

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

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



Contenido	
Resumen ejecutivo	4
Capítulo 1	7
La economía mundial en medio de la incertidumbre	7
<i>Jesús Botero García</i>	7
Capítulo 2	17
Perspectivas de la economía colombiana	17
<i>Jesús Botero García</i>	17
Capítulo 3	25
Nowcast del PIB en 2022Q2 a partir de indicadores líderes y las tendencias de Google	25
<i>Alejandra Arteaga</i>	25
<i>Felipe Agudelo</i>	25
<i>Isaac Hurtado</i>	25
<i>Sara Gómez</i>	25
<i>Diego Montañez</i>	25
Capítulo 4	32
El mercado laboral de las mujeres	32
<i>Alejandra Arteaga Arango</i>	32
<i>Michael Cardona Rodríguez</i>	32
<i>María José Bernal</i>	32
Capítulo 5	47
Inflación y política monetaria	47
<i>Carlos Esteban Posada P.</i>	47
<i>Liz Londoño-Sierra</i>	47
Capítulo 6	59
Balanza de Pagos, primer trimestre de 2022	59
<i>Humberto Franco González</i>	59
Capítulo 7	68
Ingresos tributarios, ejecución presupuestal y las finanzas públicas	68
<i>Álvaro Hurtado Rendón</i>	68
<i>Yohan Ríos Agudelo</i>	68
Capítulo 8	82
Resultados del sistema financiero colombiano y mercados financieros	82
<i>Jaime Alberto Ospina Mejía</i>	82

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Nº 17. Junio de 2022.

Universidad EAFIT

Claudia Patricia Restrepo Montoya

Rectora

César Eduardo Tamayo Tobón

Decano Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno

Mery Patricia Tamayo Plata

Jefe Departamento de Economía

Diego Alexander Restrepo Tobón

Jefe Departamento de Finanzas

Centro de Investigaciones

Económicas y Financieras (CIEF)

Grupo de Coyuntura Económica

Coordinador

Jesús Botero García

Autores en esta edición

Jesús Botero García

Alejandra Arteaga Arango

Juan Felipe Agudelo Vélez

Isaac Hurtado Rivera

Sara Gómez Montoya

Diego Montañez-Herrera

Michael Cardona Rodríguez

María José Bernal

Carlos Esteban Posada

Liz Londoño-Sierra

Humberto Franco González

Álvaro Hurtado Rendón

Yohan Ríos Agudelo

Jaime Alberto Ospina Mejía

Edición y corrección de estilo

María Paola Aguilar Rojas

Diagramación y diseño

María Paola Aguilar Rojas



Resumen ejecutivo

El entorno global en el que iniciará su gestión del gobierno del presidente Petro será, sin duda, un entorno complejo. El aumento de **75** puntos básicos en la tasa de intervención, anunciado por el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos el 15 de junio, ha reforzado los temores de recesión, en una economía global afectada todavía por las disrupciones en las cadenas globales de valor generadas por el COVID y golpeada profundamente por los desajustes en los mercados energéticos y en los mercados de alimentos originados por la guerra en Ucrania.

El conflicto militar está pasando una cuenta de cobro importante, no sólo a las economías directamente involucradas en ella, sino también a las economías occidentales, por la vía de una mayor inflación y de problemas emergentes en el dinamismo económico, al tiempo que empieza a generar también verdaderos realineamientos políticos entre las potencias: China se acerca cada vez más a Rusia, y endurece su posición acerca de Taiwán, en un giro estratégico de consecuencias impredecibles sobre su relación futura con Estados Unidos y con occidente.

La probabilidad del "aterrizaje suave" que la política antinflacionaria debería producir en los Estados Unidos se ha reducido, dada la tendencia en la inflación, que subió de nuevo en mayo tras experimentar un ligero descenso en abril, y ello aún a pesar de que el mercado laboral se muestra sólido y resiliente. La inflación terminará seguramente por erosionar el consumo privado, y el aumento de la tasa de intervención producirá un reajuste profundo en los mercados financieros, afectando la inversión y el valor relativo del dólar en los mercados cambiarios, con consecuencias profundas sobre las exportaciones netas.

El endurecimiento en la política monetaria en la Unión Europea y en el Reino Unido, hará su aporte también a los reajustes en los mercados financieros globales, y contribuirá a ensombrecer un panorama económico afectado ya por la crisis en curso en la globalización, y exacerbada por la implementación, en muchos países, de políticas preventivas de suspensión de exportaciones de energéticos y *commodities* agropecuarios, bajo pretexto de proteger la seguridad de su abastecimiento. Ello aproximará peligrosamente al mundo a una crisis alimentaria y debilitará la confianza en las instituciones globales, generando sufrimiento en economías emergentes dependientes del abastecimiento energético y de insumos para sus mercados.

El cambio de perspectiva de los mercados financieros afectará especialmente a los países emergentes, y dificultará el acceso al crédito y a los flujos de capital. Será por esa vía, sin duda, que sus consecuencias serán más complejas para una economía como la colombiana, cuya calificación de riesgo se vio reducida en 2021, por lo menos en la visión de dos de las más importantes calificadoras de riesgo. Fitch y Standar & Poor's. El alto déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos genera gran vulnerabilidad e impone cuidados especiales al manejo de las finanzas públicas, para evitar percepciones negativas en los mercados internacionales.

No obstante, el sólido desempeño de la economía en 2021 y en el primer trimestre de 2022, la magnífica evolución de los recaudos tributarios, que consolida el ajuste de las finanzas públicas, anticipando su retorno a la senda de sostenibilidad, y la solidez del sistema financiero, son valores importantes, que le permitirán un margen de acción importante al nuevo gobierno.

Pero la incertidumbre acerca de las medidas que tomará el nuevo gobierno y su impacto sobre la sostenibilidad y el crecimiento, gravitará de manera decisiva sobre la economía, por lo menos hasta que quede clara su posición en temas esenciales como los relacionados con el papel del Gobierno en la actividad económica, los cambios en las instituciones públicas que rigen el funcionamiento económico y los criterios a aplicar en la política fiscal y tributaria; y se defina la confianza que ello genere entre inversionistas y consumidores. El alto crecimiento del primer semestre del año se moderará en el segundo, para consolidar un crecimiento del orden del **6,2%**, pero el rumbo que tome la economía en 2023 dependerá de las decisiones públicas y la confianza que despierten en los agentes.

Los retos del nuevo gobierno son variados y complejos: el diseño e implementación de las medidas a través de las cuales se consolidará cambios profundos en la distribución del ingreso; las modificaciones anunciadas en campaña al sistema pensional, al sistema de salud y a los esquemas asistencialistas; el rediseño del sistema tributario, de forma tal que eliminen exenciones y prebendas y se eleve el tributo a las grupos de altos ingresos y a los dividendos; el giro de una economía extractiva y feudalista hacia un *capitalismo democrático, productivo y no especulador* y el progresivo desmonte del papel de petróleo en la economía; los planes de generación de empleo, incluyendo el papel del Estado en ese propósito; el salto a una nueva economía productiva que, apoyada en el campo, la industria, el turismo y el conocimiento, pueda consolidar el crecimiento y la generación de empleo; y la adopción de un papel protagónico en la lucha contra el cambio climático, son todas ellos tareas complejas que requerirán de un diseño cuidadoso y que deberán implementarse en medio de tensiones en los mercados financieros internacionales, afectados por el cambio de perspectiva de la política monetaria en los países avanzados.

Los riesgos son significativos: la implementación deficiente de políticas distributivas y de cambios a los sistemas de aseguramiento social puede poner en riesgo la sostenibilidad de las finanzas públicas, limitando el acceso del país a los mercados financieros internacionales, en un momento, como el actual, particularmente complejo. Puede además comprometer el crecimiento económico y el desarrollo productivo, si se implementan medidas que debiliten el ejercicio de las libertades individuales y los derechos de propiedad, que enrarezcan el ambiente de inversión o que socaven la confianza de los agentes en el sistema. Y siempre estará presente el riesgo de que se caiga en la tentación facilista de imponer autocráticamente las ideas que se consideran esenciales, en lugar de buscar un consenso social que permita adelantar las reformas necesarias de manera sostenible y adecuada.

La implementación de sistemas de aseguramiento social integrales y equitativos, el manejo prudente de las finanzas públicas, y el impulso del desarrollo productivo, son objetivos compatibles que pueden alcanzarse a través de un cuidadoso diseño de políticas públicas. Será necesario evitar acciones que debiliten pilares fundamentales del sistema, como la autonomía del banco central, o el funcionamiento ordenado de las finanzas públicas, pero también, será necesario convocar a todos los agentes a que contribuyan a fortalecer el ordenamiento económico.

Los necesarios objetivos sociales y distributivos deben alcanzarse en un marco de sostenibilidad de las finanzas públicas, y sin lesionar de manera profunda la capacidad de producir riqueza. Ello implica grandes retos, asociados no sólo a la compleja interacción entre

políticas públicas, sostenibilidad y crecimiento, sino también al papel que cumplirán los agentes privados en ese proceso. Los riesgos son mayores, si se consideran las vulnerabilidades actuales de la economía colombiana, como el alto déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, el elevado endeudamiento público, que limitan la capacidad de maniobra de la política fiscal, y el alto nivel de la inflación. Pero sin duda, es posible que un manejo a la vez audaz y prudente de la política pública mejore el nivel de vida de los colombianos sin poner en riesgo un futuro próspero y promisorio.

Los llamados a la paz, a la unidad nacional, son sin duda una buena noticia. Un pacto histórico incluyente, que convoque a todos los estamentos de la sociedad, será sin duda el camino. Y la conformación de un equipo económico competente, que evalúe con cuidado todas las medidas, será un aporte adicional a la creación de un clima positivo de unidad, que nos permita crecer, generar riqueza, y potenciar la distribución del ingreso.

Capítulo 1

La economía mundial en medio de la incertidumbre

Jesús Botero García¹

1. Introducción

La prolongación de la guerra en Ucrania, el anunciado endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y en los demás países avanzados y la debilidad de la economía china, configuran un panorama complejo para la economía mundial. Los temores de una "tormenta" en el horizonte, que declaraba Jamie Dimon de JP Morgan a principios de este mes (La Monica, 2022), parecen estar difundándose entre los analistas, y la pregunta ahora no parece ser si habrá una desaceleración global, sino más bien, cuándo se dará y cuán severa será.

La guerra en Ucrania parece lejos de alcanzar un final: el presidente Zelenski de Ucrania acepta que cerca de un **20%** del territorio del país está en manos de Rusia, pero sigue solicitando mayor apoyo de Occidente, lo que ha llevado a la entrega de misiles HIMARS de mediano alcance por parte de Estados Unidos en el último paquete de ayuda aprobado por 700 millones de dólares. Esos misiles se entregan con el compromiso ucraniano de que sólo se utilizarán contra objetivos en Ucrania, pero es indudable que podrían significar un primer movimiento en una escalada de la guerra, que podría terminar por comprometer a Estados Unidos. La solicitud de ingreso a la OTAN de Suecia y Finlandia y las condiciones que ha impuesto Turquía para dar su voto afirmativo complican aún más el panorama político. Pero es sin duda el sexto paquete de sanciones recientemente acordado en la Unión Europea lo que podría tener un impacto importante sobre la economía mundial. El acuerdo incluye una prohibición de exportaciones rusas de petróleo por la vía marítima, a concretarse en los próximos meses, dejando abierta la compra de petróleo por oleoducto a un grupo de países encabezado por Hungría, con las complejidades que ello puede representar, dado que el petróleo ruso se cotiza entre **20% y 30%** por debajo del precio Brent al que adquirirían el petróleo los demás países. Las consecuencias son todavía inciertas, tanto para Rusia como para Europa, y es probable que debilite en alguna medida las finanzas rusas (cabe recordarlo, estaría recibiendo rentas adicionales del orden de **6 mil millones de dólares mensuales** por efecto del aumento de los precios del crudo (Reuters, 2022), sino también, podría representar presiones adicionales para las economías europeas, agobiadas ya por presiones de costos que habrían llevado la inflación en la zona euro a niveles del **8,1%** en mayo (Eurostat, 2022).

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

La guerra del desgaste que se escenifica a partir de esas sanciones es de pronóstico reservado, y quizás el hecho más interesante de los últimos días sea el llamado a la cordura del presidente Macrón, el pasado 3 de junio, en el sentido de que hay que darse una salida adecuada a Rusia, para que pueda abandonar su aventura bélica, sin que ello signifique infligirle una humillación. Tarde o temprano imperará este tipo de realismo, que permitirá terminar la guerra mediante un acuerdo básico en el que se concede una victoria parcial y muy limitada a Rusia, para empezar a preparar un escenario futuro de consolidación de medidas preventivas que evite nuevas aventuras bélicas.

El tema del endurecimiento de la política monetaria dependerá de manera crucial de la evolución de la inflación en Estados Unidos, cuyo banco central ha elevado las tasas de interés en 75 puntos básicos, y ha comenzado el proceso de reversión de la política de expansión cuantitativa, limitando la renovación de vencimientos en su cartera de activos. ¿Cuánto esfuerzo será necesario para contener una inflación que ha vuelto a subir en mayo, tras un leve retroceso en abril? ¿cuánto lesionará el crecimiento, en medio de un panorama alentador de generación de empleo? son preguntas abiertas, sin duda, se reconoce en el mundo económico y financiero la dificultad de lograr un "aterrizaje suave", en condiciones en las que se observarán efectos importantes en los mercados financieros mundiales del aumento de la tasa de interés. La tercera sección de este capítulo abordará en detalle el análisis de esas preguntas.

La economía china empieza, por su parte, a recuperar su dinamismo básico, después del rudo golpe que recibió por la política de control del COVID que se implementó durante los primeros meses del año. El índice de gestión de compras (PMI por sus siglas en inglés) muestra una tendencia a la recuperación, pero es todavía incierto el dinamismo que podrá alcanzarse en la economía, dadas las interrupciones que se han presentado en las cadenas de valor, las restricciones en los mercados de bienes raíces que enfrenta y las eventuales nuevas olas de contagios, que determinarían nuevos cierres en la economía.

Los mercados de valores muestran, por su parte, una marcada volatilidad, al ritmo de las especulaciones acerca de cómo evolucionará la política monetaria en Estados Unidos, cuán efectiva será para frenar la inflación y cuanto lesionará el crecimiento en la búsqueda de ese propósito.

Es pues un panorama de incertidumbre, en el que los temores de la estanflación (alta inflación con bajo o nulo crecimiento) están al orden del día.

2. Proyecciones actuales

Las actualizaciones recientes de perspectivas de la economía mundial, por parte Banco Mundial (2022) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), reflejan esa incertidumbre, como lo ilustra la [Tabla 1](#), que compara las proyecciones actuales del Banco Mundial con las divulgadas a principio del año, y la [Tabla 2](#), que resume los pronósticos actuales de la OCDE, con indicación de la dirección del cambio que han experimentado respecto a diciembre de 2021.

Tabla 1. Proyecciones del Banco Mundial sobre el crecimiento económico (cambio porcentual respecto al año anterior).

	Puntos porcentuales de diferencia respecto a las proyecciones de enero de 2022							
	2019	2020	2021e	2022f	2023f	2024f	2022f	2023f
Mundo	2,6	-3,3	5,7	2,9	3,0	3,0	-1,2	-0,2
Economías avanzadas	1,7	-4,6	5,1	2,6	2,2	1,9	-1,2	-0,1
Estados Unidos	2,3	-3,4	5,7	2,5	2,4	2,0	-1,2	-0,2
Área euro	1,6	-6,4	5,4	2,5	1,9	1,9	-1,7	-0,2
Japón	-0,2	-4,6	1,7	1,7	1,3	0,6	-1,2	0,1
Mercados emergentes y economías en desarrollo	3,8	-1,6	6,6	3,4	4,2	4,4	-1,2	-0,2
China	6,0	2,2	8,1	4,3	5,2	5,1	-0,8	-0,1
India	3,7	-6,6	8,7	7,5	7,1	6,5	-1,2	0,3
Federación rusa	2,2	-2,7	4,7	-8,9	-2,0	2,2	-11,3	-3,8
América Latina y el Caribe	0,8	-6,4	6,7	2,5	1,9	2,4	-0,1	-0,8
Brasil	1,2	-3,9	4,6	1,5	0,8	2,0	0,1	-1,9
México	-0,2	-8,2	4,8	1,7	1,9	2,0	-1,3	-0,3
Argentina	-2,0	-9,9	10,3	4,5	2,5	2,5	1,9	0,4
Volumen mundial de comercio	1,4	-8,0	10,3	4,0	4,3	3,8	-1,8	-0,4
Precios de commodities								
Precio del petróleo	-9,9	-33,9	66,5	42,0	-8,0	-13,0	35,0	3,8
Índice de precios de commodities no energéticos	-4,2	3,3	32,7	17,9	-8,1	-3,1	19,9	-4,1

Fuente: Banco Mundial (2022).

Tabla 2. Proyecciones de crecimiento económico de las economías del G20 (cambio porcentual con respecto al año anterior).

