

# Economía Colombiana

## ANÁLISIS DE COYUNTURA

Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno  
Grupo de estudios en Economía y Empresa



<b>Contenido</b>	
<b>Resumen ejecutivo</b> .....	<b>4</b>
<b>Capítulo 1</b> .....	<b>8</b>
Panorama económico internacional.....	8
<i>Jesús Botero García</i> .....	8
<b>Capítulo 2</b> .....	<b>21</b>
La evolución reciente de la economía colombiana y sus perspectivas futuras .....	21
<i>Jesús Botero García</i> .....	21
<b>Capítulo 3</b> .....	<b>32</b>
Nowcast del PIB en el tercer trimestre del 2022 a partir de indicadores líderes y las tendencias de Google Colombia .....	32
<i>José Fernando Loaiza</i> .....	32
<i>Diego Montañez</i> .....	32
<b>Capítulo 4</b> .....	<b>39</b>
La dinámica reciente del empleo y el producto por trabajador en Colombia .....	39
<i>Juan Camilo Chaparro</i> .....	39
<i>Diego Quintero-Ríos</i> .....	39
<i>Alejandra Arteaga</i> .....	39
<b>Capítulo 5</b> .....	<b>49</b>
Inflación y política monetaria .....	49
<i>Carlos Esteban Posada P.</i> .....	49
<i>Liz Londoño-Sierra</i> .....	49
<b>Capítulo 6</b> .....	<b>60</b>
Balanza de pagos de Colombia, primer semestre de 2022 .....	60
<i>Humberto Franco González</i> .....	60
<b>Capítulo 7</b> .....	<b>72</b>
Ingresos tributarios, ejecución presupuestal y las finanzas públicas.....	72
<i>Álvaro Hurtado Rendón</i> .....	72
<b>Capítulo 8</b> .....	<b>83</b>
Mercados financieros a corte agosto de 2022 .....	83
<i>Juan Felipe Restrepo Yepes</i> .....	83
<i>Jaime Alberto Ospina Mejía</i> .....	83
<b>Capítulo 9</b> .....	<b>94</b>
Resultados del sistema financiero colombiano a mayo del 2022 .....	94
<i>Jaime Alberto Ospina Mejía</i> .....	94

# Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Nº 18. Septiembre de 2022.

Universidad EAFIT

**Claudia Patricia Restrepo Montoya**

Rectora

**César Eduardo Tamayo Tobón**

Decano Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno

**Andrés Ramírez Hassan**

Director del Grupo de Investigación de Economía y Empresa

Grupo de Coyuntura Económica

Coordinador

**Jesús Botero García**

Autores en esta edición

**Jesús Botero García**

**José Fernando Loaiza**

**Diego Montañez-Herrera**

**Juan Camilo Chaparro**

**Diego Quintero-Ríos**

**Alejandra Arteaga Arango**

**Carlos Esteban Posada**

**Liz Londoño-Sierra**

**Humberto Franco González**

**Álvaro Hurtado Rendón**

**Jaime Alberto Ospina Mejía**

**Juan Felipe Restrepo Yepes**

Edición y corrección de estilo

**María Paola Aguilar Rojas**

**Valentina Velásquez Escobar**

Diagramación y diseño

**María Paola Aguilar Rojas**

**Valentina Velásquez Escobar**

# Resumen ejecutivo

El trilema que enfrentará Colombia en el futuro inmediato: **deuda social, déficit fiscal y desarrollo productivo** (nuestra triple **D**, para replicar un esquema de análisis recientes sobre China (Greene, 2022)), representa un colosal desafío para el nuevo gobierno. Un desafío tanto más complejo, cuanto que el entorno internacional se está ensombreciendo paulatinamente, en medio del endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos; del debilitamiento de la situación europea con motivo de la crisis de Ucrania; y del magro desempeño de la economía china, agobiada por nuevos brotes de COVID, por la crisis del sector inmobiliario e, incluso, por severas sequías en algunas de sus regiones.

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (**5,7%**, en el segundo trimestre del año) eleva la vulnerabilidad del país en ese contexto, en tanto que la inflación (que ha llegado a **10,84%** en los últimos doce meses) impondrá tensiones adicionales al manejo económico si, como debe ser, el Banco de la República aplica los ajustes necesarios en la tasa de interés para mantenerla controlada.

Hay también algunos factores que incidirán positivamente en la forma como el país enfrente ese trilema: el notable crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del **10,6%** en el primer semestre del año, que parece incluso prolongarse en el tercer trimestre, para el que nuestro *nowcast* pronostica un crecimiento del **7,05%**; el consecuente dinamismo de los ingresos nominales tributarios brutos, que crecen a una tasa anual del **34%** en el mismo período; y el saludable estado del sector financiero, que mantiene un índice de solvencia elevado del **17,9%** y un adecuado indicador de cobertura por mora del **161%**, garantizando con ello un funcionamiento adecuado y sin sobresaltos del sistema de pagos.

Resolver adecuadamente el trilema supone implementar políticas sociales efectivas, focalizadas y orientadas primordialmente a la generación de oportunidades, en un marco sostenible de finanzas públicas, y preservando la capacidad de crecimiento y de generación de riqueza del sistema. Pueden contribuir al logro del triple propósito algunos aspectos incluidos en el proyecto de reforma tributaria, como el cambio de énfasis de la tributación (cabe aclarar, todavía incipiente e incompleto), desde las empresas hacia las personas; la progresividad del sistema tributario; y la eliminación de exenciones y beneficios que sólo generan distorsión asignativa en el sistema. Sería también relevante para el propósito un cambio de enfoque de esquemas de subsidio empresarial incondicionados y desacotados en el tiempo, o programas misionales, en los que el Estado contribuya al buen éxito del sector privado, en programas específicos de claro alcance y propósito. Y por supuesto, un decidido impulso a un proceso de transformación productiva, que aproveche las oportunidades generadas por las recientes disrupciones en las cadenas globales de valor y por la emergencia de nuevas tecnologías que la cuarta revolución industrial ha propalado, en un mundo necesitado además de energías y tecnologías limpias basadas en recursos productivos como los que son abundantes en el país. Pero en todos esos casos, hay también elementos que deben ser revisados en profundidad, en lo relativo a reformas ya propuestas o anunciadas.

En el caso de la reforma tributaria, la eliminación de beneficios y prebendas a las empresas debe ir acompañada de una reducción de la tarifa general. Si se eliminan o se reducen efectivamente esos beneficios, se generarán recursos superiores a los **5,1 billones** contemplados en la exposición de motivos, máxime si los recaudos responden al crecimiento como están respondiendo. Es por supuesto más cómodo para el Gobierno asegurar el ingreso

sin reducir la tasa, pero ello no es viable, desde el punto de vista de la “economía política”. Así que corresponde al Ministerio ajustar las cuentas y asumir el riesgo de recaudo asociado a esa eliminación de beneficios, mandando señales adecuadas al sector empresarial. Con ello, se consolidaría de manera más clara el cambio de énfasis de la tributación empresarial a la tributación personal.

Los impuestos saludables, por su parte, generan cargas a grupos sociales vulnerables, que difícilmente pueden asumírselos. Podría darse alguna gradualidad en ellos, estableciendo una tarifa cero hasta que la inflación se ajuste a la meta planteada, y sólo aplicando una tarifa efectiva cuando esa meta se alcance.

En lo relativo a la transformación energética, debe primar el pragmatismo: lo ideal en el rebalanceo de energía es que se incremente la participación de energías renovables, pero no por el expediente de reducir la producción de energías fósiles, sino más bien por el expediente de aumentar su producción. Le haría bien al país disponer de rentas importantes que apalancen la transformación, generadas incluso en combustibles fósiles, en lugar de incurrir en riesgos cambiarios y fiscales por imponer precipitadamente un resultado que seguramente se alcanzaría de manera eficiente en una transición financieramente fundamentada.

En cuanto a la transformación productiva, hay que entender las oportunidades que se han generado en el mundo por las disrupciones en las cadenas de valor y los desacoples de bloques económicos; diseñar programas integrales de atracción de tecnologías y capitales; apoyar el desarrollo empresarial con innovación de base y diplomacia comercial; y desarrollar habilidades y competencias en las personas, configurando así la “triada de capacidades” a la que se refiere Best (2018): formación de habilidades; modelos de negocios adecuados; sistemas de producción.

Todo ello puede lograrse si el país es capaz de alcanzar un “acuerdo de desarrollo”<sup>1</sup>, es decir

Un compromiso subyacente con el crecimiento y el desarrollo por parte de los miembros de la élite de un país (las personas dentro del tejido de la sociedad, la economía y la política que toman decisiones o pueden desproporcionadamente influir en ellos). (Dercon, 2022).

Ello se construye a partir de tres elementos: acuerdos políticos duraderos entre las élites (políticas, económicas y sociales), que garanticen la paz y la estabilidad; un estado maduro, que sea capaz de encontrar el balance entre lo que debe hacer y lo que puede hacer; y la habilidad de aprender de los errores y corregir el rumbo cuando sea necesario.

En cuanto al corto plazo, nuestras proyecciones se resumen en la [Tabla 1](#). Tras un crecimiento del **6,6%** en 2022 (con un rango entre **6,2%** y **7,5%**), el crecimiento se debilitará en 2023, hasta niveles ligeramente inferiores al **2%**, por el debilitamiento del consumo y la inversión. El empleo se mantendrá por encima del **11%** en el promedio anual, en lo que sigue siendo uno de los problemas fundamentales de la economía colombiana. Pero el punto fundamental tiene que ver con lo que ocurra a partir de entonces: **si no logramos enfrentar adecuadamente el trilema, el crecimiento será escaso**: seguramente, menor al **3%** en promedio para la próxima década. Pero una política de desarrollo productivo adecuada (aunada a una solución integrada del trilema), debería permitirnos crecer a una tasa promedio en torno al **4%**.

---

<sup>1</sup> La expresión *development bargai* ha sido promovida por (Dercon, 2022) en su libro sobre *Gambling on development*.



Tabla 1. Proyecciones a corto plazo.

<b>RAMA</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Demanda interna</b>	-7,5%	13,6%	10,0%	3,2%
<b>Gasto de consumo final</b>	-4,2%	13,9%	9,0%	2,2%
Gasto de consumo final de los hogares y ISFLH	-5,0%	14,8%	9,9%	2,0%
Gasto de consumo final del gobierno general	-0,6%	10,3%	4,8%	3,0%
<b>Formación bruta de capital</b>	-20,5%	12,2%	14,9%	8,4%
<b>Exportaciones</b>	-22,7%	14,8%	20,8%	8,5%
<b>Importaciones</b>	-20,5%	28,7%	31,9%	11,0%
<b>Producto interno bruto</b>	-7,0%	10,7%	6,6%	1,9%
<b>Tasa de desempleo</b>	15,9%	13,8%	11,7%	11,9%
Tasa de cambio promedio año	3693.28	3744.24	4253.96	4852.14

**Fuente:** Elaboración propia con datos del Departamento Administrativo Nacional de Estadística [DANE] (2022). Modelo de equilibrio general EAFIT

Grandes retos. De la forma como los enfrentemos, dependerá el país que dejaremos a las próximas generaciones.

## Referencias

Best, M. H. (2018). *How Growth Really Happens: The Making of Economic Miracles through Production, Governance, and Skills* (Princeton University Press (ed.)).

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

Dercon, S. (2022). *Gambling on Development: Why some countries win and others lose* (C. Hurst & Co. (ed.)).

Greene, M. (2022). Ignoring China's disastrous 'three Ds' could be a global risk. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/87625ca1-e848-4a1e-9906-343a537ce9ea>

# Capítulo 1

## Panorama económico internacional

Jesús Botero García<sup>2</sup>

### 1. Introducción

La persistencia de la inflación en el mundo y particularmente en Estados Unidos, donde está forzando el endurecimiento de la política monetaria enfatizado por el presidente del Banco Central, Jerome Powell, en el encuentro de Jackson Hole (Powell, 2022); la leve caída del Producto Interno Bruto (PIB) en ese país en dos trimestres consecutivos que, aunque acompañada de un buen desempeño del empleo, despierta temores acerca de las consecuencias que la nueva postura de la política monetaria tenga sobre el nivel de actividad económica; la perspectiva sombría de un invierno sin adecuada calefacción en Europa, y el elevado grado de tensión que la intervención en la guerra ruso-ucraniana empieza a generar en los ciudadanos de ese continente; y el debilitamiento de la economía China, que crece sólo a una tasa del **2,5%** en el primer semestre de 2022, en medio de cierres y bloqueos radicales para evitar la propagación del COVID, configuran un panorama complejo para la economía mundial, que representará sin duda enormes retos para todos los países en el futuro inmediato y condicionará las posibilidades de crecimiento de las economías emergentes.

El presente capítulo del informe analiza ese panorama, en cuatro secciones, además de esta breve introducción: la sección dos, que analiza las perspectivas de crecimiento de las principales economías del mundo; la sección tres, que aborda el problema de la inflación; la sección cuatro, que analiza las consecuencias que ello puede tener sobre el comercio mundial y los mercados financieros internacionales; y la sección cinco, que presenta conclusiones para el caso colombiano.

### 2. Las perspectivas de crecimiento

Las perspectivas de crecimiento de la economía global se han debilitado, como lo ilustra la evolución de los pronósticos del Fondo Monetario Internacional (IMF por sus siglas en inglés) en los últimos informes de perspectivas de la economía mundial que se resumen en la [Tabla 2](#).

---

<sup>2</sup> Jesús Botero García. Profesor del área de Mercados y Estrategia Financiera y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jabotero@eafit.edu.co



El crecimiento esperado para 2022 se ha reducido del **4,7%** señalado en el informe de octubre de 2021, al **3,2%** en la revisión de julio de 2022.

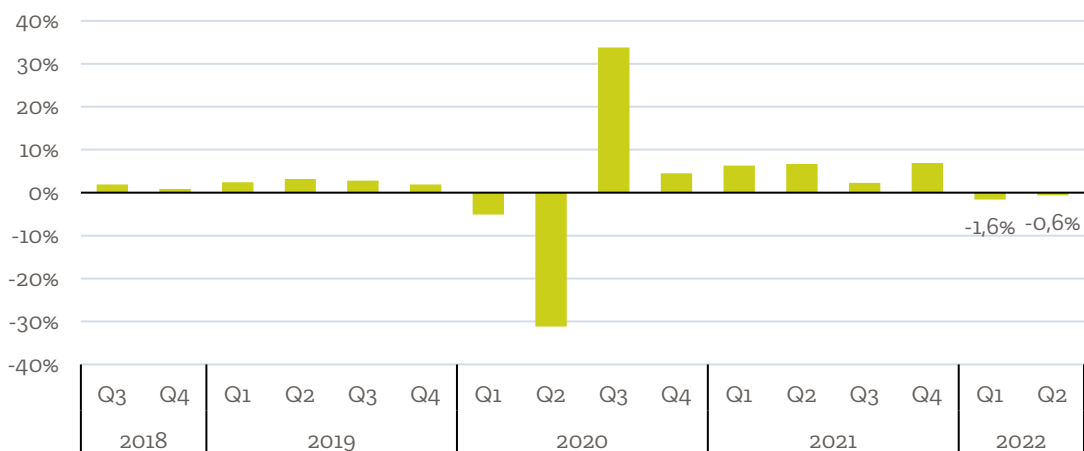
Tabla 2. Evolución de los pronósticos del Fondo Monetario Internacional.

REGION	2021	WEO Oct 2021	2022 WEO abril 2022	WEO Julio 2022	2023 WEO Julio 2022
Mundo	6,1%	4,7%	3,5%	3,2%	2,9%
EE. UU.	5,7%	5,2%	3,7%	2,3%	1,0%
Eurozona	5,4%	4,3%	2,8%	2,6%	1,2%
Japón	1,7%	3,2%	2,4%	1,7%	1,7%
Economías emergentes	6,8%	5,1%	3,8%	3,6%	3,9%
China	8,1%	5,6%	4,4%	3,3%	4,6%
India	8,7%	8,5%	8,2%	7,4%	6,1%
América latina y el Caribe	6,9%	3,0%	2,5%	3,0%	2,0%

Fuente: Elaboración propia con datos del International Monetary Fund, 2021 y 2022.

Las causas más notables de la desaceleración son las persistentes presiones inflacionarias, asociadas a los desajustes entre oferta y demanda derivados de la crisis de la pandemia y de la posterior recuperación, agravadas además por la invasión de Rusia a Ucrania; el endurecimiento de la política monetaria que ha resultado de ellas, tanto en economías avanzadas como en economías emergentes; la recaída en la crisis del COVID en China, que ha generado confinamientos severos en muchas ciudades en ejercicio de la política de cero tolerancia al virus, acompañada de graves problemas en el sector inmobiliario; y, finalmente, el paulatino retiro de estímulos fiscales, que comienza a producirse de manera inevitable en todo el mundo después del colosal esfuerzo fiscal que se desplegó para enfrentar la crisis del COVID.

Figura 1. Crecimiento del PIB en Estados Unidos. Crecimiento anual equivalente.

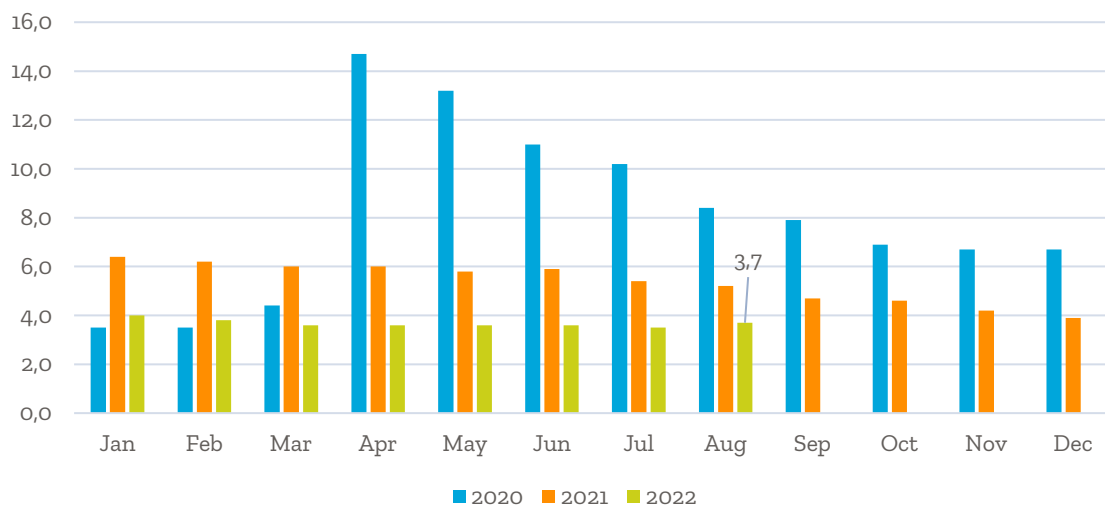


Fuente: Elaboración propia con datos del Bureau of Economic Analysis, 2022. Ajuste estacional a tasas anuales.

En Estados Unidos, la segunda revisión del PIB por parte del *Bureau of Economic Analysis* (BEA) confirma una caída del **0,6%** del PIB (ver [Figura 1](#)), completando dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo, en medio de un mercado laboral que luce todavía dinámico y robusto. En efecto, aunque la tasa de desempleo se elevó ligeramente en agosto a **3,7%** (ver [Figura 2](#)) y el dato de creación de empleos del mes fue solo levemente inferior al promedio del año (318 mil nuevos empleos) (Bureau of Labor Statistics [BLS], 2022b), este sigue siendo un comportamiento destacado, en el que se generan presiones inflacionarias, que se reflejan en un incremento anual del **5,1%** del costo de las compensaciones laborales BLS, (2022a). La situación sigue siendo propicia para que el Banco Central aplique políticas restrictivas estrictas para enfrentar la inflación, lo que seguramente se reflejará en nuevos aumentos de la tasa de interés en las próximas reuniones del Comité de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) que define la tasa de intervención. Ello, en conjunción con los temores de recesión en el mundo, está contribuyendo al fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales, que se analizará en la siguiente sección.

En la Unión Europea el dato de crecimiento del primer semestre fue modesto: **0,6%**. Una variación que no luce muy alentadora para enfrentar las consecuencias económicas de la crisis ucraniana y las intensas presiones inflacionarias que se han agudizado por esa razón, y que podría agravarse con el anuncio reciente de Gazprom, el gigante energético ruso, de suspender indefinidamente el abastecimiento de gas por el oleoducto Nord Stream 1, lo que sin duda generarán tensiones adicionales.

Figura 2. Tasa de desempleo en Estados Unidos, porcentaje.

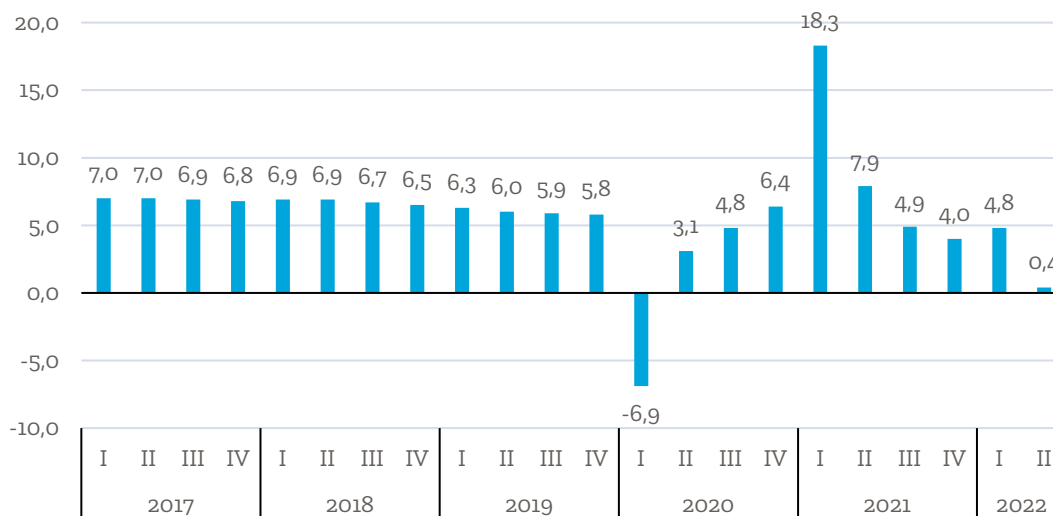


Fuente: Elaboración propia con datos del BLS (2022a)

En cuanto a la economía china, enfrentada a nuevos brotes de pandemia, a la secuela de problemas originados en la crisis de Evergrande e, incluso, a grandes sequías en algunas regiones, presenta también magros resultados (ver [Figura 3](#)). El plan de estímulos lanzado en

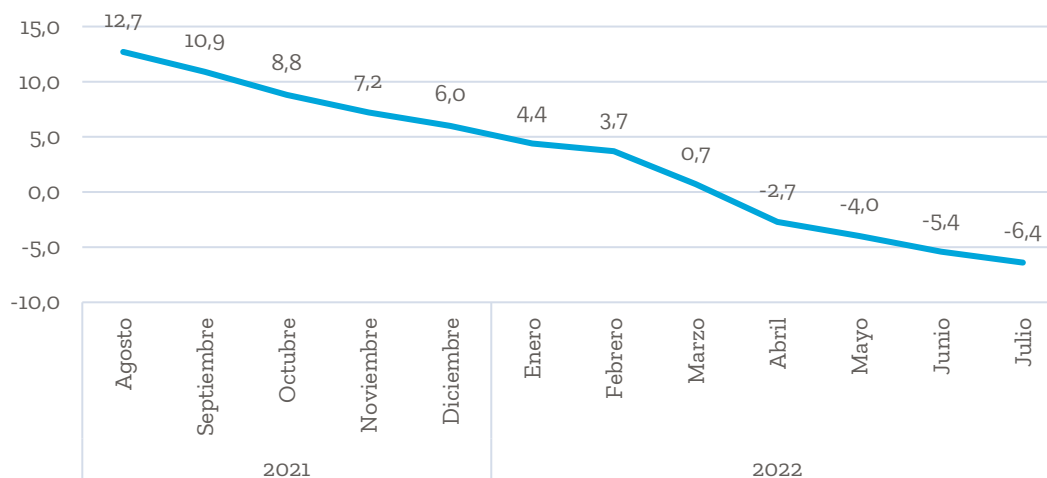
agosto (Bloomberg News, 2022), dirigido fundamentalmente a impulsar la inversión en infraestructura, busca dar un impulso importante a la actividad económica, en momentos en los que los principales indicadores muestran señales de debilidad: el PMI (Índice de Gerentes de Compra, por sus siglas en inglés) está por debajo de **0,5** y la actividad inmobiliaria sigue decreciendo (Figura 4). Pero sin duda será imposible cumplir la meta del **5,5%** de crecimiento planteada por el gobierno en marzo pasado (Yao & Woo, 2022).

Figura 3. Crecimiento del PIB. China. Año a año, porcentaje.



Fuente: Elaboración propia con datos del National Bureau of Statistics of China, 2022b.

Figura 4. Tasa de crecimiento de la inversión inmobiliaria. China. Año corrido.



Fuente: Elaboración propia con datos del National Bureau of Statistics of China, 2022.

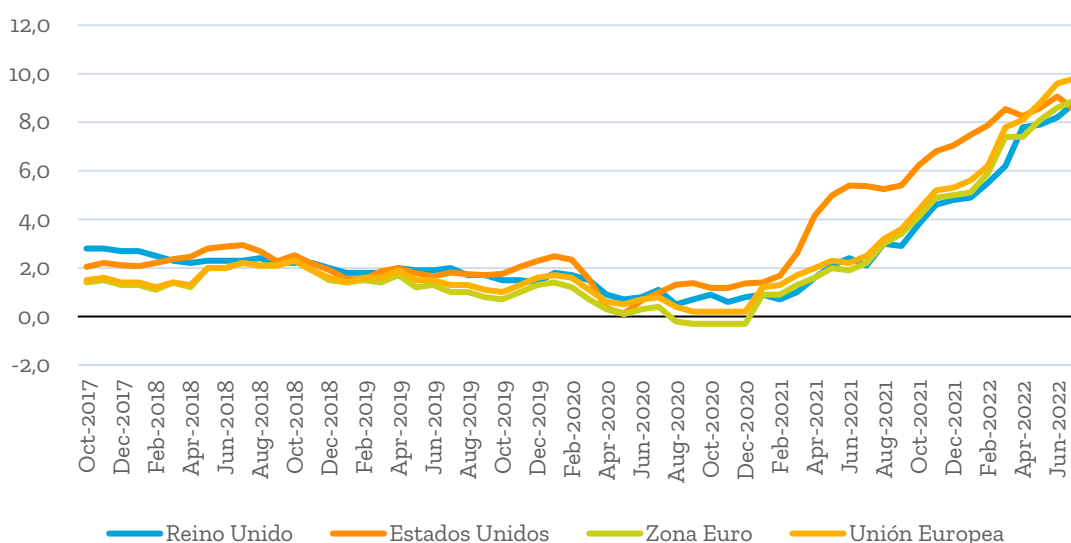
Es un panorama de paulatino debilitamiento de la economía mundial, en un contexto de elevadas presiones inflacionarias y de cambios de postura de la política monetaria en las

economías avanzadas, que seguramente impactarán el funcionamiento de los mercados financieros.

### 3. El aumento de la inflación y la nueva orientación de la política monetaria.

La inflación ha repuntado de manera importante en todo el mundo, desde principios de 2021, como lo ilustra la [Figura 5](#).

Figura 5. Inflación en las economías avanzadas. IPC. Variación anual, porcentaje.



**Fuente:** Elaboración propia con datos de la Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD], 2022.

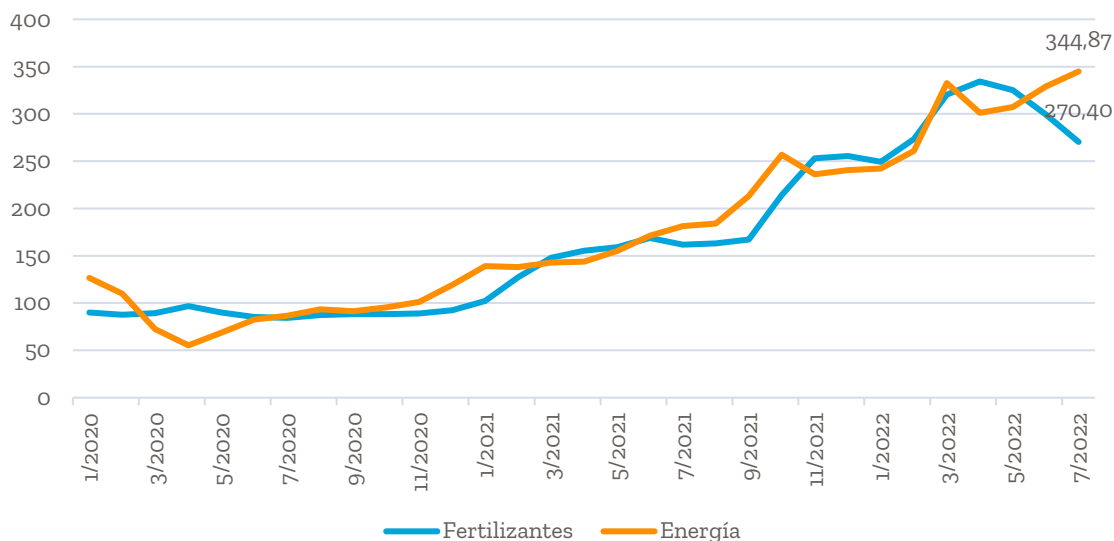
Las disrupciones en las cadenas globales de valor ocasionadas por la crisis del COVID, que se manifestaron inicialmente en el desabastecimiento de algunos insumos esenciales (como microchips, para la industria de automóviles) han limitado la capacidad de respuesta de la oferta ante una reactivación de la demanda que ha estado especialmente sesgada hacia el consumo de bienes, tras su orientación durante la pandemia a la demanda de servicios. El incremento en los precios de los *commodities* energéticos, agravado desde la invasión de Ucrania, ha contribuido de manera notable a la inflación, lo mismo que el precio de insumos productivos, como los fertilizantes ([Figura 6](#)).

La percepción inicial del carácter transitorio del fenómeno demoró la respuesta de los bancos centrales, especialmente en Estados Unidos, pero hoy es clara la necesidad de una postura decidida de la política monetaria, para evitar que el fenómeno se retroalimente a través de pugnas distributivas y formación de expectativas, incluso aunque se reconoce que es en

buena medida un fenómeno de oferta, sobre el que las políticas de demanda tienen una efectividad limitada. El presidente del Banco de la Reserva Federal afirma:

Restaurar la estabilidad de precios lleva algún tiempo y requiere el uso enérgico de nuestras herramientas para lograr un mejor equilibrio entre la oferta y la demanda. Es probable que la reducción de la inflación requiera un período sostenido de crecimiento por debajo de la tendencia. Además, es muy probable que se suavicen las condiciones del mercado laboral. Si bien las tasas de interés más altas, el crecimiento más lento y las condiciones del mercado laboral más suaves reducirán la inflación, también traerán algunos problemas a los hogares y las empresas. Estos son los costos desafortunados de reducir la inflación. Pero el hecho de no restaurar la estabilidad de precios significaría un dolor mucho mayor. (Powell, 2022)

Figura 6. Índices de precios de Commodities. (Base 2016=100)



**Fuente:** Elaboración propia con datos del International Monetary Fund [IMF], 2022b.

Los temores de que el endurecimiento de la política monetaria afecte sustancialmente el crecimiento o pueda, incluso, generar estancamiento, si no es efectivo e impactar significativamente a la producción y al empleo, ha generado un fortalecimiento importante del dólar en los mercados mundiales, debido a su carácter efectivo de "moneda de refugio" en un entorno global de debilitamiento de la economía. La Figura 7 ilustra el fenómeno, que tiene consecuencias importantes sobre las demás economías, que ven acentuadas las presiones de costos por la devaluación de sus monedas.

Figura 7. Índice DXY.



Fuente: Refinitiv, 2022.

El cambio de postura de la política monetaria en los Estados Unidos generará presiones sobre países desarrollados y emergentes, que tendrán no solo que enfrentar sus propios problemas de inflación, sino también atenuar los efectos que tenga el fortalecimiento del dólar sobre sus economías. El Banco Central Europeo elevó en julio su tasa de interés de referencia, por primera vez en 11 años, y ha anunciado evaluaciones cuidadosas en sus próximas reuniones, para definir si son necesarios ulteriores aumentos que garanticen el "oportuno retorno de la inflación a la meta de mediano plazo del dos por ciento" (Lane, 2022). El mundo deberá enfrentarse pues a mercados financieros más estrictos, lo que tendrá especial relevancia en el caso de los países emergentes, especialmente si tienen altos endeudamientos o problemas de desequilibrio en su balanza de pagos.

