandatario que llegue a la Casa de Nariño a partir de agosto del 2022. Es muy importante para los mercados financieros conocer cómo va a enfrentar el nuevo Gobierno el déficit fiscal y la posición definitiva que tendrán hacia una política que continúe generando ingresos importantes tomando como fuente básica los combustibles fósiles.

Adicional a esto, la crisis causada por la guerra entre Rusia y Ucrania, puede afectar a Colombia de manera importante, en la medida que el país depende en el sector agrícola de la importación de insumos y fertilizantes, cuyos precios se han disparado en las últimas semanas. Caso especial es el precio de trigo, donde el principal productor del mundo es Ucrania y el impacto que tiene este cereal en la cadena de alimentos es alta. Finalmente, otro factor ya mencionado en los párrafos anteriores, es el alto precio del petróleo, que, si bien puede mejorar las finanzas públicas de país, puede también impactar los precios del transporte lo que podría trasladarse al precio final de los bienes de consumo.

1.3. Renta variable

Figura 44. Índices accionarios mundiales.



Fuente: Investing, cálculos propios

Los índices más representativos a nivel mundial presentan un comportamiento bajista en las últimas semanas debido a la incertidumbre generada por la invasión a Ucrania por parte de Rusia, esta incertidumbre ha llevado a los inversionistas en todo el mundo a mantenerse alertas frente a la situación actual. Este hecho terminará por afectar los mercados financieros, principalmente el de Estados Unidos que ya venían golpeados por los datos de inflación que se habían publicado al principio de este año.

En el caso particular del mercado americano, los índices Dow Jones, S&P 500 y el NASDAQ presentan significativas caídas en estas últimas semanas, principalmente por la reocupación que existe en la economía de Estados Unidos frente a la inflación. A pesar de presentarse una

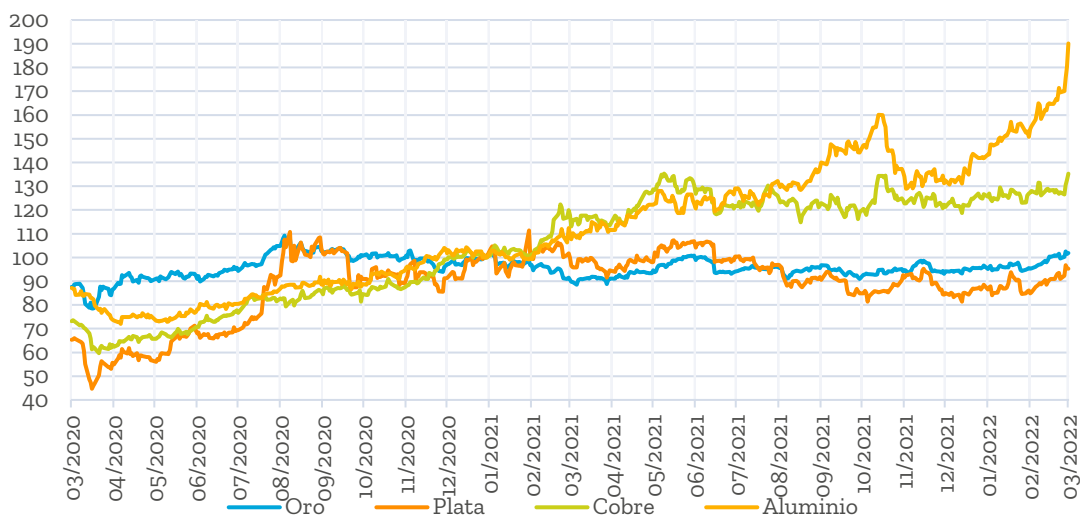
reducción en la tasa de desempleo, el incremento en los precios ya ha pasado de ser un problema de largo plazo a uno de corto para los americanos.

El mercado europeo representado por uno de sus índices más representativos, el índice DAX de Alemania, se vio también afectado por la invasión a Ucrania, donde la suspensión de los gasoductos Nord Stream en Alemania, causó un aumento en los precios del gas en Europa. Este gasoducto iba a brindar energía suficiente para más de 26 millones de hogares en el viejo continente.

De otro lado, en el mercado asiático uno de sus índices más representativos, el Shanghai Composite (**SSEC**) ha mostrado tendencias bajas en los últimos días. Allí también, las economías asiáticas, en especial la China ha venido presentando un aumento significativo en los precios con respecto al año pasado, mostrando que la inflación actualmente es un fenómeno mundial.