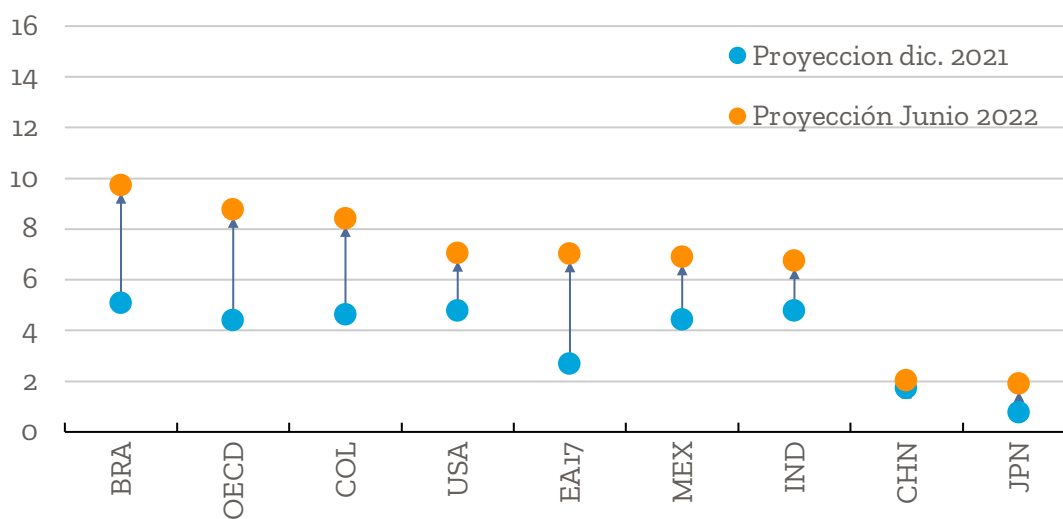
	2021	2022	2023
Mundo	5,8 ▼	3,0 ▼	2,8
Área Euro	5,3 ▼	2,6 ▼	1,6
Alemania	2,9 ▼	1,9 ▼	1,7
Francia	6,8 ▼	2,4 ▼	1,4
Italia	6,6 ▼	2,5 ▼	1,2
España	5,1 ▼	4,1 ▼	2,2
Japón	1,7 ▼	1,7 ▲	1,8
Reino Unido	7,4 ▼	3,6 ▼	0,0
Estados Unidos	5,7 ▼	2,5 ▼	1,2
G20	6,2 ▼	2,9 ▼	2,8
Argentina	10,3 ▲	3,6 ▼	1,9
Brasil	5,0 ▼	0,6 ▼	1,2
China	8,1 ▼	4,4 ▭	4,9
India	8,7 ▼	6,9 ▲	6,2
México	4,8 ▼	1,9 ▼	2,1
Rusia	4,7 ▼	-10,0 ▼	-4,1

Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE] (2022)

En lo corrido del año, el Banco Mundial ha reducido su pronóstico en **1,2** puntos porcentuales, ubicándolo ahora en **2,9%**. La **OCDE** ha reducido también su pronóstico, de **4,5%** en diciembre hasta **3%**, convergiendo ambos en una estimación del crecimiento para 2023 del **3%**. La **Figura 1** ilustra, en cambio, cómo el pronóstico de inflación se ha elevado sustancialmente, a partir de los cálculos de la **OCDE** en su actualización de perspectivas económicas de junio de 2022.

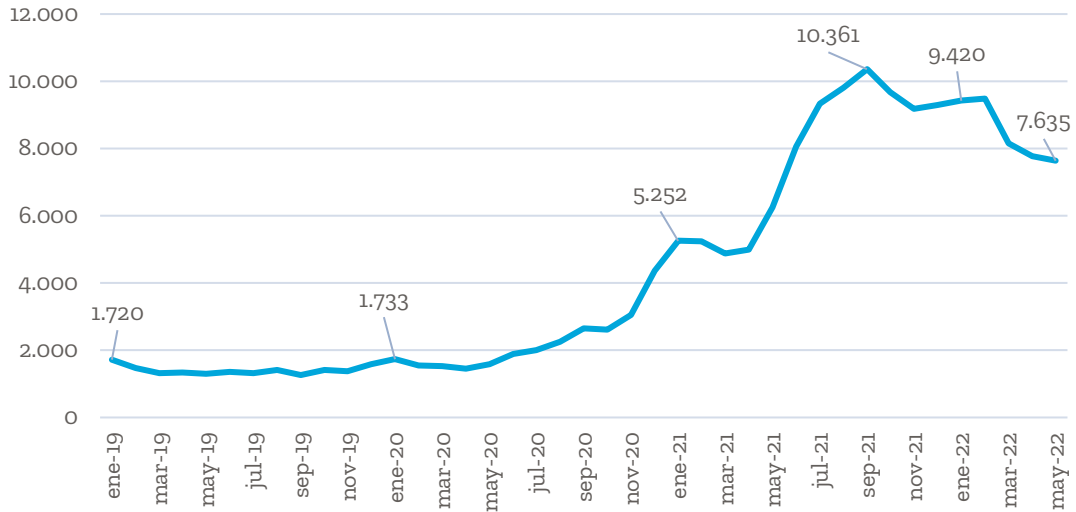
El movimiento conjunto de menor crecimiento y mayor inflación ha traído a la discusión la posibilidad de una recesión en el horizonte de los dos próximos años, o incluso, de un período de estanflación, como el vivido en la década de los noventa, a raíz de la crisis del precio del petróleo. El tema es complejo, porque hay variadas causas en juego: El proceso se inicia en 2021, cuando se hace ostensible que las disrupciones en las cadenas de valor estaban imponiendo limitaciones al ajuste de oferta y demanda, en un período de rápida recuperación de esta última. Los problemas se agudizaron por la crisis de las cadenas logísticas, que llevaron a importantes incrementos en los fletes, como los ilustrados por la **Figura 2**, acompañados además de retrasos y demoras en las entregas, y cuyos efectos se vieron reforzados por el paulatino incremento de los precios del petróleo, con el indicador Brent elevándose de **US\$51.80** en enero 1 de 2021 a **US\$77.78** en diciembre 31 de 2021 (Bloomberg, 2022b).

Figura 1. Inflación anual mensualizada proyectada para 2022.



Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE] (2022)

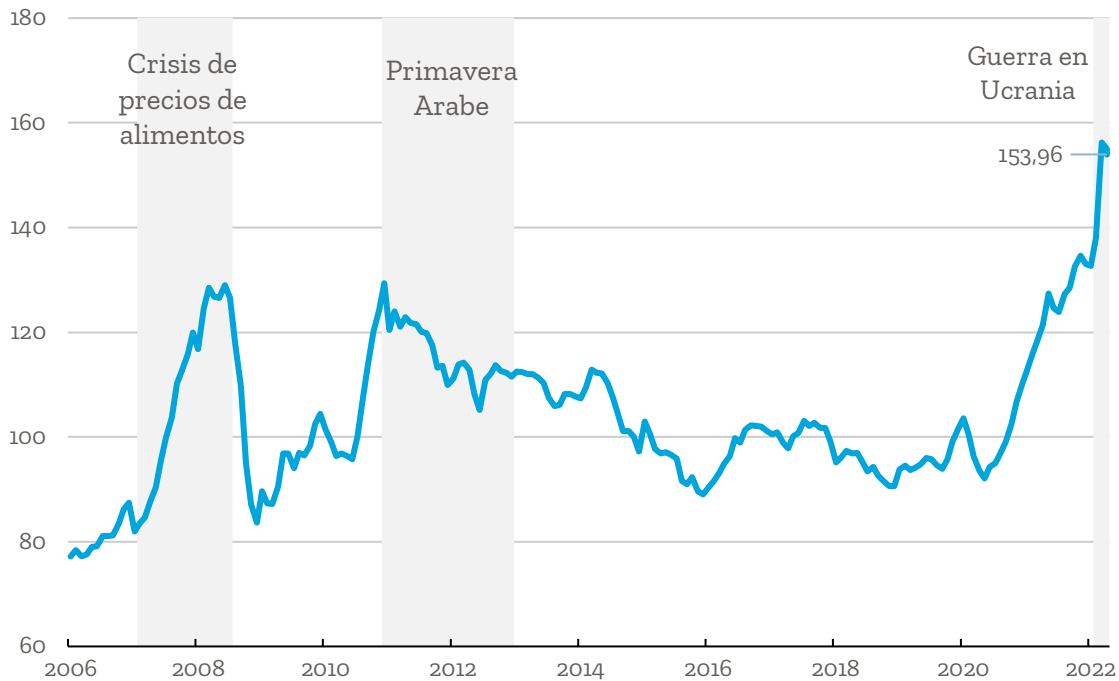
Figura 2. Índice de costo de flete por contenedor (en dólares).



Fuente: Statista (2022)

Los problemas en las cadenas de valor se tradujeron en incrementos en los precios de *commodities*, especialmente aquellos asociados con la alimentación, que se han exacerbado con motivo de la guerra de Ucrania, dada la alta participación de la región en conflicto en el abastecimiento mundial de trigo y de abonos para la producción agrícola. La [Figura 3](#) ilustra esos incrementos.

Figura 3. Índice de precios reales de alimentos. FAO.



Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE] (2022)

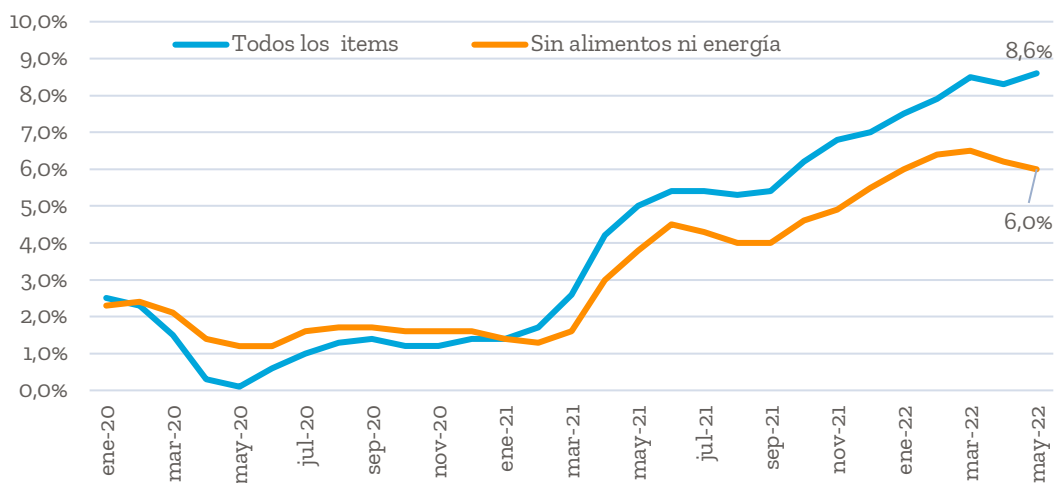
La visión inicial de los Bancos centrales estuvo dominada por la idea de que la inflación era un fenómeno transitorio, asociado al complejo proceso de ajuste de la oferta a una demanda que había empezado a crecer de manera dinámica luego de las restricciones impuestas en la pandemia. No obstante, la confluencia de presiones energéticas y las posteriores presiones de costos generadas por la guerra han despertado temores de que la inflación dispare un proceso de retroalimentación de expectativas que hagan mucho más difícil reducirla en el futuro. Por ello, el tema crucial será la forma como se enfrente este problema en los países avanzados y las consecuencias que ello tenga sobre los mercados financieros mundiales.

3. La política monetaria en los Estados Unidos

El dato de mayo de inflación en Estados Unidos (Figura 4) generó preocupación en los mercados financieros, porque se pensaba que la inflación había ya empezado a ceder. Hay, sin embargo, opiniones encontradas entre los analistas: algunos piensan, como el presidente del Banco de la Reserva Federal, Jerome Powell, que es posible un "aterrizaje suave" en la economía, una reducción de la inflación que no genera una desaceleración importante de la actividad económica. Sin duda, los resultados dependerán de que las decisiones sobre tasas de interés logren ubicarse en un "justo medio", de tal forma que contribuyan a la reducción de la inflación, sin afectar de manera decisiva el crecimiento.

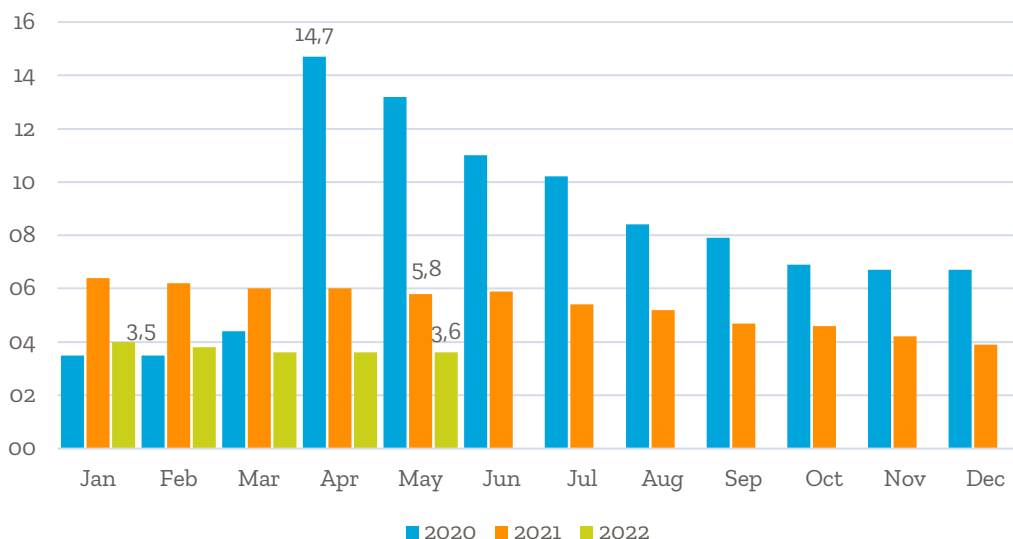
El sólido desempeño de los mercados laborales (Figura 5) podría indicar que hay espacio para una política inflacionaria efectiva, máxime si se considera que la inflación distinta a alimentos y energía lleva ya dos meses de reducción, pasando del **6,5%** en marzo a **6%** en mayo.

Figura 4. Estados Unidos. Inflación anual mensualizada.



Fuente: Bureau of Labor Statistics (2020)

Figura 5. Estados Unidos. Tasa de desempleo.



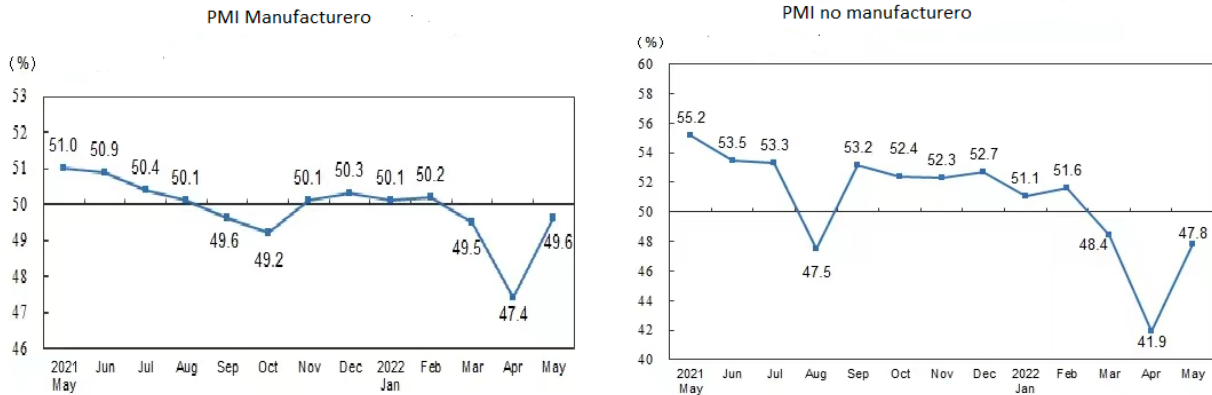
Fuente: Bureau of Labor Statistics (2020)

La evolución de la política monetaria en Estados Unidos es importante para Colombia por lo menos por dos razones: de una parte, porque definirá el tono general de los mercados financieros, que irán modificando su apetito por el riesgo, conforme se generen condiciones menos laxas de operación de los mercados; de otra, porque la incertidumbre generada podrá fortalecer el dólar, como moneda de refugio, debilitando monedas emergentes como la nuestra, incluso en escenarios de precios altos del petróleo. Ello será decisivo para la financiación del déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, y para la evolución de la inflación, por la vía de presiones de costos en las importaciones de insumos.

4. La situación de la economía china

La evolución de la economía china será importante para el mundo por dos razones: el debilitamiento de algunos sectores productivos por efectos del control de la pandemia podría agravar los problemas de las cadenas de valor, aunque probablemente con un efecto reducido, debido a que se ha consolidado ya algún grado de desacople del eslabón chino en las cadenas; en cambio, una eventual recuperación del dinamismo económico podría contribuir a impulsar la economía global, afectada por la crisis ucraniana y los problemas de costos. Como lo ilustra la [Figura 6](#), el Índice de los Gerentes de Compras (**PMI** por sus siglas en inglés), tras una fuerte caída en abril, ha empezado a recuperarse en mayo, tras el levantamiento de restricciones en algunas ciudades chinas. No obstante, subsisten dudas acerca de la evolución de los contagios, y no es descartable que se den nuevos aislamientos.

Figura 6. China. Índice de gestores de compra (PMI por sus siglas en inglés).



Fuente: National Bureau of Statistics of China (2022)

Cabe anotar que el tema estratégico de la relación de Occidente con China será, de lejos, el más importante hecho geopolítico de los próximos años. La invasión rusa a Ucrania ha despertado la atención de chinos y occidentales acerca de la situación de Taiwán. Hay un escalamiento diplomático de pronunciamientos, que pondrá a prueba la sabiduría de los líderes de ambas partes, y que será sin duda crucial para el futuro de la economía global.

5. Impactos para Colombia

La evolución de la tasa de interés en los países avanzados definirá el tono de los mercados financieros mundiales. Dicho coloquialmente, "cuando baja la marea, se verá quién está desnudo", según la frase que se atribuye a Warren Buffet.

Colombia tiene un elevado déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (superior al **6%** del **PIB**, en el primer trimestre de 2022); ha sufrido rebajas en la calificación de riesgo, estando por debajo del grado de inversión por lo menos con dos agencias calificadoras; y tiene un abultado déficit fiscal, que tendrá que ser financiado. Por ello, es de extrema importancia que se practique una política fiscal prudente y mesurada que produzca tranquilidad a los mercados, y permita el flujo de recursos al país.

La inflación será también un tema crítico. El dólar se ha fortalecido, llegando a su nivel más alto en los dos últimos años, como lo muestra el índice DXY de la [Figura 7](#). Ello generará presiones sobre el peso colombiano, que podrán generar aumentos en la inflación.