#### 4. Consecuencias del endurecimiento de la política monetaria en la economía global

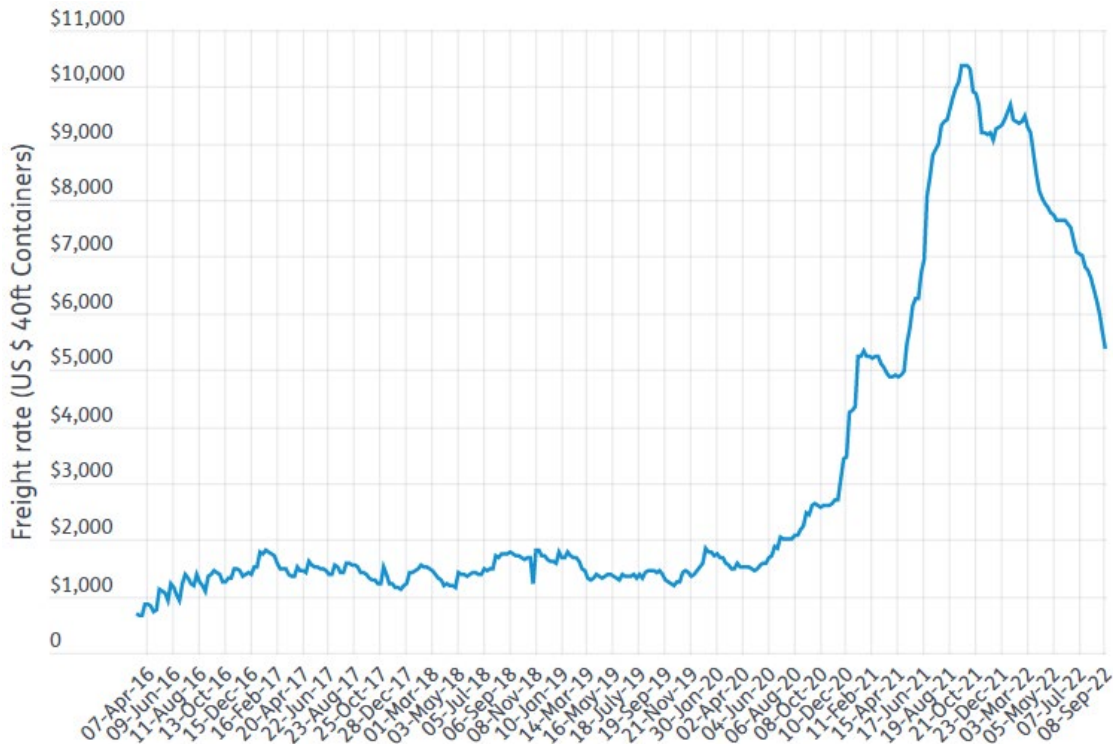
La perspectiva global se resume en cuatro hechos relevantes:

- Intensas presiones de precios, que amenazan con desanclar expectativas inflacionarias, activando un ciclo de retroalimentación de aumentos de costos y de precios, con consecuencias impredecibles en el futuro. La compleja composición de las causas que las generan una mezcla de rezagos de oferta tras la crisis de la pandemia, choques exógenos inducidos por la invasión de Ucrania y presiones de demanda generadas por políticas fiscales expansivas. Esto limita la efectividad de la política monetaria, aunque es evidente que ya no es posible confiar exclusivamente en que desaparezcan las causas que han originado el ciclo inflacionario, aun cuando empieza a ser claro que los precios



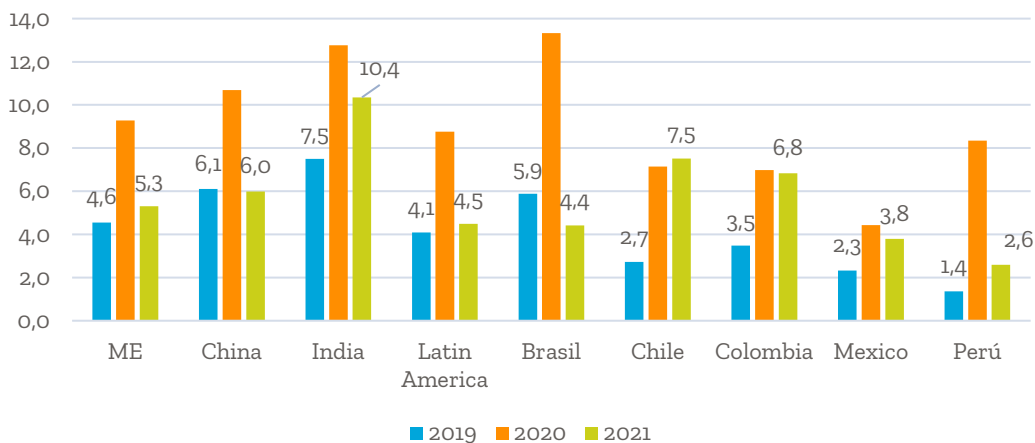
de commodities han empezado a debilitarse (como se pudo apreciar en la [Figura 6](#)) y que las cadenas logísticas empiezan su proceso de normalización (ver [Figura 8](#)).

Figura 8. World Container Index. Estimación del flete ponderado 8 mayores rutas.



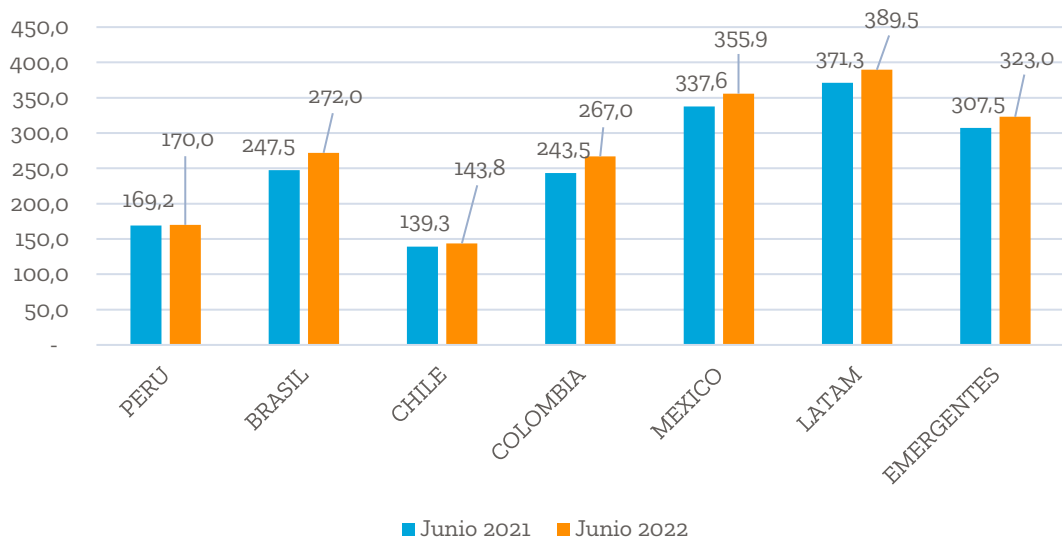
realizados para enfrentar la pandemia (ver [Figura 9](#)) y por el aumento de las primas de riesgo que empieza ya a notarse en los mercados financieros, como lo ilustra la [Figura 10](#), que compara el valor del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI), entre junio de 2021 y junio de 2022.

Figura 9. Balance fiscal gobierno general, países emergentes, porcentaje del PIB.



**Fuente:** Elaboración propia con datos del International Monetary Fund [IMF], 2022a.

Figura 10. EMBI Países emergentes, junio 2022 versus junio 2021. Puntos básicos.



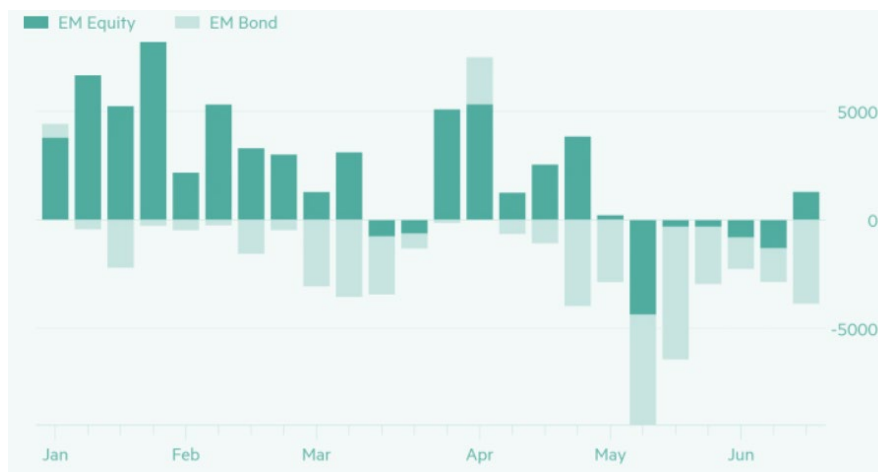
**Fuente:** Elaboración propia con datos del Banco Central de Reserva del Perú, 2022.

Como consecuencia de ello, los flujos de capital podrían revertirse (de hecho, ya lo han empezado a hacer, ver [Figura 11](#)), conforme disminuye la liquidez y aumentan las tasas. En condiciones de abundancia de liquidez y de bajas tasas, es posible que los inversionistas ponen

con confianza recursos en mercados emergentes, pero son justamente esos mercados los que empiezan a ser revisados en el momento en que se producen cambios de perspectivas globales.

Al tiempo, se verán afectados también los flujos comerciales entre países y bloques de países, generando tensiones profundas, pero también, en el caso de las cadenas de valor, oportunidades inéditas, únicas quizás, para un país como Colombia, que no ha alcanzado una penetración importante en las cadenas globales de valor.

Figura 11. Flujos de capital en países emergentes.



Fuente: (Financial Times, 2022) a partir de información de EPFR Global.

## 5. Conclusiones

Ese panorama afecta a la economía colombiana por lo menos de dos formas: limitando el crecimiento del comercio internacional, con consecuencias importantes sobre el dinamismo de las exportaciones; y afectando el acceso a mercados de crédito y a flujos de capital, en condiciones complejas, puesto que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos excede el **5%** del PIB. Las presiones inflacionarias seguramente se moderarán conforme opere la política monetaria restrictiva que ha conducido el Banco Central y se vayan equilibrando los mercados de *commodities* mundiales, por el ajuste recesivo de la demanda, pero sin duda la inversión y el consumo estarán afectados por las tasas de interés. El menor dinamismo ralentizará el crecimiento de los ingresos fiscales y los nuevos requerimientos de los mercados de crédito, mucho más exigentes en las nuevas condiciones, y obligará adelantar con celeridad un ajuste fiscal adecuado, que preserve el acceso al crédito, tanto del sector público como del sector privado.

Las presiones devaluacionistas se mantendrán por tres razones: las posibles dificultades para financiar déficit en cuenta corriente por encima del **5%** del PIB, en un entorno financiero mundial más complejo y exigente; el efecto del fortalecimiento del dólar en la coyuntura actual, que inducirá devaluaciones de muchas monedas en el mundo; y la probable reversión de las

tendencias alcistas en el precio del petróleo, que seguramente se darán conforme se vaya moderando el ritmo de crecimiento de la actividad económica en el mundo. La devaluación podría generar presiones inflacionarias adicionales, por lo que el Banco Central tendrá que permanecer alerta en propósito de moderar las presiones alcistas y mantener estabilidad en el nivel de precios.

## Referencias

- Banco Central de Reserva del Perú. (2022). *Tasas de interés internacionales*. Series Estadísticas. <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/mensuales/tasas-de-interes-internacionales>
- Bloomberg News. (2022). *China Adds 1 Trillion Yuan More of Stimulus to Rescue Growth*. Economics. [https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-24/china-plans-more-measures-to-stabilize-economy-as-recovery-slows?leadSource=uverify wall](https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-24/china-plans-more-measures-to-stabilize-economy-as-recovery-slows?leadSource=uverify%20wall)
- Bureau of Economic Analysis (BEA). (2022). *Gross Domestic Product (Second Estimate) and Corporate Profits (Preliminary)*. Second Quarter 2022. <https://www.bea.gov/news/2022/gross-domestic-product-second-estimate-and-corporate-profits-preliminary-second-quarter>
- Bureau of Labor Statistics (BLS). (2022a). *Employment Cost Index*. <https://www.bls.gov/news.release/eci.toc.htm>
- Bureau of Labor Statistics (BLS). (2022b). *The Employment Situation – August 2022*. News Release. <https://www.bls.gov/news.release/pdf/empst.pdf>
- Drewry Supply Chain Advisors. (2022). *World Container Index*. <https://infogram.com/world-container-index-1h17493095xl4zj>
- Financial Times. (2022). *Should investors step back into emerging markets?* <https://www.ft.com/content/b491dde4-ccc7-4e27-bf92-aa4569433faa>
- International Monetary Fund (IMF). (2021). *World Economic Outlook*.
- International Monetary Fund (IMF). (2022a). *Fiscal Monitor*. <https://www.imf.org/en/Publications/FM>
- International Monetary Fund (IMF). (2022b). *Primary Commodity Price System*. IMF Data. <https://data.imf.org/?sk=471DDDF8-D8A7-499A-81BA-5B332C01F8B9&sid=1547558078595>
- International Monetary Fund (IMF). (2022c). *World Economic Outlook*.
- Lane, P. (2022). Remarks for high-level panel "High inflation and Other Challenges for Monetary Policy". *Monetary Policy in the Euro Area: The next Phase*. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220829~b9fac50217.en.html>
- National Bureau of Statistics of China. (2022a). *National Real Estate Development and Sales From January to July in 2022*. [http://www.stats.gov.cn/enGLISH/PressRelease/202208/t20220816\\_1887426.html](http://www.stats.gov.cn/enGLISH/PressRelease/202208/t20220816_1887426.html)
- National Bureau of Statistics of China. (2022b). *Preliminary Accounting Results of GDP for the Second Quarter and the First Half Year of 2022*. [http://www.stats.gov.cn/enGLISH/PressRelease/202207/t20220722\\_1886739.html](http://www.stats.gov.cn/enGLISH/PressRelease/202207/t20220722_1886739.html)

Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD]. (2022). *Consumer price indices*. <https://stats.oecd.org/>

Powell, J. (2022). *Monetary Policy and Price Stability. Reassessing Constraints on the Economy and Policy*. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>

Refinitiv. (2022). *DXY US Dollar Currency Index*.

Yao, K., & Woo, R. (2022). *China targets slower economic growth as headwinds gather*. *Reuters*. <https://www.reuters.com/markets/asia/china-cuts-2022-gdp-growth-target-around-55-2022-03-05/>



# Capítulo 2

## La evolución reciente de la economía colombiana y sus perspectivas futuras

Jesús Botero García<sup>3</sup>

### 1. Introducción

Los retos que enfrenta el nuevo gobierno son complejos y difíciles: implementar una política distributiva efectiva, que propenda por la igualdad y la justicia social, en una economía que, aunque todavía es dinámica, empezará a perder fuerza tras la notable recuperación que experimentó luego de la crisis del COVID; corregir el desbalance de las finanzas públicas, agravado por el déficit en el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC), en un entorno internacional cambiante, en el que el endurecimiento de la política monetaria de los países avanzados hará cada vez más difícil el acceso al mercado de capitales a economías emergentes, especialmente si exhiben, como la colombiana, un alto déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos; enfrentar una inflación creciente, que ha alcanzado niveles excesivos, especialmente en el rubro de alimentos, con efectos particularmente significativos en los grupos más vulnerables de la sociedad, evitando efectos de retroalimentación del proceso inflacionario a través de la formación de expectativas y de los procesos de negociación entre grupos sociales; y desencadenar un proceso profundo de transformación productiva, que potencie el crecimiento futuro y defina una nueva forma de inserción del país a la economía global, cumpliendo con elevados estándares ambientales y sin que la transición desde la elevada dependencia actual de las rentas generadas por energías fósiles ponga en riesgo la estabilidad macroeconómica en el proceso.

Esos retos exigirán acciones importantes en todos los frentes de la política pública, y afectarán profundamente el funcionamiento de la economía. Para analizarlos, el presente capítulo aborda el análisis de las condiciones básicas de la economía, su evolución reciente, y los posibles escenarios de evolución futura, habida cuenta de las reformas que ya se anuncian y del entorno mundial en el que se desenvolverá la actividad económica, en un momento de transición hacia posturas de política económica más estrictas en el mundo entero.

---

<sup>3</sup> Jesús Botero García. Profesor del área de Mercados y Estrategia Financiera y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jabotero@eafit.edu.co

## 2. Rasgos esenciales de la economía colombiana.

La economía colombiana tiene una complejidad media, dependiente de exportaciones de *commodities*, poco integrada a la economía global, con un bajo dinamismo de la productividad y altos niveles de desigualdad, pobreza e informalidad.

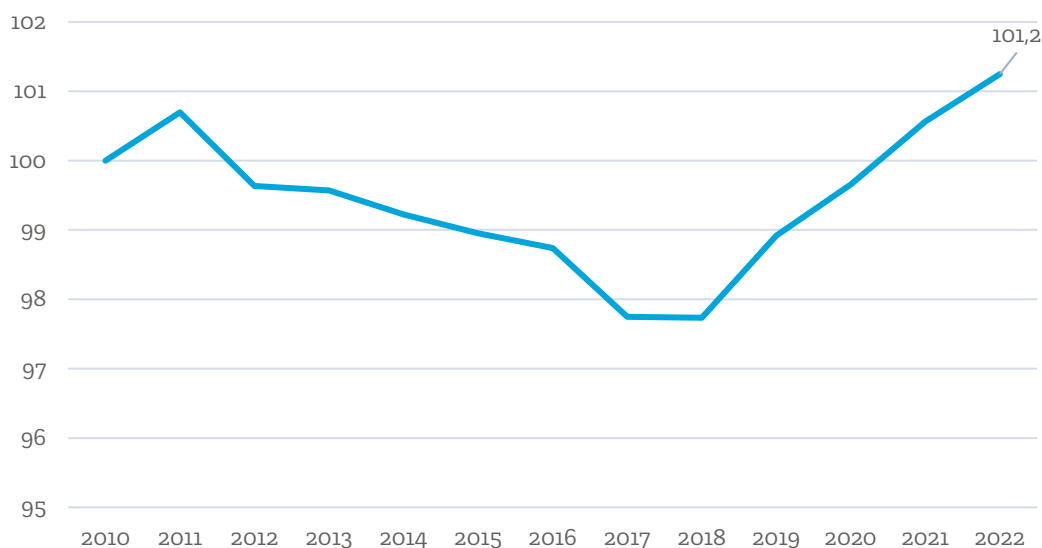
Ocupa el lugar 64 entre 133 países, en el ranking del Atlas de Complejidad Económica de Harvard (Center of International Development, 2022); sus exportaciones han representado en lo corrido del siglo alrededor del **17%** del PIB, muy por debajo de países de referencia en la región, como Chile, México o Perú (ver [Tabla 3](#)); y su productividad no ha avanzado mayormente desde 2010, como lo ilustra el índice de productividad total (TFP, por sus siglas en inglés) que se presenta en la [Figura 12](#). La baja complejidad y el escaso desarrollo de su sector exportador, la hace una economía dependiente de las exportaciones de *commodities*, que representan, en 2022, el **57%** de las exportaciones totales, en el acumulado a julio (Departamento Administrativo Nacional de Estadística [DANE], 2022c).

Tabla 3. Exportaciones como porcentaje del PIB. Países y años seleccionados.

PAÍS	2005	2010	2015	2020
Brasil	15,24	10,87	12,90	16,80
Chile	40,18	37,90	29,19	31,53
Colombia	16,97	16,34	15,65	13,49
LATAM	25,82	21,67	21,86	24,87
México	26,23	29,70	34,52	39,60
Perú	26,85	27,83	21,29	22,38

Fuente: Elaboración propia con datos de World Bank (2022).

Figura 12. Índice TFP 2010-2022. (Base 2010=100).

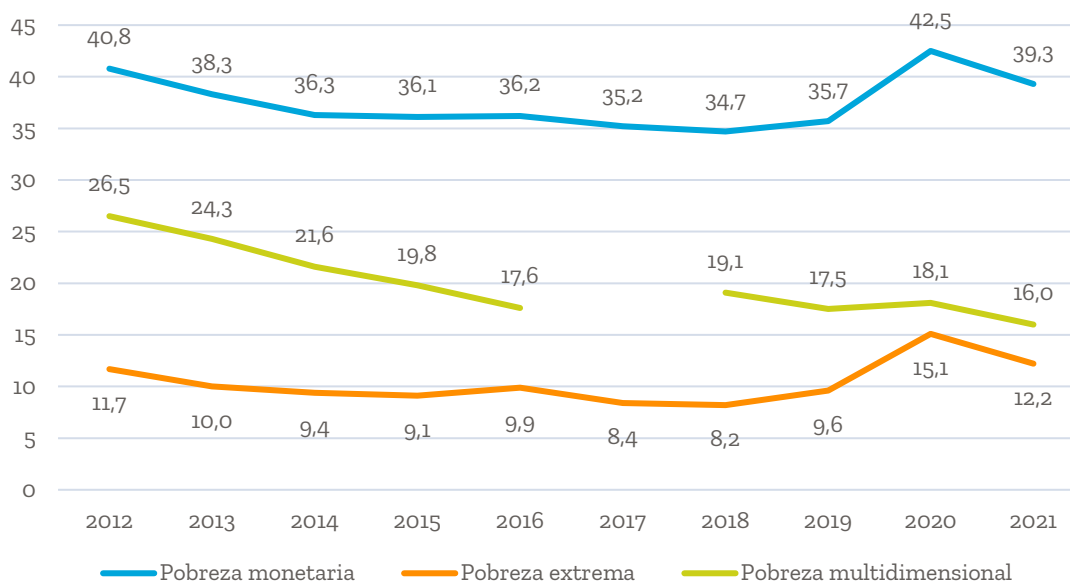


Fuente: Elaboración propia con datos de Conference Board (2022).

La crisis de la pandemia produjo un deterioro importante de los indicadores de pobreza e informalidad, como lo ilustran la [Figura 13](#) y [Figura 14](#) elevó el porcentaje de población por debajo de la línea de pobreza al **42,5%**, y el de la población por debajo de la pobreza extrema al **15,1%**. La informalidad alcanzó un nivel del **58,5%**, medida como participación de quienes no aportan a pensiones en el total nacional. En 2021, se revirtió parcialmente el movimiento, pero aún los indicadores actuales están en torno a los niveles observados al principio de la década pasada. Se ha mejorado, en otros frentes, como lo refleja el índice de pobreza multidimensional, pero las condiciones de desigualdad son altas, inclusive para el entorno latinoamericano, como lo muestra la [Figura 15](#), que presenta el índice GINI para diversas economías de la región.

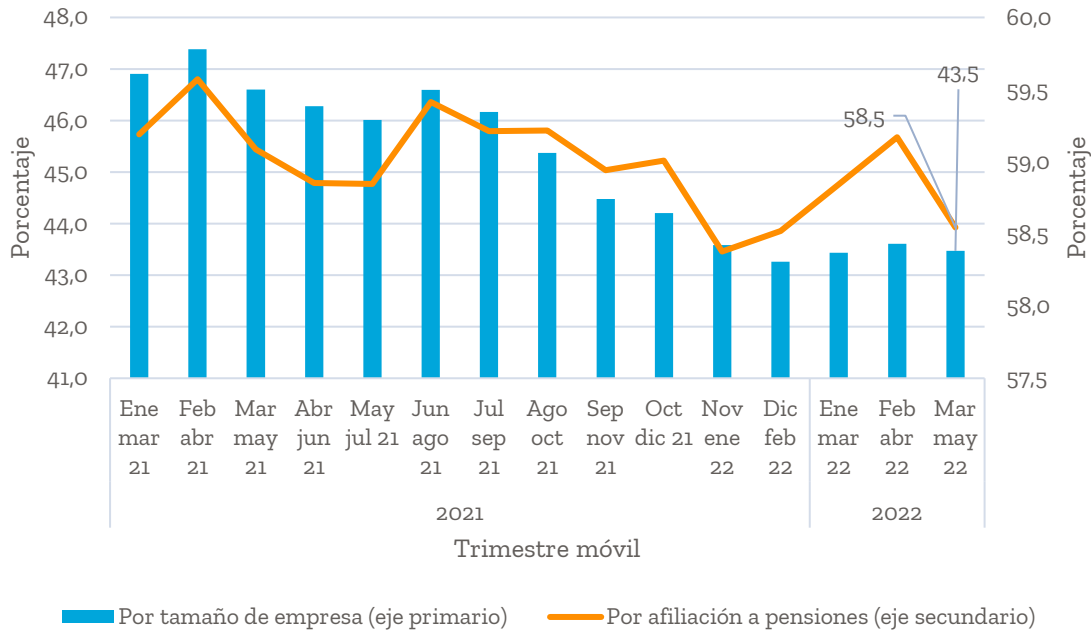
Sin duda, la pandemia visibilizó el complejo grado de precariedad que esos indicadores revelan y contribuyó al giro político que vivió el país en las últimas elecciones. Es por esto por lo que la pobreza y la informalidad generan condiciones de vida difíciles para un porcentaje muy alto de la población, que perciben además con recelo la falta de oportunidades y la carencia de aseguramiento social ante las situaciones adversas de la vida.

Figura 13. Pobreza monetaria, pobreza multidimensional y pobreza extrema. Colombia.



Fuente: Elaboración propia con datos del DANE (2022d).

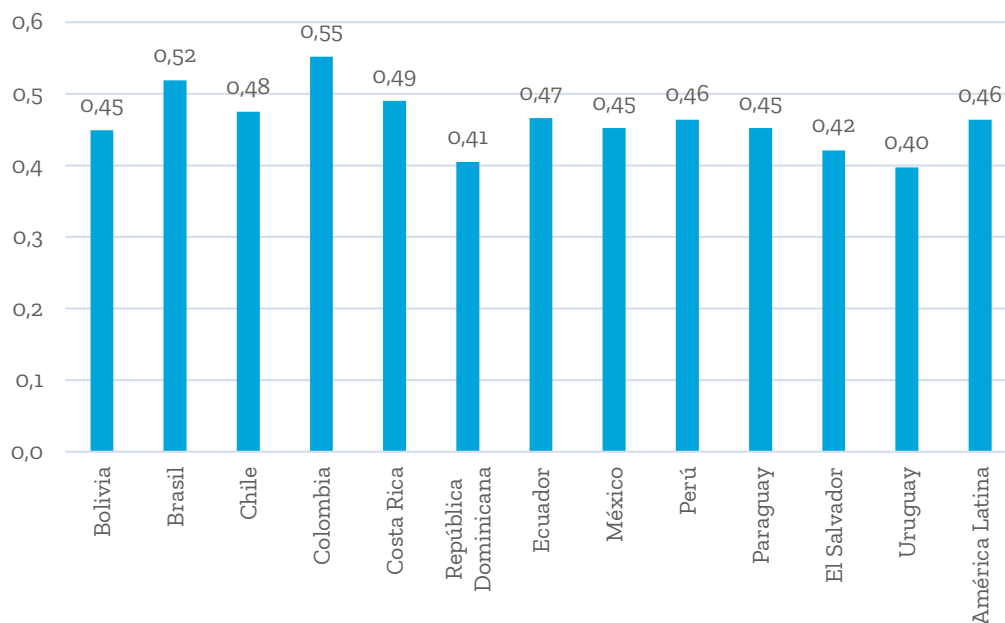
Figura 14. Informalidad.



**Fuente:** Elaboración propia con datos del DANE (2022b) Los datos por tamaño de empresa corresponden a 23 ciudades, y por afiliación a pensiones se refiere a nivel Nacional.

Será, sin duda, tarea fundamental del gobierno avanzar en un sistema integral de aseguramiento social, que fortalezca aquellos aspectos de la seguridad social en los que el país avanzado, como el sistema de salud; extienda y mejore aquellos en los que hay poco avance, como la cobertura del sistema de pensiones; y cree mecanismos adecuados de protección, que operen cuando sobrevenga la precariedad en la vida de las personas. Las mega-tendencias del momento, la desconfianza en los mercados y en su capacidad para difundir en toda la sociedad los beneficios del progreso; la crisis de la democracia y los riesgos del populismo y el advenimiento de lo que Byung-Chul Han ha denominado "infocracia", el efecto que el tsunami de información generado por la digitalización tiene sobre la esfera política, provocando distorsiones y trastornos masivos en el proceso democrático (2022). Esto forzaría, sin duda, un giro de la sociedad hacia esquemas de desarrollo más inclusivos, en los que exista un nivel básico de protección social, y en los que el crecimiento se difunda entre todos los grupos sociales, sin que por ello se arruine la capacidad de generación de progreso del sistema.

Figura 15. GINI. Países seleccionados América Latina. 2020.



**Fuente:** Elaboración propia con datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe [CEPAL] (2022).

### 3. La recuperación económica tras la pandemia

La recuperación económica tras la pandemia ha sido destacada. La [Tabla 4](#) presenta la evolución del PIB por gasto en 2020, 2021 y lo que va transcurrido de 2022, muestra un enorme dinamismo del consumo de los hogares, un desempeño destacado de la inversión, e incluso un comportamiento favorable de las exportaciones. La demanda interna crece por encima del **13%** en 2021, y mantiene ese mismo dinamismo en 2022. El gasto público, aunque fue muy expansivo en 2021, empieza a ceder su protagonismo en el crecimiento, dando espacio a los componentes privados del gasto. Sin duda, una muy exitosa política de reactivación tras la crisis que coloca al país entre las economías de mayor crecimiento en el mundo en el primer semestre de 2022. Pero a pesar de ello, los problemas estructurales de la economía en lo relativo a temas sociales mantienen su capacidad desestabilizadora y será necesario abordarlos con cuidado, mediante acciones efectivas que no pongan en riesgo el buen funcionamiento del aparato productivo, mantengan el dinamismo económico y permitan la implementación de políticas públicas que impulsen la transformación productiva.

Tabla 4. Evolución del PIB por gasto.

Tipo de gasto	2020	2021	2022	
			I	II
Demanda interna	-7,5%	13,6%	13,0%	14,5%
Gasto de consumo final	-4,2%	13,9%	11,8%	12,5%
Gasto de consumo hogares e ISFLH	-5,0%	14,8%	12,2%	14,6%
Gasto de consumo gobierno general	-0,6%	10,3%	8,8%	4,0%
Formación bruta de capital	-20,5%	12,2%	17,1%	23,6%
Exportaciones	-22,7%	14,8%	18,5%	31,8%
Importaciones	-20,5%	28,7%	37,0%	32,0%
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>-7,0%</b>	<b>10,7%</b>	<b>8,6%</b>	<b>12,6%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos del DANE (2022a).

En cuanto a las ramas productivas, se destacan el crecimiento de la industria, el comercio, las tecnologías de la información y las comunicaciones y, muy especialmente, otras actividades de servicios.

Tabla 5. Crecimiento del PIB. 2020-2022. Por rama de actividad económica.

RAMA	2020	2021	2022	
			I	II
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	2,0%	3,1%	-2,5%	1,0%
Explotación de minas y canteras	-15,6%	0,2%	1,3%	0,0%
Industrias manufactureras	-9,8%	16,4%	11,1%	20,3%
Suministro de electricidad, gas y agua	-2,6%	5,1%	4,9%	7,2%
Construcción	-26,8%	5,7%	4,7%	9,4%
Comercio, Transporte y almacenamiento; y Alojamiento y servicios de comida	-13,7%	20,9%	15,2%	23,3%
Información y comunicaciones	-2,6%	11,4%	20,5%	17,2%
Actividades financieras y de seguros	2,3%	3,4%	-3,2%	11,4%
Actividades inmobiliarias	1,5%	2,5%	2,1%	1,9%
Actividades profesionales y servicios administrativos	-5,5%	9,8%	9,8%	12,3%
Administración pública y defensa; y servicios sociales	0,1%	7,6%	6,4%	9,0%
Otras actividades de servicios; Actividades de los hogares	-11,4%	33,1%	37,6%	36,5%
<b>Valor agregado bruto</b>	<b>-7,1%</b>	<b>10,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>12,6%</b>
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	-6,3%	13,6%	11,3%	13,3%
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>-7,0%</b>	<b>10,7%</b>	<b>8,6%</b>	<b>12,6%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos del DANE (2022a).



Es notorio, en cambio, el bajo dinamismo de la agricultura, la minería y las actividades inmobiliarias, así como también el desempeño mixto de la construcción que, aunque presenta un crecimiento positivo, podría quizás aportar más al proceso de recuperación.

#### 4. Escenarios posibles de evolución futura

El dinamismo de la economía se irá moderando a lo largo del semestre. La inflación erosionará la capacidad de compra de los hogares; la tasa de interés creciente le quitará dinamismo a la inversión y la desaceleración mundial afectará así mismo la actividad exportadora. El crecimiento anual estará, de acuerdo con nuestras proyecciones, en el **6,6%**, como lo ilustra la **Tabla 6**, que indica también el rango de variación probable entre el **6,2%** y el **7,5%**.

Tabla 6. Pronóstico de crecimiento.

RAMA	2022		
	BASE	PESIMISTA	OPTIMISTA
<b>PIB REAL</b>			
<b>Demanda interna</b>	10,0%	9,6%	11,0%
<b>Gasto de consumo final</b>	9,0%	8,5%	9,9%
Gasto de consumo final individual de los hogares y ISFLH	9,9%	9,3%	11,0%
Gasto de consumo final del gobierno general	4,8%	4,8%	4,8%
<b>Formación bruta de capital</b>	14,9%	14,3%	16,0%
<b>Exportaciones</b>	20,8%	20,2%	22,1%
<b>Importaciones</b>	31,9%	31,2%	33,3%
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,2%</b>	<b>7,5%</b>

*Fuente: Elaboración propia.*

Por el contrario, la evolución futura dependerá de las reformas que se implementen (la reforma tributaria, la reforma laboral y las reformas a la seguridad social); del rigor de la eventual recesión a la que el mundo parece acercarse; de la efectividad de la política monetaria para frenar la inflación; de la forma como se lleve a cabo el giro en la política minero-energética del país y de la formación de expectativas de los agentes acerca de las variables económicas básicas y de la seguridad de sus inversiones.

La reforma tributaria es sin duda necesaria, no solo por las expectativas que el Gobierno ha generado acerca de un nuevo enfoque de la política social y el compromiso explícito que tiene con sus electores acerca de ello, sino también porque es imperativo avanzar adecuadamente en el ajuste de las finanzas públicas, en un entorno complejo como el que se da en el mundo con motivo del endurecimiento de la política monetaria y la emergencia de nuevos riesgos geopolíticos. En efecto, no avanzar en esa dirección, podría limitar el acceso al crédito externo y reducir el flujo de capitales al país, en una transición hacia nuevos modelos de desarrollo en la que el financiamiento externo es indispensable, dado el elevado déficit en cuenta corriente con el que esa transición se inicia. Y por supuesto, fracasar en la

implementación de los aspectos de la reforma fiscal relativos a la igualdad y la justicia social, pondría en riesgo la estabilidad misma del sistema democrático.

Sin embargo, serán necesarios algunos ajustes a su formulación original: el esfuerzo que se exige a las empresas al limitarles el acceso a beneficios tributarios excepcionales debería compensarse parcialmente con una reducción de la tasa básica de tributación. Si el acotamiento de esos beneficios es efectivo, produciría un incremento de ingresos muy superior al previsto en la reforma en el rubro de rentas del sector empresarial, así que habría espacio para iniciar un proceso de reducción de la tarifa de renta corporativa, necesario, para preservar la competitividad del país.

Asimismo, hacer más progresivo el tributo a las personas naturales es un objetivo necesario y conveniente, pero podría alcanzarse de manera gradual, moderando el impacto de la modificación propuesta en el tratamiento tributario de dividendos y las ganancias ocasionales. Aumentar el impuesto a los dividendos es una vía posible para mejorar la progresividad, y tiene la ventaja, respecto al impuesto a las empresas, de que incorpora implícitamente un incentivo a la reinversión de las ganancias, pero se puede moderar el impacto de la modificación, manteniendo en ellos un porcentaje significativo de renta exenta, así como también es posible moderar el efecto del cambio en el tratamiento de las ganancias ocasionales, si se permite la compensación de la ganancia ocasional generada en la venta de propiedad raíz con nuevas compras de activos inmobiliarios.

La [Tabla 7](#) presenta un ejercicio de simulación que compara tres escenarios en una proyección de la economía colombiana hasta el final de la década. El primer escenario (BASE) es el escenario de referencia que podría haberse esperado un año atrás, antes de la irrupción de problemas inflacionarios en el mundo y de la crisis de Ucrania, sin que se den limitaciones de acceso a crédito, para financiar los altos déficit en cuenta corriente que el país presenta. Ese escenario no resulta ya viable, en las condiciones de la economía mundial, pero sirve de referente acerca de lo que puede denominarse potencial de crecimiento del país, sin restricciones de acceso a crédito. El segundo escenario (REFORMA) evalúa la reforma tributaria en su forma original, reconociendo el efecto negativo que podría tener sobre la inversión y la incorporación de mejoras en la productividad. Finalmente, el tercero (AJUSTE), asume que se consiguen los objetivos de recaudo sin afectar sustancialmente la inversión productiva y la innovación, a través del rediseño cuidadoso de los mecanismos puestos en acción por la reforma.