1.4. Materias Primas (Commodities)

Figura 45. Precio de las materias primas.



Fuente: Investing, cálculos propios

Materias primas tan importantes como el aluminio y el zinc, que tiene muchos usos en la economía mundial, han tenido un crecimiento potencial en sus precios en las últimas semanas, esto como resultado de las restricciones que ha generado el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Vale la pena destacar que el segundo mayor productor del mundo en aluminio es el grupo ruso Rusal.

Otras materias primas como el oro y la plata no muestran tanta volatilidad en el precio. El oro ha aumentado su precio, pero no de manera tan abrupta como en aluminio. Como ya sabemos, el oro en tiempos de incertidumbre es observado como un activo refugio, por lo que su incremento en el precio tiene todo el sentido. Igualmente, el cobre se comporta al alza también mostrando aumentos considerables a lo largo de las últimas semanas, esto debido a la guerra entre Rusia y Ucrania, a pesar de que ninguno de los dos países involucrados en el conflicto produce mucha cantidad de cobre, los precios aumentan debido a un temor de la contracción en la oferta mundial del mineral.

1.5. Monedas

1.5.1. Índice del Dólar (DXY)

Figura 46. Índice dólar -DXY.



Fuente: Investing, cálculos propios

El dólar ha venido fortaleciéndose en los últimos meses frente a los países con los que comercia regularmente. Luego de un inicio de año complicado para la moneda de los Estados Unidos, debido a las altas expectativas de inflación evidenciada en el año 2021, la moneda se vio depreciada con respecto a las grandes monedas del mundo. El regreso de un dólar más fuerte se debe en buena parte a la crisis por la que está pasando Europa en este momento debido a la invasión por parte de Rusia en Ucrania, lo que evidencia que el mercado internacional percibe al dólar estadounidense, como un activo refugio ante tiempos de alta incertidumbre.

2. Coyuntura Local

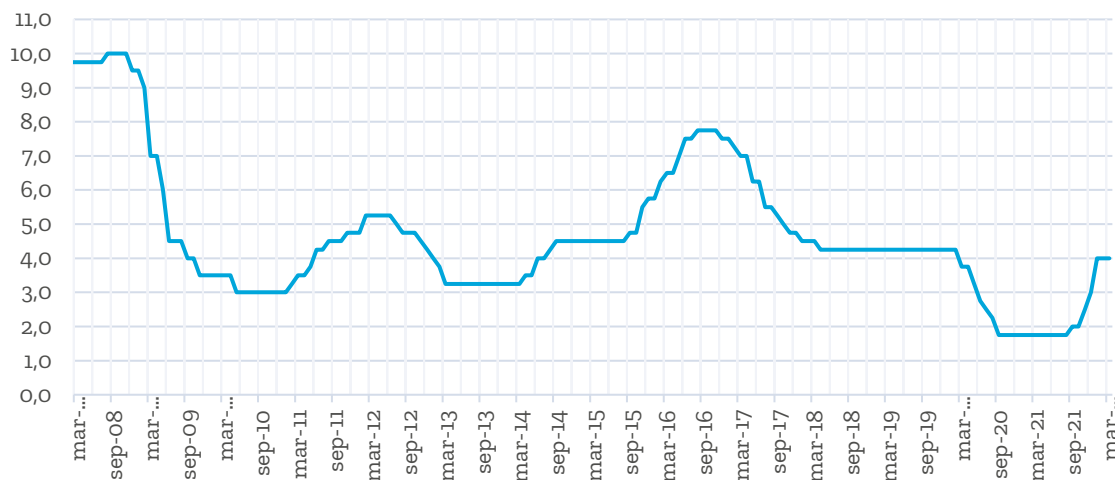
2.1. Monedas

2.1.1. Tasa de intervención Banco de la República

Como se puede observar en la [Figura 47](#), en los últimos meses de 2020 y en una buena parte 2021, la tasa de intervención del Banco de la República, se mantuvo en niveles del **1,75 %** como medida de una política monetaria expansionista, comenzando de nuevo los aumentos en tasas a finales del 2021 por parte de la Junta Directiva, retornando de nuevo a una

política monetaria contraccionista, donde ya se evidencia un país que ha recuperado el crecimiento luego de lo sucedido en 2020 y 2021 con la pandemia. Al comienzo el aumento fue tímido, puesto que no veían necesarios algunos miembros de la Junta Directiva del Banco de la República subir las tasas más de **25 puntos básicos**, por que estimaban que la inflación sería un problema del corto plazo y que para finales de 2021 se vería reducida considerablemente.