Figura 7. Índice DXY. Dólar versus otras monedas.



Fuente: (Bloomberg, 2022a)

En este sentido, la política monetaria tendrá que ser igualmente cuidadosa, enfrentando la inflación, sin duda, pero manteniendo también una posición competitiva en los mercados financieros internacionales y evitando por esa vía se genere una mayor devaluación.

Referencias

- Banco Mundial. (2022). *Global Economic Prospects*.
<https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>
- Bloomberg. (2022a). *BBDXY:IND Bloomberg Dollar Spot Index*.
<https://www.bloomberg.com/quote/BBDXY:IND#xj4y7vzkg>
- Bloomberg. (2022b). *CO1:COM Generic 1st "CO" Future*.
<https://www.bloomberg.com/quote/CO1:COM>
- Bureau of Labor Statistics. (2020). *Data tools*. <https://www.bls.gov/>
- Eurostat. (2022). *Inflation in the euro area*. https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Inflation_in_the_euro_area
- La Monica, P. R. (2022). *Brace yourselves for an economic "hurricane," Jamie Dimon says*. CNN Business. <https://edition.cnn.com/2022/06/01/economy/jamie-dimon-jpmorgan-chase-economy/>
- National Bureau of Statistics of China. (2022). *Purchasing Managers Index for May 2022*. Data. http://www.stats.gov.cn/enGLiSH/PressRelease/202206/t20220601_1857846.html
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE]. (2022). *The price of war*. *OECD Economic Outlook*, 1. <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/62d0ca31-en/index.html?itemId=/content/publication/62d0ca31-en>
- Reuters, T. (2022). *Russia to get \$6.35 billion in extra oil and gas revenues in June, finance ministry says*. *Commodities*. <https://www.reuters.com/markets/commodities/russia-get-635-bln-extra-oil-gas-revenues-june-finance-ministry-2022-06-03/?rpc=401&>
- Statista. (2022). *Global container freight rate index from January 2019 to May 2022(in U.S. dollars)*. <https://www.statista.com/statistics/1250636/global-container-freight-index/>

Capítulo 2

Perspectivas de la economía colombiana

Jesús Botero García²

1. Introducción

Tras un año de buenos resultados, las perspectivas para 2022 lucen así mismo auspiciosas. El crecimiento del PIB será seguramente superior al 6%³, por el efecto combinado de un buen momento del consumo, de los precios del petróleo, de la inversión pública y privada, y de las últimas dosis de las políticas asistencialistas que se desplegaron para enfrentar la pandemia.

Sin embargo, hay una alta dosis de incertidumbre, por lo menos en cuatro frentes:

- En el impacto que la inflación tendrá sobre la dinámica del consumo, bien sea directamente, a través de la erosión de los ingresos nominales de los hogares, o indirectamente, por el efecto que tendrá la política monetaria restrictiva que será necesario desplegar para contenerla.
- El cambio de tono que probablemente se dará en los mercados financieros internacionales, con motivo del aumento de las tasas de intervención de los bancos centrales en los países avanzados y de los recortes a la liquidez que se anuncian paralelamente.
- El progresivo deterioro de las perspectivas globales de crecimiento, asociadas a la guerra en Ucrania, al elevado precio de los alimentos, a las disrupciones (todavía no enteramente superadas) en las cadenas logísticas y al endurecimiento de la política monetaria, en un entorno de alto endeudamiento público y privado, y baja capacidad de gestión de la política fiscal para impulsar el crecimiento.
- La incertidumbre política, que no termina con la elección de presidente, y que acompañará lo que queda del año, mientras se define el verdadero perfil de nuevo gobierno. Una incertidumbre que podría escalar si se dan algunos resultados y se reafirman algunas de las ideas planteadas en las campañas.

En este, como en pocos momentos históricos recientes, se requiere una extrema habilidad y coordinación en el manejo de las políticas públicas. Es evidente, de una parte, que los sistemas de aseguramiento social que se han implementado en el país han sido insuficientes para generar una base mínima de bienestar y de protección ante la precariedad que siempre amenaza a los ciudadanos. El manejo público deberá proveer respuestas a muchas angustias y reclamos, que seguramente surgen de las difíciles condiciones de vida de muchos compatriotas, y de las reducidas posibilidades de movilidad social, que caracterizan nuestra

² Jesús Botero García, profesor y director del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jbotero@eafit.edu.co

³ El Marco Fiscal de Mediano Plazo 2022 plantea un crecimiento del 6,5% para 2022.

sociedad. Pero sólo podremos atender esas necesidades si impulsamos un vigoroso proceso de crecimiento económico, que permita generar empleo de calidad y brindar oportunidades de desarrollo humano y profesional a quienes cultiven sus talentos, en el marco de una gestión pública responsable y sostenible.

2. Resultados recientes

El crecimiento del **PIB** en 2021 alcanzó el **10,7%**, superando ya los niveles de producción previos a la pandemia (Tabla 3). Se destaca el crecimiento de las actividades artísticas, de entretenimiento y recreación y otras actividades de servicio; de comercio, transporte, almacenamiento, alojamiento y servicios de comida; de información y comunicaciones; y de la industria manufacturera, todos ellos mostrando crecimientos de dos dígitos, muy superiores a los decrecimientos experimentados en 2020. En cambio, la minería tuvo un crecimiento exiguo del **0,2%**, tras haber caído el año anterior el **15,6%**. Sin duda, un desempeño pobre para un sector al que le ha costado adaptarse a un entorno institucional complejo, marcado por una profunda desconfianza hacia ese tipo de actividades.

Tabla 3. PIB de Colombia. Variaciones porcentuales. 2020 - 2021.

Rama de actividad económica	2020	2021
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	2,0%	3,1%
Explotación de minas y canteras	-15,6%	0,2%
Industrias manufactureras	-9,8%	16,4%
Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado; Distribución de agua; evacuación y tratamiento de aguas residuales, gestión de desechos y actividades de saneamiento ambiental	-2,6%	5,1%
Construcción	-26,8%	5,7%
Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas; Transporte y almacenamiento; Alojamiento y servicios de comida	-13,7%	20,9%
Información y comunicaciones	-2,6%	11,4%
Actividades financieras y de seguros	2,3%	3,4%
Actividades inmobiliarias	1,5%	2,5%
Actividades profesionales, científicas y técnicas; Actividades de servicios administrativos y de apoyo	-5,5%	9,8%
Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria; Educación; Actividades de atención de la salud humana y de servicios sociales	0,1%	7,6%
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación y otras actividades de servicios; Actividades de los hogares individuales en calidad de empleadores; actividades no diferenciadas de los hogares individuales como productores de bienes y servicios para uso propio	-11,4%	33,1%
Valor agregado bruto	-7,1%	10,4%
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	-6,3%	13,6%
Producto Interno Bruto	-7,0%	10,7%

Fuente: DANE (2022). Cuentas Nacionales.

El primer trimestre del año mantuvo el dinamismo, con un registro de **8,5%** (Tabla 4), jalonado por el consumo de los hogares, que crece al **12,2%**, y por la formación bruta de capital, con un aumento del **19,7%**. Aunque una parte importante del crecimiento depende de la formación de inventarios, hay que destacar en la formación de capital, la inversión en maquinaria y equipo, con un incremento del **32,3%** en tanto que la inversión en otros edificios y estructuras completó su tercer trimestre con tasas de crecimiento negativas. Tanto en el crecimiento del consumo, como en el dinamismo de la inversión, han sido decisivas las políticas públicas implementadas en este gobierno: las transferencias asistencialistas, asociadas a programas como Ingreso Solidario, permitieron mantener el consumo de los hogares en los momentos más críticos de la pandemia, y los estímulos a la inversión, incorporados en el descuento del **IVA** en la compra de activos fijos, cumplieron también un papel importante.

Tabla 4. PIB por tipo de gasto. Variación porcentual. 2021 - 2022.

GASTO	2021				2022
	I	II	III	IV	I
Demanda interna	1,7%	24,1%	17,6%	12,7%	13,6%
Gasto de consumo final	2,0%	23,1%	19,5%	12,3%	11,8%
<i>Gasto de consumo final individual de los hogares; gasto de consumo final de las ISFLH</i>	1,2%	25,8%	20,8%	13,6%	12,2%
Bienes durables	12,3%	49,7%	23,7%	14,2%	12,2%
Bienes no durables	-0,8%	6,8%	8,2%	4,2%	4,3%
Bienes semidurables	8,1%	114,4%	54,5%	30,1%	34,3%
Servicios	0,7%	28,9%	23,5%	16,4%	15,3%
<i>Gasto de consumo final del gobierno general</i>	7,1%	12,8%	14,2%	7,6%	8,6%
Formación bruta de capital	-0,1%	29,1%	9,8%	17,1%	19,7%
Inventarios	2,1%	-33,5%	12,1%	-22,3%	86,6%
Formación bruta de capital fijo	-0,4%	35,3%	9,3%	7,8%	11,0%
Vivienda	12,7%	36,6%	19,1%	26,0%	-2,0%
Otros edificios y estructuras	-11,9%	18,9%	-9,3%	-2,3%	-2,0%
Maquinaria y equipo	3,9%	57,4%	20,8%	8,2%	32,3%
Recursos biológicos cultivados	9,2%	5,4%	1,0%	-1,2%	-10,2%
Productos de propiedad intelectual	-1,3%	12,4%	15,1%	15,0%	15,5%
Exportaciones	-10,9%	14,8%	24,9%	35,3%	16,8%
Importaciones	-4,2%	47,4%	42,0%	37,0%	38,9%
Producto interno bruto	0,9%	18,3%	13,7%	10,8%	8,5%

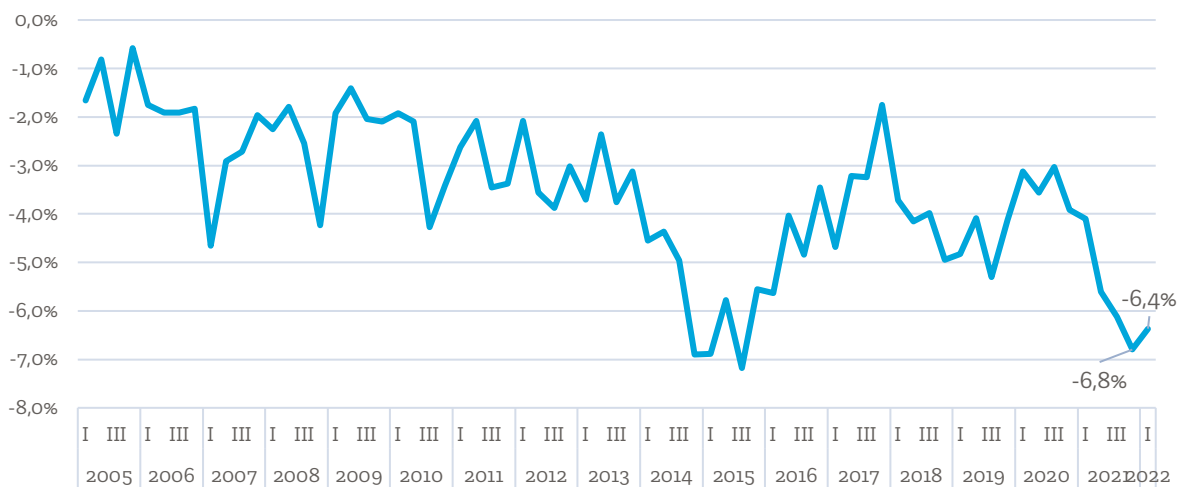
Fuente: Cuentas Nacionales DANE (2022). Cálculos propios.

Las exportaciones crecieron el **16,8%**, pero las importaciones se expandieron a una tasa del **38,9%**. Ello explica el diferencial de crecimiento entre la demanda interna (que creció el **13,6%**) y el **PIB (8,5%)**.

El crecimiento desigual de exportaciones e importaciones ha contribuido a aumentar el déficit en cuenta corriente de la Balanza de Pagos, que se ubica ya por encima del **6%** en los dos últimos

trimestres, como lo ilustra la **Figura 8**. **Este déficit es, sin duda, uno de los temas decisivos en la evolución futura de la economía**. Implica un factor de riesgo importante: la vulnerabilidad de la economía ante cambios profundos en el tono de los mercados financieros internacionales.

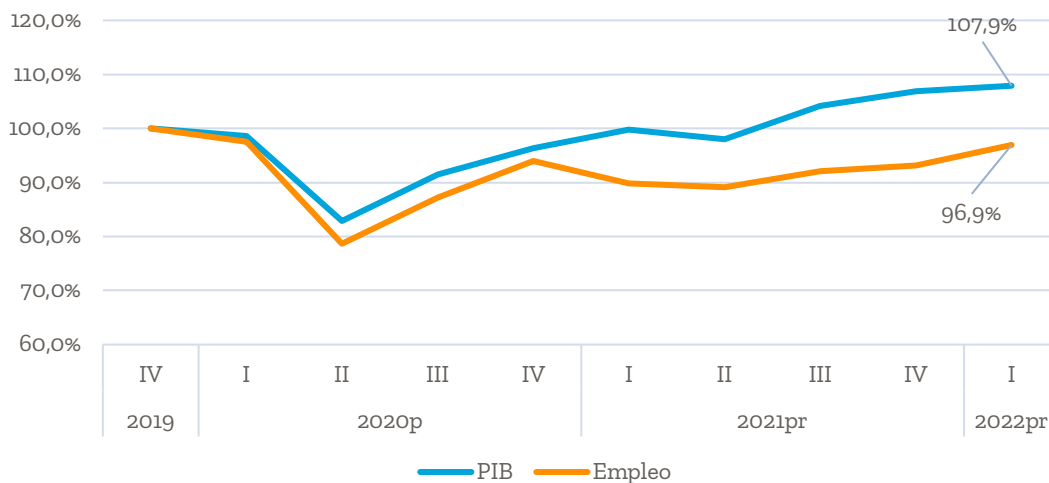
Figura 8. Déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB.



Fuente: DANE (2022)

El empleo, por su parte, se ha rezagado, como lo muestra la **Figura 9**, que utiliza cifras desestacionalizadas del **PIB** y del empleo para calcular un índice de ambos, sobre base 2019-IV, último trimestre previo a la pandemia. Mientras la producción (medida por el **PIB**) está ya **7,9%** por encima del nivel prepandémico, el empleo sigue estando por debajo en **3,1%**. Cabe observar que la relación entre **PIB** y empleo presenta una tendencia secular al aumento, así que no toda la brecha observada puede interpretarse como rezago del empleo. Pero es, sin embargo, claro que durante 2021 el empleo creció poco, en tanto que ha sido indudable el crecimiento del producto.

Figura 9. Índice del PIB versus índice del nivel de empleo. (2019 IV =100).



Fuente: DANE (2022), cálculos propios

3. Proyecciones

Nuestro pronóstico básico de crecimiento de crecimiento se ubica en **6,2%** para 2022, con un rango entre **5,4%** y **6,8%**, como lo muestra la [Tabla 5](#). Refleja el buen momento que vive la economía, y que el modelo de Nowcast de EAFIT, que se presenta en el capítulo 3 de este informe, sintetiza en un pronóstico de crecimiento del **9,9%** para el segundo trimestre del año, pero incorpora también los efectos que tendrá la política inflacionaria sobre el consumo, en el segundo semestre, y el impacto probable, sobre el financiamiento de la cuenta corriente de Balanza de Pagos, del cambio de perspectiva en los mercados financieros internacionales. El escenario optimista asume que esos efectos no serán significativos en el segundo semestre, y el pesimista, en cambio, incorpora los sesgos a la baja que pueden surgir además por la incertidumbre política del momento.

Pensamos pues que el segundo semestre mantendrá el impulso, pero empezarán a gravitar, en mayor o menor medida, los factores de riesgo mencionados: el cambio de enfoque de política económica que adoptará el nuevo gobierno; el giro a un perfil restrictivo de la política monetaria en el mundo; la profundización de los problemas en las cadenas logísticas si se mantiene la guerra en Ucrania; y el efecto negativo de la inflación sobre la capacidad de compra de los hogares.

Tabla 5. Proyecciones del PIB. Variación anual.

GASTO	2022		
	BASE	PESIMIST A	OPTIMIST A
Demanda interna	7,6%	7,0%	8,2%
Gasto de consumo final	6,6%	6,2%	7,1%
Gasto de consumo final individual de los hogares; gasto de consumo final de las ISFLH	6,8%	6,3%	7,4%
Gasto de consumo final del gobierno general	5,6%	5,6%	5,6%
Formación bruta de capital	12,1%	10,5%	13,2%
Inventarios	8,0%	9,0%	7,4%
Formación bruta de capital fijo	12,3%	10,6%	13,5%
Exportaciones	11,9%	10,1%	13,1%
Importaciones	17,4%	16,5%	18,1%
Producto interno bruto	6,2%	5,4%	6,8%

Fuente: Cálculo propios.

Las perspectivas de mediano plazo se resumen en la [Tabla 6](#), que presenta proyecciones para el horizonte 2022-2030: el crecimiento del **PIB** se ajustaría en el horizonte de la proyección al **3,1%**, con una tasa de desempleo que se mantendría en torno al **11%**, y con una tasa de cambio creciente, que reflejaría un ajuste importante de la economía a las nuevas condiciones de los mercados financieros internacionales.

Tabla 6. Escenario básico de proyección.

	2022	2023	2024-2030 (promedio)
Crecimiento del PIB	6,2%	3,5%	3,1%
Tasa de desempleo promedio	11,1%	11,5%	10,9%
Tasa de cambio, rango	Entre 3619 y 4191	Entre 3915 y 4327	Entre 4205 y 4648

Fuente: Proyecciones modelo de equilibrio general computable EAFIT (2022)

El crecimiento esperado es francamente insuficiente para atender las necesidades de un país, en el que la precariedad económica de los grupos más pobres se ha convertido en el tema principal de la agenda pública. La prioridad del país debe ser consolidar un sistema de aseguramiento social extendido, que le brinde protección a todos los ciudadanos ante los riesgos de salud, vejez, precariedad económica y estancamiento generacional. Pero ello, por supuesto, en el marco de una política de estímulo al crecimiento y a la generación de empleo formal; y garantizando la sostenibilidad de las finanzas públicas: **Aseguramiento social extendido + Crecimiento + Sostenibilidad**. Esa debe ser la fórmula.