Tabla 7. Simulaciones reforma tributaria.

PIB	RESUMEN 2022-2030		
	Base	Reforma	Ajuste
Crecimiento promedio del PIB 2022-2030	3,6%	2,9%	3,4%
Inflación anual promedio	4,1%	4,1%	4,1%
Devaluación anual promedio	7,4%	8,3%	8,0%
Cambio anual deflactor del PIB	5,5%	5,2%	5,5%
<b>EMPLEO Y PRODUCTIVIDAD</b>			
Tasa informalidad	43,6%	43,8%	43,6%
Tasa de desempleo	10,4%	11,1%	10,3%
Crecimiento empleo	1,4%	1,3%	1,4%
Índice TFP, variación anual	1,6%	1,1%	1,5%
<b>BALANZA DE PAGOS</b>			
Exportaciones	5,6%	5,1%	5,0%
Importaciones	2,7%	0,9%	1,9%
Rentas factoriales	7,5%	6,1%	6,3%
Remesas	2,0%	2,0%	2,0%
Cuenta corriente (% PIB)	-6,1%	-3,4%	-5,3%
<b>INDICADORES PRESUPUESTALES GNC</b>			
Déficit GNC año final de la proyección	-6,0%	-3,9%	-2,8%
Deuda GNC final de la proyección	76,9%	71,3%	61,7%
<b>INDICADORES DISTRIBUTIVOS</b>			
GINI final proyección	0,500	0,453	0,443
% Población debajo de línea de pobreza. Final.	33,2%	33,2%	28,3%

**Fuente:** Modelo de Equilibrio general computable. EAFIT.

Tres puntos fundamentales se derivan de este análisis: las mejoras en indicadores distributivos pueden mitigarse o anularse por falta de crecimiento, la reforma mejora el GINI, pero se vuelve inefectiva en lo relativo a la pobreza si se sacrifica crecimiento económico en su implementación y la mejor reforma tributaria es el crecimiento, si éste se sacrifica, es poco lo que puede lograrse en bienestar de las personas.

El crecimiento genera empleo. Si la reforma inhibe el crecimiento, entonces también sacrificará empleo, y será más difícil alcanzar los objetivos de justicia social y equidad.

Por último, las cuentas fiscales son muy sensibles al crecimiento. Solo si se implementa una reforma efectiva, que mantenga además la dinámica de crecimiento, se mantendrá bajo control el endeudamiento público. El bajo crecimiento es devastador para las finanzas públicas.

Solo la confluencia de políticas públicas progresivas y crecimiento económico dinámico, permiten consolidar mejoras en los indicadores sociales. El Gobierno tendrá que liderar un gran "acuerdo por el desarrollo" (Dercon, 2022) en el que se enfatizen los gravámenes al disfrute de la riqueza y no a su creación; en el que el impuesto a las empresas les permita ser

competitivas; en el que las élites económicas aporten una parte importante de sus ingresos para garantizar la sostenibilidad del sistema, no solo por razones de equidad, sino por los beneficios que un país próspero y sostenible les puede deparar; en el que las clases medias empiecen a entender la importancia de sus aportes a la construcción de una sociedad mejor y en la que un sistema de aseguramiento social integral proteja a todas las personas de los riesgos de enfermedad, vejez, precariedad y estancamiento social, dejando amplio espacio para el ejercicio de las libertades individuales y para el despliegue del espíritu empresarial.

## Referencias

- Center of International Development. (2022). *Country & Product Complexity Rankings*. Atlas of Economic Complexity. <https://atlas.cid.harvard.edu/rankings>
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (CEPAL). (2022). *Estadísticas e indicadores: Demográficos y Sociales*. Bases de Datos y Publicaciones Estadísticas. <https://statistics.cepal.org/portal/cepalstat/dashboard.html?theme=1&lang=es>
- Conference Board. (2022). *Total Economy Database*. Data. <https://www.conference-board.org/data/economydatabase/total-economy-database-productivity>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). (2022a). *Cuentas nacionales*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/cuentas-nacionales-anuales>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (DANE). (2022b). *Empleo y desempleo*. GEIH - Mercado Laboral. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/mercado-laboral/empleo-y-desempleo>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (DANE). (2022c). *Exportaciones*. Comercio Internacional. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/comercio-internacional/exportaciones>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (DANE). (2022d). *Pobreza y condiciones de vida*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/pobreza-y-condiciones-de-vida>
- Dercon, S. (2022). *Gambling on Development: Why some countries win and others lose* (C. Hurst & Co. (ed.)).
- Han, B. C. (2022). *Infocracia* (Penguin Random House (ed.)).
- World Bank. (2022). *World Economic Indicators*. DataBank. <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>

## Capítulo 3

# Nowcast del PIB en el tercer trimestre del 2022 a partir de indicadores líderes y las tendencias de Google Colombia

*José Fernando Loaiza*<sup>4</sup>

*Diego Montañez*<sup>5</sup>

En Colombia, las proyecciones de crecimiento económico para el año 2022 han venido en alza. Luego de registrar un sobresaliente segundo trimestre con una cifra de doble dígito (**12,6%**) según el DANE, diferentes organismos multilaterales han revisado su proyección. Por ejemplo, en el más reciente informe de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) se espera un crecimiento del **6,5%**; por su parte el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó el alza pasando de su último informe de abril 2022 del **5,8%** al **6,3%** en su más reciente World Economic Outlook (WEO) de agosto. Así pues, Colombia sigue siendo uno de los países más destacados en la región y en el mundo en este aspecto. El 2022 ha sido de altibajos macroeconómicos y ha sido un año lleno de incertidumbre por la guerra entre Ucrania y Rusia, el periodo electoral, la disrupción de las cadenas de suministros y la subida de precios en todos los frentes, aunque con revisiones alcistas en crecimiento de la actividad económica por el buen comportamiento del primer semestre (**10,6%**) y lo que nos muestra los indicadores líderes al principio del tercer trimestre del año.

Es importante destacar que la inflación se ha convertido en una de las principales preocupaciones por parte de las autoridades económicas y gobiernos de todo el mundo. En consecuencia, teniendo en cuenta que la inflación en Colombia llegó en agosto 2022 a la cifra más alta en este siglo (**10,84%** variación anual) y que este es un fenómeno que se presenta tanto en economías avanzadas como en las emergentes, se hace necesario un monitoreo constante.

---

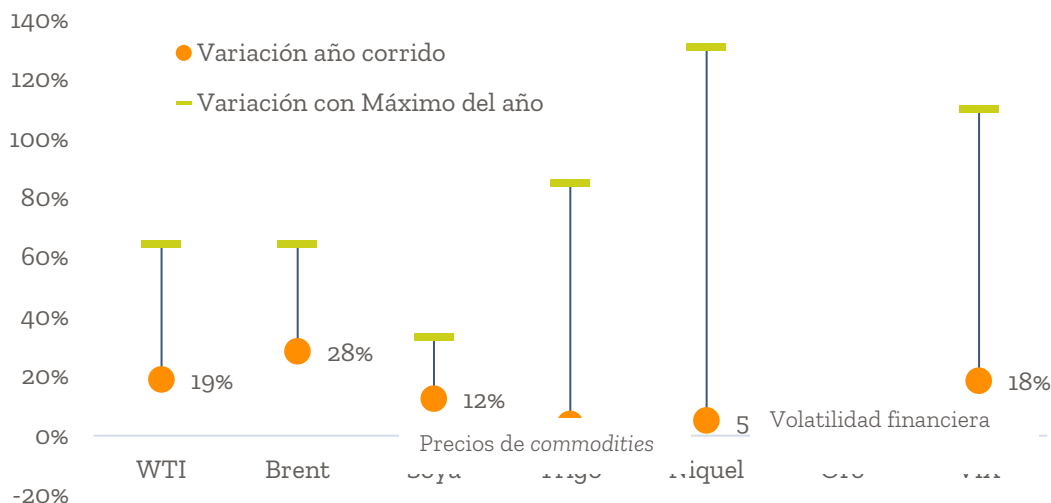
<sup>4</sup> José Fernando Loaiza. Integrante del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: [jfloaizaz@eafit.edu.co](mailto:jfloaizaz@eafit.edu.co)

<sup>5</sup> Diego Montañez. Consultor del Banco Interamericano de Desarrollo. Integrante del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: [dfmontaneh@eafit.edu.co](mailto:dfmontaneh@eafit.edu.co)

Así pues, el equipo Nowcast, hace cálculos de la variación de los principales precios mundiales con corte al 15 de agosto del 2022 respecto al último dato del año 2021 (punto naranja) y respecto al máximo diario de todo el 2022 (línea verde).

Figura 16. Coyuntura internacional.

Fuerte subida y volatilidad en precios de commodities y volatilidad financiera (con corte a 15 de agosto 2022)



**Fuente:** Cálculos equipo Nowcast con datos Bloomberg a 15 de agosto del 2022.

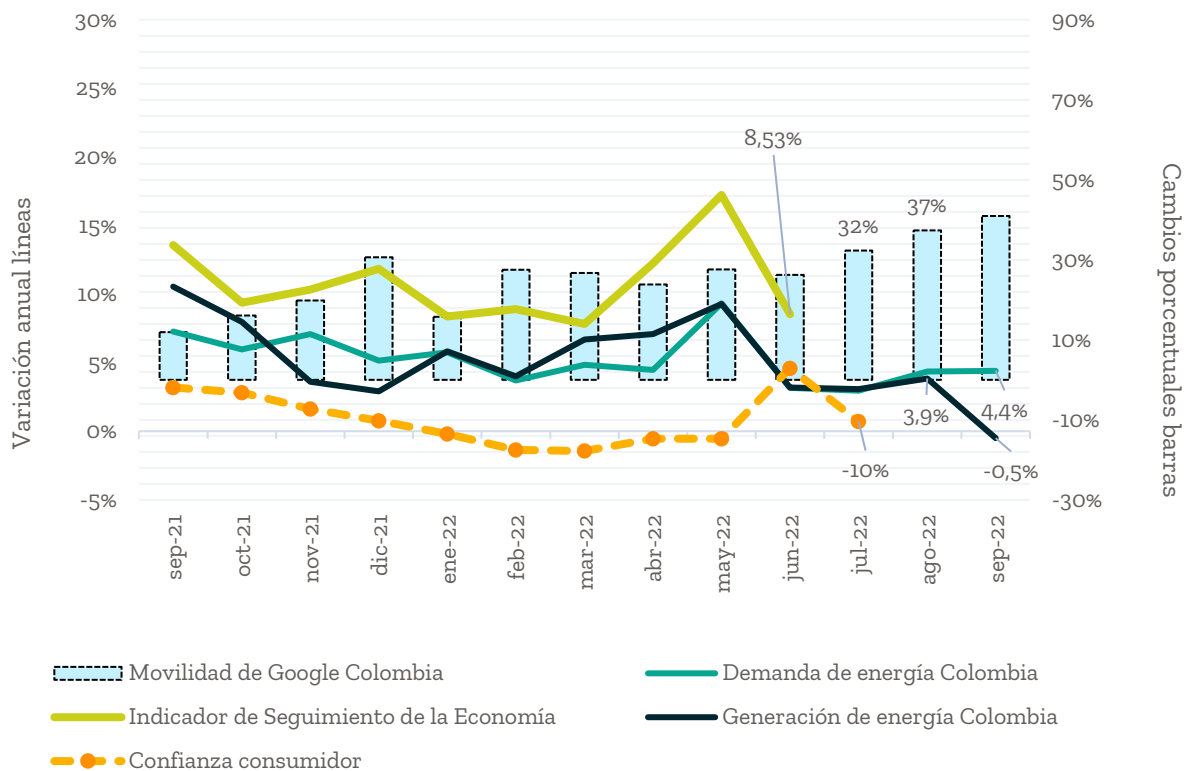
Ahora bien, estos datos diarios nos brindan de alguna manera el panorama de evolución de la economía mundial, cuestión que no es tan fácil de realizar con el PIB, por su complejidad en la estimación. El retraso en la publicación de datos de variables macro clave presenta una limitación para los tomadores 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 inclusive de mayor relevancia en los mercados emergentes, donde los retrasos en la publicación suelen ser más largos que en los países desarrollados.

En este orden de ideas, esta sección estima el estado actual de la economía colombiana usando datos convencionales, como los indicadores líderes (venta de 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 Inteligencia Artificial.

Para evaluar la coyuntura de forma compacta desde una perspectiva mensual, en primer lugar, 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, la 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 17. Evolución de los principales indicadores líderes en el último año en Colombia.



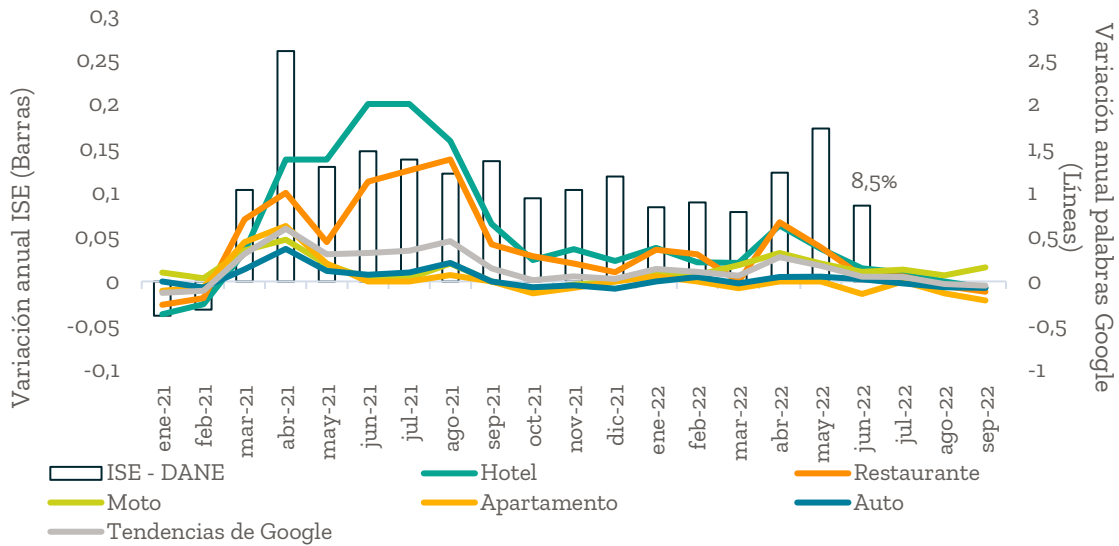
**Fuente:** Cálculos equipo Nowcast con datos DANE, Portal de XM (a mayo 2 del 2022), Google Mobility (a mayo 3 del 2022) y Fedesarrollo.

Es importante destacar que los seis primeros meses del 2022 muestran un desempeño económico favorable, consolidando la reactivación económica del año 2021. No obstante, es importante señalar que, desde julio 2022 a lo corrido de septiembre 2022, la tendencia se estabiliza, incluso con una caída en lo corrido de septiembre en la generación de energía, debido en parte por el crecimiento de doble dígito que se registró en todo el segundo semestre del 2021, que hará moderar las cifras de aquí en adelante. Por otra parte, se destaca el punto más alto en agosto y septiembre en el indicador de movilidad de Google en Colombia, todo lo cual se ve reflejado en la estimación de nuestro Nowcast.

Otros datos importantes a la hora de ver tendencias de la actividad económica son las búsquedas de los colombianos en Google. Como se muestra en la Figura 18, las barras que corresponden a la variación anual del ISE presentan un comportamiento similar a las distintas palabras claves, con la ventaja que se puede contar con información en tiempo real.



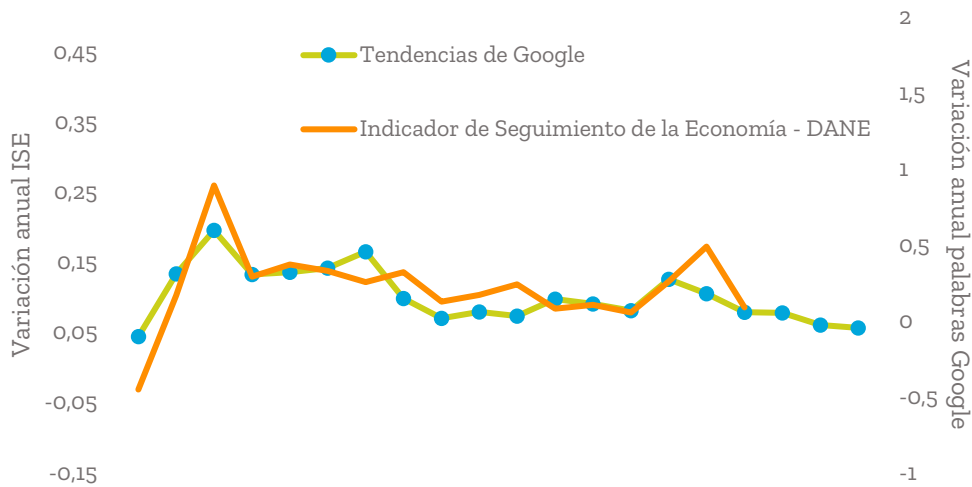
Figura 18. Evolución de la actividad económica y las búsquedas de los colombianos Google.



**Fuente:** Cálculos equipo Nowcast del grupo Coyuntura Económica con datos de Google Trends (a 5 de septiembre del 2022) y DANE.

Cabe destacar que, de forma similar a los indicadores líderes analizados previamente, las tendencias de Google también se han estabilizado, no pareciendo probable que se tengan de nuevo cifras de doble dígito en materia de crecimiento económico en lo que resta del año. El equipo Nowcast hace el cálculo de indicador que denominamos "Tendencias de Google", donde se toma el promedio de la variación anual de las palabras claves buscadas por los colombianos extraídas en tiempo real. La Figura 19 muestra dicho indicador comparado con el ISE calculado por el DANE, para enero-septiembre 2022.

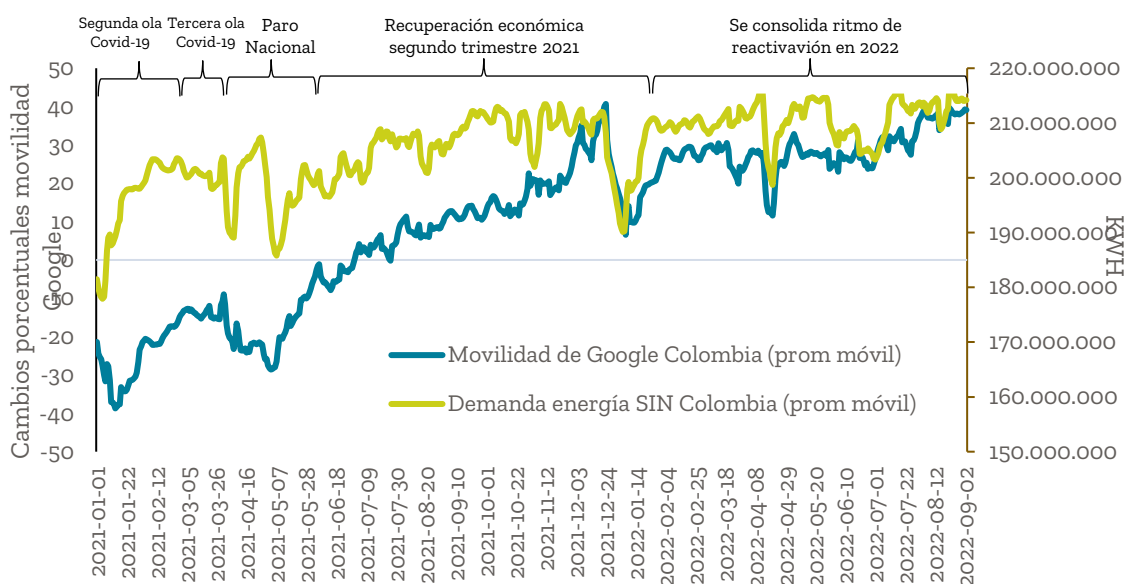
Figura 19. Evolución de la actividad económica y las búsquedas de los colombianos Google.



**Fuente:** Cálculos equipo Nowcast del grupo Coyuntura Económica con datos de Google Trends (a 5 de septiembre del 2022) y DANE.

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 energética 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 20** muestra la evolución de dos proxys de la actividad económica en las distintas fases que han experimentado en el año 2021 y el 2022 hasta lo corrido de septiembre, y de nuevo se puede ver la estabilización de las series en el tercer trimestre del 2022.

*Figura 20. Datos de alta frecuencia: demanda de energía del Sistema Interconectado Nacional (SIN) y Movilidad de Google Colombia.*

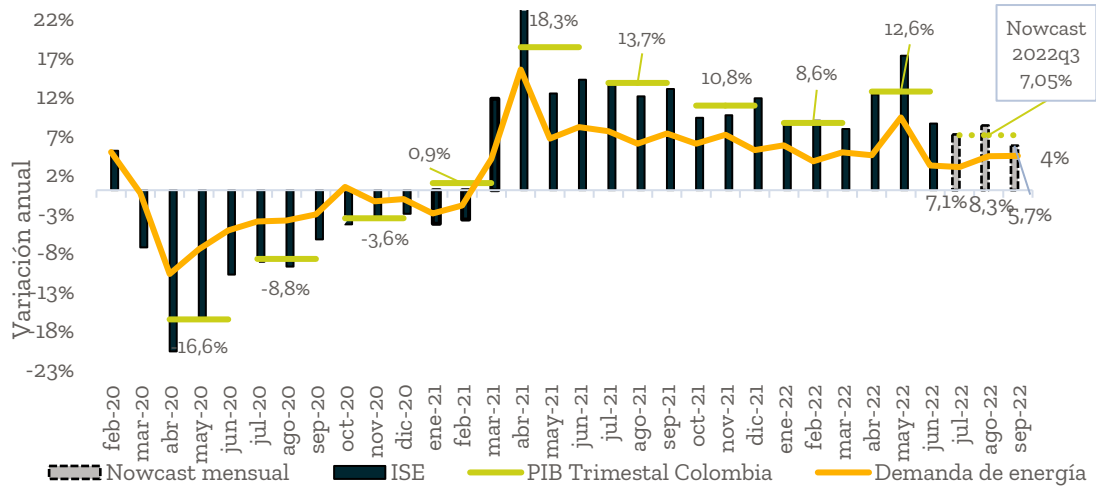


**Fuente:** Cálculos equipo Nowcast del grupo Coyuntura Económica con datos del Portal BI de XM (a septiembre 3 del 2022) y Google Mobility (a septiembre 3 del 2022).

La **Figura 20** ilustra perfectamente el momento de recuperación económica que se experimentó en la economía colombiana y cómo se ha consolidado en el 2022. Incluso en el mes de julio, la Movilidad de Google Colombia (línea azul) pasó a terreno positivo y se mantuvo durante todo el año 2021 y lo transcurrido a septiembre del 2022, pero ya con una tendencia más plana en el tercer trimestre, análisis que complementa y confirma el punto anterior de las tendencias de Google. De forma similar la demanda de energía se ha estabilizando, especialmente en lo corrido del tercer trimestre del 2022, lo que se ve reflejado en las estimaciones mensuales del Nowcast.

En consecuencia, se encuentra en nuestro Nowcast\_GT un crecimiento estimado en el rango de **3,9 %** y **9,7 %**, con un valor más probable de **7,05 %**, para el tercer trimestre del año 2022 en Colombia. Los principales resultados se resumen en la **Figura 21**.

Figura 21. Resultados Nowcast del PIB Colombia en el primer trimestre del 2022.

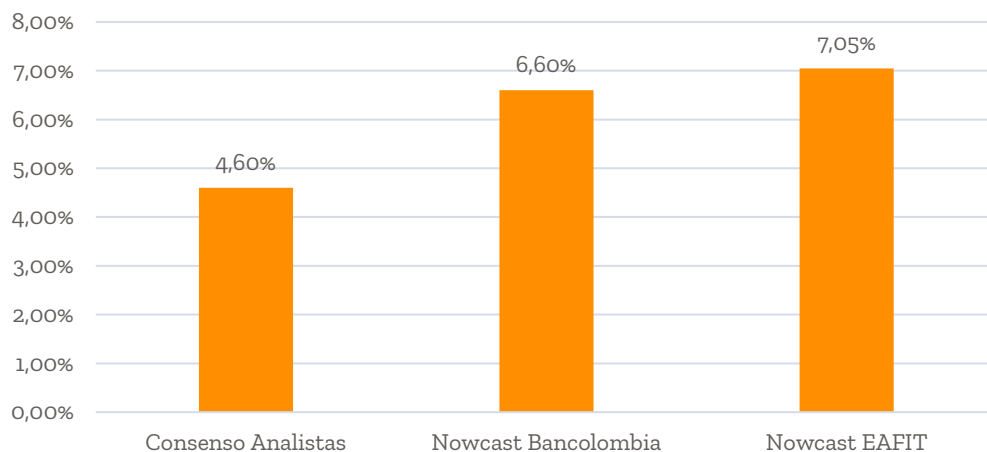


<b>Variación interanual</b>	<b>NowCast 2022 Q3</b>	<b>7,05 %</b>
-----------------------------	------------------------	---------------

Fuente: Estimaciones equipo Nowcast del grupo Coyuntura Económica

Este resultado nos ubica en un terreno optimista entre los analistas del mercado y está sustentando en la buena dinámica de indicadores como la demanda y generación de energía, la movilidad de Google y las tendencias de Google, que muestran un excelente julio y un mejor agosto, pero se tendrá, por supuesto, mejor capacidad predictiva, a medida que se consoliden los resultados de septiembre. A continuación, se muestra los resultados de estimación de nuestro equipo Nowcast y otros analistas.

Figura 22. Proyección crecimiento económico tercer trimestre del 2022 en Colombia.



Fuente: Latin Focus Consensus Forecasts, Grupo Bancolombia, y estimación del equipo Nowcast del grupo Coyuntura Económica EAFIT.

## Referencias

- Bancolombia (2022). Reporte Nowcast Bancolombia.  
<https://www.bancolombia.com/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/nowcast>
- 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>.
- Carrière-Swallow, Y., & Labbé, F. (2013). Nowcasting with Google Trends in an emerging market. *Journal of Forecasting*, 32(4), 289-298.
- 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.  
<https://trends.google.es/trends/explore?date=all&geo=CO&q=Hotel,Restaurante,Motelo,%2Fm%2F01nblt,%2Fm%2Fok4j>
- 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 (No. 1634).  
[https://www.oecd-ilibrary.org/economics/tracking-activity-in-real-time-with-google-trends\\_6b9c7518-en](https://www.oecd-ilibrary.org/economics/tracking-activity-in-real-time-with-google-trends_6b9c7518-en)

# Capítulo 4

## La dinámica reciente del empleo y el producto por trabajador en Colombia

Juan Camilo Chaparro<sup>6</sup>

Diego Quintero-Ríos<sup>7</sup>

Alejandra Arteaga<sup>8</sup>

### 1. Introducción

El rápido crecimiento económico de la economía colombiana durante el primer semestre de 2022 ha tenido efectos notables sobre el comportamiento del mercado laboral. Este capítulo analiza la dinámica reciente del mercado de trabajo desde dos perspectivas; en primer lugar, se analiza en detalle el comportamiento de los principales agregados de personas ocupadas, desocupadas y por fuera de la fuerza laboral, con un énfasis en las personas ocupadas por posición ocupacional y actividad económica y en segundo lugar, se reporta un análisis detallado del valor agregado por trabajador, el cual se puede interpretar como una métrica aproximada de la productividad laboral sectorial.

### 2. La dinámica reciente del empleo en Colombia

En el primer semestre de 2022 la economía colombiana presentó un crecimiento en el número de ocupados con **21,7 millones** de personas empleadas. Se sumaron **1,8 millones** de personas, esto representa un incremento del **9,3%** comparado con el primer semestre de 2021, cuando estaban ocupadas **19,9 millones** de personas. Los niveles de empleo son cada vez más cercanos

---

<sup>6</sup> Juan Camilo Chaparro. Profesor auxiliar del área de Políticas y Desarrollo de la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. Coordinador Técnico (junto con Gustavo García) del Observatorio Regional del Mercado de Trabajo para el Departamento de Antioquia (ORMET Antioquia), afiliado al Ministerio del Trabajo. E-mail: jcchaparrc@eafit.edu.co.

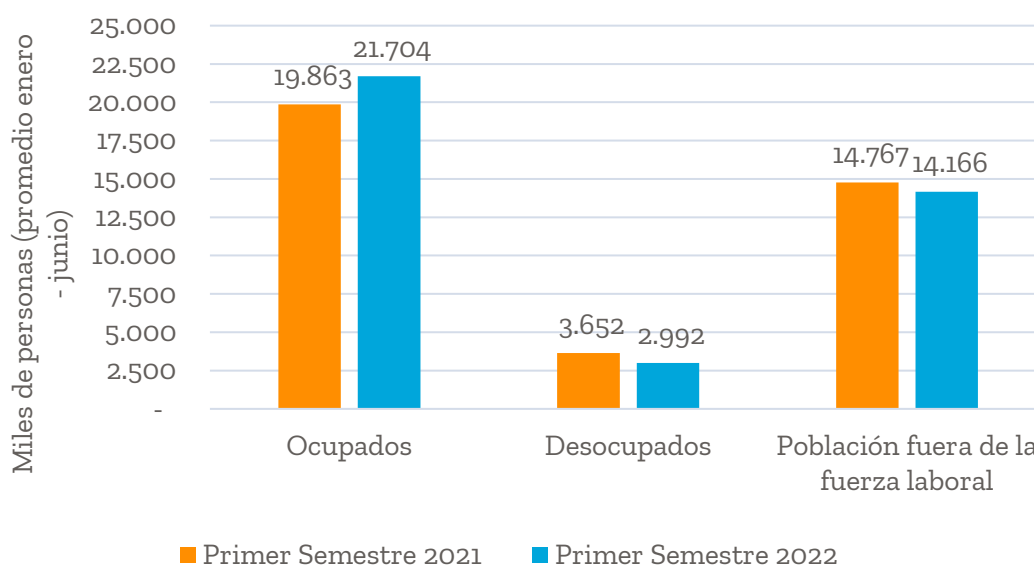
<sup>7</sup> Diego Quintero-Ríos. Estudiante de pregrado en Economía de la Universidad EAFIT, integrante del Semillero de Investigación Estratégica. E-mail: daquiterr@eafit.edu.co

<sup>8</sup> Alejandra Arteaga. Estudiante de pregrado en Economía de la Universidad EAFIT, integrante del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: aarteagaa@eafit.edu.co

a los valores que tenía la economía colombiana antes de la pandemia, donde el número de ocupados estaba en promedio alrededor de los **22 millones** de personas entre 2017 y 2019.<sup>9</sup>

El número de desocupados cayó en un **18%**, como se observa en la **Figura 23**, pasando de **3,6 millones** en el primer semestre de 2021 a **2,9 millones** en el mismo periodo de 2022. Adicionalmente, la población fuera de la fuerza laboral se redujo en un **4%**. La reducción en el número de desocupados y el número de personas por fuera de la fuerza laboral equivale al **68,5%** de los nuevos ocupados.

Figura 23. Población ocupada, desocupada y fuera de la fuerza laboral. Total nacional, promedio enero - junio 2021 - 2022.



**Fuente:** Cálculos propios con base en el anexo estadístico de la GEIH del DANE (junio 2022, marco geo estadístico 2018).

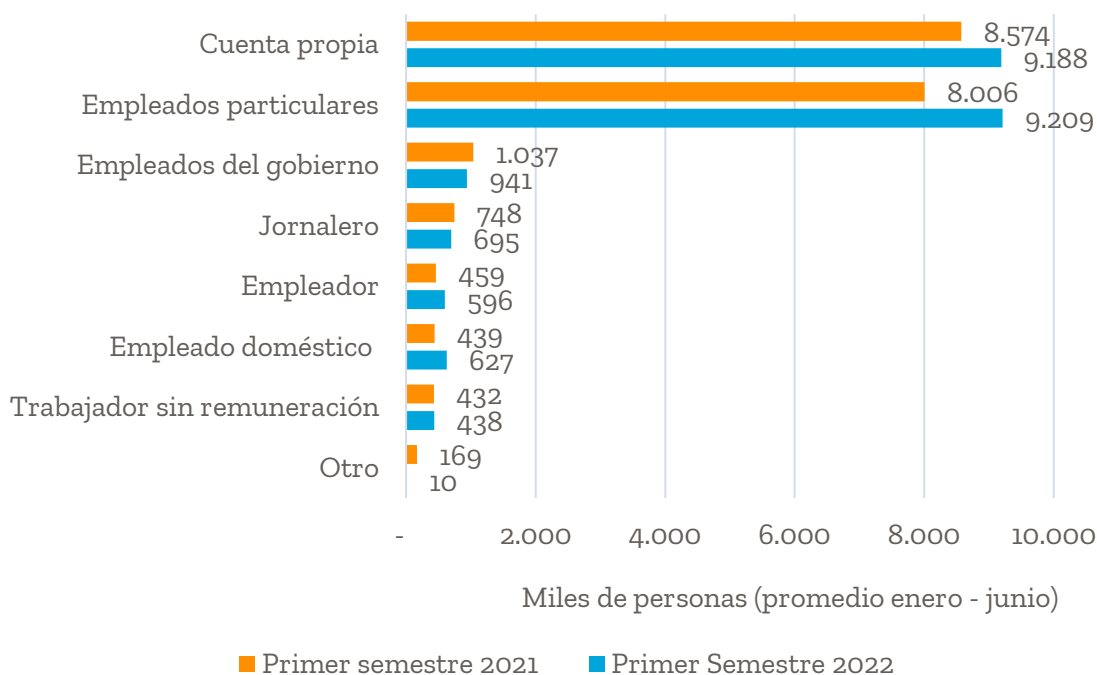
En términos generales, el mercado laboral tuvo un comportamiento positivo en el primer semestre de 2022 con una recuperación en los niveles de empleo. La tasa de ocupación aumentó cuatro puntos porcentuales y se ubica en un **55,8%** en el primer semestre de 2022. Por otro lado, la tasa de desocupación promedio del semestre bajó a **12,1%**, lo que implica una reducción de tres puntos y medio respecto al primer semestre de 2021.

Para entender la dinámica del empleo durante el primer semestre del 2022, la **Figura 24** desagrega la población ocupada según su posición ocupacional y reporta una comparación con el primer semestre de 2021. Los trabajadores cuenta propia y los empleados particulares representan el **84,8%** de los ocupados y el **98,75%** de los nuevos empleos generados en el primer semestre de 2022.