Figura 47. % Tasa intervención BR.



Fuente: Banco de la República, cálculos propios

Luego de las fuertes presiones inflacionarias de los primeros dos meses de inflación en el 2022, la Junta Directiva decidió subir las tasas en **100 puntos básicos**, dejando de lado la política de gradualidad en las tasas, para lograr frenar la alta inflación que evidencio el país y los efectos regresivos que pueda tener sobre la calidad de vida de todos los colombianos.

Las proyecciones por parte del consenso de los analistas económicos es que las tasas van a terminar este 2022 entre un rango de **5,75 %** y un **7,5 %**, con el objetivo de frenar el aumento de los precios que está evidenciando la economía colombiana, sin que ello vaya a implicar un frenazo en la demanda del crédito.

2.2. Renta fija

Figura 48. Bonos 10Y COP\$.



Fuente: Investing, cálculos propios.

La curva de rendimientos de los **TES** colombianos de 10 años, está alcanzando los niveles de marzo de 2020 (prepandemia). Este aumento en el rendimiento de los bonos se ha evidenciado en muchos países, luego de que estos acudieran al mismo método para sortear la crisis, bajando las tasas de interés y aumentando la oferta monetaria. Colombia se anticipó, desde comienzos del 2022, a un fuerte incremento en la inflación, ya que la junta monetaria del Banco de la República tomó la decisión de subir las tasas de interés en **100 PBS**.

Hoy en día vemos que la inflación está mucho más alta de lo proyectada, y esta situación se puede recrudecer aún más con el impacto que el conflicto bélico tenga sobre el incremento en los precios de las materias primas.

3. Renta Variable

Figura 49. Índice accionario -MSCI Colcap.



Fuente: Investing, cálculos propios

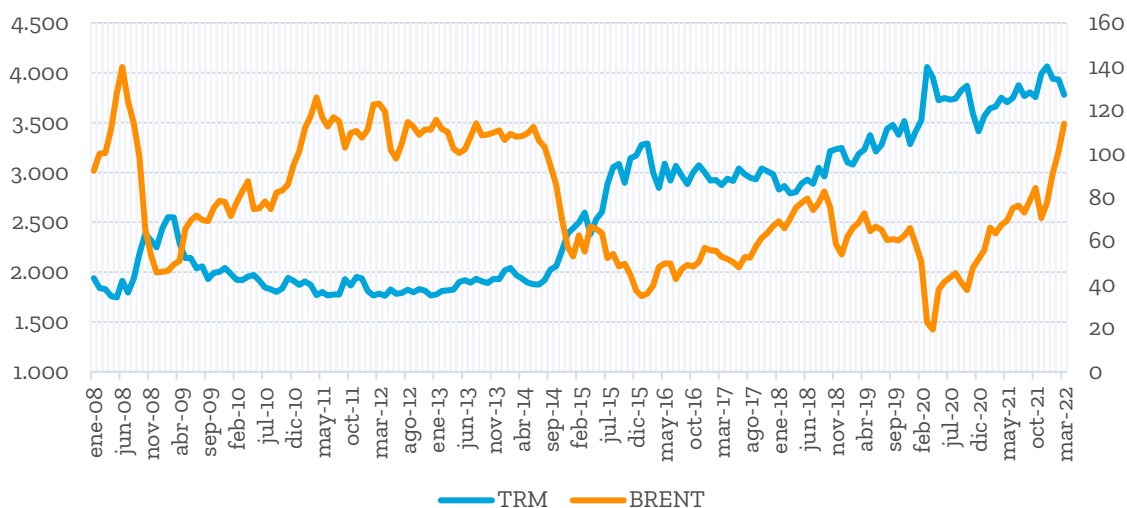
El índice accionario de Colombia MSCI Colcap mantiene una tendencia positiva a diferencia de los demás mercados. Esto puede deberse a que nuestro mercado no está tan expuesto al conflicto actual en Euro-Asia. A pesar de haber incertidumbre en cuanto a las próximas elecciones presidenciales, el mercado colombiano se mantiene sólido. Este es un mercado que se caracteriza por ser poco líquido y volátil, pero en los últimos meses ha experimentado movimientos poco vistos en la bolsa de Colombia, gracias a las Ofertas Públicas de Adquisición (**OPAs**) realizadas por el Grupo Gilinski, a las empresas del Grupo Empresarial Antioqueño: Sura y Nutresa. Estas **OPAs**, trajeron nuevos recursos al mercado colombiano, lo que además de mover al alza estas acciones, le ha dado un nuevo dinamismo al pequeño mercado accionario de Colombia. Solo dos años después, se puede decir que el mercado accionario en Colombia recuperó los niveles que tenía en prepandemia.