Para que ello sea posible, tendremos que emprender como país una **transformación profunda del sistema tributario**, en línea con tres criterios fundamentales:

- **Debemos gravar el disfrute de la riqueza, no su generación.** Desplazar el énfasis de los impuestos a las empresas a los impuestos a las personas, cambiando la actitud de estas hacia los temas tributarios. Tenemos que crear una cultura del pago de impuestos, en la que nos sintamos orgullosos de contribuir a construir una sociedad mejor para todos, y en el que una administración competente y transparente, garantice el uso adecuado de los recursos y evite el doloroso cáncer de la corrupción.
- **Impuestos moderados, pero generalizados,** y no impuestos excesivos que propicien la gestión individual de agentes económicos, para conseguir prebendas y exenciones.
- **Reducción decidida del gasto tributario, asociado a prebendas, exenciones y exclusiones,** a menudo mal fundamentadas en propósitos distributivos. No es necesario subsidiar la compra de canasta familiar de toda la sociedad, porque podemos focalizar las devoluciones del IVA, por ejemplo.

Tenemos que decidir qué tipo de sociedad queremos: **una sociedad asistencialista, o una sociedad de oportunidades con un aseguramiento social básico extendido**. Creemos que la gente no espera que su vida depende de unas transferencias; espera que tenga oportunidades de crear riqueza a partir de un trabajo digno o de un emprendimiento innovador. Pero también, que la sociedad lo proteja cuando irrumpa la precariedad. Todo programa asistencialista debe ser transitorio, y se debe propiciar ante todo el trabajo formal o el emprendimiento innovador.

Todo esto no será posible si no logramos elevar la productividad, para alcanzar tasas de crecimiento superiores al **4%**, Hay cinco acciones posibles para lograrlo:

- **Transformación estructural, promoviendo el desarrollo de nuevos sectores productivos que se integren de manera renovada en las cadenas globales de valor** y que aprovechen las oportunidades generadas por las disrupciones recientes en esas cadenas y por el desacople de las economías de China y Estados Unidos. Será decisivo, en este propósito, el papel de Misiones público-privadas de **Creación de Ventajas competitivas sectoriales**, en una ruta que incluya detección de oportunidades; impulso a la investigación y a la innovación pertinente; establecimiento de alianzas; y diplomacia comercial profunda.
- **Transformación sectorial**, reorientación de la inversión hacia aquellos productos y servicios que tendrán en el futuro mayor demanda, asociados a la bioeconomía, a la producción limpia, a la economía circular, entre otros. Debemos definir en qué podemos ser buenos, para atender las demandas que transformarán el mundo en el futuro.
- **Impulso decidido a la mejora de la productividad que se da al interior de las empresas**, bien sea como eficiencia (producir lo mismo, con menores recursos) o como innovación de valor (producir más valor para los consumidores, con los mismos recursos). Capacidad de gestión aunada a más innovación. Mejor gerencia, más creatividad. Las fábricas de productividad deberán cumplir un papel en ello.
- **Eliminación de las distorsiones** que generan “mala asignación de recursos”. El país pierde entre **24% y 52%** de su potencial productivo por la mala asignación de recursos (Botero *et al* 2022). Eliminar distorsiones, con sistemas impositivos sencillos, transparentes y asequibles, para que los empresarios puedan dedicar sus recursos a innovar, no a la gestión tributaria o al lobby parlamentario. Acceso a mercados de crédito. Transparencia en los mercados de productos y factores, para que se asignen eficientemente los recursos.
- **Fortalecimiento de externalidad positivas**: infraestructura física y digital, que potencie el acceso a mercados y la integración regional. Oportunidades de acumular capital humano.

Los retos son inmensos, Pero sólo con crecimiento económico, sistemas de aseguramiento social extendido, y manejo prudente y adecuado de las finanzas públicas, podremos hacer el giro hacia una sociedad mejor.

Referencias

Botero, Medina-Gaspar, Iberti, Echeverri, Arellano & Tamayo. (2022). *Sectoral Analysis of Misallocation and Productivity: Chile vs Colombia*. Working Paper.

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

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (Minhacienda). (2022). *Marco Fiscal de Mediano Plazo 2022, Crecimiento e inversión social con sostenibilidad*. https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/EntidadesFinancieras/pages_EntidadesFinancieras/marcofiscalmedianoplazo/marcofiscaldemedianoplazo2022

Capítulo 3

Nowcast del PIB en 2022Q2 a partir de indicadores líderes y las tendencias de Google

Alejandra Arteaga⁴

Felipe Agudelo⁵

Isaac Hurtado⁶

Sara Gómez⁷

Diego Montañez⁸

El Banco Mundial en su último informe de perspectivas de junio espera que el crecimiento económico 2022 de América Latina sea del **2,5%**. Para Colombia, se elevaron las proyecciones de **4,4%** a un **5,4%**, magnitud similar a la estimación del Fondo Monetario Internacional de **5,8%**, y de la **OCDE** que en su último informe de junio espera un crecimiento del **6,1%** siendo el país de la región que más crecerá en 2022.

El destacado crecimiento del país en el primer trimestre del **PIB** del **8,5%** consolidó la recuperación económica, y, los indicadores líderes del segundo trimestre 2022, muestran que la economía colombiana sigue experimentando señales positivas, es decir, que, pese la compleja coyuntura internacional, por la guerra entre Ucrania y Rusia, la disrupción de las cadenas de suministros y la subida de precios en todos los frentes, todo ello no se ha traducido en ralentización del ritmo económico. Es importante destacar que, la inflación sigue siendo una de las principales preocupaciones por parte de las autoridades económicas y gubernamentales en todo el mundo. En este sentido, y teniendo en cuenta que la inflación en Colombia según el **DANE** continúa superando el umbral del **9%** en mayo del 2022 y, es un fenómeno que se presenta tanto en economías avanzadas como las emergentes se hace necesario un monitoreo

⁴ Alejandra Arteaga. Estudiante de pregrado en Economía de la Universidad EAFIT, integrante del Grupo de Coyuntura Económica. aarteagaa@eafit.edu.co

⁵ Felipe Agudelo. Estudiante de pregrado en ingeniería matemática de la Universidad EAFIT, integrante del Grupo de Coyuntura Económica. jfagudelo@eafit.edu.co

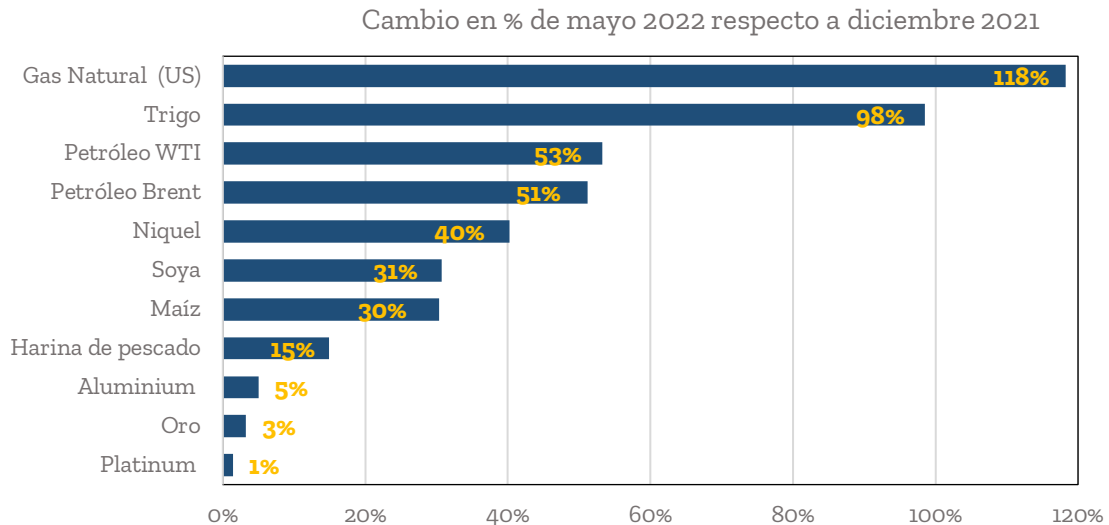
⁶ Isaac Hurtado. Magíster en Economía de la Universidad EAFIT. Integrante del Grupo de Coyuntura Económica. ihurtado@eafit.edu.co

⁷ Sara Gómez. Economista de la Universidad EAFIT. Integrante del Grupo de Coyuntura Económica. sgomez10@eafit.edu.co

⁸ Diego Montañez. Consultant at Inter-American Development Bank. Integrante del Grupo Coyuntura. dfmontaneh@eafit.edu.co

constante. Así pues, el equipo Nowcast, calcula el cambio porcentual de mayo del 2022 respecto a diciembre del 2021 del precio de algunos *commodities* e indicadores de interés. La **Figura 10** nos presenta el resumen compacto de la coyuntura actual de alza en precios internacionales con corte al 31 de mayo del 2022.

Figura 10. Coyuntura de precios internacionales al alza en el 2022.



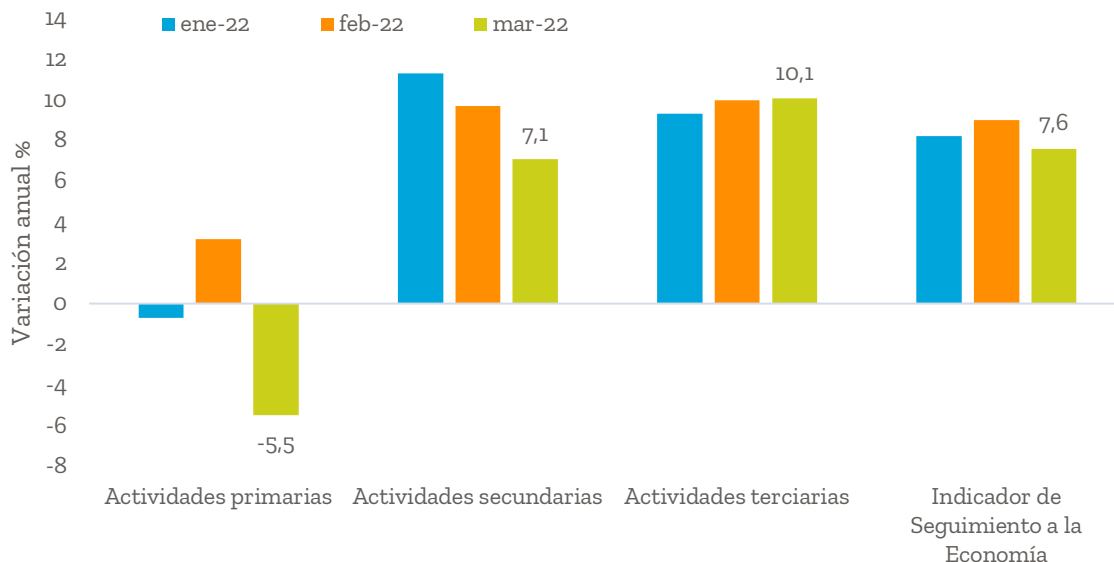
Fuente: Cálculos equipo Nowcast con datos Bloomberg a mayo 31 del 2022.

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 y el retraso en la publicación de las variables macro claves. Estos problemas limitan la toma de decisiones de los hacedores de política al no poder evaluar con precisión las condiciones económicas actuales. Estos lapsos de tiempo hacen que el *nowcast* (predicción inmediata) sea de vital importancia para evaluar el estado de la economía en tiempo real. El problema es de mayor importancia en los mercados emergentes (Colombia), donde los retrasos en la publicación suelen ser más largos que en los países desarrollados.

El Índice de Seguimiento de la Economía (**ISE**) del **DANE**, aunque tiene las mismas dificultades en el rezago de publicación que el **PIB**, su demora es menor, su periodicidad es mensual y tiene una alta correlación dinámica con el producto interno bruto, por lo que es un gran proxy al dato trimestral de la actividad económica. El último dato corresponde al mes de marzo con un crecimiento de **7,6%** que consolidó el crecimiento de **8,5%** en el primer trimestre para Colombia. Tanto las actividades secundarias y las terciarias presentaron un crecimiento anual de **7,1%** y **10,1%**, respectivamente. Dentro de las actividades que más crecen son el comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos, transporte y servicios de alojamiento y comida (**12,1%**), información y comunicaciones (**20,1%**) y actividades financieras y de seguros (**11,7%**). En contraste, como se muestra en la **Figura 11**, las actividades primarias como la agricultura, ganadería y la explotación de minas y canteras, tuvieron un crecimiento negativo

de **5.5%**. En general, los datos son alentadores, ya que los sectores que representan aproximadamente dos tercios de la economía colombiana crecen de manera vigorosa.

Figura 11. Evolución del ISE 2022.

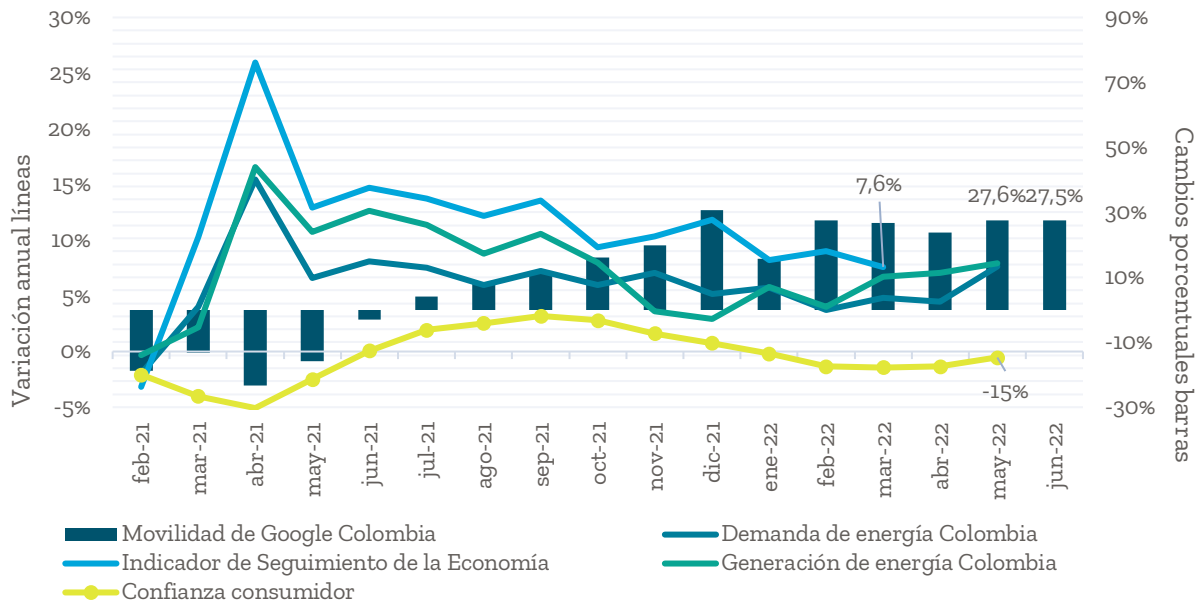


Fuente: DANE

En este orden de ideas, este informe estima el estado actual y del futuro cercano de la economía colombiana usando datos convencionales, como los indicadores líderes (ISE, 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 *Machine Learning*.

El 2022 ha sido un año lleno de incertidumbre macroeconómica, causada por la situación entre Rusia y Ucrania, la incertidumbre electoral en Colombia, las altas volatilidades en los precios internacionales (ver [Figura 10](#)) y el preocupante incremento de la inflación a nivel local e internacional. En primer lugar, desde una perspectiva mensual, es importante resaltar el **ISE**, y tres variables que cuentan con una publicación de alta frecuencia, cómo lo son la demanda y generación de energía del Sistema Interconectado Nacional (**SIN**) y la movilidad de Google Colombia. La variación anual de líneas representa el cambio porcentual del mes 2022 respecto al mismo del 2021, mientras que la variación anual de las barras muestra el cambio porcentual respecto a la movilidad de enero de 2020.

Figura 12. Evolución de los principales indicadores líderes en Colombia 2022.

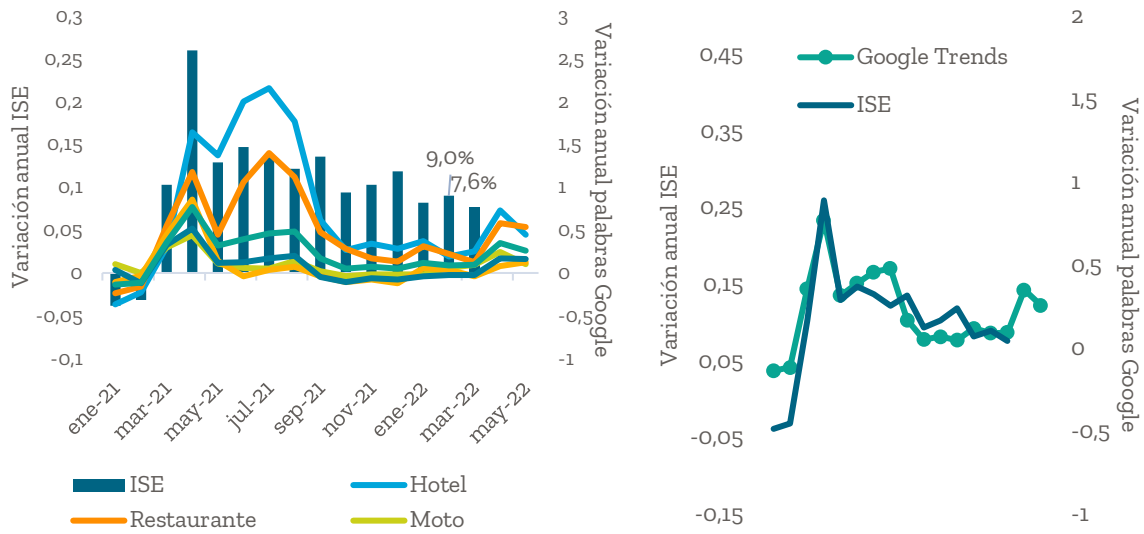


Fuente: Cálculos equipo Nowcast con datos DANE, Portal de XM (a mayo 31 del 2022), Google Mobility (a junio 4 del 2022) y Fedesarrollo.