<sup>9</sup> Cálculos reportados en el Informe de Coyuntura Económica (Universidad EAFIT) de septiembre de 2021. El DANE realizó una actualización del marco geoestadístico nacional durante 2021 (MGN). Este cambio se dio debido a los resultados del censo de 2018. Este cambio modifica la metodología de la GEIH y se debe tener presente al realizar comparaciones entre períodos previos a 2021.

Se destaca el crecimiento de empleados particulares en un **15,03%** sobre un **7,16%** de aumento en los ocupados por cuenta propia. Debido a esta dinámica, los empleados particulares que estaban en **568 mil** personas por debajo de los cuenta propia, ahora los superan en **21 mil** personas. Los otros cinco tipos de ocupados, según posición ocupacional, presentaron las siguientes variaciones: los empleados del gobierno cayeron en un **9,25%**, al igual que los trabajadores jornaleros, se redujeron en **7,02%**. Los empleados domésticos aumentaron un **42,95%**, los empleadores crecieron un **29,97%** y los trabajadores familiares sin remuneración presentaron un leve aumento del **1,36%**.

Figura 24. Ocupados según posición ocupacional. Total nacional, promedio enero - junio, 2021 - 2022.



**Fuente:** Cálculos propios con base en el anexo estadístico de la GEIH del DANE (junio 2022, marco geo estadístico 2018)

La situación en las diferentes ramas de actividad económica es alentadora. Todas las actividades reportan crecimiento en el número de ocupados respecto al primer semestre de 2021, como se observa en la [Tabla 8](#). Los sectores económicos con mayor crecimiento en ocupados fueron: actividades inmobiliarias (**23,0%**), actividades artísticas y de recreación (**19,5%**), suministro de electricidad, gas y agua (**19,4%**) y transporte y almacenamiento (**16,8%**).

Las industrias que más empleos nuevos generaron, en términos absolutos, durante el primer semestre de 2022 fueron: actividades artísticas y recreación (**296 mil** puestos de trabajo), industria manufacturera (**258 mil** puestos de trabajo), comercio y reparación de vehículos (**253 mil**), transporte y almacenamiento (**228 mil**) y alojamiento y servicios de comida (**187 mil**). Estas cinco industrias crearon cerca **1,2 millones** de nuevos empleos, lo que representó el **66,4%** de los nuevos ocupados.

Tabla 8. Población ocupada según rama de actividad económica. Total nacional, promedio enero - junio, 2021 - 2022.

Gran Encuesta Integrada de Hogares Población ocupada según ramas de actividad CIIU 4 A.C	Promedio enero - junio miles de personas		Variación Porcentual
	2021	2022	
<b>Total Nacional</b>	<b>19.863</b>	<b>21.704</b>	<b>9,3%</b>
<b>TOTAL OCUPADOS</b>	<b>19.863</b>	<b>21.704</b>	<b>9,3%</b>
No informa	26	9	--
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	3083	3219	4,4%
Explotación de minas y canteras; suministro de electricidad, gas y agua	482	575	19,4%
Industria manufacturera	2016	2275	12,8%
Construcción	1458	1542	5,8%
Comercio y reparación de vehículos	3684	3938	6,9%
Alojamiento y servicios de comida	1253	1439	14,9%
Transporte y almacenamiento	1357	1585	16,8%
Información y comunicaciones	356	393	10,5%
Actividades financieras y de seguros	357	405	13,6%
Actividades inmobiliarias	162	199	23,0%
Actividades profesionales, científicas, técnicas y servicios administrativos	1598	1671	4,5%
Administración pública y defensa, educación y atención de la salud humana	2513	2640	5,0%
Actividades artísticas, entretenimiento, recreación y otras actividades de servicios	1518	1814	19,5%

**Fuente:** Cálculos propios con base en el anexo estadístico de la GEIH del DANE (junio 2022, marco geográfico estadístico 2018).

Actividades artísticas y recreación fue uno de los sectores más golpeados por las medidas de restricción tomadas durante la pandemia; su reactivación ha sido más rápida que las demás actividades de la economía. La cantidad de empleos generados en promedio durante el primer semestre de este año es una muestra de un nivel de reactivación cercano al **100%**. Este sector fue la primera actividad económica en generación de empleos nuevos y la segunda de mayor crecimiento. Otro sector que ha tenido una senda positiva a destacar en el periodo de análisis es la industria manufacturera con un nivel de crecimiento superior al promedio de la economía (**12,8%**) y como la segunda actividad económica que más empleos creó.



### 3. Análisis del valor agregado por trabajador

La profunda crisis económica del 2020 alteró la demografía de las empresas colombianas. Aquellas empresas sin acceso a capital o con un manejo inadecuado de sus pasivos tuvieron una mayor probabilidad de quiebra. Adicionalmente, las empresas que han salido adelante durante la rápida recuperación económica del 2022 han tenido la oportunidad de modificar sus políticas de contratación de personal. Surge entonces la inquietud, a la luz de estos fenómenos económicos, sobre la dinámica reciente de la productividad laboral. Esta sección aborda tal inquietud.

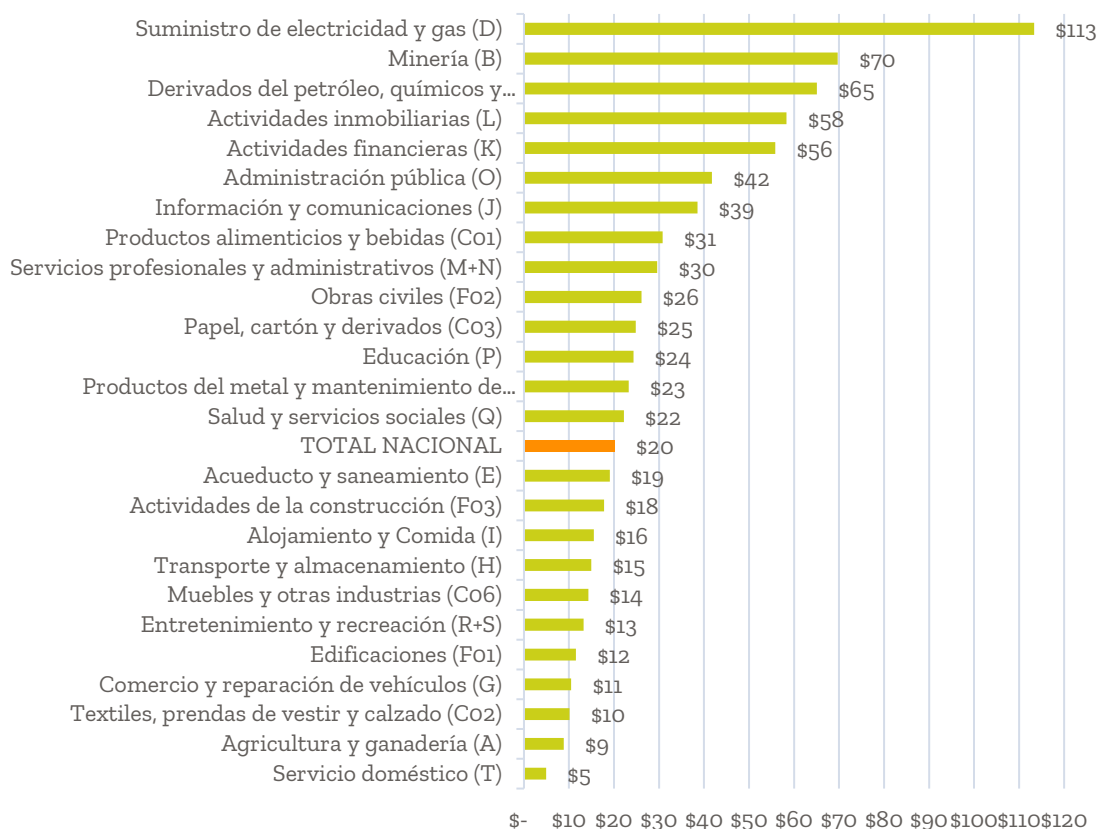
Los análisis que se presentan a continuación están basados en una métrica agregada de productividad laboral sectorial: el valor agregado promedio por trabajador. Hemos combinado dos fuentes de información del DANE. Por un lado, están los reportes de valor agregado por sector industrial, a pesos constantes de 2015, reportados en las cuentas nacionales trimestrales para 25 ramas de actividad (CIU Revisión 4). Por otro lado, hemos procesado los microdatos públicos de la Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH) para calcular el número trimestral promedio de personas ocupadas en cada una de las 25 ramas de actividad, entre el primer trimestre de 2021 y el segundo trimestre de 2022.

El valor agregado promedio por trabajador se calculó como el cociente entre el valor agregado sectorial, a pesos constantes de 2015, y el número promedio de personas ocupadas en el mismo sector. Las personas ocupadas por sector incluyen tanto a los trabajadores por cuenta propia como a los empleados particulares asalariados.

La **Figura 25** reporta el valor agregado por trabajador durante el primer semestre de 2022 para las 25 ramas de actividad (barras verdes) y para la totalidad de la economía colombiana (barra naranja). Cada trabajador colombiano produjo durante el primer semestre de 2022, en promedio, el equivalente a **\$20 millones** de pesos a precios constantes del 2015. Existe una alta dispersión sectorial del valor agregado por trabajador. El suministro de electricidad y gas es el sector económico con el mayor valor agregado por trabajador (cerca de **5.5 veces** el promedio nacional), pero su participación en el empleo es muy baja (apenas **0.4%**). La minería, la fabricación de derivados del petróleo, las actividades inmobiliarias y los servicios financieros también son sectores con un alto valor agregado por trabajador, pero con bajos niveles relativos de empleo. Todos los sectores económicos previamente mencionados generaron un valor agregado por trabajador igual o superior a los **\$55 millones** de pesos durante el primer semestre del 2022, a pesos constantes de 2015.

Por otro lado, varios sectores económicos que emplean una alta proporción de los trabajadores colombianos tienen muy bajos niveles de productividad laboral. Este fenómeno se puede apreciar en la parte inferior de la **Figura 25**. Este es el caso de los servicios domésticos, la agricultura, la ganadería, la fabricación de prendas de vestir y el comercio al por menor. Estos cinco sectores económicos representaron el **40%** de las personas ocupadas durante el primer semestre de 2022 y en los cinco casos el valor agregado promedio por trabajador fue inferior a los **\$12 millones** de pesos del 2015.

Figura 25. Valor agregado por trabajador. Total nacional, primer semestre de 2022, millones de pesos constantes de 2015 por trabajador.



**Fuente:** Cálculos propios con base en información del DANE (Cuentas nacionales trimestrales y GEIH). El gráfico reporta el cociente entre el valor agregado por industria (serie encadenada de volumen con año de referencia 2015) y el número de personas ocupadas promedio durante el primer semestre de 2022. Cada letra en mayúscula entre paréntesis corresponde a la división industrial CIIU Rev. 4 A.C. (25 agrupaciones). La barra horizontal naranja corresponde al valor agregado de toda la economía colombiana dividido entre el número total promedio de personas ocupadas (TOTAL NACIONAL: \$20 millones de pesos por trabajador).

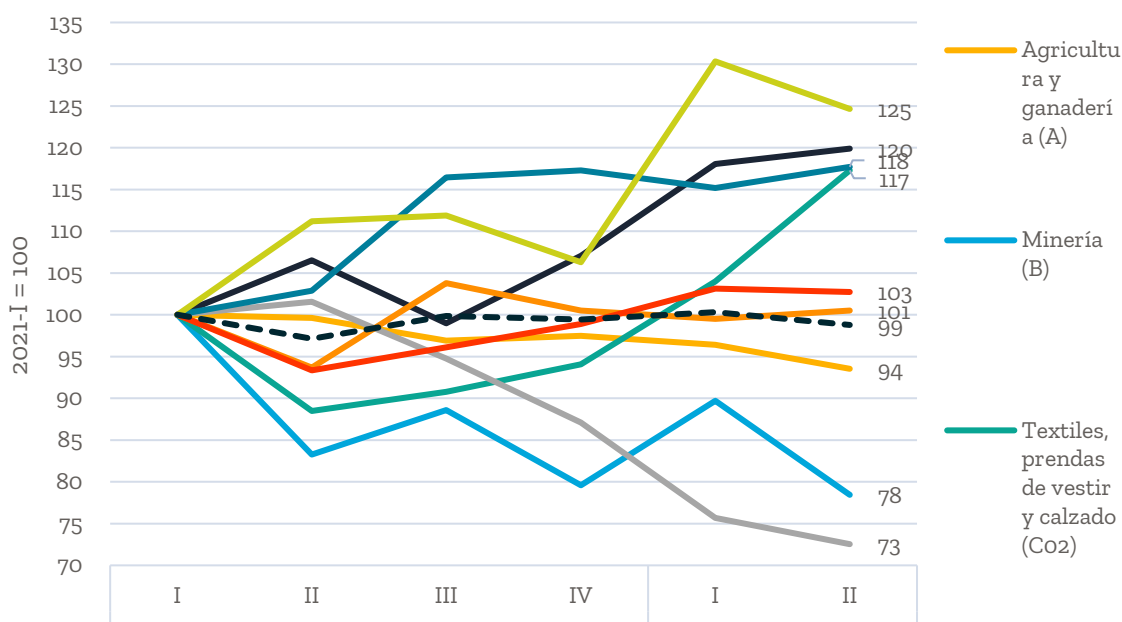
Estudiar la evolución del valor agregado por trabajador en el tiempo permite comprender los efectos de la pandemia y la recuperación económica sobre los diferentes sectores de la economía colombiana. Este es el propósito de la [Figura 26](#), la cual presenta números índice del valor agregado por trabajador para nueve sectores industriales y para la economía colombiana como un todo. Los números índice se calcularon para seis semestres consecutivos, entre principios de 2021 y mediados de 2022, debido a las restricciones de datos derivadas del cambio del marco muestral de la Gran Encuesta Integrada de Hogares (primer trimestre de 2021 = 100).

El valor agregado por trabajador de toda la economía colombiana no ha sufrido cambios sustanciales desde principios del 2021 (línea negra punteada en la [Figura 26](#)). Aun así, algunos sectores económicos sí han experimentado fuertes aumentos o caídas en el valor agregado promedio que producen sus trabajadores. Por ejemplo, este ha sido el caso de los servicios de recreación y entretenimiento, el valor agregado por trabajador en dicha industria creció un

**25%** entre el primer trimestre de 2021 y el segundo trimestre de 2022. La construcción de edificaciones también experimentó un fuerte aumento en el valor agregado por trabajador entre dichos trimestres, con un aumento cercano al **20%**. Los servicios de alojamiento y comida en restaurantes experimentaron un fuerte aumento en su productividad durante el primer semestre del año pasado (2021), al crecer un poco más de **15%**. Por su parte, la fabricación de textiles y prendas de vestir logró un fuerte repunte de su productividad laboral durante el primer semestre del presente año (2022).

Es importante destacar aquellos sectores económicos cuya productividad laboral está estancada o incluso ha retrocedido. Es el caso de la agricultura y ganadería, cuyo valor agregado por trabajador durante el segundo trimestre de 2022 se encuentra **6%** por debajo de los valores alcanzados un año y medio atrás. Hay dos casos con fuertes caídas en el valor agregado por trabajador: la construcción de obras civiles y la extracción minera. El valor agregado por trabajador en la minería cayó **22%** entre el primer trimestre de 2021 y el segundo trimestre de 2022; la caída en el caso de las obras civiles fue aún más fuerte, con una contracción cercana al **27%**.

Figura 26. Evolución del valor agregado por trabajador y por industria. Primer trimestre 2021 = 100.

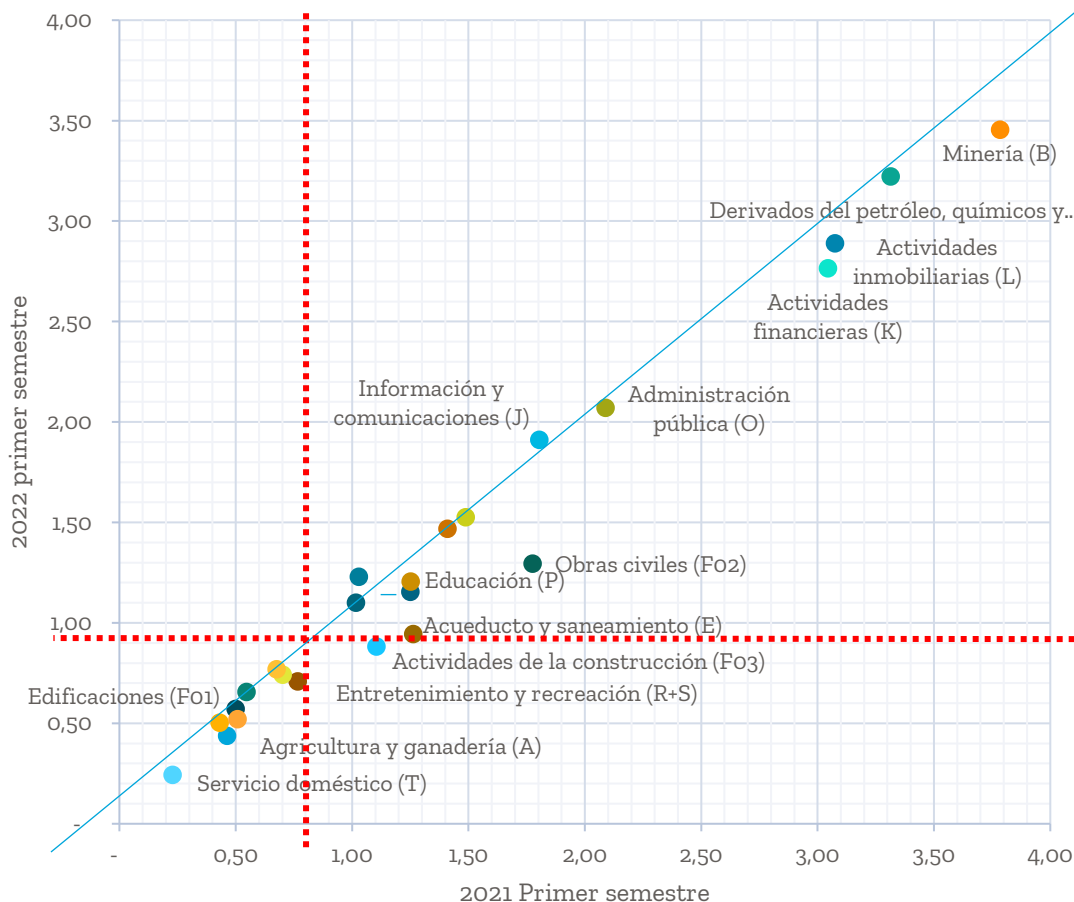


**Fuente:** Cálculos propios con base en información del DANE (Cuentas nacionales trimestrales y GEIH). Cada letra en mayúscula entre paréntesis corresponde a la división industrial CIIU Rev. 4 A.C. (25 agrupaciones). La línea punteada negra corresponde al valor agregado total de la economía colombiana dividido entre el total de personas ocupadas en cada trimestre. Todas las series se normalizaron con el valor del primer trimestre de 2021 (100).

Para concluir el análisis, la **Figura 27** permite comprender la evolución reciente del valor agregado por trabajador para cada uno de los 25 sectores industriales (excepto suministro de electricidad y gas). Cada punto representa un sector industrial. El eje horizontal mide el valor agregado por trabajador durante el primer semestre del 2021 como múltiplo del

valor agregado por trabajador de toda la economía colombiana, es decir, aquellos sectores ubicados hacia la derecha de la línea roja vertical, ubicada sobre el número 1, son aquellos con una alta productividad laboral comparados con el resto de la economía. El eje vertical de la **Figura 27** tiene una definición similar, pero está basado en las medidas de valor agregado por trabajador del primer semestre del 2022.

Figura 27. Valor agregado por trabajador, 2021 vs. 2022. Total nacional, promedio enero - junio, 2021 - 2022.



**Fuente:** Cálculos propios con base en información del DANE (Cuentas nacionales trimestrales y GEIH). El gráfico reporta el cociente entre el valor agregado por industria (serie encadenada de volumen con año de referencia 2015), por trabajador y el valor agregado por trabajador para el total nacional, comparando el primer semestre de 2021 con el segundo semestre de 2022. Cada letra en mayúscula entre paréntesis corresponde a la división industrial CIU Rev. 4 A.C. (25 agrupaciones). La línea roja punteada representa el total nacional para el periodo (el valor agregado por industria por trabajador es igual al valor agregado del total nacional). Suministro de electricidad y gas (D) se excluyó del gráfico.

La **Figura 27** permite concluir que, en general, no ocurrieron cambios drásticos en la productividad laboral relativa de los sectores económicos colombianos entre el primer semestre de 2021 y el primer semestre de 2022. Muestra de ello es que la mayoría de los sectores económicos graficados están ubicados cerca de la línea diagonal de 45 grados. La

minería, los derivados del petróleo, las actividades inmobiliarias y los servicios financieros se destacan como aquellos sectores con una productividad laboral promedio entre dos y tres veces mayor a la productividad promedio de toda la economía. En el extremo contrario, los servicios de recreación y entretenimiento, la construcción de edificaciones, la agricultura y los servicios domésticos tienen un fuerte rezago en el valor agregado relativo por trabajador.

En suma, amerita tener en cuenta lo ocurrido con las actividades de la construcción y los servicios de acueducto y saneamiento. Ambas actividades económicas tenían un valor agregado por trabajador superior al promedio nacional durante el primer semestre de 2021. Un año más tarde ocurre lo contrario, es decir se encuentran por debajo del promedio nacional.

## Referencias

Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (DANE) (2021). *Gran Encuesta Integrada de Hogares*. Microdatos anonimizados.  
<https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-portema/mercado-laboral/empleo-y-desempleo>

# Capítulo 5

## Inflación y política monetaria

Carlos Esteban Posada P.<sup>10</sup>

Liz Londoño-Sierra<sup>11</sup>

### 1. Introducción

En el mundo la inflación ha venido aumentando. Entre las razones se encuentran los altos niveles de liquidez mundial, una normalización de los mercados después de la pandemia, el aumento de los costos de transporte marítimo de carga y la invasión de Rusia a Ucrania.

El objetivo de este documento es presentar nuestras consideraciones sobre los retos de la autoridad monetaria en los próximos años. Es fundamental defender la independencia del Banco de la República y continuar utilizando el instrumento de tasa de interés para mantener la inflación controlada en un rango meta, que permita tener una inflación baja y estable, en un ambiente de tasa de cambio flexible.

El documento está organizado de la siguiente forma: en la sección 2 se describe la inflación colombiana reciente; en la sección 3 se hace énfasis en los dos dilemas que enfrenta la autoridad monetaria; en la sección 4 se discute el régimen de tipo de cambio vigente en la economía colombiana y la importancia de mantener su flexibilidad, y, por último, en la sección 5 se reportan los resultados de un modelo de vectores autorregresivos que estimamos para poner a prueba esta hipótesis: las oleadas de depreciación del precio del dólar en pesos dan lugar a oleadas de inflación.

### 2. La inflación colombiana en agosto

La inflación en el mes de agosto fue de **1,02%**; en lo corrido del año **9,06%** y la anual (últimos doce meses) **10,84%**. Infortunadamente, la inflación sigue acelerada, es persistente y se encuentra lejos del rango meta establecido por el Banco de la República. En la [Tabla 9](#) se

---

<sup>10</sup> Carlos Esteban Posada P. Profesor del área de Macroeconomía y Sistemas Financieros, integrante del Grupo de Coyuntura Económica; Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: cposad25@eafit.edu.co

<sup>11</sup> Liz Londoño-Sierra. Profesora y estudiante del Doctorado en Economía de la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: llondo11@eafit.edu.co

compara la inflación mensual con respecto a su promedio histórico; la inflación de agosto estuvo **6,4** veces por encima de su promedio histórico mensual y **2,4** veces del promedio anual.

Tabla 9. Comparación de la inflación mensual con respecto a su promedio histórico (2003-2021).

	Inflación mensual (%) 2022 (A)	Inflación mensual (%) promedio 2003 -2021 (B)	(A)/(B)
Enero	1,661	0,7122	2,331
Febrero	1,633	0,8761	1,864
Marzo	0,999	0,5784	1,727
Abril	1,247	0,4760	2,620
Mayo	0,841	0,3458	2,432
Junio	0,514	0,2112	2,434
Julio	0,805	0,1532	5,251
Agosto	1,023	0,1596	6,409

**Fuente:** Elaboración propia con datos del DANE (2022a).

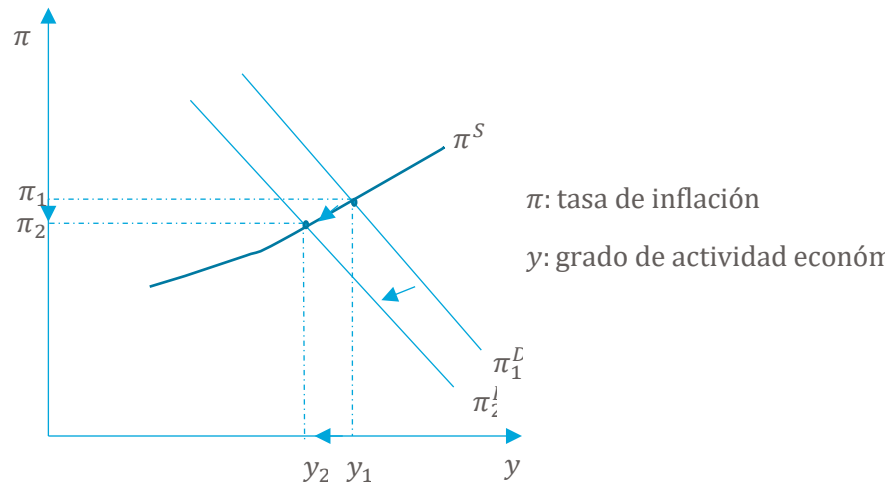
Suponiendo que la Junta Directiva del Banco de la República incremente en **150 puntos** básicos la tasa de interés de política en su reunión del 30 de septiembre, y, entonces, que la inflación de los próximos 4 meses permanezca alrededor de su promedio histórico, la inflación de 2022 probablemente será **10%**, y se propiciaría una reducción de esta para el próximo año.

### 3. Los dos dilemas de la autoridad monetaria: el estático y el inter-temporal

En 2021, las autoridades monetarias se inclinaron por afrontar de una cierta manera el dilema estático (o de corto plazo) entre inflación y crecimiento: aceptaron más crecimiento económico con más inflación, restándole importancia a otro dilema que, a nuestro juicio, es también importante: el inter-temporal: tener menos inflación hoy y menos expectativas de inflación mañana para, asimismo, poder tener más crecimiento económico a futuro (ver [Figura 28](#), [Figura 29](#) y [Figura 30](#)).



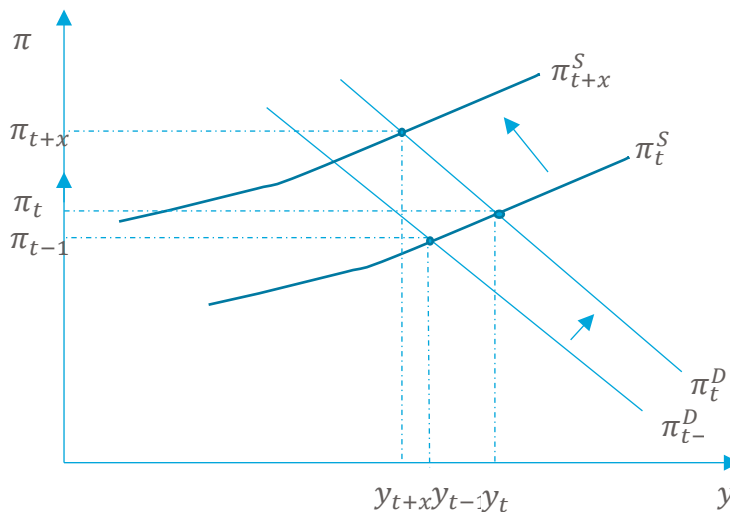
Figura 28. El dilema estático: la política que reduce la inflación reduce la actividad económica.



Fuente: Elaboración propia.

En la Figura 28 se representa la determinación simultánea de la tasa de inflación y el grado de actividad económica (PIB observado/PIB potencial) con base en factores de oferta (condensados en la curva  $\pi^S$ ) que establecen una relación positiva entre inflación y actividad económica y en factores de demanda (condensados en la curva  $\pi^D$ ) que establecen una relación negativa entre ambas variables. En la Figura 28 se ilustra, también, la posible caída de la actividad económica derivada de una política monetaria restrictiva (de aumentos de la tasa de interés) que reduce la demanda de consumo e inversión. Tal representación es una ilustración del dilema estático: preservar un cierto grado de actividad económica versus reducir la tasa de inflación.

Figura 29. El dilema inter-temporal: la política que permite ahora el aumento de la inflación hace que la sociedad asuma un riesgo: "estanflación": más inflación y menos actividad económica en algún momento futuro; ¿qué hacer?



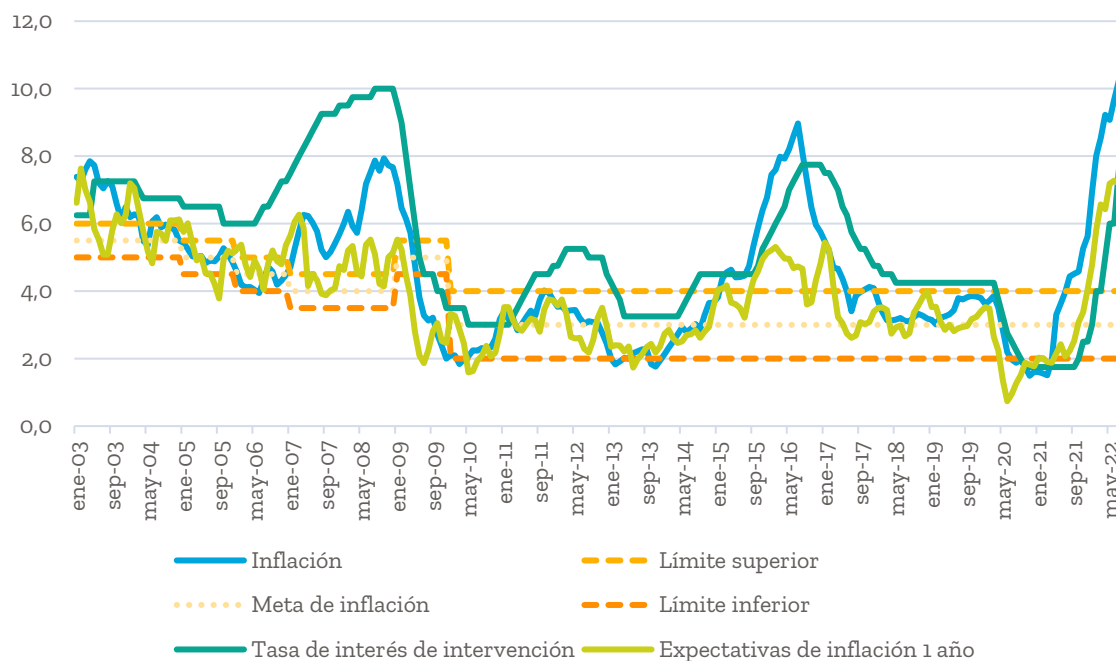
Fuente: Elaboración propia.

La **Figura 29** representa el dilema inter-temporal en unos términos esquemáticos pero precisos. Si por incrementos de la demanda de consumo e inversión, como se representa en tal figura, o por cualquiera otra causa, aumenta la inflación y la autoridad monetaria, se demora demasiado tiempo para frenar este proceso, se corre el riesgo de que las expectativas de inflación empiecen a subir en algún momento en el futuro, desplazando la curva  $\pi^S$  hacia el noreste de tal manera que el proceso culmine, después de un cierto tiempo, uno o dos años después, en la peor situación posible, es decir, con más inflación y menos actividad económica.

El dilema de la autoridad monetaria es, entonces, el de poner en marcha una política restrictiva hoy con efectos negativos inmediatos, pero evitando una inflación mayor y menor actividad económica en el futuro u optar por no afectar la actividad económica hoy y dejar que se inicie una dinámica de inflación que culmine en estanflación.

La **Figura 30** parece mostrar que la autoridad monetaria colombiana se demoró un poco para empezar a implementar una política restrictiva, quizás paralizada inicialmente por el dilema estático mencionado, pero que desde hace unos pocos meses para acá parece haber optado por prestarle más atención al dilema inter-temporal y ha escogido lo que nos parece correcto: hacer más restrictiva aún la política monetaria, tratando de impedir una futura estanflación.

Figura 30. Colombia. Tasa de inflación anual mensualizada, tasa de interés de intervención (política monetaria) y expectativas de inflación a un año (implícitas en las negociaciones de títulos de deuda pública). Enero 2003 – agosto 2022.



**Fuente:** Elaboración propia con datos del Banco de la República (2022 b,c) y DANE (2022).

¿Es capaz la autoridad monetaria colombiana de controlar la inflación y llevarla a su nivel de largo plazo? Nosotros creemos que sí es posible con la política monetaria tradicional y manteniendo la independencia de la banca central.

Estamos de acuerdo con la estrategia de la junta directiva del Banco de la República, en el presente año, consistente en establecer incrementos de la tasa de interés de política de forma acelerada para que la inflación retorne a su rango meta. Este instrumento puede garantizar una inflación baja, que es necesaria para un crecimiento económico sostenido. De no haber aumentado la tasa y no continuar aumentándola, lo que podría pasar, casi con certeza, sería lo peor: permitir un aumento más rápido de la tasa de cambio, el ascenso acelerado de las expectativas de inflación y, después, una consecuente recesión.

#### 4. Régimen de flotación cambiaria

En Colombia, desde finales de los noventa se adoptó un régimen de tipo de cambio flexible (Figura 31) con la característica de que cuando el Banco de la República interviene en el mercado cambiario comprando o vendiendo divisas, lo ha hecho en magnitudes modestas y sus efectos sobre la tasa de cambio han sido muy pequeños y de corto plazo. El costo de una eventual intervención cambiaria en gran magnitud, tratando de mantener constante o reducir la tasa de cambio nominal sin modificar la tasa de interés de política, sería aceptar una reducción grande y prolongada de las reservas internacionales, lo que generaría incentivos para que los agentes privados siguiesen demandando divisas, una salida de capitales, a la espera de una posterior depreciación del peso cuando quede en evidencia la insostenibilidad de una tal política. Así, el reto para los próximos años, es que el régimen de flotación del tipo de cambio sea limpio, sin intervención de la autoridad monetaria mediante compras o ventas masivas de divisas o, en su defecto, con la menor "suciedad" posible.