Estas **OPAs**, dejan claro que muchas de las acciones colombianas crean valor, pero no se refleja en el precio. Muchas de estas acciones están subvaloradas y también evidencian que pueden estar expuestas a adquisiciones por medio de otros Grupos Económicos o Fondos extranjeros. Además, un peso muy depreciado no ayuda a que las compañías reflejen un valor más alto, lo que refuerza mucho más la vulnerabilidad de las compañías locales ante tomas hostiles que se den con capitales extranjeros.

3.1. Mercado Cambiario

3.1.1. Tasa de cambio y Petróleo Brent

Figura 50. \$ tasa cambio vs. U\$petróleo Brent.



Fuente: Investing, cálculos propios

La Tasa Representativa de Mercado (**TRM**) colombiana ha mostrado cambios considerables en los últimos días, explicado en buena parte por el alto precio alcanzado por el petróleo (por encima de los 100 dólares), generado en gran parte por el resultado del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. El peso colombiano ha tenido una fluctuación muy alta en los últimos 6 meses, desde niveles máximos que superaron los **\$4000** a finales del 2021 hasta a niveles mínimos en el actual mes de marzo por debajo de los **\$3800**. Algo importante para tener en cuenta es que, si estos precios del petróleo se mantienen altos, beneficiarán al país en materia de competitividad de la moneda y rentas que recibe el Estado por medio del petróleo a un buen precio, pero también pueden aumentar los costos de muchos bienes cuyo componente importado es muy alto. Numerosos medios de transporte son terrestres para desplazar todo tipo de bienes y servicios alrededor de la topografía del país, y un precio del petróleo que permanezca alto por un prolongado periodo de tiempo, implica una posible subida del precio de la gasolina, con las consecuencias que esto podría tener para la mayor parte de los precios de los bienes en país.

Además de este importante factor del precio de las materias primas, habrá que tener en cuenta que este año electoral en Colombia seguramente traerá mucha volatilidad en el primer semestre del año, mientras que el mercado absorba las expectativas que se tengan cuando el nuevo gobernante que llegue a la Casa de Nariño en agosto del 2022.

Referencias

Banco de la República (2022). <https://www.banrep.gov.co/>

- CNBC (2022). *Stock markets, Business News, Financial, Earnings*.
<https://www.cnbc.com/2022/03/08/us-bonds-treasury-yields-jump-as-inflation-fears-rise.html>
- Investing.com (2022). *Markets*. <https://es.investing.com/markets/>
- Portafolio (2022). *La FED aumentaría las tasas de interés a partir de marzo*.
<https://www.portafolio.co/internacional/fed-mantiene-tasas-de-referencia-entre-y-las-subiria-pronto-estados-unidos-560977>
- La República (2022). *Brent en línea de US\$130 ante nuevo veto de sus exportaciones a EE.UU.*
<https://www.larepublica.co/especiales/crisis-en-ucrania/brent-en-linea-de-us130-ante-la-prohibicion-de-eeuu-de-importar-petroleo-ruso-3318229>
- Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) (2022). *Actualidad del sistema financiero colombiano*. <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/informes-y-cifras/informes/informe-actualidad-del-sistema-financiero-colombiano/resultados-del-sistema-financiero-colombiano-diciembre-de--10110818>

UNIVERSIDAD
EAFIT®

Vigilada Mineducación

Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno
Centro de Investigación Económicas y Financieras (Cief)
Grupo de estudios en Economía y Empresa

Carrera 49 # 7 Sur - 50, Medellín - Colombia
Teléfono: +57 4 261 95 00 ext. 9532 - 261 95 32
cief@eafit.edu.co