Es importante destacar, que los tres primeros meses del 2022 presentaron un desempeño económico favorable, a su vez, abril, mayo y lo corrido de junio muestran señales que se consolida la reactivación económica del año 2021. Tanto abril, mayo y junio muestran señales de estabilización, con un repunte en la demanda y la generación de energía y teniendo el punto más alto en el índice de movilidad de Google en Colombia en mayo y junio, ambos comportamientos recogidos en la estimación de nuestro Nowcast.

Otros datos importantes a la hora de ver tendencias adelantadas de la actividad económica son las búsquedas de los colombianos en Google. Como se muestra en la Figura 13, en el primer panel 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. El segundo panel muestra la variación anual del ISE comparado con la variación de un índice que recoge un conjunto de palabras claves seleccionadas por parte del equipo nowcast de las búsquedas de los colombianos en Google.

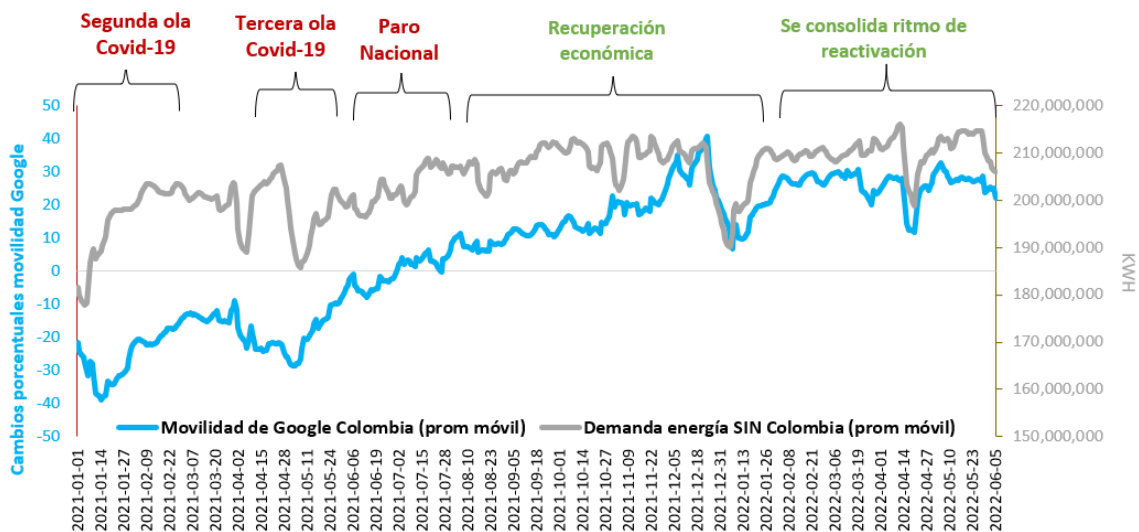
Figura 13. Evolución de la actividad económica y las búsquedas de los colombianos Google.



Fuente: Cálculos equipo **Nowcast** del Grupo Coyuntura Económica con datos de Google Trends (a 9 de junio del 2022) y DANE.

Continuando en esta misma línea, se presenta la evolución de los datos de la demanda energía del sistema interconectado (**SIN**) 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 14** muestra la evolución de dos proxys de la actividad económica en sus distintas fases que ha experimentado en el año 2021 y el 2022 hasta lo corrido hasta junio.

Figura 14. Datos de alta frecuencia: demanda de energía del Sistema Interconectado Nacional (SIN) y Movilidad de Google Colombia.

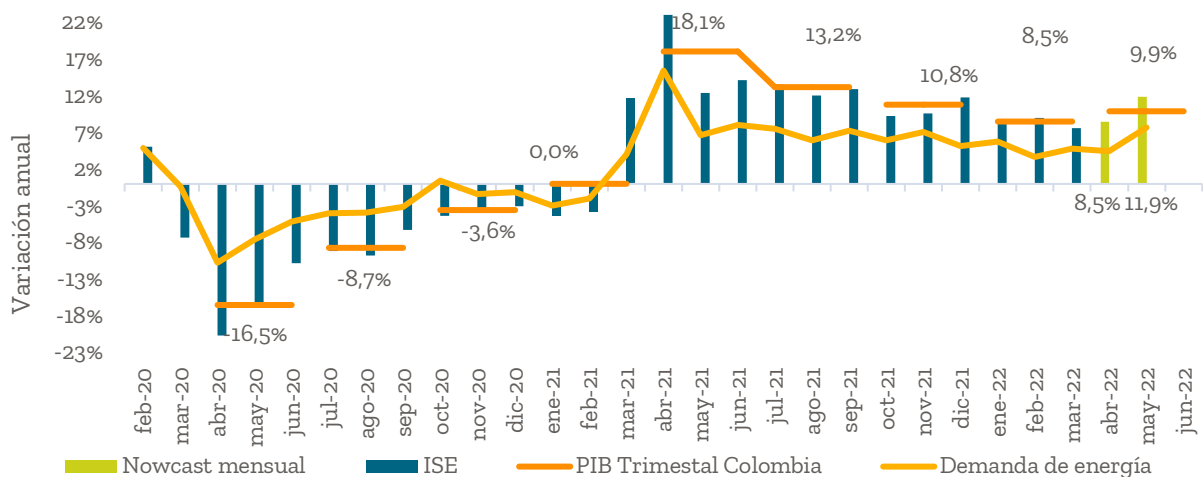


Fuente: Cálculos equipo **Nowcast** del Grupo Coyuntura Económica con datos del Portal BI de XM (a junio 4 del 2022) y Google Mobility (a junio 4 del 2022).

La **Figura 14** ilustra perfectamente el momento de recuperación económica que está experimentando la economía colombiana. Se ve que incluso en el mes de julio 2021 la Movilidad de Google Colombia (**línea azul**) pasó a terreno positivo y se mantuvo durante todo el año 2021 y lo transcurrido a junio del 2022, pero ya con una tendencia más plana, análisis que complementa y confirma el punto anterior de las tendencias de Google. De forma similar, la demanda de energía ha venido aumentando de forma vertiginosa, especialmente en el primer y segundo trimestre del 2022, que se refleja en las estimaciones mensuales del Nowcast.

En consecuencia, se encuentra en nuestro Nowcast_GT un crecimiento estimado en el rango de **2,8%** y **12,7%**, con un valor más probable de **9,9%**, para el segundo trimestre del año 2022 en Colombia, siendo un resultado muy favorable para este primer semestre del año.

Figura 15. Resultados Nowcast del PIB Colombia en el primer trimestre del 2022.



Variación interanual	NowCast 2022 Q2	9,9 %
-----------------------------	------------------------	--------------

Fuente: Estimaciones equipo Nowcast del grupo Coyuntura Económica

Referencias

- Bolhuis, M. A., & Rayner, B. (2020). Deus ex Machina? A Framework for Macro Forecasting with Machine Learning. *IMF Working Papers*.
- Bortoli, C., & Combes, S. (2015). Contribution from Google Trends for forecasting the short-term economic outlook in France: limited avenues. *Institut National de la Statistique et des Études Économiques*. <https://www.insee.fr/en/statistiques/1408911>.
- 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*.
- 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

Capítulo 4

El mercado laboral de las mujeres

Alejandra Arteaga Arango⁹

Michael Cardona Rodríguez¹⁰

María José Bernal¹¹

Introducción

La reactivación económica es un hecho. En 2021 la economía se recuperó sostenidamente respecto al año 2020. Por ejemplo, el Producto Interno Bruto (**PIB**) de II, III y IV trimestre creció por encima del **9%** respecto a los mismos trimestres del año 2020 (DANE, 2022). Sin embargo, el mercado laboral ha mostrado una recuperación rezagada respecto a la dinámica del crecimiento económico. Las restricciones a la actividad económica por motivo de la pandemia produjeron que la tasa de desempleo incrementara a niveles nunca vistos en Colombia, ubicándose en **21,4%** en mayo de 2020 (DANE, 2022). Esto quiere decir que 1 de cada 5 personas que buscaba empleo en Colombia no podía conseguirlo.

Aunque las tasas de desocupación se han reducido, todavía el mercado laboral colombiano no logra tener una tasa de desempleo de una sola cifra. Según el último boletín técnico del DANE, la tasa nacional de desempleo de abril de 2022 se ubicó en **11,2%**, lo que significa una reducción de **4,3** puntos porcentuales (**p.p.**) respecto a abril de 2021 (**15,5%**) (DANE, 2022). Otro aspecto interesante tiene que ver con que la tasa de desempleo nacional es **0,1** puntos porcentuales mayor a la tasa de desempleo en las **13** principales áreas metropolitanas. Esto quiere decir que hay mayor dinamismo en el mercado. En cuanto a la población ocupada, entre abril de 2021 y abril de 2022, la variación fue positiva para todos los rangos de edad, tanto para hombres como para mujeres: 15-24 años, 25 a 54 años y de 55 en adelante.

Para el trimestre móvil febrero-abril entre las 23 ciudades, las que menor tasa de desempleo presentaron fueron **Bucaramanga (9,2%), Villavicencio (10,6%) y Armenia (10,6%)**. Por otro lado, las que mayor tasa de desempleo presentaron fueron **Quibdó (21,9%), Valledupar (16,1%) e Ibagué (15,1%)** (DANE, 2022). Según posición ocupacional, las posiciones que mayor variación

⁹ Alejandra Arteaga Arango, estudiante de Economía de la Universidad EAFIT e integrante del grupo de Coyuntura Económica. E-mail: aaarteagaa@eafit.edu.co

¹⁰ Michael Alberto Cardona Rodríguez, estudiante becario de la maestría en Economía de la Universidad EAFIT e integrante del grupo de Coyuntura Económica. E-mail: macardonar@eafit.edu.co

¹¹ María José Bernal Gaviria, estudiante de la Maestría de Economía Aplicada y miembro del grupo de Coyuntura Económica, E-mail: mbernal5@eafit.edu.co.

positiva aportaron a la población ocupada para abril de 2022 fueron obrero o empleado particular (**8,2 p.p.**) y trabajador por cuenta propia (**2,5 p.p.**).

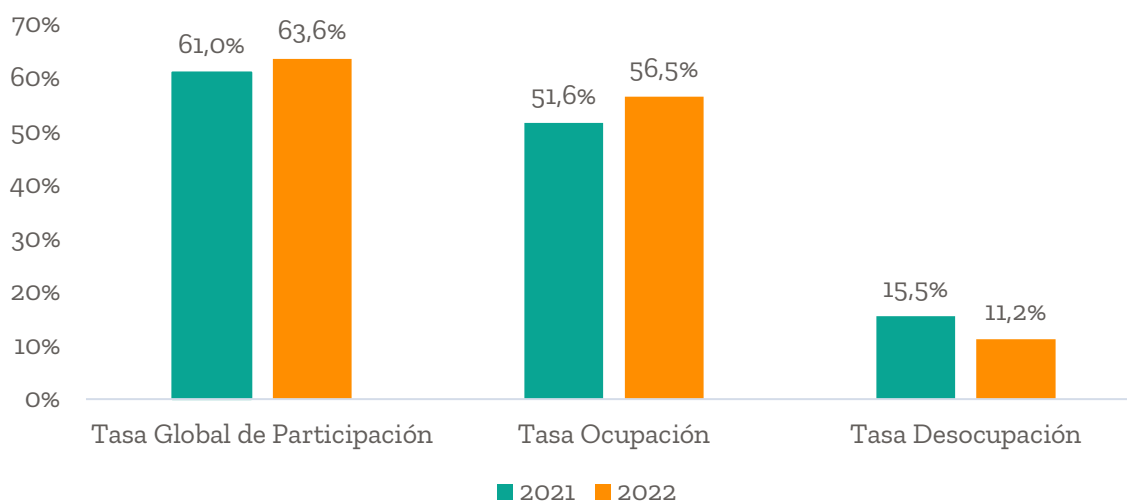
Si bien el mercado laboral se ha recuperado, seguimos teniendo grandes retos en generación de empleo de calidad, cada vez más técnico y formal, acorde a niveles de productividad que permitan desarrollar mejor nuestro crecimiento económico como país, a la par de propiciar condiciones para que la formalidad empresarial y generación de empleo sean menos rígidas y más flexibles acorde a las necesidades de nuestro mercado laboral.

Este documento está construido de la siguiente manera: la primera sección ilustra los algunos resultados generales del mercado laboral colombiano para abril de 2022. La segunda sección analiza algunas diferencias de género del mercado laboral. La tercera sección caracteriza el mercado laboral femenino. Por último, se brindan algunos comentarios finales.

1. Resultados del mercado laboral colombiano. Abril de 2022.

La **Figura 16** muestra que la tasa de ocupación fue de **56,5%**, aumentando **4,9** puntos porcentuales con respecto a abril de 2021 (**51,6%**). Por su parte, la tasa global de participación se ubicó en **63,6%**, **2,6** puntos porcentuales (**p.p.**) mayor que el año anterior (**61,0%**).

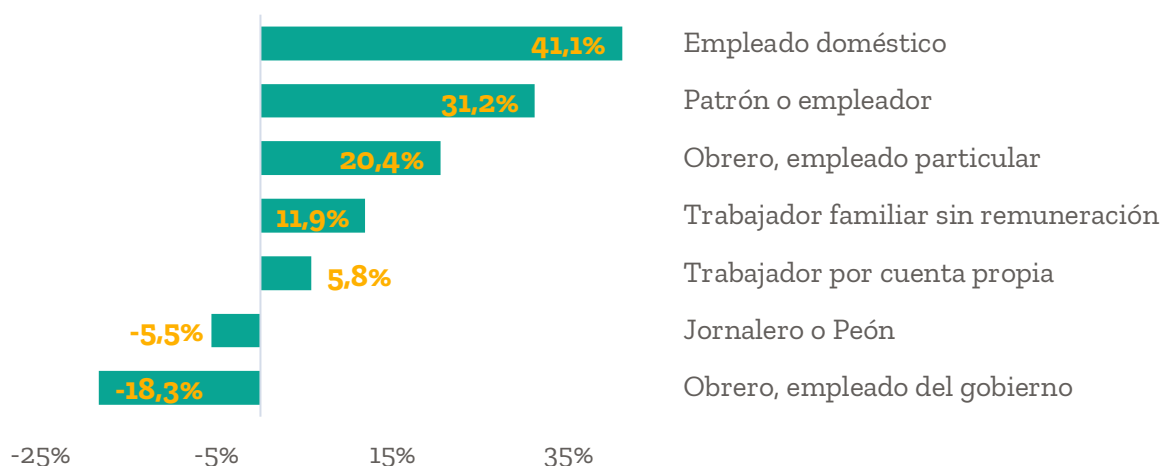
Figura 16. Tasa global de participación, tasa de ocupación y tasa de desocupación (abril 2021 y abril 2022).



Fuente: Anexos estadísticos del DANE.

La **Figura 17** reporta la variación porcentual según posición ocupacional. Para abril de 2022 con respecto a 2021 las posiciones que presentaron variación negativa fueron: obrero, empleado del gobierno (**18,3 p.p.**); jornalero o peón (**5,5 p.p.**). Por su parte, las posiciones que tuvieron variación positiva en su población ocupada fueron: cuenta propia (**5,8 p.p.**), trabajador familiar sin remuneración (**11,9 p.p.**), obrero o empleado particular (**20,4 p.p.**), patrón o empleador (**31,2 p.p.**) y empleado doméstico (41,1 p.p.).

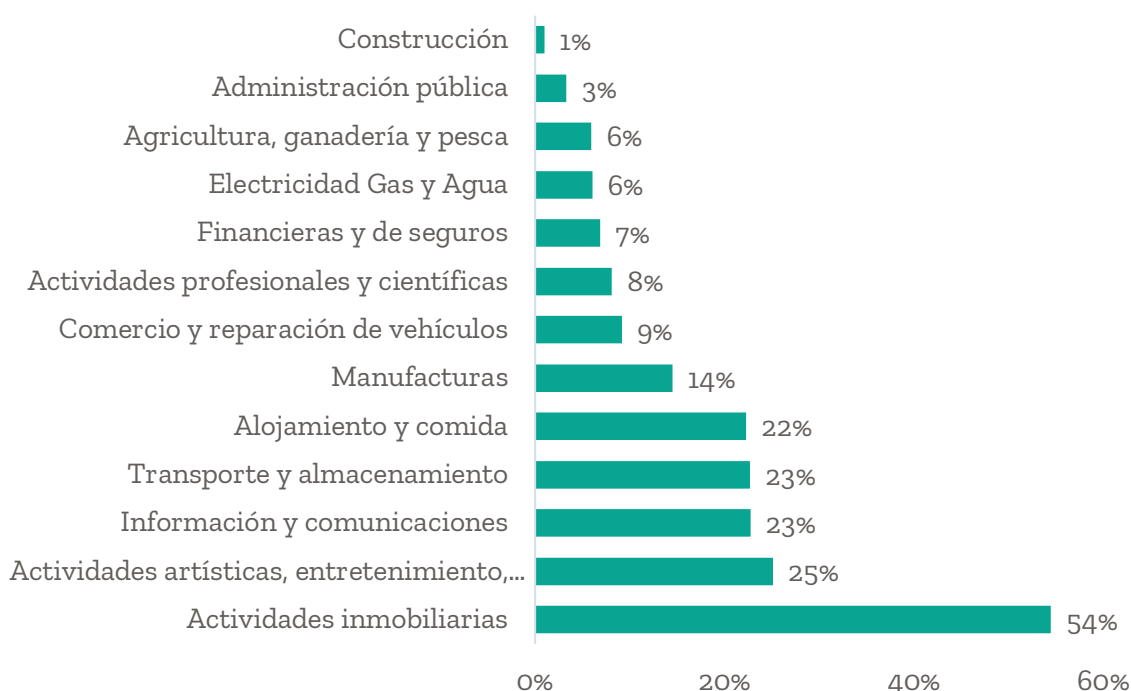
Figura 17. Variación porcentual de la población ocupada según posición ocupacional (abril 2022 vs abril 2021).