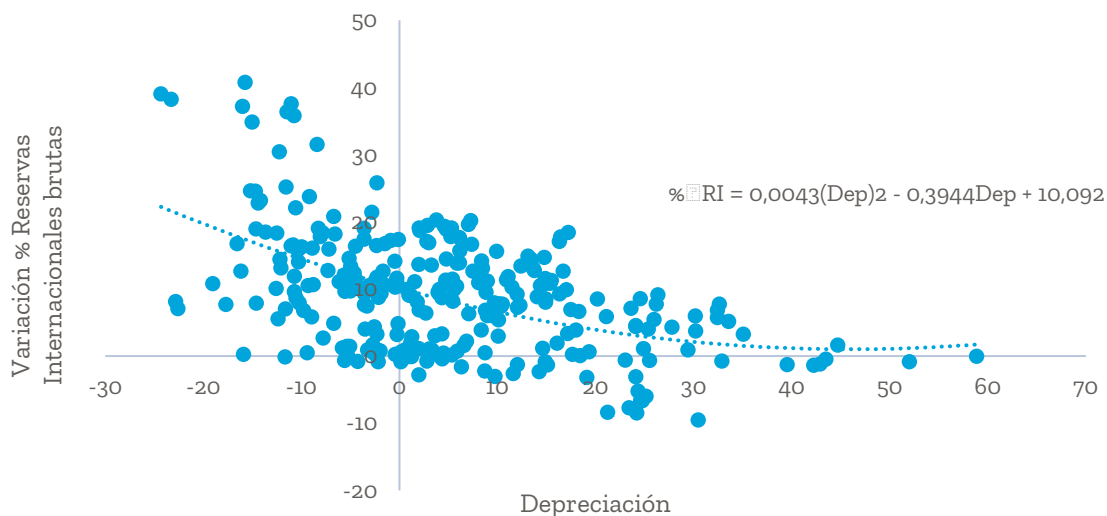
Figura 31. Tasa representativa del mercado (TRM), frecuencia mensual. Enero de 2002 – julio 2022.



**Fuente:** Elaboración propia con datos del Banco de la República (2022d).

Como se puede observar en la [Figura 32](#) entre septiembre de 2000 y febrero de 2016 se evidencia un régimen de flotación sucia: la autoridad monetaria intervino en el mercado cambiario utilizando las reservas internacionales (la [Figura 32](#) muestra que en los momentos en los cuales la depreciación del peso se reduce, sucede a costa de la reducción de las reservas).

Figura 32. Depreciación anual versus reservas internacionales brutas (variación porcentual anual). Septiembre 2000 – febrero 2016.

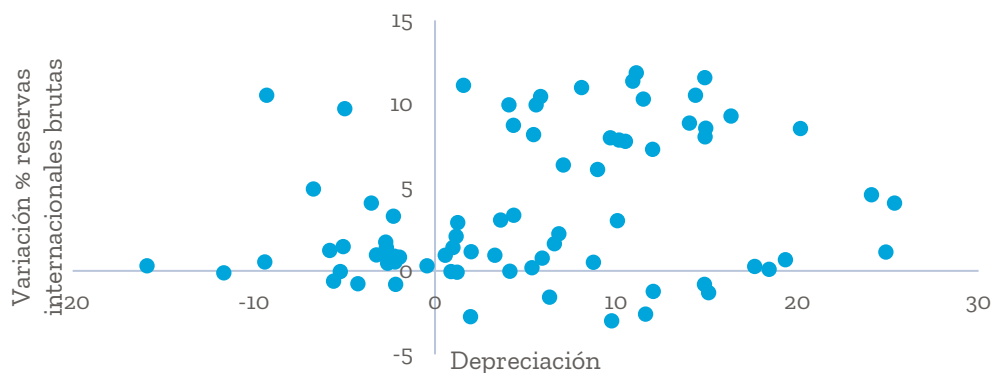


**Fuente:** Elaboración propia con datos del Banco de la República (2022 a, d)

**Nota:** Reservas internacionales brutas: metodología Fondo Monetario Internacional -FMI- Reservas sin los aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas FLAR. La variación porcentual de las reservas internacionales brutas y netas son aproximadamente iguales.

No obstante, en los últimos seis años hay evidencia de que el régimen de tipo de cambio ha sido relativamente limpio. Es decir, no se presentan intervenciones significativas por parte del Banco de la República en el mercado cambiario. Tal como se muestra en la [Figura 33](#), no existe correlación entre las variaciones del tipo de cambio y las de las reservas en este último período.

Figura 33. Depreciación anual versus reservas internacionales brutas (variación porcentual anual). Marzo 2016 – junio 2022.



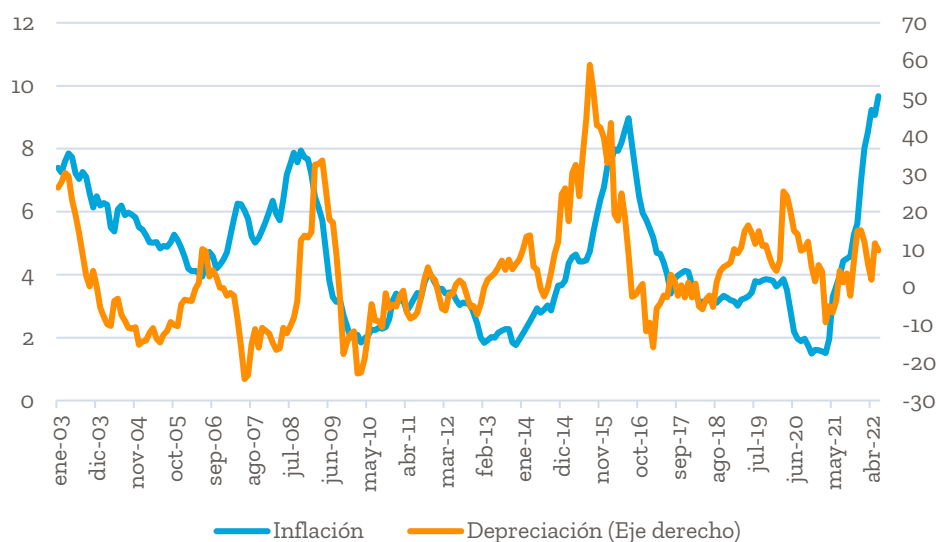
**Fuente:** Elaboración propia con datos del Banco de la República (2022 a, d).

## 5. Las oleadas de depreciación generan oleadas de inflación

La medida más usual de la inflación es la variación porcentual del índice de precios al consumidor (IPC). Para el caso colombiano, los factores fundamentales determinantes del IPC son el nivel de precios del exterior, al que nos aproximamos mediante los índices de precios (de bienes y servicios de consumo) de Estados Unidos, y la tasa de cambio nominal, medida usualmente por la Tasa Representativa del Mercado (TRM).

En la **Figura 34** se describe el comportamiento mensual de la depreciación, medida como la tasa de crecimiento de la tasa representativa del mercado, y la inflación anual medida como la variación del IPC entre un mes y mismo mes del año inmediatamente anterior. Como se puede observar, en algunos periodos el aumento de la depreciación se traduce en inflación. Sin embargo, las medidas correctivas del Banco de la República, básicamente aumentos sucesivos de la tasa de interés de intervención de política, contribuyeron a eliminar la depreciación del peso y lograron situar la inflación en el rango meta.

Figura 34. Inflación anual mensualizada y depreciación anual de la tasa representativa del mercado. Enero 2019 – junio 2022.



**Fuente:** Elaboración propia con datos del Banco de la República (2022d) y DANE (2022).

Para analizar la hipótesis sobre la influencia de las oleadas de depreciación sobre la inflación se estimó un modelo tipo Vectores Autorregresivos (VAR) para el periodo enero de 2003 y junio de 2022 que permite la interacción conjunta entre la inflación y la devaluación, controlando por la inflación de Estados Unidos. Para la especificación del modelo se realizaron pruebas de raíz unitaria y los criterios de información para determinar el número óptimo de

rezagos. Adicionalmente, no se encontró evidencia de una relación de largo plazo entre las variables (cointegración). (Ver anexo)

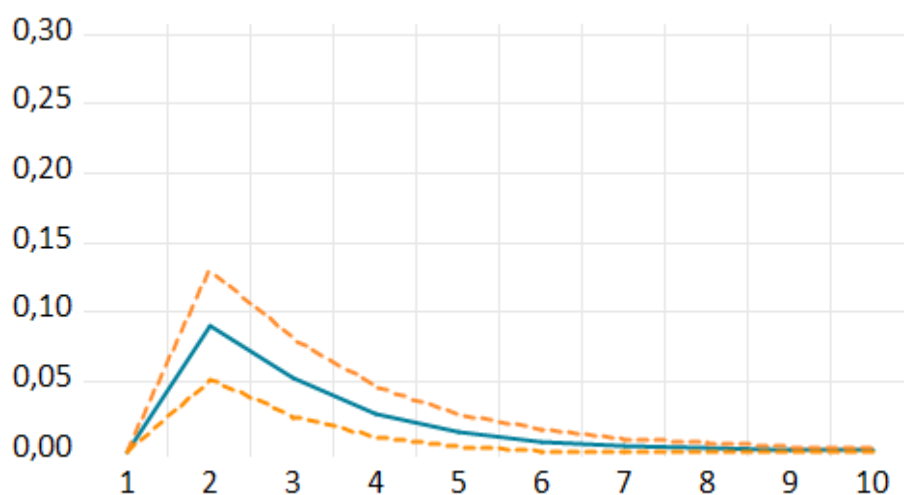
La ecuación que se presenta a continuación indica, tal y como era de esperarse, que la diferencia de la inflación depende positivamente de la diferencia de la inflación causada en el mes anterior, de la diferencia de la depreciación en el mes anterior y de la diferencia de la inflación de Estados Unidos del periodo presente.

$$d(\text{infcot}_t) = 0,003 + 0,537 d(\text{infcot}_{t-1}) + 1,688 d(\text{dep}_{t-1}) + 0,167d(\text{infEE.UU}_t)$$

Error estándar (0,018) (0,052) (0,357) (0,04)

En la **Figura 35** se tiene la función de impulso-respuesta, que muestra el impacto de un choque inesperado de la depreciación sobre la inflación. Inicialmente, el efecto del choque es positivo, es decir, la tasa de depreciación genera fuertes presiones inflacionarias, aunque con efecto transitorio. La mayor respuesta se da en el segundo mes hasta estabilizarse gradualmente al cabo de aproximadamente seis meses. Ante un aumento de la depreciación en el mes anterior la inflación actual se acelera en **1,68 veces** la depreciación en el corto plazo.

Figura 35. Dinámica de la diferencia de la inflación ante un choque transitorio e inesperado de la diferencia de la depreciación. (Response to Cholesky One S.D. (d.f.adjusted) Innovations  $\pm 2$  S.E).



**Fuente:** Elaboración propia usando Eviews 12.

En conclusión, es fundamental que la autoridad monetaria reaccione ante los choques de depreciación utilizando el instrumento de tasa de interés, porque si en un comienzo la depreciación es transitoria, la inacción del Banco de la República puede llevar a un cambio permanente en el nivel de inflación, superior al nivel inicial. Este es otro ejemplo de la importancia de prestarle gran atención al dilema inter-temporal al que nos referimos al principio de estas notas.

## Referencias

- Banco de la República. (2022a). *Reservas internacionales*.  
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/reservas-internacionales-del-banco-republica>
- Banco de la República. (2022b). Tasa cero cupón en pesos y en UVR.  
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tes>
- Banco de la República. (2022c). Tasa de interés de política monetaria.  
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tasas-interes-politica-monetaria>
- Banco de la República. (2022d). Tasa representativa del mercado  
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/trm>
- Departamento Nacional de Estadística – DANE (2022) Índice de precios al consumidor.  
[https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/ipc/jul22/IPC\\_Indices.xlsx](https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/ipc/jul22/IPC_Indices.xlsx)

# Anexo

Tabla 10. Criterios de rezago óptimo.

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: D(INFCOL) D(DEP)

Exogenous variables: C D(INFEEUU)

Sample: 2003M01 2022M06

Included observations: 225

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	258.1555	NA	0.000358	-2.259160	-2.198429	-2.234648
1	309.5054	100.8740	0.000235*	-2.680048*	-2.558586*	-2.631025*
2	310.9785	2.867757	0.000240	-2.657587	-2.475395	-2.584053
3	311.8186	1.620450	0.000247	-2.629499	-2.386576	-2.531454
4	317.4942	10.84673	0.000244	-2.644393	-2.340740	-2.521837
5	320.3897	5.482089	0.000246	-2.634575	-2.270191	-2.487508
6	321.9569	2.939380	0.000251	-2.612950	-2.187836	-2.441372
7	326.4050	8.263643	0.000250	-2.616934	-2.131088	-2.420844
8	336.5629	18.69046*	0.000237	-2.671670	-2.125094	-2.451070

\* Indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Figura 36. D(infcol) es una variable estacionaria (La inflación es I (1)).

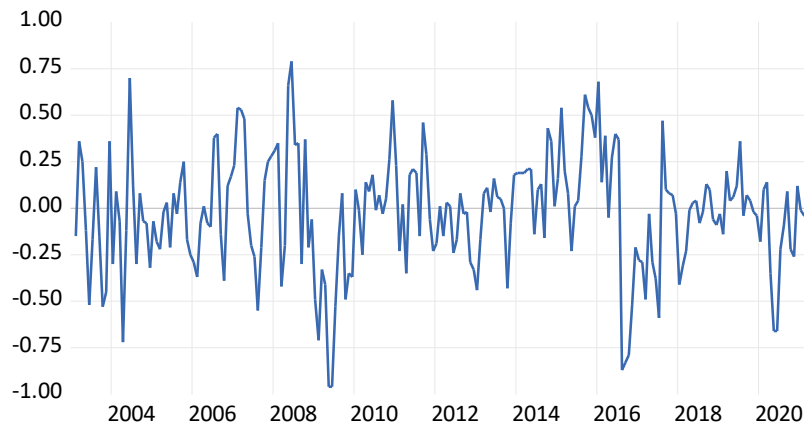




Tabla 11. Estimación del VAR.

Muestra: 2003M03 2022M06  
 Observaciones incluidas: 232 después de  
 ajustes  
 Error estándar en ( ) y estadístico t en [ ]

	D(INFCOL)	D(DEP)
D(INFCOL(-1))	0,536828 (0,05297) [ 10,1353]	-0,006843 (0,01008) [-0,67887]
D(DEP(-1))	1,688202 (0,35687) [ 4,73062]	0,040742 (0,06791) [ 0,59991]
C	0,003424 (0,01849) [ 0,18521]	-0,000333 (0,00352) [-0,09461]
D(INFEEUU)	0,167732 (0,04016) [ 4,17614]	-0,014427 (0,00764) [-1,88757]
R-squared	0,369194	0,022337
Adj. R-squared	0,360893	0,009473
Sum sq. resids	18,02035	0,652616
S.E. equation	0,281135	0,053501
F-statistic	44,48069	1,736392
Log likelihood	-32,78640	352,1326
Akaike AIC	0,317124	-3,001143
Schwarz SC	0,376551	-2,941717
Mean dependent	0,010518	-0,000778
S.D. dependent	0,351664	0,053756
Determinant resid covariance (dof adj.)		0,000225
Determinant resid covariance		0,000217
Log likelihood		319,8880
Akaike information criterion		-2,688690
Schwarz criterion		-2,569837
Number of coefficients		8

# Capítulo 6

## Balanza de pagos de Colombia, primer semestre de 2022

Humberto Franco González<sup>12</sup>

### 1. Comportamiento de la balanza de pagos durante el primer trimestre de 2022

El déficit de **US\$5159,06 millones** con el cual cerró la **cuenta corriente** de la balanza de pagos del país en el **primer trimestre de este año T12022**, fue equivalente en términos porcentuales a un déficit de **6,2%** del PIB, lo que significa un crecimiento del mismo de **US\$2141,74 millones (70,9%)** en relación con igual periodo del año anterior. Este comportamiento se atribuye en mayor medida a la gran dinámica de la demanda interna, en la que el consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo en primera y segunda instancia respectivamente, jugaron papeles fundamentales, lo cual se tradujo en un significativo incremento de las importaciones en el periodo en consideración<sup>13</sup>.

Sin lugar a dudas estas cifras permiten inferir que la recuperación de la economía global evidenciada desde mediados del año 2020 y que se conservó durante un gran trecho hasta este trimestre, luego de la problemática de salud pública por todos conocida, ha mantenido la dinámica de las cuentas externas del país, aunque con claros semáforos de alerta por la vulnerabilidad externa que acarrea este déficit y lo oneroso de su financiación ante el endurecimiento de la política monetaria en el ámbito internacional. Debe tenerse 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, que dependerá de la mencionada relación ingreso-gasto. Como estamos hablando de déficit, se deberá deducir entonces que los ingresos del país no alcanzan a sufragar los gastos y, en consecuencia, se deberá acudir a los mercados financieros internacionales (ahorro externo) para su financiación.

---

<sup>12</sup> Humberto Franco González. Profesor del área de Macroeconomía y Sistemas Financieros y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: hfranco@eafit.edu.co

<sup>13</sup> Importa manifestar que el Banco de la República ajustó a la baja el déficit de la cuenta corriente del T12022 en 0,03 con lo que su monto se ubica ahora en 6,2% del PIB, en lugar del 6,5% inicial.

El detalle del comportamiento de esta cuenta en los tres primeros meses de este año 2022 en relación con igual periodo del año anterior, se presenta a continuación en el [Tabla 12](#).

Tabla 12. Cuenta Corriente resumida T12022 vs. T12021 (millones de dólares).

Cuenta/Periodo	T12022	T12021
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-5159,06</b>	<b>-3017,31</b>
Crédito (exportaciones)	21 574,31	14 889,90
Débito (importaciones)	26 733,36	17 917,22
<b>Balanza comercial. (Bienes y servicios)</b>	<b>-4965,38</b>	<b>-3684,24</b>
Crédito (exportaciones)	16 536,47	10 832,15
Débito (importaciones)	21 501,86	14 516,09
<b>Renta factorial (Ingreso primario)</b>	<b>-3371,09</b>	<b>-1783,24</b>
Crédito	1534,53	1366,86
Débito	4905,62	3149,11
<b>Transferencias corrientes (Ingreso secundario)</b>	<b>3177,42</b>	<b>2450,17</b>
Crédito	3503,30	2701,89
Débito	325,88	251,72

**Fuente:** Elaboración propia con datos del República, Balanza de Pagos, septiembre 1 de 2022.

En efecto, y con base en las cifras observadas en el cuadro, es posible concluir que el protagonismo del mayor desbalance externo estuvo soportando en el incremento de los **pagos netos de factores** los cuales ascendieron a **-US\$3371,09 millones (US\$1587,85 millones** más que el T12021, lo que indica una variación del **34,8%**), hecho explicable por las mayores utilidades de las firmas con inversión externa y su remisión hacia el exterior, las que, a su vez, se explican tanto por la recuperación productiva del país, como por el mayor precio del petróleo y del carbón.

En relación con la **balanza comercial T12022 vs. T12021**, las cifras indican un crecimiento del déficit comercial de **US\$1281,14 millones (34,8%)**, al pasar de **-US\$3684,24 millones a -US\$4965,38 millones**. Por el lado de las **exportaciones** se destacan los incrementos en los ingresos de las ventas externas de petróleo, con crecimientos tanto en sus precios como en los volúmenes despachados, carbón y café, aunque en las ventas externas de estos dos productos el aumento en los ingresos se dio por el incremento en sus precios, dado que los volúmenes exportados fueron menores. En el caso de las **importaciones**, su crecimiento lo explica básicamente las compras externas de bienes de consumo, de insumos y de bienes de capital para la industria, seguidas por las adquisiciones de combustibles y lubricantes<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> El total de las exportaciones de bienes y servicios fue de US\$10.832,15 millones en T12021 y de US\$16.536,47, millones en T12022 para un incremento de US\$6.985,5 millones entre los dos trimestres,

En lo concerniente a las **transferencias corrientes** (ingresos secundarios), estos recursos en términos netos le representaron al país en el T12022 la suma de **US\$3177,42 millones**, superando a los recibidos en el T12021 en **US\$727,25 millones**, cuando estos recursos alcanzaron la cifra de **US\$2450,17 millones**, es decir, una variación porcentual del **29,7%**. En esta oportunidad, como ha ocurrido en la mayoría de las veces en el país, en este rubro se destacan ampliamente las **remesas (US\$2045,66 millones T12022)**, equivalentes al **2,4%** del PIB trimestral y al **9,5%** de los ingresos corrientes de la balanza de pagos.

Señalando que sus lugares de procedencia han sido Estados Unidos, España y América Latina, especialmente Chile, se debe anotar que un causal de gran trascendencia, común a estos países, es la reducción de la tasa de desempleo y el aumento de salarios como resultado de la gran recuperación de las actividades económicas internacionales de producción y consumo. Para ilustrar con un caso particular, la tasa de desempleo de Estados Unidos se redujo del **17%** en junio de 2020 a **4,2%** en marzo de este año (Banco de la República, 2022c).

Ahora bien, al considerar la contraparte de la cuenta corriente de la balanza de pagos, es decir la **cuenta financiera**, el análisis anual, correspondiente al primer trimestre de los años 2022 y 2021, permite evidenciar un crecimiento de **US\$1987,14 millones** en las entradas netas de capital al pasar de **-US\$2768,57 millones T12021** a **-US\$4755,71 millones**, es decir una variación porcentual de **71,8%** (incluyendo los activos de reserva), entradas que equivalen al **5,6%** PIB trimestral.

Tabla 13. Cuenta Financiera resumida T12022 vs. T12021 (millones de dólares).

Cuenta/Periodo	T12022	T12021
<b>Cuenta financiera</b>	<b>-4755,71</b>	<b>-2768,57</b>
Inversión directa	-3963,02	-1463,94
<b>Inversión Extranjera Directa (IED)</b>	<b>5072,45</b>	<b>2332,62</b>
Inversión de cartera	1929,97	1318,83
Derivados financieros	-377,14	-320,86
Otra inversión	-2742,47	-2492,72
Activos de reserva	126,95	190,13
Errores y omisiones netos	403,35	248,74

**Fuente:** Elaboración propia con datos del Banco de la República, Balanza de Pagos septiembre 1 de 2022.

En esta oportunidad, la financiación del déficit de la cuenta corriente estuvo soportada en dos rubros que se destacan notoriamente al observar las cifras presentadas en la [Tabla 13](#);

en tanto que las importaciones sumaron US\$14.516,39 millones en T12021 frente a US\$21.501,86 millones en T12022, para un crecimiento de US\$6.985,47 millones entre los dos trimestres (Tabla 2).

por un lado, en los ingresos netos provenientes de Otra inversión y de Inversión de cartera y por el otro en la **Inversión Extranjera Directa (IED)**. Así mientras en el primero de los ítems nombrados el valor de ingresos ascendió a **US\$2742,47 millones**, en el caso de la Inversión de cartera, la misma alcanzó un monto de **US\$1929,97 millones**, en tanto que la IED registró ingresos por valor de **US\$5072,45 millones** comportamiento que lamentablemente tuvo una notable desaceleración en el T2 de este año, como se verá más adelante.

La IED tuvo significativo incremento entre los trimestres en consideración creciendo **US\$2739,83 millones** al pasar de **US\$2332,62 millones** en el T12021 a **US\$5072,45 millones** en el T12022 (**6,2%** del PIB), obedeciendo a una mayor participación en sus dos componentes, la participaciones de capital en fondos de inversión y los instrumentos de deuda; en el primero de los casos el incremento fue de **US\$2426,81 millones** (de **US\$1293,30 millones** T12021, a **US\$3720,11 millones** T12022), mientras que en el segundo fue de **US\$313,02 millones** (de **US\$1039,32 millones** T12021, a **US\$1352,34 millones** T12022). Ahora, al considerar los orígenes de esta IED, cabe aclarar que el **45,4%** se correspondió con nuevas participaciones de capital, el **30,56%** con reinversión de utilidades y el **24,1%** con deudas entre empresas con relaciones de inversión directa (Banco de la República, 2022c).

## 2. Comportamiento de la balanza de pagos durante el segundo trimestre de 2022

Las cifras recientemente presentadas por el emisor evidencian una reducción del déficit en la **cuenta corriente durante el T2022**, atribuible, a la notoria reducción del desbalance de la balanza comercial de bienes la que, a su turno, se atribuye al comportamiento de las exportaciones, con significativos precios internacionales del carbón y del petróleo, y a la reducción de las importaciones. Adicionalmente la **balanza de servicios** también tuvo su aporte a la reducción del déficit corriente del país en el T2022 en relación con igual periodo del año anterior (T2021), hecho imputable a la revitalización del turismo foráneo hacia el país, en tanto que la tendencia depreciativa del peso, característica del periodo que se analiza, pareciera haber incidido en la reducción de viajeros colombianos hacia el exterior.

En conjunto las ventas colombianas de bienes y servicios sumaron la no despreciable suma de **US\$19 478,49 millones** en el T2022 en relación con los ingresos por este rubro en el T2021, los cuales ascendieron a **US\$11 292,60 millones**, con lo que su variación fue de **72,5%**.

Tabla 14. Cuenta Corriente resumida T22022 vs. T22021 (millones de dólares).

Cuenta/Periodo	T22022	T22021
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-5039,47</b>	<b>-3997,67</b>
Crédito (exportaciones)	24 259,94	15 766,21
Débito (importaciones)	29 299,41	19 763,88
<b>Balanza comercial. (Bienes y servicios)</b>	<b>-3159,29</b>	<b>-5022,50</b>
Crédito (exportaciones)	19 478,49	11 292,60
Débito (importaciones)	22 637,78	16 315,10
<b>Renta factorial (Ingreso primario)</b>	<b>-4723,42</b>	<b>-1601,71</b>
Crédito	1569,24	1549,29
Débito	6292,66	3151,00
<b>Transferencias corrientes (Ingreso secundario)</b>	<b>2843,23</b>	<b>2626,54</b>
Crédito	3212,22	2924,32
Débito	368,98	297,77

**Fuente:** Elaboración propia con datos del Banco de la República, Balanza de Pagos, septiembre 1 de 2022.

Al revisar los datos, se observa claramente que el factor que más incidió en el freno a la reducción del desbalance externo en el segundo trimestre de este año fue **la renta factorial**, pues las salidas netas de capital por la remuneración de factores productivos del exterior crecieron de manera acelerada, en tanto que las entradas tuvieron apenas un leve crecimiento. En efecto, mientras en el T22021 los pagos que el país hizo al resto del mundo por usar sus factores productivos fueron por valor de **-US\$1601,71 millones**, durante el T22022 llegaron a **-US\$4723,42 millones**, mientras que los ingresos obtenidos por el país por el alquiler de sus factores productivos al resto del mundo fueron **de US\$1549,29 millones** T22021 y de **US\$1569,24 millones** respectivamente.

En el caso del comportamiento de las **transferencias**, se mantiene la constante de una cuenta que ha sido el amortiguador del déficit corriente de la balanza de pagos del país pues su condición superavitaria ha enfrentado los déficits de la balanza comercial y de la renta factorial. En esta oportunidad, durante el segundo trimestre de 2022 al país ingresaron **US\$216,69 millones** más que los que llegaron en igual trimestre del 2021 (**US\$2843,23 millones** frente a **US\$2626,54 millones**). Nuevamente las **remesas** se constituyeron en el principal componente de las transferencias al registrar **US\$2417,51 millones** en el T22022, frente a **US\$2045,66 millones** en el T12022 y **US\$2167,34 millones** en el T22021, es decir, una variación trimestral de **US\$371,85 millones** y anual de **US\$250,17 millones** (Banco de la República, 2022d).

En relación con la financiación del déficit corriente del país durante el segundo trimestre de este año, es decir la **cuenta financiera**, se observa que la inversión directa fue la mayor proveedora de recursos externos para atender los requerimientos monetarios del déficit corriente del país durante este trimestre al participar con **-US\$3278,54 millones** frente a los **-US\$1038,29 millones** un año atrás. En este caso se evidencia un significativo crecimiento de la IED dado que mientras en el T22021 estos ingresos alcanzaron los **US\$2022,66 millones**, en T22022 llegaron a **US\$4773,07 millones**, equivalentes a un crecimiento de **136,0%**.

Tabla 15. Cuenta Financiera resumida T22022 vs. T22021 (millones de dólares).

Cuenta/Periodo	T22022	T22021
<b>Cuenta financiera</b>	<b>-5163,65</b>	<b>-3732,12</b>
Inversión directa	-3278,54	-1038,29
<b>Inversión Extranjera Directa (IED)</b>	<b>4773,07</b>	<b>2022,66</b>
Inversión de cartera	-604,80	-6089,38
Derivados financieros	36,17	181,65
Otra inversión	-1390,56	3039,91
Activos de reserva	74,08	173,99
Errores y omisiones netos	-124,18	265,55

**Fuente:** Elaboración propia con datos del Banco de la República, Balanza de Pagos septiembre 1 de 2022.

La otra gran fuente de ingresos de recursos para cubrir el déficit corriente fue otra inversión con **-US\$1390,56 millones**, cuando en el mismo trimestre de 2021 habían salido por este rubro **US\$3039,91 millones**, en tanto que la inversión de cartera redujo fuertemente la entrada de capital al pasar de **-US\$6089,38 millones** a solo **-US\$604,80 millones**, es decir una variación porcentual de **90,1%** y una reducción en los activos de reserva de casi **US\$100 millones**.

### 3. Comportamiento trimestral de la balanza de pagos: T22022 vs. T12022

Ahora bien, al revisar el desempeño de la balanza de pagos en los dos primeros trimestres de este año se observa que el déficit en **cuenta corriente** (Tabla 16), se redujo con una variación trimestral de **US\$119,58 millones**, equivalente a **-2,3** puntos porcentuales, dinámica que también se observa en la cuenta financiera (Tabla 17), con una disminución en la entrada neta de capitales de **-US\$407,94 millones** equivalente a una reducción del **8,6%** en el lapso señalado.

Tabla 16. Cuenta Corriente resumida T22022 vs. T12022 (millones de dólares).

Cuenta/Periodo	T22022	T12022
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-5039,47</b>	<b>-5159,06</b>
Crédito (exportaciones)	24 259,94	21 574,31
Débito (importaciones)	29 299,41	26 733,36
<b>Balanza comercial. (Bienes y servicios)</b>	<b>-3159,29</b>	<b>-4965,38</b>
Crédito (exportaciones)	19 478,49	16 536,47
Débito (importaciones)	22 637,78	21 501,86
<b>Renta factorial (Ingreso primario)</b>	<b>-4723,42</b>	<b>-3371,09</b>
Crédito	1569,24	1534,53
Débito	6292,66	4905,62
<b>Transferencias corrientes (Ingreso secundario)</b>	<b>2843,23</b>	<b>3177,42</b>
Crédito	3212,22	3503,30
Débito	368,98	325,88

**Fuente:** Elaboración propia con datos del Banco de la República, Balanza de Pagos, septiembre 1 de 2022.

En el caso de la **balanza comercial**, la baja de su saldo deficitario fue de **US\$1806,09 millones** (variación de **36,4%**), ello en atención al mayor incremento en las exportaciones que el de las importaciones en el marco de precios altos del carbón y del petróleo, por el lado exportador, y de una inflación creciente en el exterior, por el lado importador con una contribución significativa tanto al mayor valor de las importaciones, como a la inflación interna. Así, mientras en el primero de los casos las exportaciones trimestrales subieron **US\$2942,01 millones**, en el segundo la variación de las importaciones fue de **US\$1135,92 millones**, tal cual se deduce del cuadro anterior<sup>15</sup>.

El rubro que continuó la tendencia creciente observada en el primer trimestre fue la **renta factorial (ingreso primario)** con un incremento en esta oportunidad de **US\$1352,33 millones** es decir **135,2** puntos porcentuales, en línea con la mayor remisión de utilidades de las firmas con capital foráneo hacia sus lugares de origen. Por el contrario, reversaron su comportamiento las **transferencias**, al descender **US\$334,18 millones** su aporte positivo a la cuenta corriente, pues mientras en el primer trimestre del año su contribución había sido de **US\$3177,42 millones**, el segundo trimestre del año fue de **US\$2843,23 millones**. No obstante, es importante recordar que su contribución positiva al saldo de la cuenta corriente del país se mantiene, constituyéndose en la constante amortiguadora del déficit corriente nacional, tal como se ha reiterado en varias oportunidades en este escrito.

<sup>15</sup> La información entregada por el DANE expresa una variación anual de la inflación a agosto de 10,84%, mensual de 1,02% y año corrido (enero-agosto) de 9,06% (DANE, 2022).



Por el lado de la financiación del saldo deficitario de la cuenta corriente, la **cuenta financiera** en lo corrido del año, presenta los siguientes detalles. En primer lugar, como se manifestó al inicio de esta sección, entre los dos trimestres transcurridos del año, se tuvo un crecimiento de los ingresos financieros, incremento fundamentado principalmente en la **inversión de cartera**, dado que en el primer trimestre del año esta cuenta representó una salida de recursos de esta índole por valor de **US\$1929,97 millones**, en tanto que durante el segundo trimestre del año la llegada de estos recursos fue de **US\$604,80 millones**, representando una variación de **-US\$2534,78 millones**.

Tabla 17. Cuenta Financiera resumida T22022 vs. T12022 (millones de dólares).

Cuenta/Periodo	T22022	T12022
<b>Cuenta financiera</b>	<b>-5163,65</b>	<b>-4755,71</b>
Inversión directa	-3278,54	-3693,02
<b>Inversión Extranjera Directa (IED)</b>	<b>4773,07</b>	<b>5072,45</b>
Inversión de cartera	-604,80	1929,97
Derivados financieros	36,17	377,14
Otra inversión	-1390,56	-2742,47
Activos de reserva	74,08	126,95
Errores y omisiones netos	-124,18	403,35

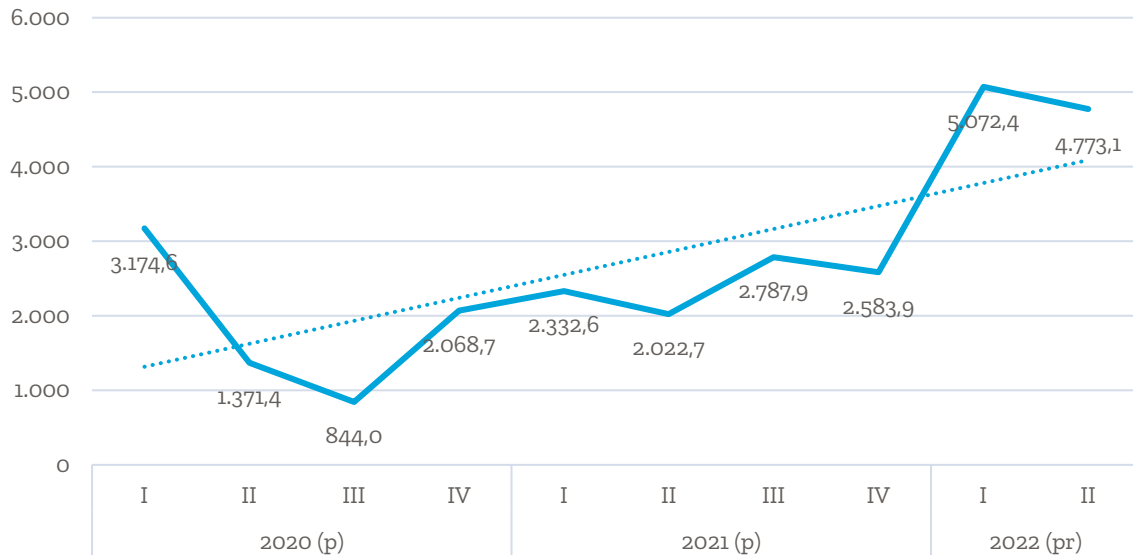
**Fuente:** Banco de la República, Balanza de Pagos septiembre 1 de 2022.