Fuente: Anexos estadísticos del DANE.

Según rama económica, en abril de 2022 todas las actividades presentaron variación positiva con respecto al año anterior: la ocupación en actividades inmobiliarias incrementó **54,5 p.p.**; actividades artísticas, entretenimiento y recreación incrementó **25,1 p.p.**; información y comunicaciones, al igual que transporte y almacenamiento aumentó **22,7 p.p.**; alojamiento y comida reportó un incremento de **22,3 p.p.**; y manufacturas con un **14,5 p.p.** Por su parte, comercio y reparación de vehículos aumentó su población ocupada en **9,1 p.p.**, actividades profesionales y científicas **8,1 p.p.**, actividades financieras y de seguros **6,9 p.p.**, electricidad, gas y agua **6,0 p.p.**, agricultura, pesca y ganadería **5,9 p.p.**, administración pública **3,3 p.p.** y finalmente, construcción **1,0 p.p.** Esto puede observarse en la [Figura 18](#).

Figura 18. Variación porcentual de la población ocupada, según rama económica (abril 2021 vs abril 2022).



Fuente: Anexos estadísticos del DANE.

2. Las diferencias de género en el mercado laboral colombiano.

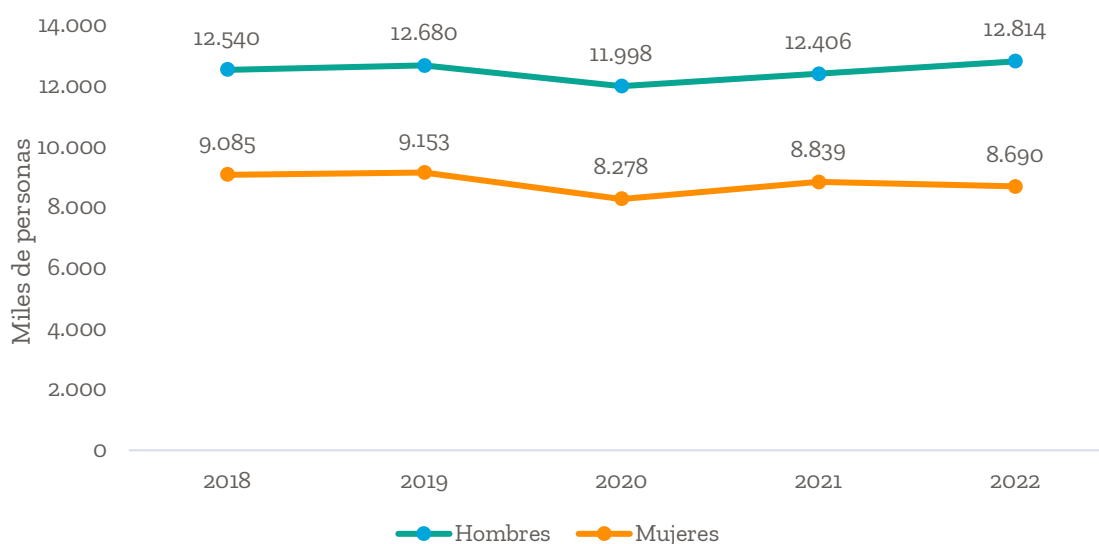
El mercado laboral colombiano reporta grandes diferencias cuando los resultados son analizados teniendo en cuenta el género de las personas. Con base en los microdatos públicos de la Gran Encuesta Integrada de Hogares (**GEIH**) del DANE, en este informe se calculan algunos agregados laborales por género para Colombia. Estos agregados laborales fueron contruidos como promedios enero-abril, para el periodo comprendido entre 2018 y 2022. Sin embargo, por motivo de las restricciones generadas en la cuarentena nacional, el DANE no pudo recolectar alguna información estadística en los meses de marzo y abril de 2020. Por tanto, para algunos análisis no se presentarán los datos correspondientes al promedio enero-abril del año 2020.

Según los datos de la GEIH del DANE, entre 2018 y 2022, el promedio de mujeres en edad de trabajar (PET mujeres) es 19,5 millones, de las cuales, en promedio, solo están ocupadas 8,8 millones. Eso quiere decir que **la tasa de ocupación promedio de las mujeres entre 2018 y 2022 es 45,1%**. Por su parte, entre 2018 y 2022, el promedio de hombres en edad de trabajar (PET hombres) es 17,9 millones, de los cuales, en promedio, están ocupados 12,5 millones. Esto implica que **la tasa de ocupación promedio de los hombres entre 2018 y 2022 es 69,8%**. Así,

entonces, la brecha en la tasa de ocupación entre hombres y mujeres es 24,7 puntos porcentuales.

En la **Figura 19** se observa una diferencia interesante en la dinámica de recuperación de puestos de trabajo recuperados después de la crisis generada por la pandemia. Mientras que en el caso de los hombres se evidencia recuperación plena en el año 2022 (274 mil empleos más que en el año 2018), **la recuperación del nivel de empleo en el caso de las mujeres es más que preocupante**. En el año 2018, la cantidad de mujeres empleadas superaba la cifra de 9 millones, mientras que **en el año 2022 se observa poco menos de 8,7 millones de mujeres ocupadas, es decir, 395 mil empleos menos**.

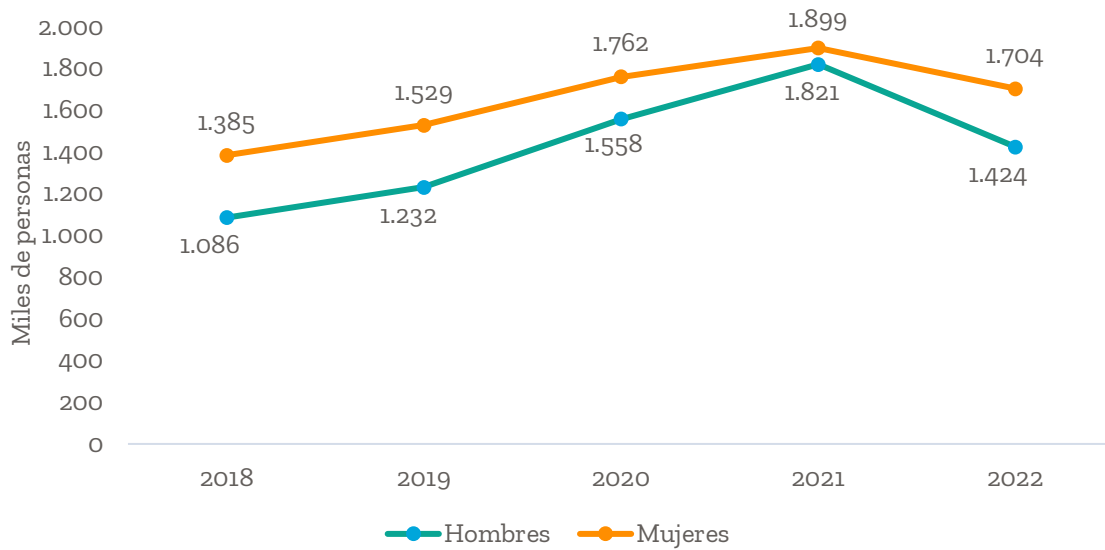
Figura 19. Ocupados por género. Promedios enero-abril, 2018 a 2022.



Fuente: Cálculos propios con base en los microdatos anonimizados de la GEIH del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) (2022).

La **Figura 20** muestra el nivel de desocupación promedio de hombres y mujeres entre 2018 y 2022. Dos aspectos son interesantes. El primero de ellos tiene que ver con la similitud en la dinámica de desempleo de mujeres y hombres. Ambos géneros experimentaron el máximo desempleo promedio en el año 2021. Sin embargo, la tasa de desempleo promedio de las mujeres fue **17,7%** en 2021, mientras que la tasa de desempleo promedio de los hombres fue **12,8%**, es decir, hay una brecha de **4,9 p.p.** en contra de las mujeres. El segundo aspecto interesante tiene que ver con la superación del desempleo: mientras que en el año 2022 en promedio 397 mil hombres superaron el desempleo, en promedio solo 195 mil mujeres en el mismo periodo lograron superar el desempleo. Esto implica que **por cada dos hombres que salían del desempleo, menos de una mujer salía de su situación de desempleo**.

Figura 20. Desocupados por género. Promedios enero-abril, 2018 a 2022.

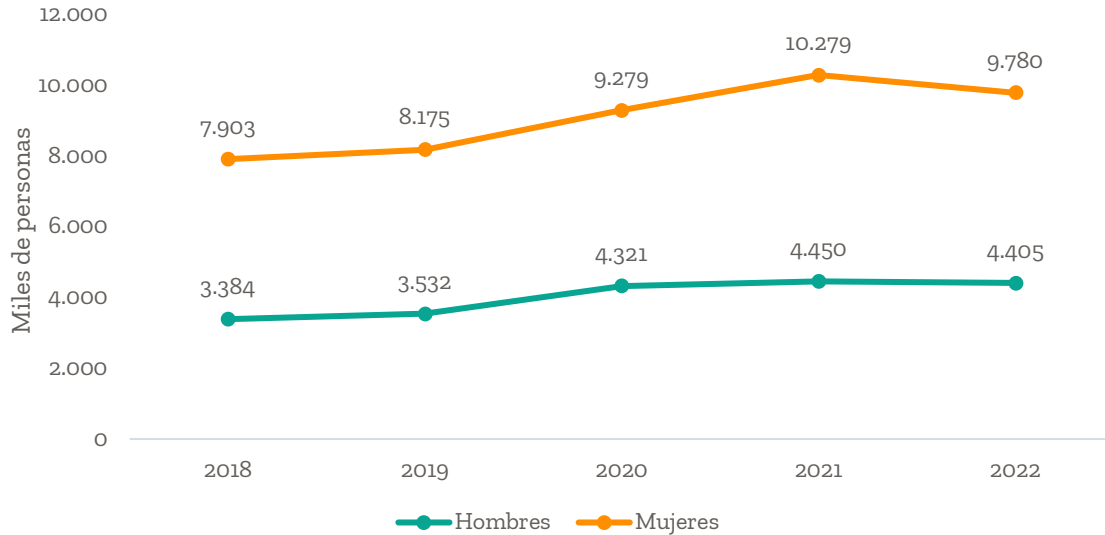


Fuente: Cálculos propios con base en los microdatos anonimizados de la GEIH del DANE (2022).

Hasta el momento este documento ha considerado las diferencias de algunos agregados laborales de las personas económicamente activas. No obstante, la mayor diferencia en el análisis de los agregados laborales por género se encuentra en el nivel de inactividad. Las personas inactivas son aquellas que por alguna razón no trabajan, ni están interesadas en buscar trabajo. Algunas razones pueden ser dedicación de tiempo completo a actividades académicas o labores de cuidado no remunerados (sobre todo en el caso de las mujeres).

La [Figura 21](#) muestra el nivel de inactividad promedio de hombres y mujeres entre 2018 y 2022. Durante el periodo de tiempo observado, la tasa de inactividad promedio de los hombres es **22,4%**, mientras que la tasa de inactividad promedio de las mujeres es **46,5%**. Esto implica que la tasa de inactividad de mujeres supera en **24,1 p.p.** la tasa de inactividad en hombres, por lo que **por cada hombre inactivo hay dos mujeres que no tienen incentivos para pertenecer al mercado laboral.** De hecho, el panorama completo de los agregados laborales (ocupados, desocupados e inactivos) parece sugerir que mientras los hombres gradualmente han venido recuperando los puestos de trabajo perdidos en la pandemia, las mujeres han quedado relegadas en la inactividad laboral.

Figura 21. Inactivos por género. Promedios enero-abril, 2018 a 2022.

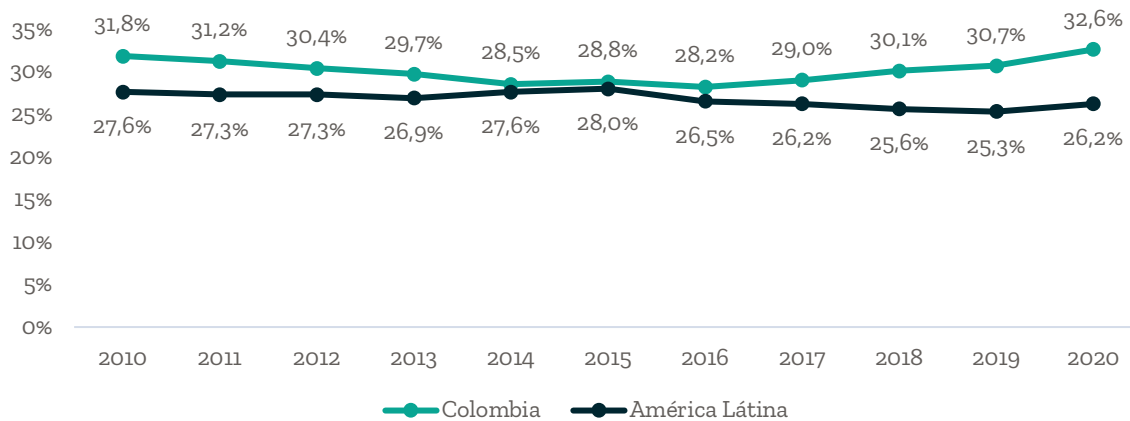


Fuente: Cálculos propios con base en los microdatos anonimizados de la GEIH del DANE (2022).

Una de las grandes preocupaciones en los mercados laborales de los países en vía de desarrollo tiene que ver con la inactividad. Más aún cuando no es posible identificar los incentivos que tienen las personas inactivas para excluirse del mercado laboral. Según datos de la CEPAL, desde el año 2012 la inactividad laboral en el país ha sido superior al promedio de la inactividad laboral en América Latina. Por ejemplo, en el año 2021, la tasa de inactividad en Colombia es **2,3 p.p.** mayor al promedio de la región: **mientras que 3 de cada 4 hombres colombianos participan en el mercado laboral, solo una de cada dos mujeres colombianas participa en él** (CEPAL, 2022).

La **Figura 22** ilustra que la participación laboral de las mujeres jóvenes colombianas es preocupante por dos razones. La primera razón tiene que ver con que **en el año 2020 una de cada tres mujeres colombianas entre los 15 y 24 años no estaba estudiando ni trabajando**. No obstante, este fenómeno pareciera ser más estructural que coyuntural, pues desde el año 2010 hasta el año 2020, el promedio de inactividad de las mujeres jóvenes en Colombia es **30%**. La segunda razón es que desde el año 2015 viene incrementándose la brecha de inactividad de mujeres jóvenes del país comparado con la región.

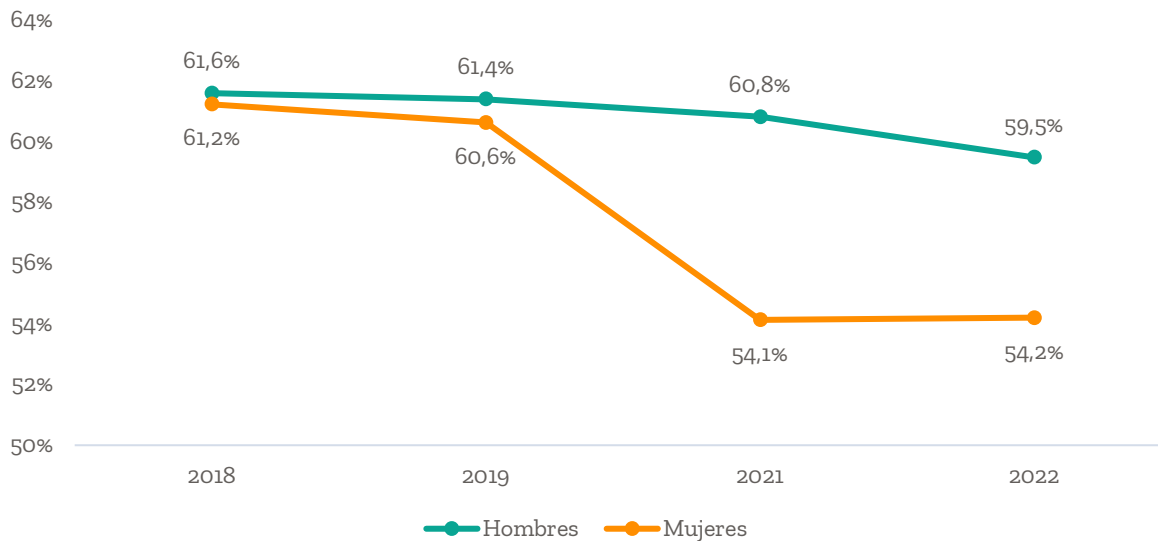
Figura 22. Porcentaje de mujeres jóvenes (15 a 24 años) que no estudian ni trabajan.



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2022)

El aseguramiento social es un indicador de la calidad del trabajo que tiene una persona. Un ejemplo de aseguramiento social es la cotización a un fondo de pensiones. En este documento se entiende por trabajador informal a aquella persona que indicó no estar cotizando a un fondo de pensiones. De esta manera, la **Figura 23** presenta las tasas de informalidad promedio de los hombres y las mujeres ocupadas entre los años 2018 y 2022 (excluyendo el año 2020). Mientras que en el año 2018 la tasa de informalidad promedio se ubicó en **61%** para ambos géneros, en los años 2021 y 2022 la tasa de informalidad de las mujeres decreció significativamente, ubicándose **5 p.p.** por debajo de la tasa de informalidad de los hombres. Este hecho sugiere una mejora relativa en la calidad de trabajo de las mujeres ocupadas en el periodo analizado.

Figura 23. Tasas de informalidad por género. Promedios enero-abril, 2018 a 2022.



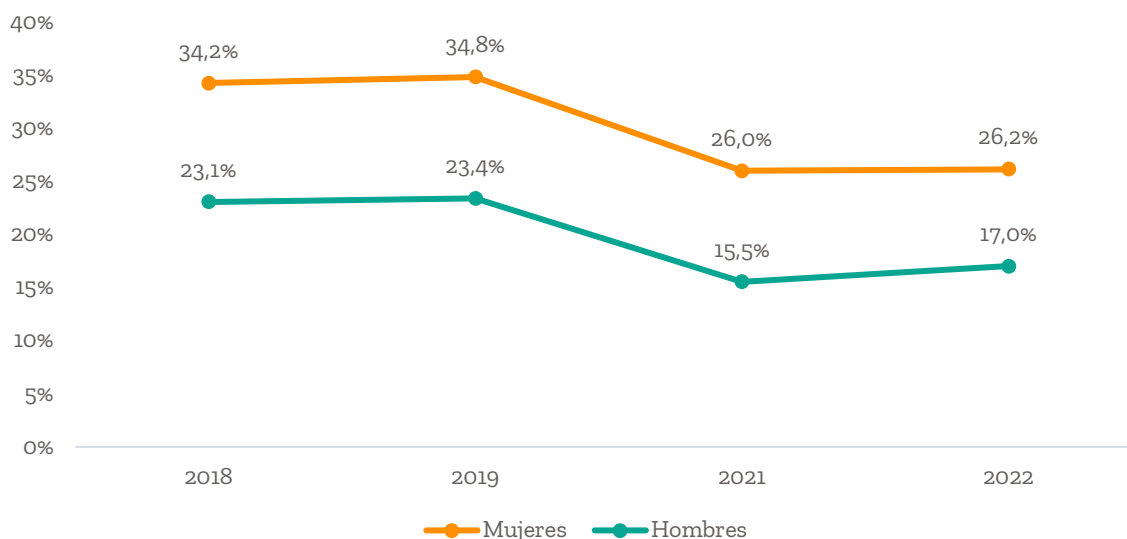
Fuente: Cálculos propios con base en los microdatos anonimizados de la GEIH del DANE (2022).

Nota: No se incluye la información del año 2020 debido a la disponibilidad de los datos. Se definen a las personas informales como aquellas que no cotizaron a pensiones en el mes analizado.

Una diferencia interesante emerge del análisis de personas ocupadas por nivel educativo. La **Figura 24** caracteriza a las personas ocupadas en dos niveles educativos: con educación superior y sin educación superior. Esta ilustra que, en promedio, cerca de **una de cada tres mujeres ocupadas tienen educación superior. En el caso de los hombres, solo uno de cada cinco hombres ocupados tiene educación superior.**

También, la **Figura 24** muestra que la pandemia tuvo un efecto en la composición del mercado laboral: Luego de la crisis económica generada por la pandemia, las personas con educación superior representan un porcentaje menor de la cantidad de personas ocupadas en el mercado laboral de hombres y mujeres. En el mercado laboral femenino, se observa una reducción promedio de **8 p.p.** en la participación de mujeres con educación superior (2022 respecto a 2018). En el mercado laboral masculino, se observa una reducción promedio de **6 p.p.** en la participación de hombres con educación superior (2022 respecto a 2018). En definitiva, hay evidencia para pensar que existen brechas de género en el mercado laboral colombiano.

Figura 24. Porcentaje de mujeres y hombres ocupados con educación superior. Promedios enero-abril, 2018 a 2022.



Fuente: Cálculos propios con base en los microdatos anonimizados de la GEIH del DANE (2022).

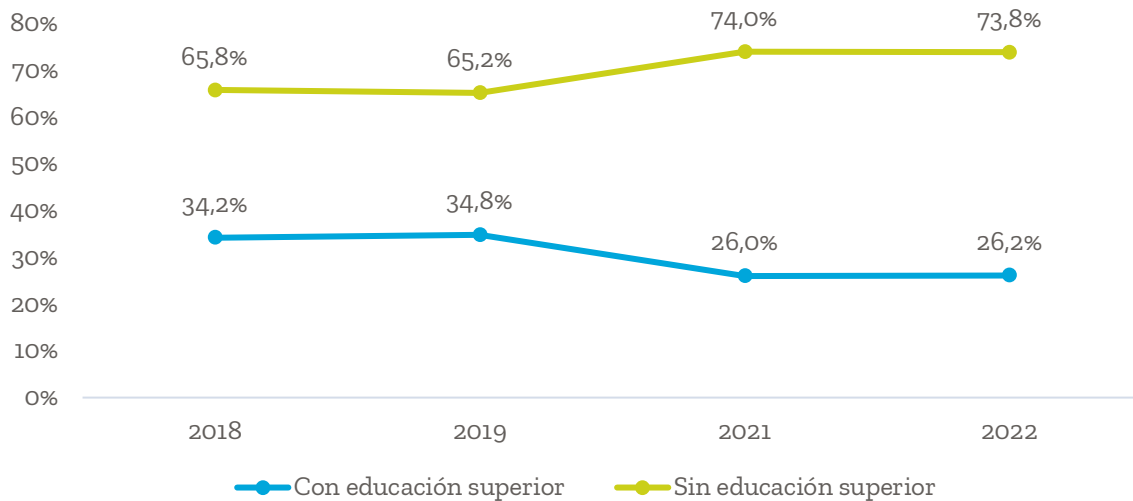
Nota: No se incluye la información del año 2020 debido a la disponibilidad de los datos. La clasificación según nivel educativo se construyó con la pregunta P6210 de la GEIH-DANE.

3. Caracterización del mercado laboral de las mujeres en Colombia.

La diferencia en los niveles educativos de las mujeres y los hombres ocupados presentados en la [Figura 24](#) y las diferencias en los niveles de ocupación y de empleo presentados anteriormente hacen particularmente interesante plantear la caracterización del mercado laboral de las mujeres haciendo énfasis en la separación según educación superior o ausencia de ésta. Por ello, a continuación, se caracteriza a las mujeres ocupadas en términos de formalidad (según cotización a pensiones), promedio de ingreso en grupos etarios e industria.

Para empezar, vale la pena recordar la composición de las mujeres ocupadas de acuerdo con el nivel educativo expuesto en la [Figura 24](#). De esta manera, la [Figura 25](#) es mucho más explícito en esto. Se puede observar cómo el porcentaje de mujeres sin educación superior ha aumentado **8 p.p.** desde 2018 a 2022 del total de ocupadas mujeres. Esto puede significar que, como consecuencia de la pandemia, la participación laboral de mujeres sin educación superior desplazó participación laboral de mujeres con educación superior. Una posible explicación puede deberse a que **las mujeres con educación superior no tienen suficientes incentivos para participar en el mercado laboral, o no logran conseguir un empleo acorde con su nivel de cualificación.**

Figura 25. Mujeres ocupadas por nivel educativo. Promedios enero-abril, 2018 a 2022.



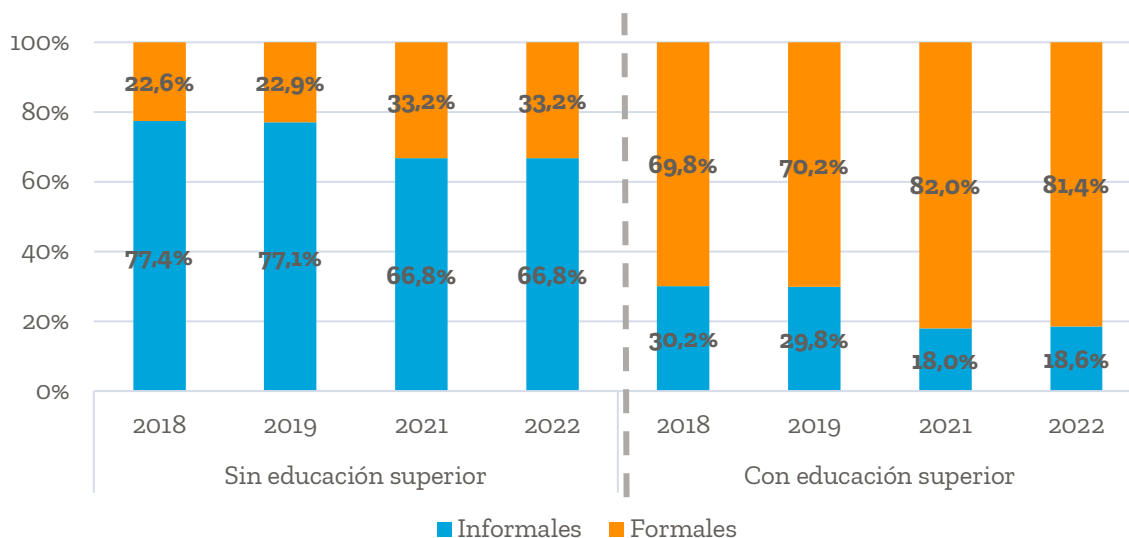
Fuente: Cálculos propios con base en los microdatos anonimizados de la GEIH del DANE (2022).

Nota: No se incluye la información del año 2020 debido a la disponibilidad de los datos.

En la [Figura 26](#) se muestra que la educación superior tiene relación con la formalidad laboral de las mujeres. En promedio, **las mujeres con educación superior suelen obtener empleos formales**, mientras que las mujeres sin educación superior suelen obtener empleos informales. Otro hecho interesante tiene que ver con la evolución de la formalidad laboral después del año 2020. Independientemente del nivel educativo de las mujeres, la [Figura 26](#) ilustra que en los

años 2021 y 2022 el nivel de formalidad es mayor que en los años 2018 y 2019. Esto puede implicar que, por lo menos en el caso de las mujeres, la crisis económica generada por la pandemia generó una tendencia hacia la cobertura de seguridad social, con lo que se podría inferir que **los empleos son de mejor calidad, al menos en el caso de afiliación y cotización a pensiones.**

Figura 26. Formalidad e informalidad de mujeres ocupadas de acuerdo con presencia de educación superior o ausencia de esta. Promedios enero-abril, 2018 a 2022.



Fuente: Cálculos propios con base en los microdatos anonimizados de la GEIH del DANE (2022).

Nota: No se incluye la información del año 2020 debido a la disponibilidad de los datos.

Si bien se incrementó el nivel de formalidad laboral de las mujeres, otra pregunta interesante tiene que ver con el ingreso laboral que reciben por su trabajo. La [Figura 27](#) ilustra la evolución del ingreso laboral real de las mujeres ocupadas según su grupo etario y su nivel educativo. En particular, en la [Figura 27 \(a\)](#) se observa el ingreso laboral real promedio para mujeres con educación superior, mientras que en la [Figura 27 \(b\)](#) se observa el ingreso laboral real promedio para mujeres sin educación superior.

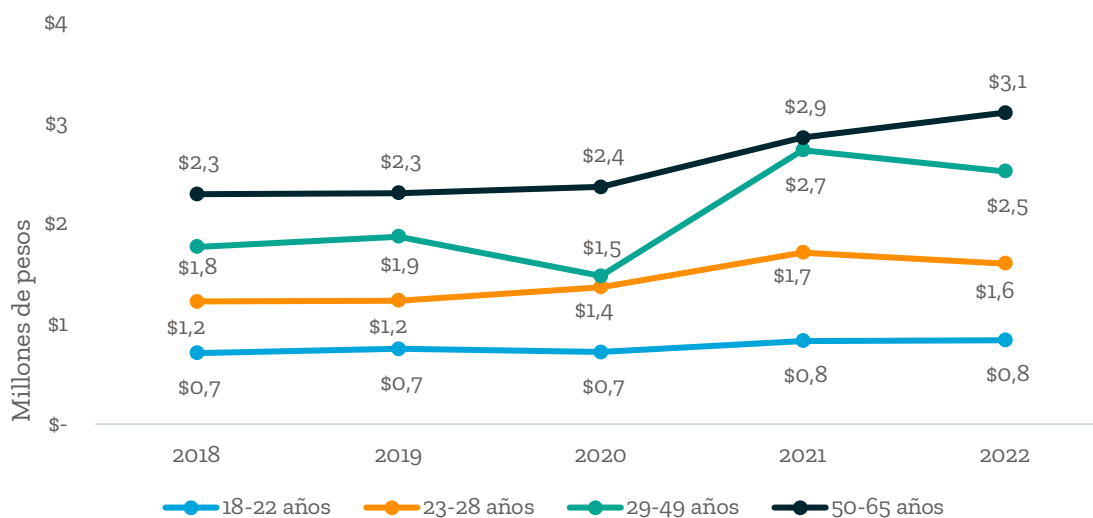
De la [Figura 27 \(a\)](#) dos hallazgos son interesantes. El primero es que, en general, el nivel de ingreso laboral real promedio tiene una tendencia creciente. Esto sugiere que **la educación superior es un complemento efectivo de la experiencia laboral.** El segundo es que las mujeres con educación superior, independientemente de su edad, experimentaron un incremento en su ingreso laboral respecto a los niveles prepandemia. Este fenómeno puede tener dos explicaciones: la primera, es que el mercado laboral esté remunerando mejor el capital humano de las mujeres; la segunda, es que **el incremento de ingreso laboral observado es una respuesta de mercado a la escasez relativa de mujeres con educación superior** (ver [Figura 25](#)).

Por otra parte, de la [Figura 27 \(b\)](#) dos hallazgos se destacan. El primero es que, de forma similar al caso de las mujeres con educación superior, se observa que las mujeres sin educación superior experimentan un incremento del ingreso laboral respecto a los niveles prepandemia. Sin embargo, **el nivel de ingreso laboral de las mujeres sin educación superior es**

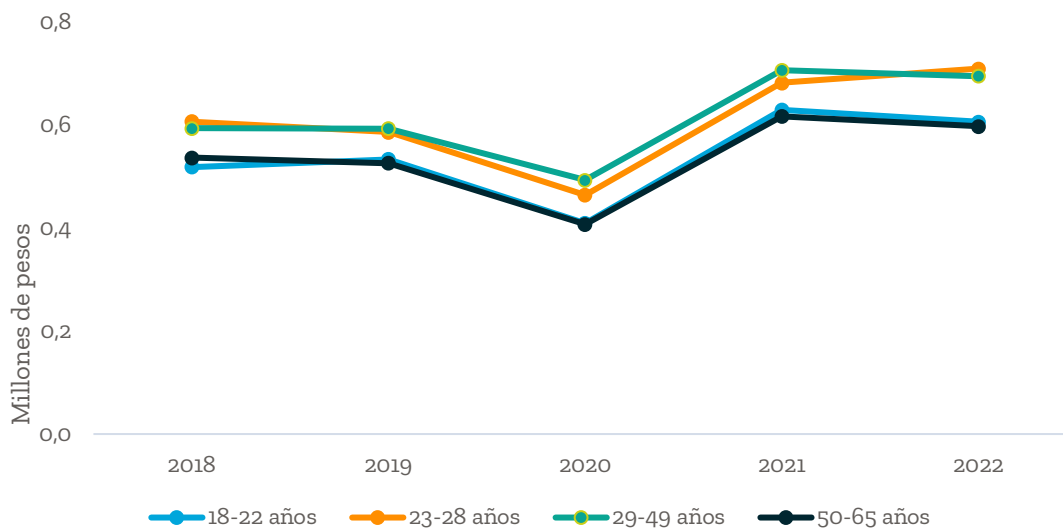
extremadamente bajo, pues no alcanza el millón de pesos (precios constantes de 2018). La brecha de ingresos entre mujeres con educación y sin educación superior es tal, que en promedio, **las mujeres con educación superior tienen un ingreso laboral 3 veces superior al ingreso laboral de las mujeres sin educación superior**. El segundo hallazgo tiene que ver con la neutralidad de la experiencia laboral en el caso de las mujeres sin educación superior. Las diferencias de ingreso laboral por grupo etario son apenas perceptibles, y en el caso de las mujeres mayores a 50 años se observa el menor ingreso laboral de todo el análisis.

Figura 27. Ingreso laboral real promedio de las mujeres con educación superior (a) y mujeres sin educación superior (b). Promedios enero-abril, 2018 a 2022.

(a)



(b)



Fuente: Cálculos propios con base en los microdatos anonimizados de la GEIH del DANE (2022).

Nota: No se incluye la información del año 2020 debido a la disponibilidad de los datos.

Finalmente, en la **Tabla 7** se muestra la evolución de las **10** industrias donde más mujeres se ocupaban en 2018 (donde se representa el **90,7%** de las ocupadas de ese año) en comparación de las mismas industrias en 2022 (donde se representa el **90,8%** de las ocupadas de ese año). Exceptuando aquellos sectores donde hubo variaciones mayores al **5%**, las industrias no tuvieron grandes cambios en estos años, con diferencias, en promedio de **0,24 p.p.** Sin embargo, las actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades de servicios administrativos y de apoyo para mujeres con educación superior tuvo un cambio a la baja bastante abrupto de **7 p.p.** No obstante, hubo aumentos de la participación de este grupo en Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria; educación; actividades de atención de la salud humana y de servicios sociales, con un aumento de **5,5 p.p.** De igual manera, las mujeres sin educación superior tuvieron un cambio de **5 p.p.** al alza para esta última actividad.

Tabla 7. Porcentaje de participación de las industrias (top 10 del 2018) en el empleo femenino. Promedios enero-abril, 2018 y 2022.