En relación con la inversión directa y con el rubro otra inversión, los datos expresan variaciones mixtas, pero siempre evidenciando entradas de capital para financiar el déficit corriente. De esta manera, mientras la **inversión directa** registró un leve descenso relativo a nivel trimestral (**US\$414,49 millones**), la cuenta **otra inversión** si evidenció un gran deterioro (**US\$1351,91 millones**), pues mientras en el primer trimestre del año ingresaron al país por esta fuente de recursos **US\$2742,47 millones**, en el T22022 los mismos alcanzaron a ser **US\$-1390,56 millones**. Estos guarismos implican una reducción den los activos de reserva de **US\$52,87 millones** entre los trimestres en consideración (T22022 **US\$74,08 millones**, T12022 **US\$126,95 millones**).

#### 4. Un corto recorrido por la más anhelada fuente de financiación externa: La IED

Llama la atención la reducción registrada en la **Inversión Extranjera Directa** entre el primer y segundo trimestre del año. Cuando entre el último trimestre del año anterior (T42021) y el primero de este año (T12022) se había registrado un significativo repunte de estos ingresos, amén de que, en los seis trimestres anteriores, incluyendo el primero de este año, su tenencia había sido claramente positiva como se observa en la **Figura 37**.

Figura 37. Inversión Extranjera Directa T12020 – T22020.



**Fuente:** Elaboración propia con datos del Banco de la República, Balanza de Pagos septiembre 1 de 2022.

Al revisar el comportamiento de esta importante fuente de financiación de la actividad productiva colombiana desde el año de la pandemia, el anterior gráfico es bastante elocuente, pues en él se evidencia la notoria recuperación después de la problemática de salud pública (con cierta volatilidad), a pesar de la preocupante situación fiscal del país, agudizada por las medidas tomadas para hacerle frente al problema de salud pública mencionado y que desembocaron en un dramático crecimiento de la deuda externa. Este mal resultado fiscal permitiría presumir la abstención, en alguna medida, de la llegada de recursos tanto por la vía de la inversión de cartera como por la de la inversión directa, incidiendo sobre la IED, hecho que afortunadamente no se había registrado hasta el T12022, pero que en el segundo trimestre del año apareció<sup>16</sup>.

Sin duda que esta era una noticia alentadora, pues de todos es sabido que la IED, al igual que la inversión local, aporta decididamente al crecimiento económico y, con él, a la generación de empleo formal, tan necesario en nuestro país. Si bien el sector minero energético ha sido el mayor receptor de estos recursos, sectores como el de transporte y comunicaciones, el

<sup>16</sup> De hecho, en el gráfico se observa tanto el salto de la IED entre el T42021 y el T12022 (de US\$2583,93 millones a US\$5072,45 millones), como su crecimiento anual al comparar las cifras del T22021 (US\$2022,66 millones) con el T22022 (US\$4773,07 millones, a pesar de la reducción mencionada) debiéndose enfatizar, adicionalmente, la tendencia creciente de este tipo de recursos, observada entre los años 2020 y 2022.

financiero, el comercio y el hotelero, además de la industria manufacturera, entre otros, también se han beneficiado de esta inversión<sup>17</sup>.

El panorama de financiación del déficit corriente del país no luce halagüeño a pesar de la reducción del desbalance externo en el último trimestre analizado (T22O22), no solo por la materializada disminución de la inversión extranjera directa en dicho trimestre, sino porque el endurecimiento de las políticas monetarias de los países que nos proveen estas fuentes de financiación ante sus crecientes presiones inflacionarias, es una preocupante realidad y porque los mercados internacionales parecen mirar con cierto recelo el envío de recursos al país dado la incertidumbre que se genera por el cambio de administración.

La incertidumbre que ha generado el nuevo gobierno, sobre todo en el tema de las exportaciones mineras, que se han constituido en la principal fuente de recursos propios provenientes del exterior, además de desincentivar la IED hacia estos sectores, también podría frenar la inversión directa y de cartera dirigida a las demás actividades productivas, pues en uno y otro caso, la propuesta tributaria puesta a consideración del Congreso para su discusión, al atentar contra la iniciativa privada en el campo productivo aquí considerado, coadyuvaría al encarecimiento adicional de las fuentes de financiación externa, convirtiéndose en un factor adicional que atentaría contra el buen nivel de crecimiento económico que ha mostrado el país luego de la pandemia.

De modo que la gradualidad en las acciones a emprender de aquí en adelante en materia de transformación productiva desde la perspectiva de los recursos naturales, especialmente los mineros, los que además de ser fuentes de energía para el país, históricamente se han convertido en el cimiento de las ventas externas, debe ser una de las particularidades de tal proceso, pues los cambios intempestivos no solo echarían por la borda muchos de los recursos y esfuerzos emprendidos en el pasado, sino que retrasarían el nuevo enganche del país en el concierto productivo internacional, además de ahondar la situación deficitaria de las finanzas públicas y, con ello, la onerosa deuda y sus posibilidades de financiación, cruciales a la hora de hablar de internacionalización con criterios de sostenibilidad.

En este sentido se debe enfatizar que, no obstante el avance que se viene registrando en materia de transición energética, todavía queda bastante camino por recorrer para que se llegue al anhelado escenario de un país que dependa en buena medida de energía limpia y

---

<sup>17</sup> Durante el T12O22, esta fuente de recursos productivos tuvo su mayor foco en los servicios financieros y empresariales donde una importante proporción de ellos se destinó a la elaboración de minerales no metálicos. En esta dirección, la distribución porcentual de esta fuente de recursos durante el T12O22, dice bastante al respecto: servicios financieros y empresariales 40%, minería y petróleo 23%, transporte y comunicaciones 13%, industria manufactura 7%, electricidad 6%, comercio y hoteles 4% y resto de sectores 6% (Banco de la República, 2022b).

amigable con el medio ambiente, en condiciones de sostenibilidad macroeconómica que facilite el acceso a recursos financieros a un país que, como el nuestro, no genera el suficiente nivel de ahorro para financiar sus proyectos de inversión, pues la característica de sus cuentas externas ha sido fiel reflejo del exceso de gasto en relación con los ingresos generados a nivel doméstico y con los que provienen del exterior<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> Debe quedar claro, además, que los doce años en los que se daría la transición energética según el nuevo gobierno, son exageradamente optimistas si se tiene en cuenta que los expertos en estos temas hablan de treinta años como lapso estimado para que las fuentes de energía renovable sean las principales protagonistas en la matriz de generación eléctrica del país.

## Referencias

Banco de la República (2022). Estadísticas Balanza de Pagos, septiembre 1 de 2022.

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

Banco de la República (2022b). Informe de la Junta Directiva al Congreso.

<https://www.banrep.gov.co>

Banco de la República (2022c). Evolución de la Balanza de pagos y de la posición de inversión internacional, abril-junio de 2022. Bogotá, D. C. septiembre 1.

Banco de la República (2022d). Remesas de los trabajadores.

<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/remesas>

Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) (2022). Índice de precios al consumidor de agosto. [https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-](https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc/ipc-informacion-tecnica)

[tema/precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc/ipc-informacion-tecnica](https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc/ipc-informacion-tecnica)

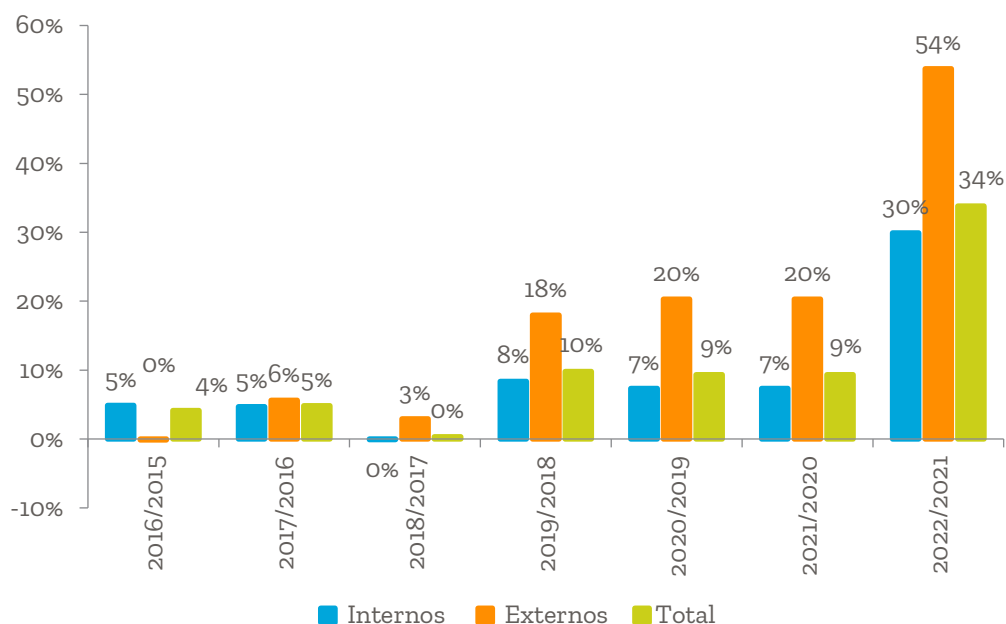
## Capítulo 7

# Ingresos tributarios, ejecución presupuestal y las finanzas públicas

Álvaro Hurtado Rendón<sup>19</sup>

De acuerdo con las cifras de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN, 2022), se han presentado hasta el mes de junio, unos ingresos tributarios brutos año corrido del orden de **\$113,7 billones**, mostrando un crecimiento nominal con respecto al año inmediatamente anterior del **34%**. Los ingresos tributarios totales, se encuentran explicados por un incremento nominal anual del **30%** en los ingresos por impuestos internos pasando de **\$70 billones** en 2021 a **\$92 billones** en 2022 y de **54%** en los ingresos externos, donde en 2021 los ingresos fueron del orden de **\$13,9 billones** y para 2022 han sido de **\$21,5 billones** (Ver Figura 38).

Figura 38. Crecimiento nominal de los ingresos tributarios.

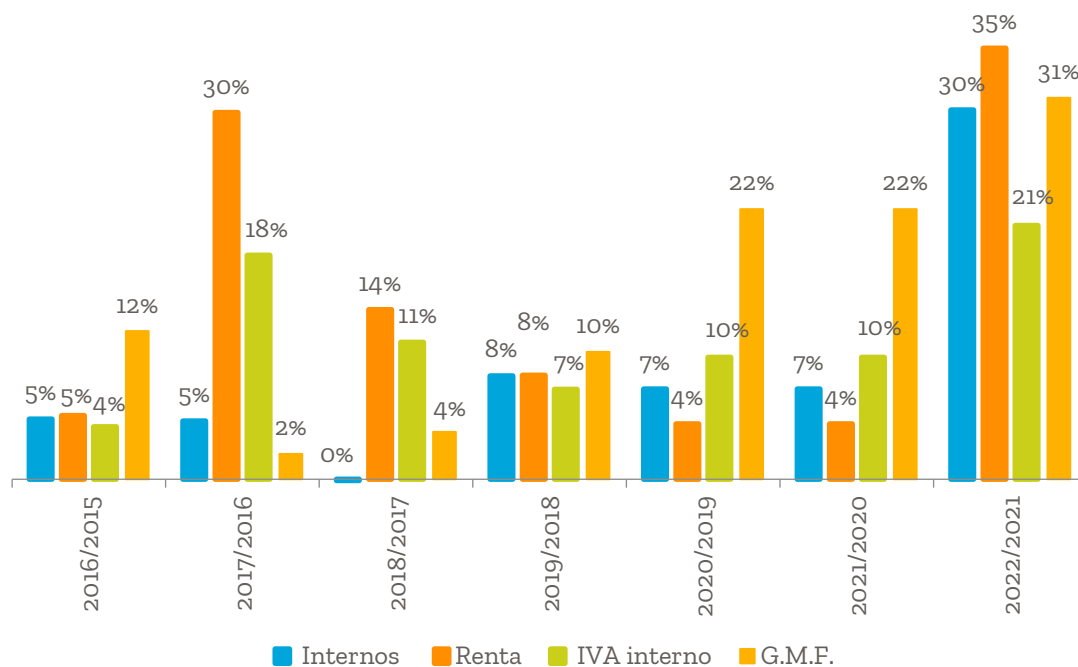


**Fuente:** Elaboración propia con datos de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales [DIAN].

<sup>19</sup> Álvaro Hurtado Rendón. Profesor del área de Macroeconomía y Sistemas Financieros y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: ahurtad1@eafit.edu.co

El Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF) ha crecido nominalmente en términos anuales un **31%**, pasando de **\$4,5 billones** en 2021 a **\$5,9 billones** en 2022. La dinámica de crecimiento nominal del recaudo anual interno es mucho más elevada en 2022, de lo que fue la del año 2021 (Ver [Figura 39](#)).

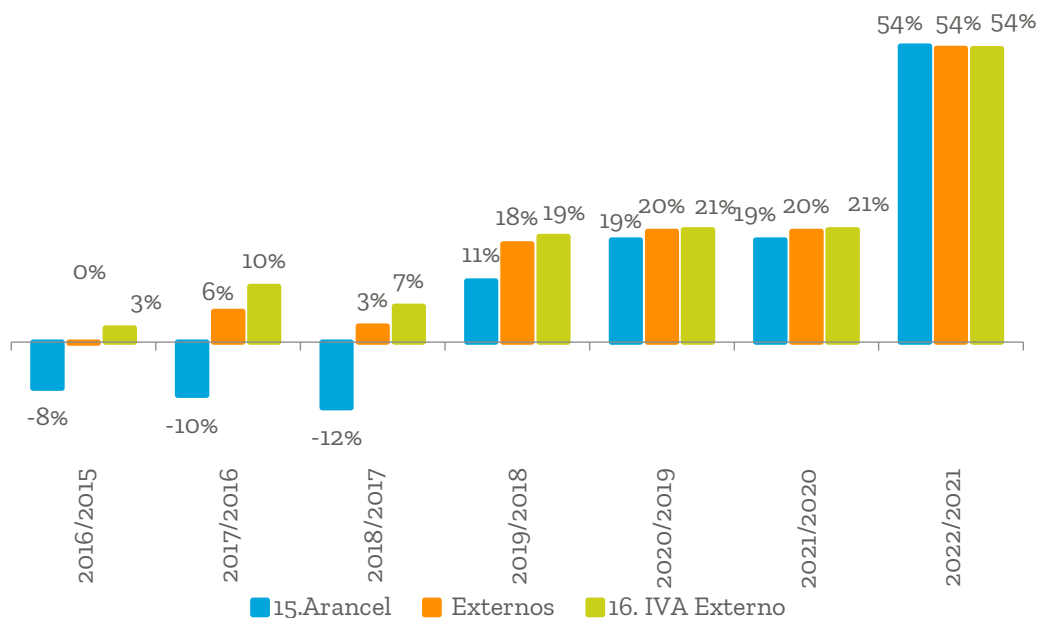
Figura 39. Crecimiento nominal de los ingresos tributarios internos.



Fuente: Elaboración propia con datos de la DIAN (2022).

Con respecto al recaudo externo a junio de 2022, el crecimiento nominal anual fue del **54%**, donde a junio del 2021 el recaudo externo fue de **\$13,9 billones** y para el mismo periodo en 2022 era de **\$21,5 billones**. El arancel y el IVA externo también presentaron crecimientos del **54%** en igual periodo: el primero pasó de **\$1,9 billones** en 2021 a **\$3 billones** en 2022 y el segundo paso de 12 billones en 2021 a **\$18,4 billones** en 2022 (Ver [Figura 40](#)).

Figura 40. Crecimiento nominal de los ingresos tributarios externos.



Fuente: Elaboración propia con datos de la DIAN (2022).

Con respecto a la ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN) a julio de 2022, muestra una apropiación vigente de **\$352,4 billones**, como resultado de la adición de **\$2 billones**, que tienen como objetivo la atención de la emergencia generada por la pandemia (Universidad EAFIT, 2022). La apropiación vigente sin deuda asciende a **\$280,7 billones**. Del total apropiado se han comprometido **\$212,5 billones** que equivalen al **60,3%**, donde en funcionamiento se han comprometido **120,5 billones (57,1%** de la apropiación), en servicio de la deuda **\$40,3 billones (56,3%** de la apropiación) y en inversión **\$51,6 billones (74,2%** de la apropiación). De estos se han obligado **\$173,4 billones (49,2%** de lo apropiado) y se han pagado **48,8% (\$172,1 billones)**, explicados por una obligación en funcionamiento de **\$104 billones (49,3%** de lo apropiado), de servicio de la deuda de **40,1 billones (56,2%** de lo apropiado) y de inversión de **\$29,1 billones (41,8%** de lo apropiado). Con respecto al comprometido (**\$212,5 billones**) se obligó **\$173,4 billones (81,6%** del comprometido) y se pagaron **\$172,1 billones**, que equivalen al **99,3%** del total obligado. No se han comprometido **\$139,9 billones** del total de la apropiación vigente, que equivalen al **39,6%** (Ver [Tabla 18](#)).



Tabla 18. Ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN). Acumulada a julio de 2022. Miles de millones de pesos corrientes 2022.

Concepto	Apropiación Vigente (1)	Compromiso (2)	Obligación (3)	Pago (4)	Apropiación sin comprometer (5)=(1-2)	Porcentaje de ejecución (%)				
						Comp./Apro. (6)=(2/1)	Oblig./Apro. (7)=(3/1)	Pago/Apro. (8)=(4/1)	Oblig./Comp. (9)=(3/2)	Pago/Oblig. (10)=(4/3)
<b>FUNCIONAMIENTO</b>	<b>211 122</b>	<b>120 512</b>	<b>104 005</b>	<b>103 234</b>	<b>90 609</b>	<b>57,1</b>	<b>49,3</b>	<b>48,9</b>	<b>86,3</b>	<b>99,3</b>
Gastos de Personal	38 543	20 905	20 457	20 428	17 638	54,2	53,1	53,0	97,9	99,9
Adquisición de Bienes y Servicios	12 466	9857	6006	5913	2609	79,1	48,2	47,4	60,9	98,4
Transferencias	156 288	87 562	75 941	75 351	68 726	56,0	48,6	48,2	86,7	99,2
Gastos de Comercialización y Producción	1727	1262	679	621	465	73,1	39,3	36,0	53,8	91,5
Adquisición de Activos Financieros	550	466	463	463	85	84,6	84,1	84,1	99,4	100,0
Disminución de Pasivos	450	191	190	190	259	42,4	42,1	42,1	99,2	99,9
Gastos por Tributos, Multas, Sanciones e Intereses de Mora	1094	268	267	267	827	24,4	24,4	24,4	99,9	100,0
<b>SERVICIO DE LA DEUDA</b>	<b>71 664</b>	<b>40 349</b>	<b>40 274</b>	<b>40 121</b>	<b>31 315</b>	<b>56,3</b>	<b>56,2</b>	<b>56,0</b>	<b>99,8</b>	<b>99,6</b>
<b>Servicio de la Deuda Pública Externa</b>	<b>15 651</b>	<b>8411</b>	<b>8341</b>	<b>8188</b>	<b>7239</b>	<b>53,7</b>	<b>53,3</b>	<b>52,3</b>	<b>99,2</b>	<b>98,2</b>
Principal	3936	2139	2127	2037	1796	54,4	54,0	51,8	99,4	95,8
Intereses	11 581	6222	6168	6105	5358	53,7	53,3	52,7	99,1	99,0
Comisiones y Otros Gastos	134	49	47	46	85	36,6	35,0	34,7	95,7	98,9
<b>Servicio de la Deuda Pública Interna</b>	<b>56 013</b>	<b>31 937</b>	<b>31 932</b>	<b>31 932</b>	<b>24 075</b>	<b>57,0</b>	<b>57,0</b>	<b>57,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Principal	27 011	14 897	14 896	14 896	12 114	55,2	55,2	55,2	100,0	100,0
Intereses	27 339	16 262	16 262	16 262	11 076	59,5	59,5	59,5	100,0	100,0
Comisiones y Otros Gastos	411	81	76	76	330	19,7	18,6	18,6	94,4	100,0
Fondo de contingencias	1251	697	697	697	554	55,7	55,7	55,7	99,9	100,0
<b>INVERSIÓN</b>	<b>69 625</b>	<b>51 649</b>	<b>29 134</b>	<b>28 777</b>	<b>17 975</b>	<b>74,2</b>	<b>41,8</b>	<b>41,3</b>	<b>56,4</b>	<b>98,8</b>
<b>TOTAL (I + II + III)</b>	<b>352 412</b>	<b>212 511</b>	<b>173 413</b>	<b>172 133</b>	<b>139 900</b>	<b>60,3</b>	<b>49,2</b>	<b>48,8</b>	<b>81,6</b>	<b>99,3</b>
<b>TOTAL, SIN DEUDA (I + III)</b>	<b>280 747</b>	<b>172 162</b>	<b>133 139</b>	<b>132 012</b>	<b>108 585</b>	<b>61,3</b>	<b>47,4</b>	<b>47,0</b>	<b>77,3</b>	<b>99,2</b>

Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda y Crédito Público [MHCP] (2022a, 11).

Los ítems con la mayor apropiación vigente son: Servicio de la deuda (**\$68,4 billones**), Educación (**\$49,4 billones**), Salud y Protección Social (**\$42,4 billones**), Defensa y Policía (**\$42,2 billones**), Trabajo (**\$34,7 billones**) e inclusión social y reconciliación (**\$23,2 billones**) y los de menos son Inteligencia, Ciencia y Tecnología, empleo público y cultura (Ver [Tabla 19](#)).

Tabla 19. Ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN) por sectores. Acumulada a julio de 2022.  
Miles de millones de pesos corrientes 2022.

Sector	Apropiación Vigente (1)	Compromiso (2)	Obligación (3)	Pago (4)	Apropiación sin comprometer (5)=(1-2)	Porcentaje de ejecución				
						Comp./Apro. (6)=(2/1)	Oblig./Apro. (7)=(3/1)	Pago/Apro. (8)=(4/1)	Oblig./Com. P. (9)=(3/2)	Pago/Oblig. (10)=(4/3)
<b>TOTAL PGN</b>	<b>352 412</b>	<b>212 511</b>	<b>173 413</b>	<b>172 133</b>	<b>139 900</b>	<b>60,3</b>	<b>49,2</b>	<b>48,8</b>	<b>81,6</b>	<b>99,3</b>
Servicio de la deuda pública nacional	68 409	39 650	39 575	39 422	28 758	58,0	57,9	57,6	99,8	99,6
Educación	49 498	37 222	30 758	30 706	12 276	75,2	62,1	62,0	82,6	99,8
Salud y protección social	42 462	26 128	24 872	24 869	16 333	61,5	58,6	58,6	95,2	100,0
Defensa y policía	42 232	24 555	20 809	20 672	17 677	58,1	49,3	48,9	84,7	99,3
Trabajo	34 733	11 113	9 955	9 887	23 620	32,0	28,7	28,5	89,6	99,3
Inclusión social y reconciliación	23 267	16 812	12 530	12 364	6 454	72,3	53,9	53,1	74,5	98,7
Hacienda	22 948	10 033	8 048	7 539	12 914	43,7	35,1	32,9	80,2	93,7
Transporte	13 668	10 270	3418	3362	3398	75,1	25,0	24,6	33,3	98,4
Minas y energía	5793	4224	3486	3484	1569	72,9	60,2	60,1	82,5	99,9
Rama judicial	5648	3044	2742	2735	2604	53,9	48,6	48,4	90,1	99,7
Vivienda, ciudad y territorio	5527	4103	2697	2683	1424	74,2	48,8	48,6	65,7	99,5
Fiscalía	5190	2508	2265	2255	2683	48,3	43,6	43,4	90,3	99,5
Presidencia de la república	4359	4022	424	399	337	92,3	9,7	9,1	10,5	93,9
Justicia y del derecho	3952	2170	1303	1291	1781	54,9	33,0	32,7	60,0	99,0
Organismos de control	3188	1617	1380	1375	1572	50,7	43,3	43,1	85,4	99,6
Registraduría	3033	2455	2161	2161	578	80,9	71,2	71,2	88,0	100,0
Interior	2737	1870	868	861	867	68,3	31,7	31,5	46,4	99,2
Agricultura y desarrollo rural	2586	1883	964	957	703	72,8	37,3	37,0	51,2	99,2
Tecnologías de la información y las comunicaciones	2493	2016	1229	1209	478	80,8	49,3	48,5	61,0	98,4
Planeación	2195	1229	363	359	966	56,0	16,5	16,4	29,5	98,9
Relaciones exteriores	1373	929	765	763	444	67,7	55,7	55,6	82,4	99,7
Ambiente y desarrollo sostenible	1362	728	429	420	635	53,4	31,5	30,9	58,9	98,1
Comercio, industria y turismo	1164	882	460	459	282	75,8	39,6	39,4	52,2	99,6
Deporte y recreación	897	731	364	363	166	81,5	40,5	40,5	49,7	99,9
Congreso de la república	892	563	458	457	330	63,1	51,3	51,3	81,4	99,9
Información estadística	683	306	195	191	377	44,9	28,5	28,0	63,6	98,2
Sistema integral de verdad, justicia, reparación y no repetición	598	429	317	316	169	71,7	53,1	52,8	74,0	99,5
Cultura	572	400	228	224	172	70,0	39,8	39,3	56,9	98,7
Empleo público	510	303	158	158	206	59,5	31,1	31,0	52,2	99,7
Ciencia, tecnología e innovación	331	248	128	128	82	75,1	38,7	38,7	51,6	99,9
Inteligencia	108	66	60	60	42	60,7	55,5	55,5	91,5	99,9

Fuente: Elaboración propia con datos del MHCP (2022a, 27).

Con respecto al proyecto del Presupuesto General de la Nación (PGN) para el 2023, se tiene que fue proyectado por un monto de **\$391,4 billones**, presentando una variación con respecto a 2022 del **11,1%**. Se encuentra conformado por unos gastos de funcionamiento de **\$250,6 billones** que explican una variación del **18,7%**; de deuda por un valor de **\$77,7 billones**, con una variación del **8,8%**; y de inversión con una cifra de **\$62,7 billones**, con una variación negativa, inesperada para todo manual de economía, del **9,8%** (Ver [Tabla 20](#)). Este último elemento es bastante preocupante en una economía que muestra síntomas de desaceleración para el año 2023 y, que tiene un PIB tendencial bastante bajo. Sin embargo, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) ha realizado anuncios de que se realizaran cambios y que el proyecto sufrirá adiciones, que lo llevaran a un monto aproximado de **\$401,4 billones**, variación porcentual que sería históricamente una de las más altas en periodos recientes, siendo ésta del **14%**. Es perentorio solicitarle al gobierno que las adiciones sean para inversión y, no para gasto burocrático.

Tabla 20. Proyecto de Presupuesto General de la Nación (PGN) para 2023. Miles de millones de pesos corrientes.

Concepto	2022*	2023 Proyecto	Variación porcentual	Porcentaje del PIB	
	(1)	(2)	(3)=(2/1)	2022 (4)	2023 (5)
<b>FUNCIONAMIENTO</b>	<b>211 118</b>	<b>250 643</b>	<b>18,7</b>	<b>15,5</b>	<b>17,3</b>
Gastos de personal	40 199	44 185	9,9	3,0	3,0
Adquisición de Bienes y Servicios	11 993	11 563	(3,6)	0,9	0,8
Transferencias	155 255	190 663	22,8	11,4	13,1
SGP	49 564	54 936	10,8	3,6	3,8
Pago de Mesadas Pensionales	50 737	55 974	10,3	3,7	3,9
Pensiones sin Colpensiones	33 259	36 660	10,2	2,4	2,5
Pensiones Colpensiones	17 478	19 314	10,5	1,3	1,3
Aseguramiento en Salud	26 881	32 684	21,6	2,0	2,3
Fondo de Mitigación de Emergencias - FOME	1620	0	(100,0)	0,1	-
Instituciones de Educación Superior Públicas sin pensiones	4569	4945	8,2	0,3	0,3
Fondo Prestaciones Magisterio sin pensiones	2764	3079	11,4	0,2	0,2
Fondo de Estabilización de Combustibles	0	19 060		-	1,3
Procesos Electorales	1603	1491	(7,0)	0,1	0,1
Sentencias y Conciliaciones	1546	1499	(3,0)	0,1	0,1
Resto de transferencias	15 968	16 992	6,4	1,2	1,2
Gastos de Comercialización y Producción	1593	2031	27,5	0,1	0,1
Adquisición de Activos Financieros	550	656	19,2	0,0	0,0
Disminución de Pasivos	430	418	(3,0)	0,0	0,0
Gastos por Tributos, Multas, Sanciones e Intereses de Mora	1094	1125	2,8	0,1	0,1
<b>DEUDA</b>	<b>71 664</b>	<b>77 997</b>	<b>8,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>
<b>Principal</b>	<b>31 677</b>	<b>31 942</b>	<b>0,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>
Acuerdos Marco de Retribución**	1860	2059	10,7	0,1	0,1
Resto Principal	29 817	29 882	0,2	2,2	2,1
<b>Intereses</b>	<b>38 220</b>	<b>42 133</b>	<b>10,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>
<b>Comisiones y Otros Gastos</b>	<b>515</b>	<b>409</b>	<b>(20,7)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Fondo de Contingencias</b>	<b>1251</b>	<b>3513</b>	<b>180,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>
<b>INVERSIÓN</b>	<b>69 625</b>	<b>62 791</b>	<b>(9,8)</b>	<b>5,1</b>	<b>4,3</b>
<b>TOTAL</b>	<b>352 408</b>	<b>391 433</b>	<b>11,1</b>	<b>25,9</b>	<b>27,0</b>
<b>TOTAL SIN DEUDA</b>	<b>280 743</b>	<b>313 435</b>	<b>11,6</b>	<b>20,6</b>	<b>21,6</b>

Fuente: Elaboración propia con datos del MHCP (2022b, 56).

## Algunos elementos fiscales a tener en cuenta

Es claro que el gobierno Petro, tiene muy clara la necesidad de una reforma tributaria. Sin embargo, esta iniciativa, que es prioritaria, se ha venido desdibujando con el pasar de los días del mandato presidencial, resultado de la discusión que se ha suscitado al interior del Congreso y los gremios, que consideran que es muy alta la carga tributaria que en la actualidad asumen y que, según sus argumentos, la reforma podría traer grandes costos en materia de empleo formal con su consecuente efecto sobre la producción del país. Es así como inicialmente se tenía una reforma que ascendía alrededor de los **\$25 billones**, y con los cambios anunciados, hoy podría estar cercana a los **\$15,5 billones** (Ver [Tabla 21](#)), cifra que representa aproximadamente el **1,1%** del PIB proyectado para el año 2023. Según anuncios del Ministro de Hacienda, José Antonio Ocampo, la mitad de este recaudo se destinaría a gasto social y, el resto se destinaría a la deuda. Este último elemento es bastante preocupante, porque este monto tan bajo deja a la economía colombiana en un nivel de alta vulnerabilidad, lo que, bajo un escenario mundial como el actual, no es para nada aconsejable en una economía emergente como la colombiana.

Tabla 21. Resumen del efecto estimado del proyecto de reforma tributaria en el balance fiscal de acuerdo con los cambios anunciados.

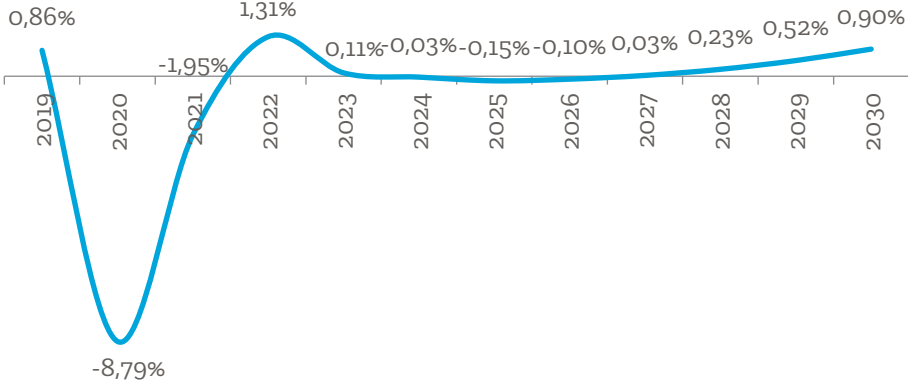
Categoría	\$ Miles de millones de 2023	% del PIB de 2023
1. Personas Naturales	8 121	0,6%
1.1 Renta	5 458	0,4%
1.2 Patrimonio	2 663	0,2%
2. Personas Jurídicas	5 110	0,3%
3. Recursos del uso del subsuelo		
4. Saludables y Ambientales		
5. Otras medidas	2 198	0,2%
<b>Total</b>	<b>15.429</b>	<b>1,1%</b>

**Fuente:** MHCP (2022c, 72) y modificada con base en las discusiones actuales.

Al elemento anterior se le suma la desaceleración que sufriría la economía colombiana para los próximos años, de acuerdo con las proyecciones realizadas por el Grupo de Coyuntura Económica de la Universidad EAFIT. El crecimiento proyectado para el 2022 sería de **6,5%**, seguido en 2023 de un exiguo **1,9%** y para el periodo 2024-2030 tendría un promedio de aproximadamente el **3,2%**. Esta serie de eventos llevarían a la economía colombiana a tener un crecimiento tendencial muy bajo, siendo aproximadamente del **3,1%** en promedio para el periodo 2022-2030, llevando a un cierre de brecha del producto a partir del año 2026 (Ver [Figura 41](#)). En reiteradas ocasiones se ha mencionado dentro de nuestro informe que la mejor reforma tributaria es el crecimiento económico y lo acontecido hoy con la economía colombiana es reflejo de esta afirmación. Teniendo en cuenta la elasticidad ingreso del recaudo tributario de **1,16**, es necesario que la economía colombiana empiece a trasegar por niveles de crecimiento más altos, lo que hará evidente un crecimiento nominal elevado del recaudo, como el observado en el año 2022 hasta junio, llevando a cumplir la promesa de una Reforma tributaria con igualdad y justicia social. Esto se encuentra explicado por el hecho de que, para

realizar una verdadera redistribución de la riqueza, la primera condición sería aumentar la riqueza. De lo contrario, estaremos generando las condiciones de un país con una mayor igualdad, pero con ingresos más bajos para todos. Son pues necesarios aumentos en la productividad y se deben generar las condiciones óptimas de una transformación productiva, condiciones necesarias más no suficientes, que pueden conducir a aumentar los niveles de ingreso y llevar a un mayor crecimiento económico.

Figura 41. Brecha del producto proyectada.



Fuente: DANE. Cálculos propios.

De acuerdo con las proyecciones realizadas utilizando los datos de crecimiento proyectado a través del modelo de Equilibrio General Computable (CGE, por sus siglas en inglés), se tendría que los déficits totales y primarios serían del orden del **5,7%** y del **1,8%**; respectivamente. Para el año 2022 y para el año 2023 serían de aproximadamente del **4,7%** y del **1%**; para el déficit total y primario, respectivamente. Sin embargo, lo más preocupante es la trayectoria del crecimiento tendencial ya que sería cercana al **3%**, hecho que no dejaría margen para mejorar las cuentas fiscales y sometería a la economía a una constante preocupación en materia de sus cuentas fiscales (Ver [Tabla 22](#)).

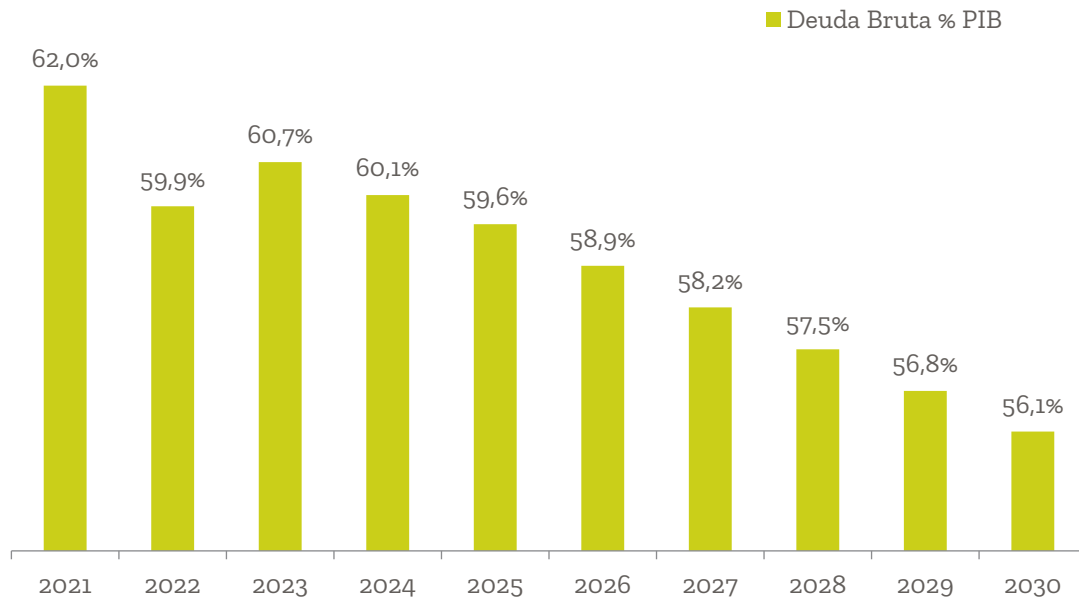
Tabla 22. Proyecciones de las cuentas fiscales del gobierno nacional central (GNC) 2019-2030.

Año	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Crecimiento PIB (CGE EAFIT 2026) *		-7,0%	10,7%	6,5%	1,9%	3,0%	3,0%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%
Crecimiento PIB Potencial (CGE-HP EAFIT)**	2,8%	2,8%	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,0%	2,9%
PIB real proyectado	881 958	820 169	907 764	966 637	984 933	1 014 438	1 045 079	1 078 434	1 113 267	1 149 563	1 187 302	1 226 452
PIB nominal***	1 061 730	1 004 439	1 168 165	1 357 238	1 460 289	1 558 064	1 658 100	1 760 763	1 870 457	1 987 555	2 112 430	2 245 459
PIB Potencial real	881 956	906 949	933 780	962 324	992 270	1 023 437	1 055 652	1 088 741	1 122 512	1 156 764	1 191 298	1 225 942
<b>Brecha</b>		-3,5%	2,2%	3,5%	2,4%	1,5%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Ingresos Totales</b>	<b>172 000</b>	<b>153 679</b>	<b>190 411</b>	<b>224 750</b>	<b>278 974</b>	<b>296 541</b>	<b>317 548</b>	<b>333 731</b>	<b>355 076</b>	<b>379 985</b>	<b>406 811</b>	<b>431 821</b>
Tributarios	148 642	131 581	160 039	200 320	231 419	246 264	264 526	283 236	303 857	326 131	350 167	372 224
Ingresos tributarios adicionales reforma					15 429	16 000	16 544	17 040	17 551	18 078	18 620	19 179
Recursos de capital	20 173	19 084	25 700	20 359	27 745	29 603	31 504	28 172	28 057	29 813	31 686	33 682
Resto	3185	3013	4673	4072	4381	4674	4974	5282	5611	5963	6337	6736
<b>Gastos totales</b>	<b>198 543</b>	<b>231 021</b>	<b>273 350</b>	<b>302 664</b>	<b>346 915</b>	<b>351 292</b>	<b>366 771</b>	<b>396 051</b>	<b>416 419</b>	<b>441 901</b>	<b>464 831</b>	<b>495 719</b>
Intereses	30 790	28 124	39 718	52 932	54 031	49 858	53 059	56 344	57 984	61 614	65 485	71 855
Funcionamiento	148 642	182 808	207 933	209 015	245 329	257 081	266 954	288 765	304 885	319 996	335 876	357 028
Gasto social adicional reforma					7715	8154	8456	8743	9006	9276	9554	9841
Gasto pago endeudamiento adicional reforma					7715	8154	8456	8743	9006	9276	9554	9841
Inversión	18 049	20 089	25 700	40 717	32 126	28 045	29 846	33 454	35 539	41 739	44 361	47 155
<b>Balance Total</b>	<b>(26 543)</b>	<b>(77 342)</b>	<b>(82 940)</b>	<b>(77 914)</b>	<b>(67 940)</b>	<b>(54 751)</b>	<b>(49 223)</b>	<b>(62 320)</b>	<b>(61 342)</b>	<b>(61 916)</b>	<b>(58 020)</b>	<b>(63 898)</b>
<b>Balance primario</b>	<b>4247</b>	<b>(49 218)</b>	<b>(43 222)</b>	<b>(24 981)</b>	<b>(13 910)</b>	<b>(4893)</b>	<b>3836</b>	<b>(5976)</b>	<b>(3358)</b>	<b>(302)</b>	<b>7465</b>	<b>7957</b>
(Déficit/superávit GNC)/PIB	-2,5%	-7,7%	-7,1%	-5,7%	-4,7%	-3,5%	-3,0%	-3,5%	-3,3%	-3,1%	-2,7%	-2,8%
(Déficit/superávit Primario GNC)/PIB	0,4%	-4,9%	-3,7%	-1,8%	-1,0%	-0,3%	0,2%	-0,3%	-0,2%	0,0%	0,4%	0,4%

**Fuente:** MHCP (MFMP, 2022d). Cálculos propios. \*Proyección CGE a partir de 2022. \*\* Cálculos con base en el CGE de la Universidad EAFIT. \*\*\* Inflación proyectada con base en el informe de política monetaria.

Según estas proyecciones la deuda bruta tendría una trayectoria inercial, dado que no se están realizando grandes cambios en el orden fiscal, ya que los recursos que se recaudarán por la nueva reforma no irían a buscar equilibrar las cuentas fiscales, sino que serán asumidos para generar un mayor gasto social. Es así como la trayectoria de la deuda, coherente con las proyecciones realizadas mostraría una deuda del **56%** del PIB para 2030, hecho que no es para nada halagador bajo las actuales circunstancias del entorno mundial (Ver [Figura 42](#)).

Figura 42. Deuda bruta proyectada del Gobierno Nacional Central (% PIB) 2021-2033.



Fuente: MHCP (MFMP, 2022d). Cálculos propios.

En síntesis, se vuelve reiterativo lo acontecido con la economía colombiana, en varios informes anteriores hemos venido destacando el buen desempeño de los ingresos tributarios y, para el primer semestre del año, son aún más positivos los cambios en las tasas de crecimiento nominal anual del 2022 con respecto al 2021. Sin embargo, y pese a estos buenos resultados, la dinámica fiscal no ha cambiado y expone a la economía colombiana a amplias vulnerabilidades en un contexto mundial de gran incertidumbre y bajo un escenario de una política monetaria más fuerte, que busca hacer frente a los problemas inflacionarios, que no solamente son problemas de Colombia, sino que son comunes a nivel mundial. El cambio en el proyecto del PGN para 2023 no es una buena señal para los mercados y puede ser que nos demoremos en recuperar el grado de inversión. Por otro lado, la reforma tributaria parece que no va a cumplir el objetivo que debería, que era el de lograr estabilizar las finanzas públicas. Sin embargo, la principal preocupación es la desaceleración de la producción con sus resultados pobres en materia de crecimiento económico. Es paradójico que, en una economía que requiere cambios estructurales, no se estén tomando medidas visibles al respecto, hecho que es notorio al proyectar lo que puede suceder con el PIB tendencial, que se evidencia demasiado bajo para una economía como la colombiana.

## Referencias

- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) (2022). *Producto Interno Bruto nacional trimestral*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/cuentas-nacionales-trimestrales/pib-informacion-tecnica>
- Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) (2022). *Estadísticas de recaudo*. <https://www.dian.gov.co/dian/cifras/Paginas/EstadisticasRecaudo.aspx>
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) (2022a). *Informe de Ejecución Presupuestal del Presupuesto General de la Nación, acumulado a julio de 2022*. [https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC\\_CLUSTER-200888%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-200888%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased)
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) (2022b). *Anexo mensaje presidencial PGN*. [https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC\\_CLUSTER-200258%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-200258%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased)
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) (2022c). *Exposición de motivos de la Reforma Tributaria para la Igualdad y la Justicia Social*. [https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/SaladePrensa/pages\\_DetalleNoticia?documentId=WCC\\_CLUSTER-200761#](https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/SaladePrensa/pages_DetalleNoticia?documentId=WCC_CLUSTER-200761#)
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) (2022d). *Marco Fiscal de Mediano Plazo [MFMP]*. [https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC\\_CLUSTER-197017%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-197017%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased)
- Universidad EAFIT (2022). *Informe trimestral de coyuntura junio de 2022*. [https://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/coyuntura-economica/Documents/Economia Colombiana Grupo Coyuntura Economica Junio 2022.pdf](https://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/coyuntura-economica/Documents/Economia%20Colombiana%20Grupo%20Coyuntura%20Economico%20Junio%202022.pdf)



# Capítulo 8

## Mercados financieros a corte agosto de 2022

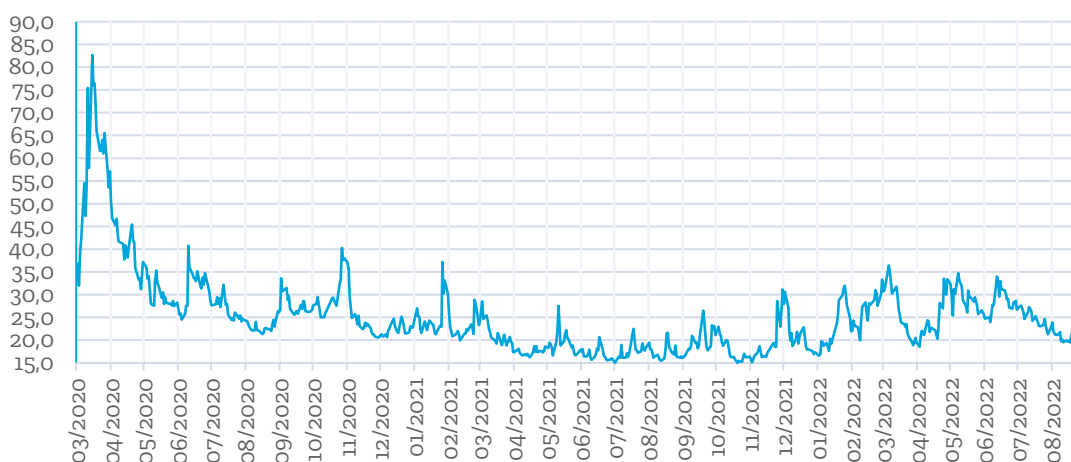
Juan Felipe Restrepo Yepes<sup>20</sup>

Jaime Alberto Ospina Mejía<sup>21</sup>

### 1. Coyuntura internacional

El Índice de Volatilidad (VIX) durante los últimos meses ha presentado una llamativa volatilidad en los mercados financieros. Un factor principal asociado a esta inestabilidad es la incertidumbre que se produce en Europa por el conflicto entre Rusia y Ucrania. A inicios del mes de agosto se esperaba una estabilidad en los mercados bursátiles explicados por caídas del **7%** en el índice VIX respecto al mes de julio. Sin embargo, durante la última semana del mes, el índice se elevó un **15,5%**, ubicándose el índice en niveles de **25**, debido a las señales de política monetaria restrictiva que ha mostrado la Reserva Federal (FED) durante las últimas declaraciones que han hecho algunos de sus miembros del comité, con base a los últimos resultados de inflación y crecimiento económico.

Figura 43. Índice Volatilidad (VIX).



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing (2022).

<sup>20</sup> Juan Felipe Restrepo Yepes. Estudiante de Economía, Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno, Universidad EAFIT. Email: jfrestrepy@eafit.edu.co

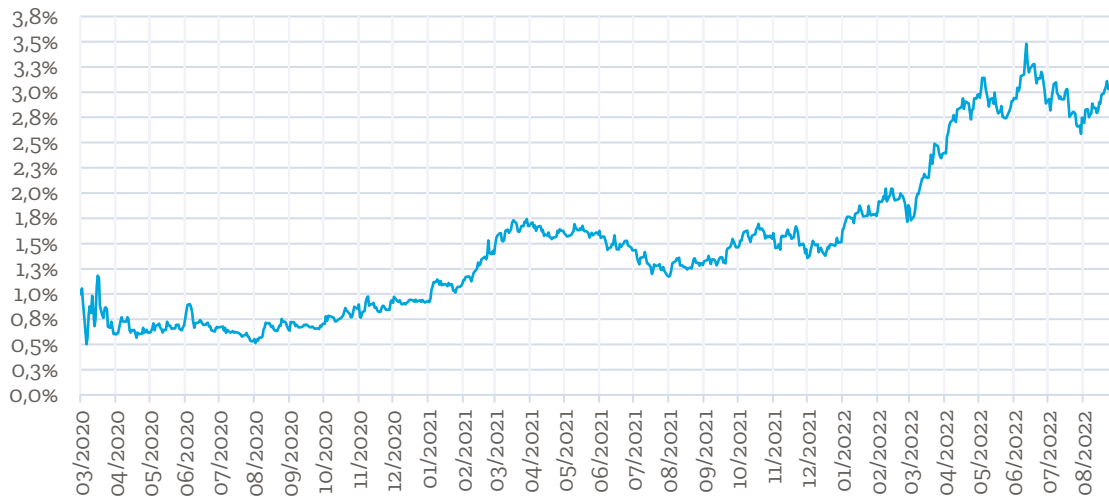
<sup>21</sup> Jaime Alberto Ospina Mejía. Profesor del área de Macroeconomía y Sistemas Financieros y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jospina3@eafit.edu.co

## 1.1. Renta fija

Los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años durante el tercer trimestre han venido en un reajuste de posiciones con medidas más cautelosas por parte del mercado. El simposio de Jackson Hole, celebrado en Wyoming, mantuvo en expectativa a los protagonistas financieros estadounidenses a la espera del discurso de Jerome Powell, presidente de la FED, dando indicios de lo que sería la línea que seguirá el país en materia de política monetaria para el manejo de la inflación.

Teniendo en cuenta los síntomas de una posible subida de **75** puntos básicos a las tasas de interés después del discurso de Powell, los rendimientos de la referencia a 10 años subieron hasta un **3,2%** durante la última semana de agosto, el máximo desde finales de junio. Adicionalmente, durante las últimas semanas el rendimiento de los bonos se ha incrementado en **50** puntos básicos, el cuál ha sido el mayor incremento que se ha presentado desde abril del presente año.

Figura 44. Tasa de interés de los bonos del tesoro de EE. UU. a 10 años.



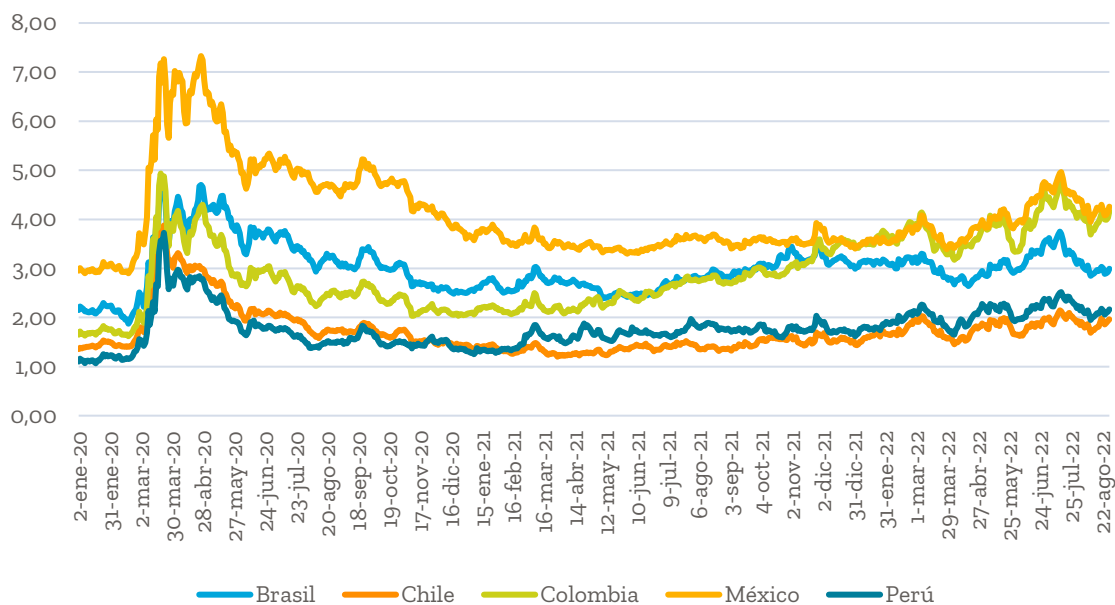
Fuente: Elaboración propia con datos de Investing (2022).

### 1.1.1. Indicador de bonos de mercados emergentes (Riesgo País EMBI Index)

El índice EMBI para los países latinoamericanos viene presentando una tendencia alcista, relacionada con una mayor percepción de riesgo para los inversionistas desencadenado por la coyuntura política representada por los nuevos gobiernos de izquierda que se han posicionado en el poder y el creciente déficit fiscal y en cuenta corriente que vienen experimentando algunos países en Latinoamérica (entre ellos Colombia).

La percepción de riesgo en Colombia también está asociada a que aún no es clara cuál será la reforma tributaria que empezará a regir a partir del año 2023, y que será parte fundamental para financiar los proyectos más importantes del nuevo gobierno. Aún existen muchos puntos grises dentro de la propuesta de la reforma que pasará a ser debatida en el Congreso durante los próximos días. Los posibles consensos a los que se puedan llegar pueden aminorar la percepción de riesgo de los inversionistas internacionales.

Figura 45. EMBI.



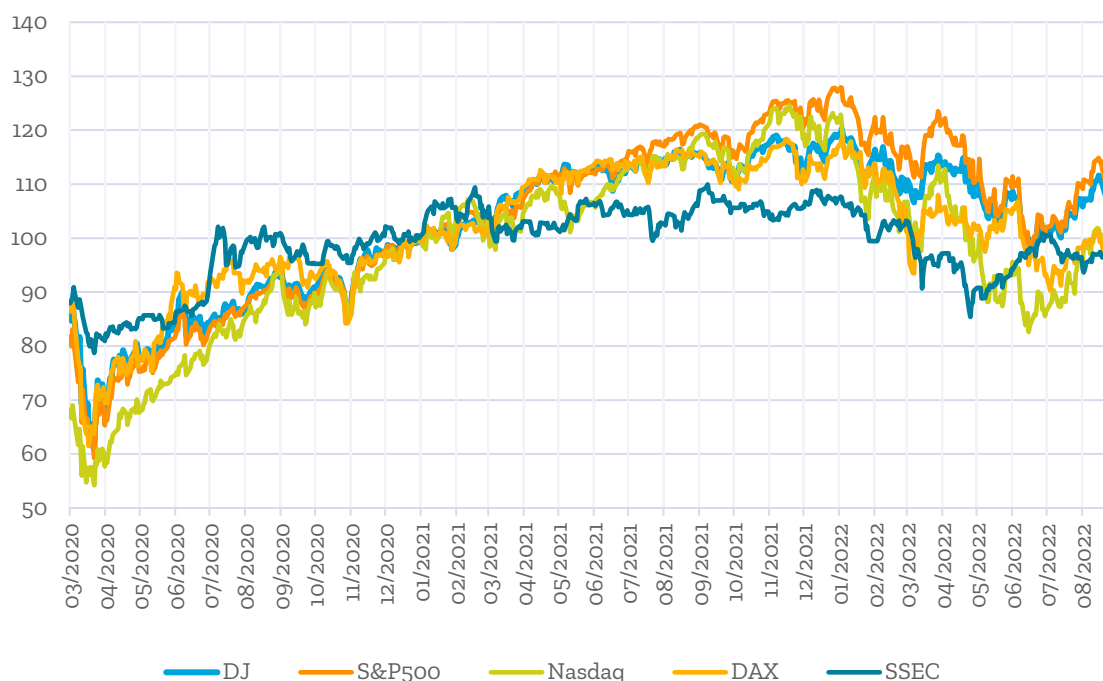
Fuente: Elaboración propia con datos de Invenómica (2022).

## 1.2. Renta variable

Durante el tercer trimestre del 2022 se ha seguido confirmando la tendencia bajista de los principales mercados accionarios del mundo a cuenta de la incertidumbre generada principalmente por la situación actual entre Rusia y Ucrania lo cual ha disminuido el volumen de transacción de productos de renta variable. La bolsa americana tuvo un corto respiro durante el mes de julio, cuando el FED anunció que la inflación había frenado su escalada y había cerrado el mes en un **8,5%**. Sin embargo, dicha caída en el índice de precios se debió más al precio de servicios energéticos, mientras que bienes como los alimentos han continuado en una escalada sostenida. Tras el discurso de Jerome Powell en Jackson Hole, donde enfatizó en que se debe seguir haciendo política monetaria restrictiva para controlar la inflación, índices como el Dow Jones, Nasdaq y S&P 500 han venido en bajada por la preocupación de la recesión técnica en la que se encuentra Estados Unidos y la posible volatilidad en los mercados.

A su vez en Europa, el Banco Central Europeo (BCE), continúa con sus políticas monetarias restrictivas en razón de los altos niveles de inflación, al riesgo de mayor caída económica con la llegada del invierno y a la subida de tasas por parte del Reserva Federal, lo que ha llevado a que continúe la tendencia bajista de los mercados de renta variable en el viejo continente.

Figura 46. Principales índices accionarios mundiales (Dic 2020 = 100).



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing (2022).

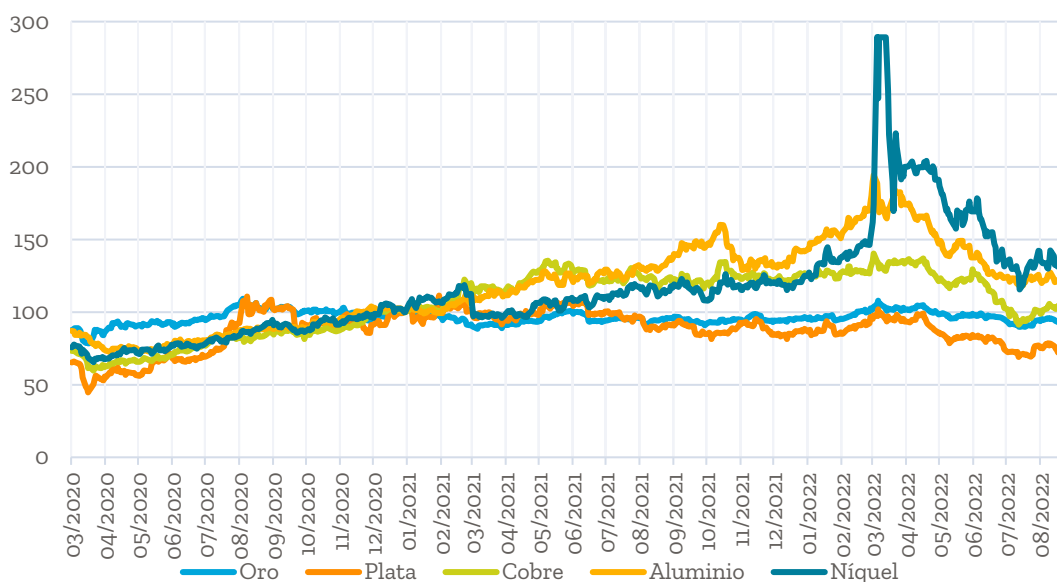
### 1.2.1. Materias Primas (Commodities)

A principios de julio, se presentaron caídas del **13%**, **17%** y **18%** en la cotización del aluminio, cobre y acero respectivamente en el acumulado del año. Estas caídas en los precios de las materias primas suelen ser un síntoma de que la demanda agregada de los países ha comenzado a resentirse ya que se emplean para muchos procesos industriales.

La caída en la cotización del cobre es la que más ha llamado la atención, por ser la materia prima con mayor uso en la industria; esta se viene produciendo por la disminución en la actividad industrial de China, donde por segundo mes consecutivo, en el mes de agosto, se ha contraído la actividad de sus fábricas, esto principalmente por la ola de calor, los rebotes de COVID-19 y la ralentización en la actividad del sector inmobiliario.

El oro por su parte se ha mantenido estable, pero a diferencia de otras contracciones económicas que se han producido históricamente, ya no ocupa el mismo papel de activo refugio que ocupaba anteriormente cuando los inversionistas percibían riesgos en los mercados. La toma de decisiones en cuestión de política monetaria restrictiva por parte de la Reserva Federal (FED) que apuntan a una subida de tipos de interés en **75** puntos básicos, ha generado una percepción de fortalecimiento del dólar frente a otros activos, llevando a los inversionistas a refugiarse en la moneda americana. Esto es una explicación razonable del porqué el oro no ha logrado un repunte en estos últimos meses a pesar de la incertidumbre que afecta la economía mundial.

Figura 47. Principales materias primas (Dic 2020=100).



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing (2022).

## 1.2.2. Monedas

### 1.1.1.1 Índice dólar (DXY)

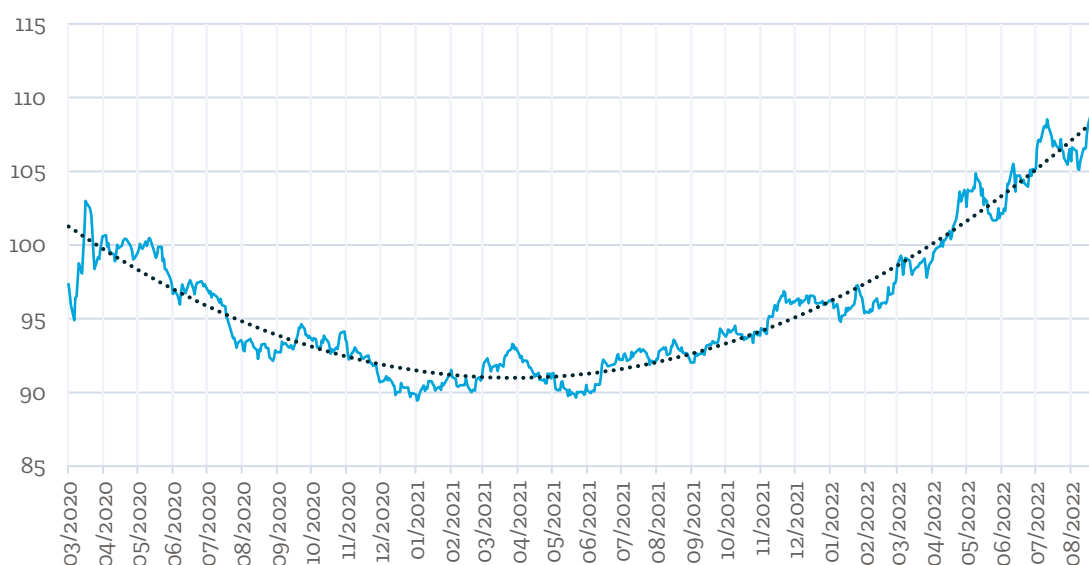
El dólar ha continuado adquiriendo más fuerza a lo largo del año, alcanzando en el mes de agosto su valorización máxima en los últimos 20 años. Durante lo corrido del año, el índice DXY se ha incrementado en más de **14%**, estando actualmente alrededor de los **109** puntos, un nivel que no se observaban desde el año 2002.

Los anuncios de la Reserva Federal respecto a que se continuarán aumentando las tasas de interés para controlar la inflación han provocado que el dólar siga tomando fuerza con respecto a sus pares, principalmente del continente europeo, algunas de sus economías se han

visto afectadas directamente por el conflicto entre Rusia y Ucrania, presentando también altos niveles inflacionarios que se pueden ver recrudecidos con la llegada del invierno y las represalias rusas en cuanto a la exportación de energía, desencadenando una posible recesión en el continente europeo.

La coyuntura mundial apunta a que el dólar americano se seguirá fortaleciendo gracias a que se ha convertido en uno de los principales activos para resguardarse de la incertidumbre actual de los mercados. Durante este año el euro ha perdido un **12,1%**, la libra esterlina **14%**, el yen japonés **17%**, el franco suizo **6,8%** y el dólar canadiense **3,5%**. Cabe destacar que el peso colombiano ha sido la segunda moneda que más ha perdido valor frente al dólar en Latinoamérica (**7,7%**), solo superada por el peso argentino (**25,9%**) en Latinoamérica.

Figura 48. Índice dólar (DXY).



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing (2022).

## 2. Coyuntura local

### 2.1. Monedas

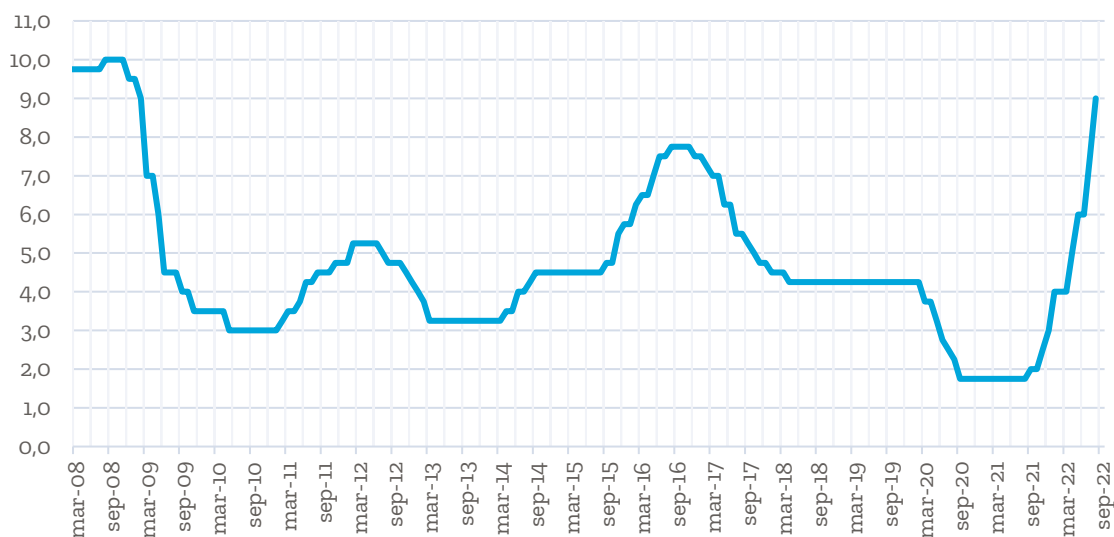
#### 2.1.1. Tasa de intervención del Banco de la República

El Banco de la República ha incrementado en **300** puntos básicos las tasas de intervención en los últimos dos meses, primero aumentaron **150** puntos básicos alcanzando niveles del **7,50%**, y en el mes de agosto incrementaron otros **150** puntos, llegando al **9%**. Uno de los motivos más importantes para seguir con la política monetaria restrictiva es el alto nivel de inflación que se ubica en un **10,84%**. La meta es regresar a la inflación objetivo del **3%** en el mediano plazo.

El otro factor que juega un papel importante en esta decisión del banco central es el aumento de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal (FED), lo cual amplía el déficit en cuenta corriente, además de evitar una mayor fuga de capitales hacia Estados Unidos, implicando una mayor devaluación del peso colombiano frente al dólar.

Los analistas consideran que continuará el crecimiento del costo de vida en lo que resta el 2022, terminando probablemente en niveles cercanos del **9,7%**, esto representaría la necesidad de continuar con una política monetaria restrictiva. El alza en las tasas reduciría el sobrecalentamiento en la economía, evitando el crecimiento del consumo por encima de la capacidad productiva del país.

Figura 49. Tasa de interés de intervención Banco de la República.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de la República (2022).

## 2.2. Renta fija

El rendimiento de los bonos TES colombianos a 10 años ha vuelto a presentar un crecimiento pronunciado después de una caída de **112** puntos básicos en el mes de junio producto de los resultados definitivos de las elecciones presidenciales, las cuales aumentaron el ambiente de incertidumbre en el mercado de renta fija en Colombia. Actualmente los rendimientos de los TES a 10 años han vuelto a ubicarse por encima del **11%** e incluso tocando niveles superiores al **12%** durante los últimos días de agosto.

El incremento en el rendimiento de los bonos en Colombia se debe en buena parte al sentimiento de incertidumbre por parte de los inversionistas, mientras se esclarecen aún los

puntos básicos que tocará la reforma tributaria propuesta por el nuevo gobierno y las altas expectativas de inflación.

Figura 50. Bonos del tesoro de Colombia a 10 años.



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing (2022).

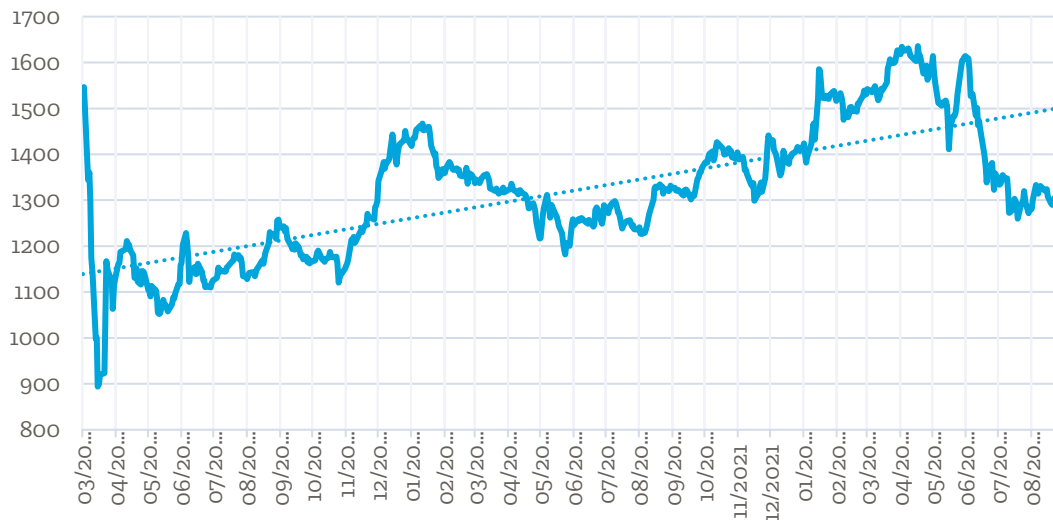
### 2.3. Renta variable

El rally del mercado accionario colombiano duró poco en el segundo trimestre del 2022, luego del impulso que le diera al mercado las OPAS lanzadas por el Grupo Gilinsky para adquirir las acciones de Nutresa, Grupo Suramericana y Argos. Sin embargo, para el tercer trimestre la historia ha sido muy diferente, el índice accionario de Colombia, MSCI COLCAP, viene presentando una tendencia bajista, la bolsa colombiana ha caído un **8,8%** en lo corrido del año, producto de la incertidumbre asociada al cambio de gobierno, generando un mayor grado de aversión al riesgo, por parte de los inversionistas en los mercados de renta variable, prefiriendo así, resguardarse en activos más seguros ante posibles amenazas de recesión e inflación en la economía y a la espera de la definición de lo que será el programa del Gobierno que seguirá el país durante el periodo 2022-2026.

El mes de julio cerró con el menor volumen transado en 10 años (**\$1,18 billones** de pesos). Las acciones más negociadas durante el tercer trimestre fueron Ecopetrol, Bancolombia e ISA. Las menos negociadas fueron Enka, ETB y Concreto. Se espera que llegando al final de una política monetaria restrictiva y una reforma tributaria más definida y concertada, se logre disminuir para el tercer trimestre del año la volatilidad del mercado y revertir su comportamiento descendente.



Figura 51. Índice accionario MSCI COLCAP.



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing (2022).

## 2.4. Mercado cambiario

### 2.4.1. Tasa de cambio y petróleo Brent

La Tasa Representativa del Mercado (TRM) se ha evidenciado en niveles históricamente altos después de las elecciones presidenciales en Colombia, llegando a niveles de **\$4600** pesos por dólar debido a la fuga de capitales y alta inflación relacionada con la coyuntura nacional e internacional; actualmente el dólar fluctúa alrededor de los **\$4400** pesos.

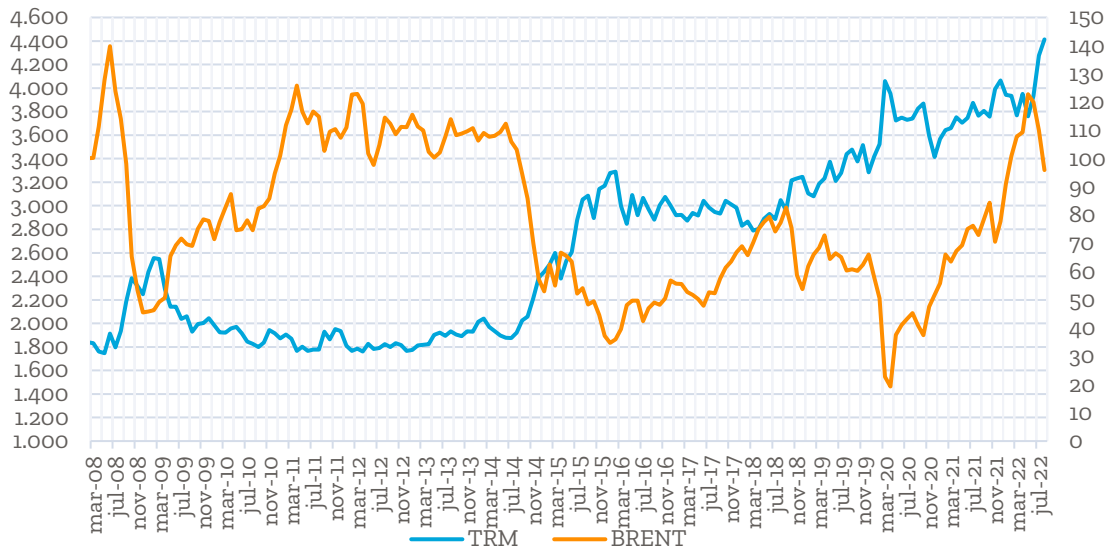
Otra razón de la volatilidad de la moneda local es el precio del petróleo de referencia Brent. Actualmente, el barril se cotiza en un promedio de **\$92 dólares**, lo cual ha disminuido la entrada de divisas al mercado colombiano, si se le compara con los niveles superiores a los **\$100 dólares** que se manejaron durante el primer semestre del año. La necesidad de Estados Unidos para que baje el precio del petróleo en los últimos meses ha hecho que el índice DXY se encuentre en una mayor presión, perdiendo la correlación directa con el precio del crudo que se venía presentando en el último año.

Ante estos desequilibrios en el mercado de crudo, Arabia Saudita, que es el líder de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP), manifestó que existe la posibilidad de recortar la producción para equilibrar el mercado y compensar el posible regreso de los barriles iraníes al mercado.

El consenso de analistas económicos predice que el dólar en Colombia seguirá fluctuando entre **\$4200** y **\$4600** en los siguientes meses, ya que para encontrar una tendencia bajista se debería reducir de la barrera de los **\$4100**, lo cual se ve complicado por la política monetaria restrictiva que continuarán haciendo los bancos centrales (Reserva Federal y Banco

de la República) y el desequilibrio que se presenta en el mercado del petróleo por cuenta de la disminución en la oferta causada por las restricciones rusas.

Figura 52. TRM Peso por dólar versus Precio Petróleo Brent.



Fuente: Investing (2022), cálculos propios

## Referencias

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

Invenómica. (2022). *Riesgo País EMBI – América Latina – Serie Histórica*.  
<https://www.inenomica.com.ar/riesgo-pais-embj-america-latina-serie-historica/>

Investing.com. (2022). *Markets*. <https://es.investing.com/markets/>

Superintendencia Financiera de Colombia. (2022). <https://www.superfinanciera.gov.co/>

# Capítulo 9

## Resultados del sistema financiero colombiano a mayo del 2022

Jaime Alberto Ospina Mejía<sup>22</sup>

### 1. Hechos destacables

- Al cierre de mayo del 2022, los activos del sistema financiero (propios y de terceros) alcanzaron **\$2461 billones**, con un crecimiento real anual de **0,4%**. De este valor total, los recursos propios alcanzaron **\$1221 billones (49,6%)**, mientras los recursos a terceros, incluyendo los activos de custodia, alcanzaron **\$1240 billones (50,4%)**. La relación de activos totales a PIB es de **198,8%**.
- La tendencia de los resultados del sistema financiero continúa siendo positiva. En especial para los Establecimientos de crédito (EC). A mayo de 2022, los EC alcanzaron resultados por **\$8,9 billones** (los bancos reportaron utilidades acumuladas por **\$7,6 billones**). Por su parte, las aseguradoras reportan **\$1,1 billones**, seguido por las Instituciones Oficiales Especiales (IOEs) que reportaron utilidades por **\$656 miles de millones**, le siguen en cuarto y quinto lugar las sociedades fiduciarias, intermediarios de valores con utilidades respectivamente de **\$192 miles de millones** y **\$78 miles de millones**.
- En contraste, las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías registraron resultados acumulados a mayo por **-\$18 billones**, muy diferentes a los **\$4,4 billones** al mismo periodo acumulado al año anterior. Los rendimientos de los recursos administrados de terceros fueron **\$6,4 billones**, un aumento de **\$4 billones** frente a mayo de 2021 (**\$2,4 billones**), todos estos cambios se explican principalmente por el comportamiento en la valoración de los títulos de deuda.
- Todas las modalidades de cartera reportaron tasas de crecimiento positivas en mayo. El saldo bruto ascendió a **\$614 billones**, con lo cual el indicador de profundización se

---

<sup>22</sup> Jaime Alberto Ospina Mejía. Profesor del área de Macroeconomía y Sistemas Financieros y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jospina3@eafit.edu.co

ubicó en **49,6%** del PIB. En términos reales la cartera bruta registró una variación anual de **5,3%**, comportamiento que se explica fundamentalmente por el dinamismo en las carteras de hogares y empresa, el incremento de la inflación (dado que el incremento nominal es superior a la corregida por el efecto), y a la menor importancia relativa de los castigos de cartera.

- La cartera comercial creció **1,9%** 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 **11,6%** real anual (siendo el producto de libre inversión el que más jalonó ese crecimiento). El portafolio de vivienda creció **4,5%** real anual, y finalmente el microcrédito continúa reportando a mayo un crecimiento positivo del **4,1%** real.
- La calidad por mora, medida como la proporción entre la cartera vencida y bruta, fue **3,8%** para el total del portafolio. Por modalidad, microcrédito reportó un indicador de **6,2%**, seguido de consumo que se situó en **4,5%**, comercial que cerró en **3,4%** y vivienda en **2,9%**.
- 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 NIIF, cerró con una contracción de **12,3%** 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 **161%** en mayo.
- La recuperación en la dinámica de la cartera se ha traducido en reducciones en la participación de los activos líquidos en el total de los activos. Los Activos líquidos Ajustados (ALM) representaron el **13% (\$116 billones)** de los activos totales en mayo.
- Finalmente, El índice de solvencia de los (EC) para mayo, alcanzo un nivel del **17,9%**. (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 **14,2%**.

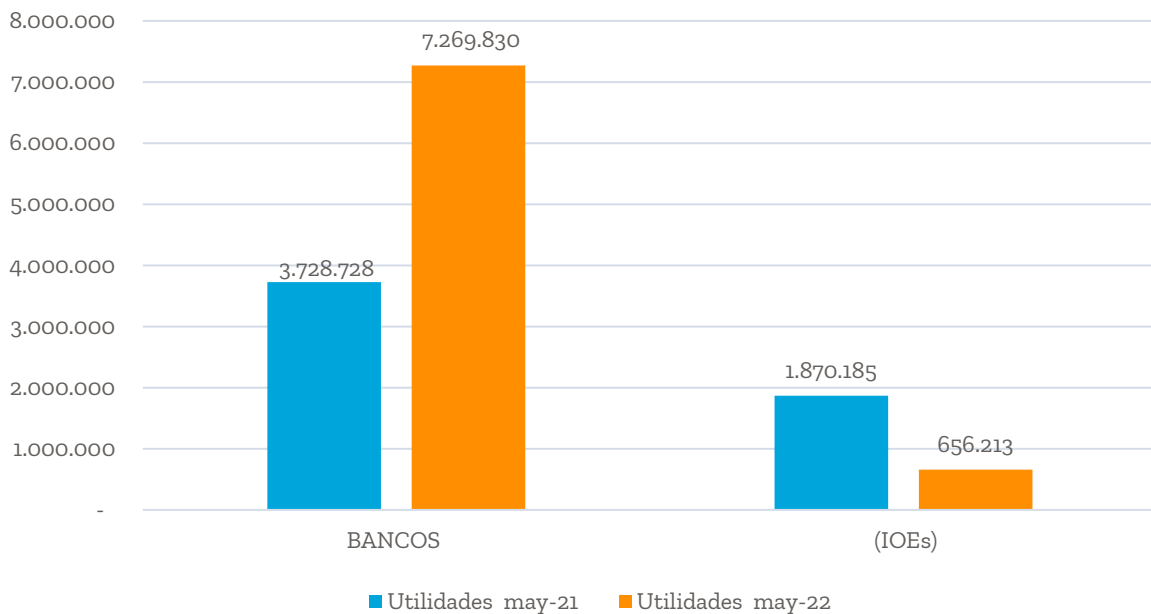
## 2. Principales cifras de los establecimientos de crédito (EC) a mayo de 2022

- Las utilidades de los bancos siguen incrementándose respecto al mismo periodo del año anterior en un **95%**. Mientras que las utilidades de las Instituciones Oficiales Especiales (IOE) cayeron un **65%**. Estos resultados reflejan que continúa la recuperación de los EC a pesar de que el efecto estadístico de comparación con el año

anterior ya no es tan disímil. De otro lado, continua la menor dinámica de las (IOE) en el presente año, que se explica en gran parte por el menor dinamismo en los créditos de emergencia que otorgan este tipo de instituciones.

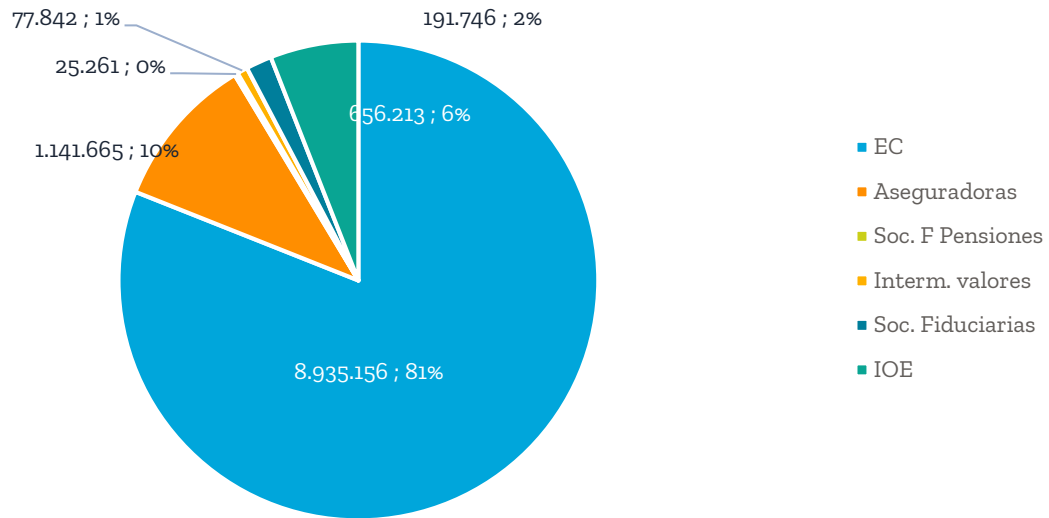
- Si bien es cierto las utilidades de los EC superan por amplio margen las de mayo 2021, es también importante destacar que han superado en un **65%** las utilidades de prepandemia que tenían en el mismo tiempo a mayo. (**\$8,9 billones** 2022 versus **\$5,4 billones** 2019).

Figura 53. Utilidades de la banca colombiana a corte mayo de 2022 en miles de millones de pesos.



**Fuente:** Elaboración propia con datos de la Superfinanciera -SFC-(2022).

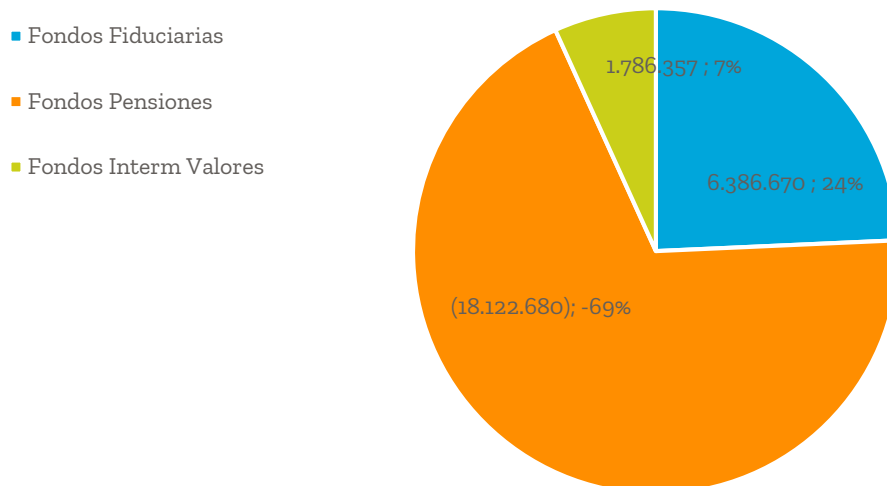
Figura 54. Utilidades recurso propios a corte de mayo 2022 en miles de millones de pesos.



**Fuente:** Elaboración propia con datos de la Superfinanciera -SFC- (2022).

En términos agregados las utilidades de recurso propios a mayo ascienden a cerca de **\$11 billones**, mientras que las pérdidas acumuladas de los recursos a terceros ascienden a cerca de **\$10 billones**, de los cuales el **69%** se explican por las pérdidas en valoración de los fondos de pensiones.

Figura 55. Utilidades recurso a terceros a corte de mayo 2022 en miles de millones de pesos.



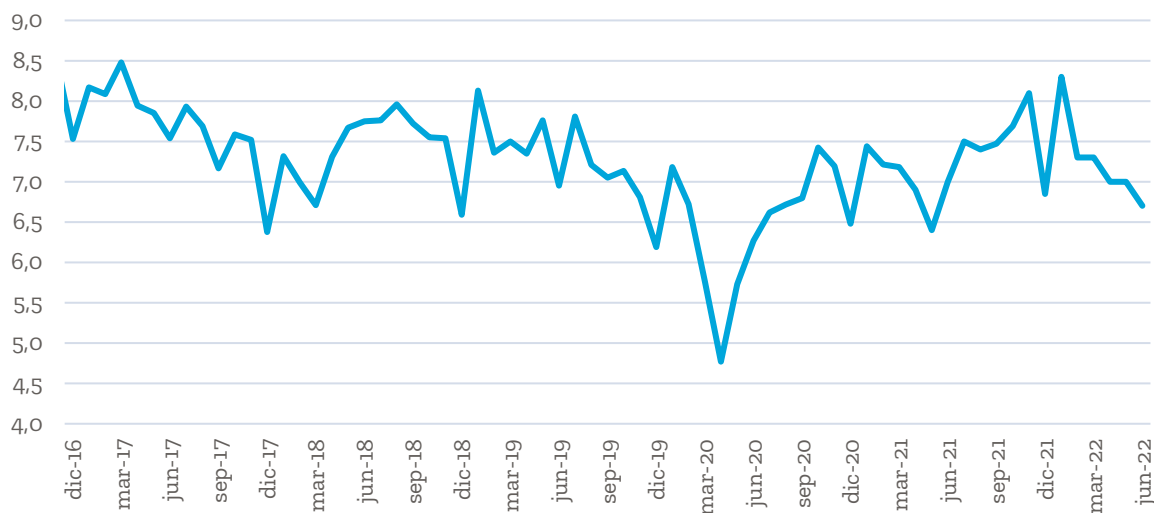
**Fuente:** Elaboración propia con datos de la Superfinanciera -SFC-(2022).

### 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.

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 último año como consecuencia del aumento en la tasa promedio de colocación, para comienzos del 2022 el margen ex ante regreso a niveles del 7%, un descenso que se dio como resultado del aumento de la tasa promedio de captación generada por la transmisión de una política monetaria más restrictiva por parte de la Junta Directiva del Banco de la República en los últimos meses.

Figura 56. Margen de interés ex ante.



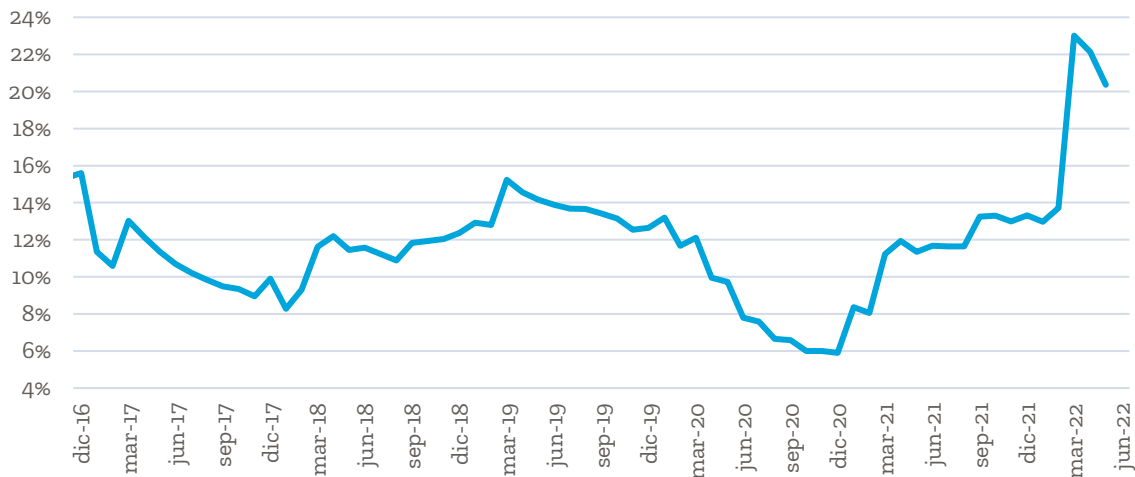
**Fuente:** Elaboración propia con datos de la Superfinanciera de Colombia -SFC-(2022).



## 4. Rentabilidades de los establecimientos de crédito

Al evaluar la evolución reciente del índice de rentabilidad del patrimonio (ROE) en Colombia, se evidencia que ha 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, la rentabilidad del sector financiero viene 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. En el primer trimestre del año 2022 el ROE tiende a estabilizarse en niveles del **13%**, que es el promedio que ha tenido en el último quinquenio. Sin embargo, para el segundo trimestre la rentabilidad dio un salto importante a niveles superiores del **20%**, producto del efecto contable de un aumento en las utilidades acumuladas en este segundo trimestre y al mismo tiempo una disminución importante en el patrimonio básico ordinario, lo cual obedece a el hecho puntual de la escisión del **75%** de la inversión del Banco de Bogotá en BAC Holding International (BHI) en Centro américa, lo cual generó una reducción de **\$14,5** billones.

Figura 57. Rentabilidad del patrimonio.



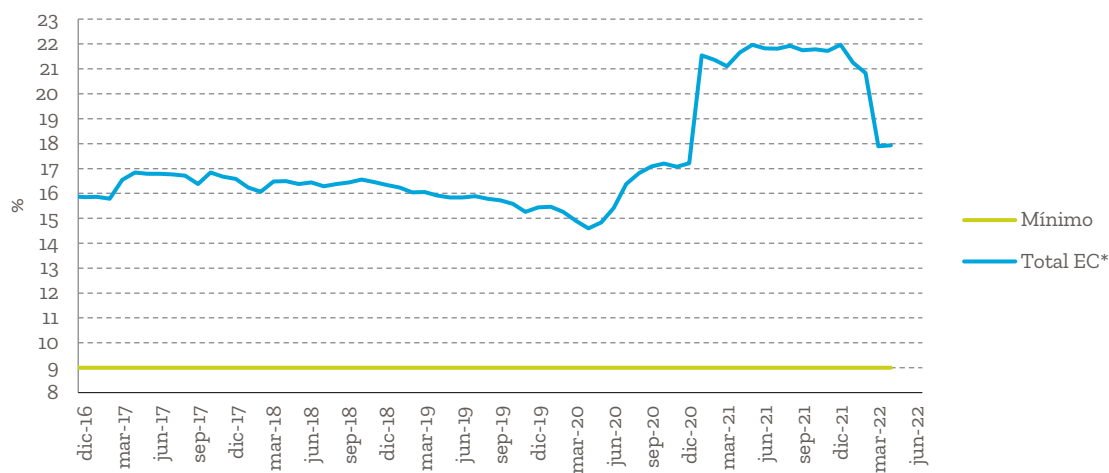
**Fuente:** Elaboración propia con datos de la Superfinanciera de Colombia -SFC-(2022).

## 5. Índice de Solvencia

La solvencia total en mayo registró **17,9%**, mayor en **8,9%** respecto al mínimo requerido (**9%**). La solvencia básica, compuesta por el capital con mayor capacidad para absorber pérdidas, llegó a **14,2%**, superando en **9,7%** el mínimo regulatorio de **4,5%**. La fuerte reducción del índice en el mes de marzo obedece a el hecho puntual de la escisión del **75%** de la inversión del Banco de Bogotá en BAC Holding Internacional (BHI) en Centro América, lo cual generó una reducción de **\$14,5 billones** en su patrimonio básico y técnico.

Es importante resaltar que el alto nivel de solvencia que exhiben hoy en día los bancos coincide con la entrada en vigor del estándar de Basilea III en capital desde enero de 2020 (patrimonio adicional o colchón para las crisis) estrategia de fortalecimiento patrimonial de las entidades vigiladas, lo que muestra el compromiso del sector en el largo plazo.

Figura 58. Solvencia total, establecimiento de créditos.



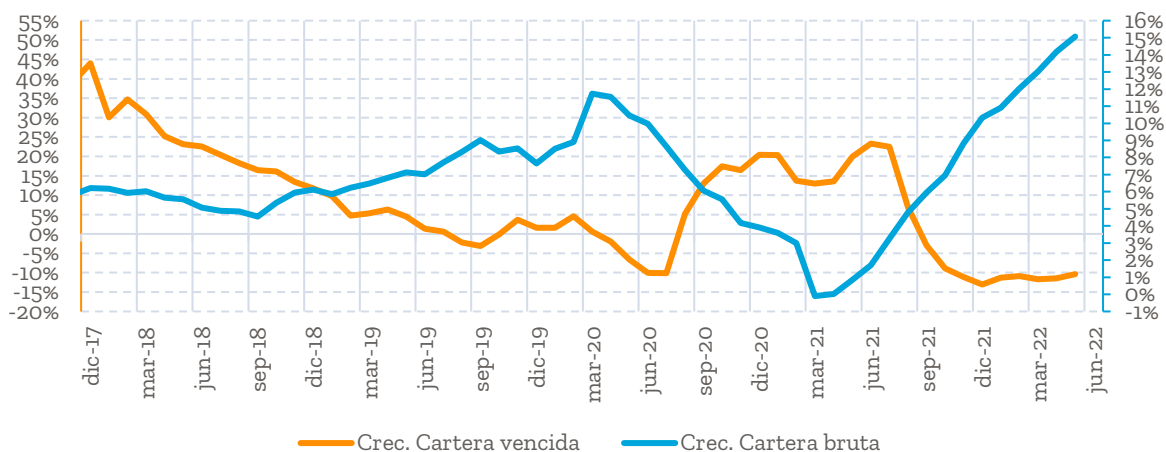
Fuente: Elaboración propia con datos de la Superfinanciera de Colombia -SFC (2022).

## 6. Crecimiento de la cartera

El saldo bruto en mayo ascendió a **\$614 billones**, con lo cual el indicador de profundización alcanzó el **49,6%** del PIB. En términos reales la cartera bruta registró una variación anual de **5,3%**, comportamiento que se explica fundamentalmente por el dinamismo en las carteras masivas de consumo y vivienda, el incremento de la inflación (dado que el incremento nominal es superior a la corregida por el efecto), y a la menor importancia relativa de los castigos.

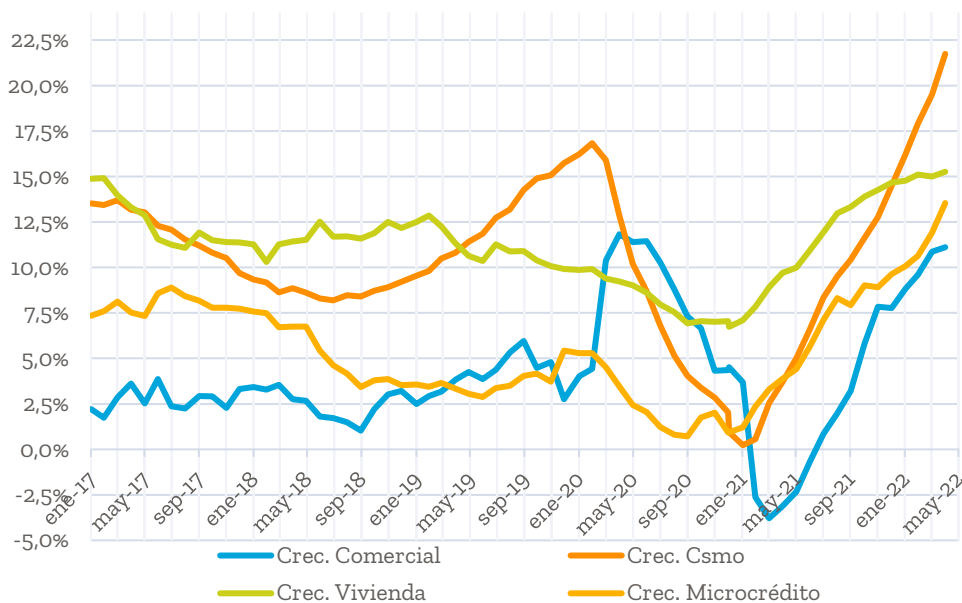
El crecimiento del saldo vencido tuvo su punto de inflexión en agosto del 2021. El saldo que reporta una mora mayor a 30 días alcanzó **\$23,3 billones** en mayo, una disminución del **17,8 %** real anual, consecuencia de la contracción del saldo vencido en la comercial, consumo, vivienda y microcrédito, respectivamente. La cartera al día alcanzó **\$591 billones**, lo que representa el **96 %** del saldo total.

Figura 59. Crecimiento nominal cartera total bruta versus cartera vencida.



Fuente: Elaboración propia con datos de la Superfinanciera de Colombia -SFC (2022).

Figura 60. Crecimiento nominal por tipo de cartera bruta.



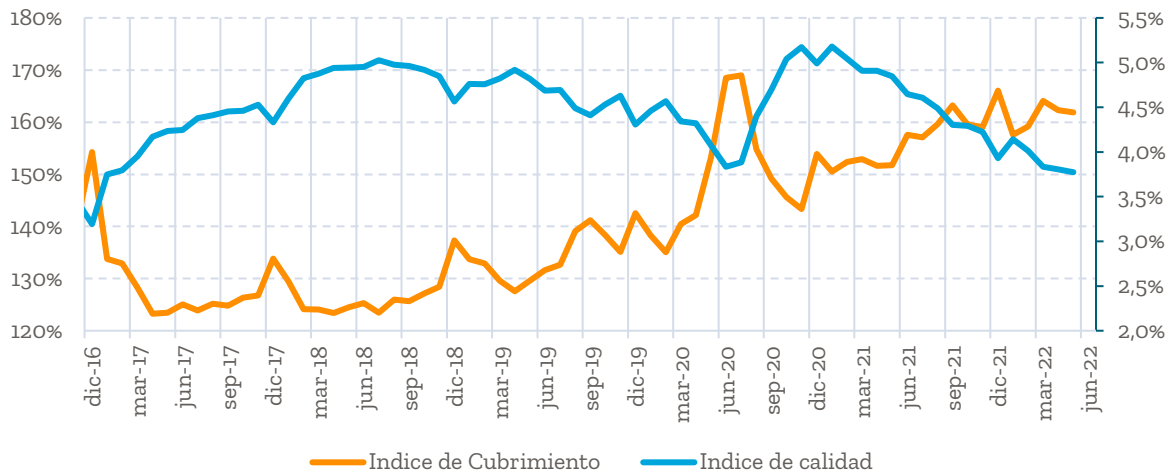
Fuente: Elaboración propia con datos de la Superfinanciera de Colombia -SFC (2022).

## 7. Índice de calidad y cobertura

La calidad por mora en mayo, medida como la proporción entre la cartera vencida y bruta, fue del **3,8%** para el total del portafolio. Cifra que confirma el punto de inflexión registrado desde enero del 2021 (**5,2%**). El microcrédito reportó un indicador de calidad de **6,2%**, seguido del

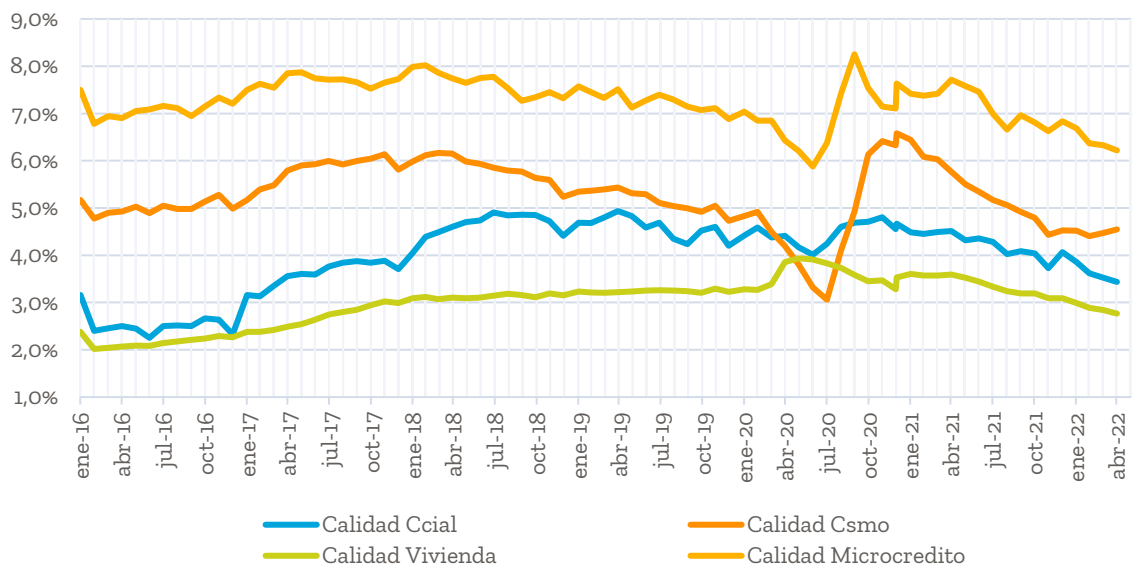
consumo que se situó en **4,5%** y comercial que cerró en **3,4%** y vivienda reportó el indicador más bajo entre las 4 modalidades de cartera al cerrar el mes en **2,9%**. De otro lado las provisiones medidas en el indicador de cobertura por mora, calculado como la relación entre el saldo de provisiones y la cartera vencida (cerca de **\$37 billones** en provisiones), registró a mayo un **161%**, lo que se traduce en que por cada peso de cartera vencida los EC tienen cerca de **\$1,6** para cubrirlo.

Figura 61. Calidad total de cartera vencida y cobertura.



Fuente: Elaboración propia con datos de la Superfinanciera de Colombia -SFC (2022).

Figura 62. Calidad total por tipo de cartera vencida.



Fuente: Elaboración propia con datos de la Superfinanciera de Colombia -SFC (2022).

## Referencias

Superintendencia Financiera de Colombia (2022). *Actualidad del sistema financiero colombiano*.  
<https://www.superfinanciera.gov.co/publicacion/10111921>

**UNIVERSIDAD**  
**EAFIT**

Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno  
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](mailto:cief@eafit.edu.co)