Criterios		Industria	2018	2022
Mujeres ocupadas	Con educación superior	Actividades PCT; servicios	11,3%	3,3%
		Comercio; reparación de automotores; transporte y almacenamiento; alojamiento y servicios de comida	8,3%	5,0%
		Administración pública; seguridad social de afiliación obligatoria; educación; salud humana y de servicios sociales	5,2%	10,7%
		Industrias manufactureras	2,9%	1,7%
	Sin educación superior	Comercio; reparación de automotores; transporte y almacenamiento; alojamiento y servicios de comida	26,0%	28,3%
		Actividades artísticas y otros servicios	10,9%	12,3%
		Industrias manufactureras	8,8%	9,2%
		Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	7,7%	5,3%
		Actividades PCT; servicios	6,8%	7,2%
		Administración pública; seguridad social de afiliación obligatoria; educación; salud humana y de servicios sociales	2,7%	7,7%

Notas: El nombre completo de las categorías que fueron recortados por motivos de visibilidad son: Actividades PCT; servicios: "Actividades profesionales, científicas, técnicas y servicios administrativos y de apoyo", Comercio; reparación de automotores; transporte y almacenamiento; alojamiento y servicios de comida: Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas; transporte y almacenamiento; alojamiento y servicios de comida; Administración pública; seguridad social de afiliación obligatoria; educación; salud humana y de servicios sociales: "Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria; educación; actividades de atención de la salud humana y de servicios sociales"; Actividades artísticas y otros servicios: "Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación y otras actividades de servicios; actividades

de los hogares individuales en calidad de empleadores; actividades no diferenciadas de los hogares individuales como productores de bienes y servicios para uso propio".

Fuente: Cálculos propios con base en los microdatos anonimizados de la GEIH del DANE (2022). Nota: No se incluye la información del año 2020 debido a la disponibilidad de los datos.

4. Conclusiones

En el mercado laboral colombiano existen brechas de género. Por ejemplo, la tasa de ocupación promedio de las mujeres entre 2018 y 2022 es **45,1%**. Mientras que la tasa de ocupación promedio de los hombres entre 2018 y 2022 es **69,8%**. Así, entonces, la brecha en la tasa de ocupación entre hombres y mujeres es **24,7** puntos porcentuales. Además, la dinámica de recuperación del empleo difiere por género: por cada dos hombres que salían del desempleo, menos de una mujer salía de su situación de desempleo. En cuanto a la inactividad se observó que por cada hombre inactivo hay dos mujeres que no tienen incentivos para pertenecer al mercado laboral. En definitiva, las mujeres experimentan mayores dificultades a la hora de reincorporarse al mercado laboral.

Finalmente, del análisis del mercado laboral femenino se obtienen algunos hallazgos. El primero tiene que ver con que, después de la pandemia, las mujeres con educación superior tienen menos incentivos para participar en el mercado laboral o no logran conseguir un empleo acorde con su nivel de cualificación, aunque en promedio, suelen obtener empleos formales. El segundo es que, en el caso de las mujeres con educación superior, el nivel de experiencia incrementa sus ingresos laborales reales, situación que no ocurre con las mujeres sin educación superior, cuyo ingreso laboral promedio siempre es inferior al millón de pesos. Por último, aparte de la brecha de género, hay brechas internas en el mercado laboral femenino cuando se caracterizan a las mujeres ocupadas según su nivel educativo. Las mujeres con educación superior tienen un ingreso laboral 3 veces superior al ingreso laboral de las mujeres sin educación superior; y, en promedio, el nivel de formalidad de las mujeres con educación superior es más del doble del nivel de formalidad de las mujeres sin educación superior.

Referencias

- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2022). *Estadísticas e Indicadores*. Bases de Datos y Publicaciones Estadísticas.
https://statistics.cepal.org/portal/cepalstat/dashboard.html?indicator_id=127&area_id=634&lang=es
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). (2022). *Gran Encuesta Integrada de Hogares*. Archivo Nacional de Datos (ANDA).
https://microdatos.dane.gov.co/index.php/catalog/MICRODATOS/about_collection/23/?per_page=25

Capítulo 5

Inflación y política monetaria

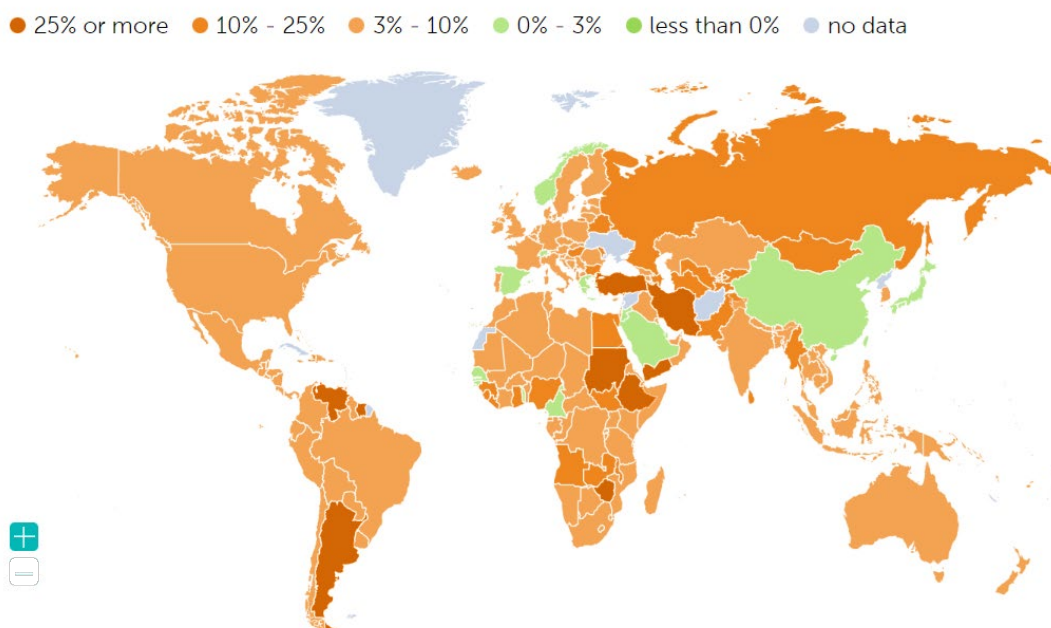
Carlos Esteban Posada P.¹²

Liz Londoño-Sierra¹³

1. Introducción

La pandemia del COVID-19 llevó a que tanto los gobiernos como las autoridades monetarias aplicaran políticas fiscales y monetarias expansivas para contener y mitigar sus efectos. No obstante, la demora en el endurecimiento posterior de la política monetaria, con el ingrediente adicional de la guerra entre Ucrania y Rusia, ha traído como consecuencia el avance de la inflación en el mundo (Figura 28).

Figura 28. Pronóstico de inflación anual para 2022. Fondo Monetario Internacional (FMI).



Fuente: International Monetary Fund Datamapper (2022)

Aunque las autoridades monetarias han comenzado a endurecer la política monetaria a diferentes ritmos, habrá que esperar sus efectos. En el caso de Estados Unidos Bolhuis, Cramer

¹² Carlos Esteban Posada P. Profesor de la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno e integrante del Grupo de Coyuntura Económica de la Universidad EAFIT. cposad25@eafit.edu.co

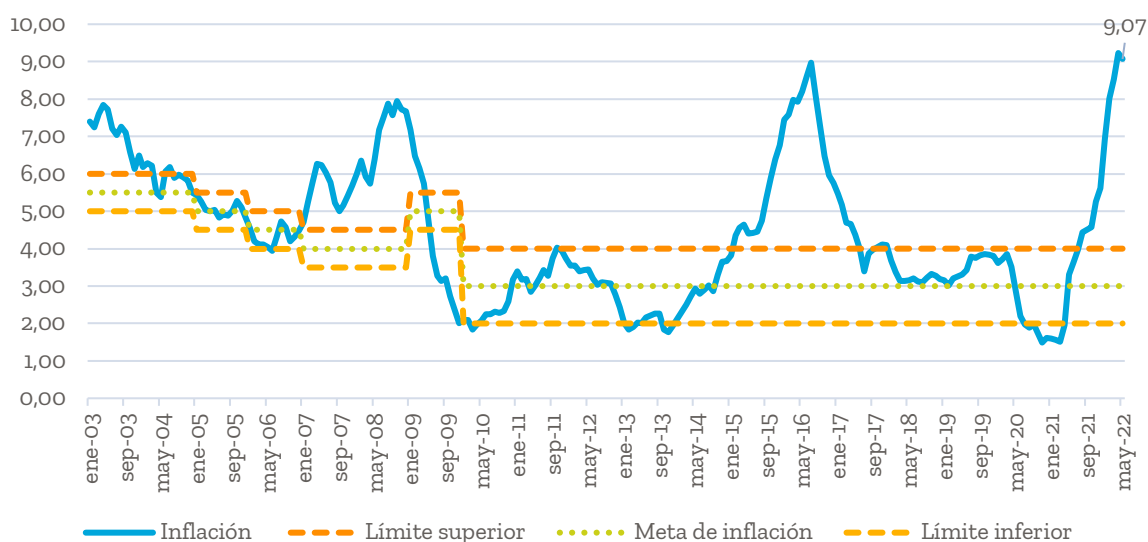
¹³ Liz Londoño-Sierra. Profesora de la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno e integrante del Grupo de Coyuntura Económica de la Universidad EAFIT. Estudiante del Doctorado en Economía. llondo11@eafit.edu.co

y Summers (2022) calculan series históricas de la inflación general y subyacente del **IPC** y encuentran que los niveles de inflación actuales están mucho más cerca de los picos pasados (década de los setenta) de lo que sugieren las estadísticas oficiales.

2. La inflación colombiana en mayo

El **DANE** ha reportado que la tasa de inflación de mayo (el aumento del **IPC** entre abril y mayo) fue **0,84%**; en lo corrido del año **6,55%** y la anual (últimos 12 meses) **9,07%**. Estos valores se encuentran por encima del promedio registrado para los meses de mayo durante el período 2003 – 2022 cuando el promedio mensual fue **0,37%** y el promedio anual **4,42%**; esto indica que la inflación está lejos de sus valores históricos y del rango meta establecido por la autoridad monetaria (Figura 29).

Figura 29. Inflación anual mensualizada y rango meta. Enero 2003 – mayo 2022.



Fuente: Banco de la República (2022a)

La contribución a la inflación de mayo estuvo asociada, principalmente, a las siguientes divisiones de gasto: alimentos y bebidas no alcohólicas (**0,29%**), seguida por alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles (**0,26%**) y restaurantes y hoteles (**0,12 %**). La mayor contribución se registró en estos productos: carne de res, electricidad, comidas en establecimiento de servicio a la mesa y autoservicio, arriendo imputado y efectivo, tomate, arroz, leche, comidas preparadas fuera del hogar, vehículos y suministro de agua.

Como se observa en la Figura 29, la inflación anual mensualizada de mayo (**9,07%**) disminuyó con respecto a la de abril (**9,23%**), sin embargo, es importante recordar que el mes de mayo del año anterior recogió los incrementos de los precios ocasionados por el paro nacional. Por su parte, en la Tabla 8 se compara la inflación mensual con respecto a su promedio histórico; la inflación de mayo estuvo **2,4 veces** por encima de su promedio histórico. Entonces, podemos afirmar que **la inflación aún no cede y es persistente**.

Tabla 8. 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

Fuente: cálculos propios, DANE (2022a).

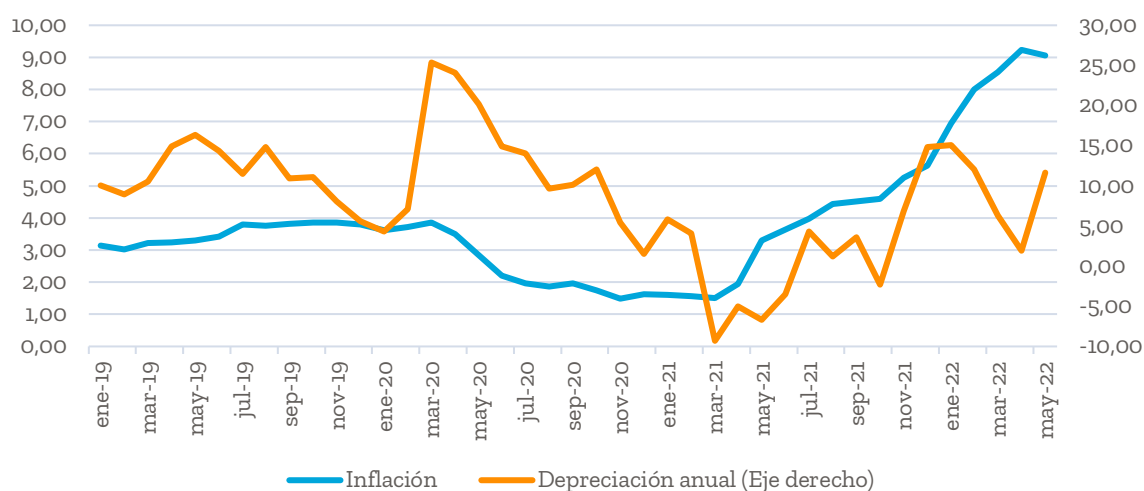
3. La inflación y sus factores macroeconómicos determinantes

Una de las formas de medir la inflación es a través de la variación porcentual del **IPC**. Consideramos que los factores fundamentales que determinan el **IPC** son la tasa de cambio nominal (pesos/dólar) y el nivel de precios externos. El primero, lo analizamos con la Tasa Representativa del Mercado (**TRM**); y, el segundo, mediante los precios de los bienes y servicios de consumo de Estados Unidos.

3.1. Tasa de cambio nominal

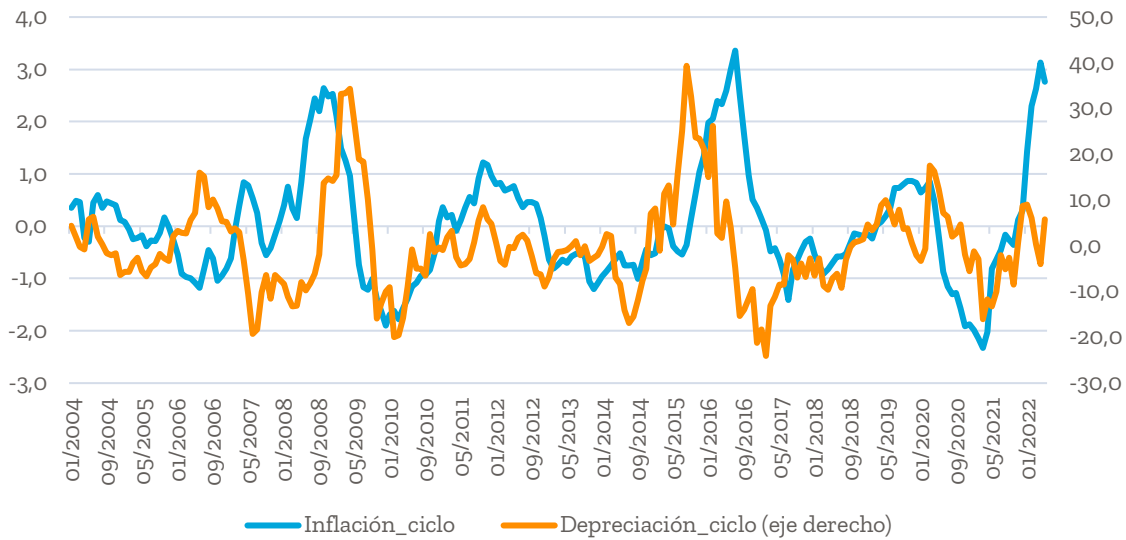
En Colombia, la devaluación es un factor determinante del aumento de la inflación (**Figura 30** y **Figura 31**).

Figura 30. Colombia. Inflación anual mensualizada por IPC y depreciación mensual anual del peso frente al dólar (tasa representativa del mercado de cada mes frente al mismo mes del año anterior, pesos/dólar). Enero 2019 – mayo 2022.



Fuente: Cálculos propios. DANE (2022a) y Banco de la República (2022e)

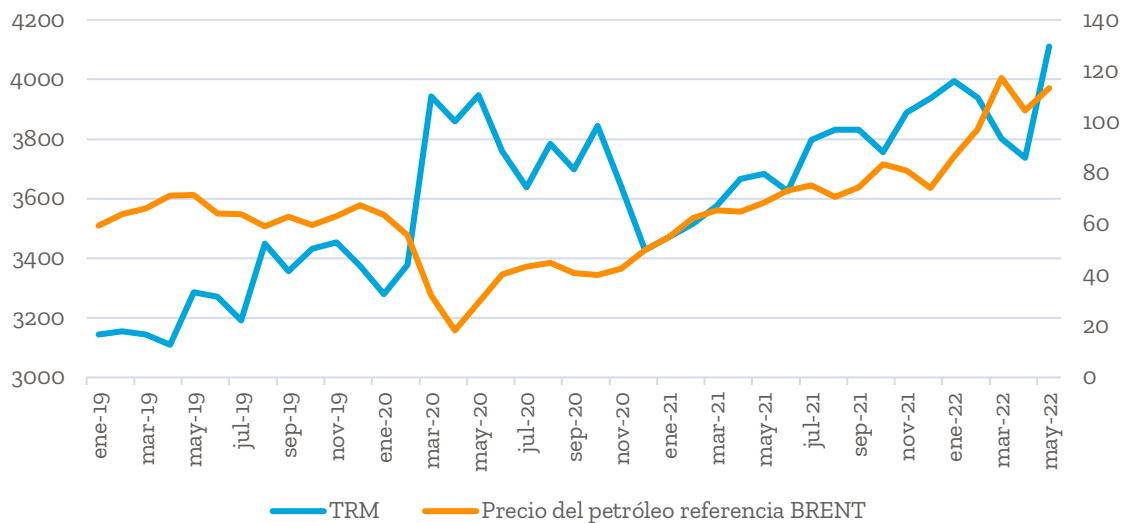
Figura 31. Colombia. Componente cíclico de la Inflación anual mensualizada por IPC y de la depreciación mensual anual del peso frente al dólar. Enero 2004 – mayo 2022.



Fuente: Cálculos propios utilizando el filtro de Hodrick y Prescott y un lambda de 14400. DANE (2022a) y Banco de la República (2022e)

A diferencia de lo que se había observado en años anteriores, desde noviembre de 2020 la tasa de cambio no ha caído a pesar de los aumentos del precio externo del petróleo (Figura 32). Así, el efecto del aumento del precio del petróleo fue haber evitado una depreciación del peso aún mayor que la que se ha observado.

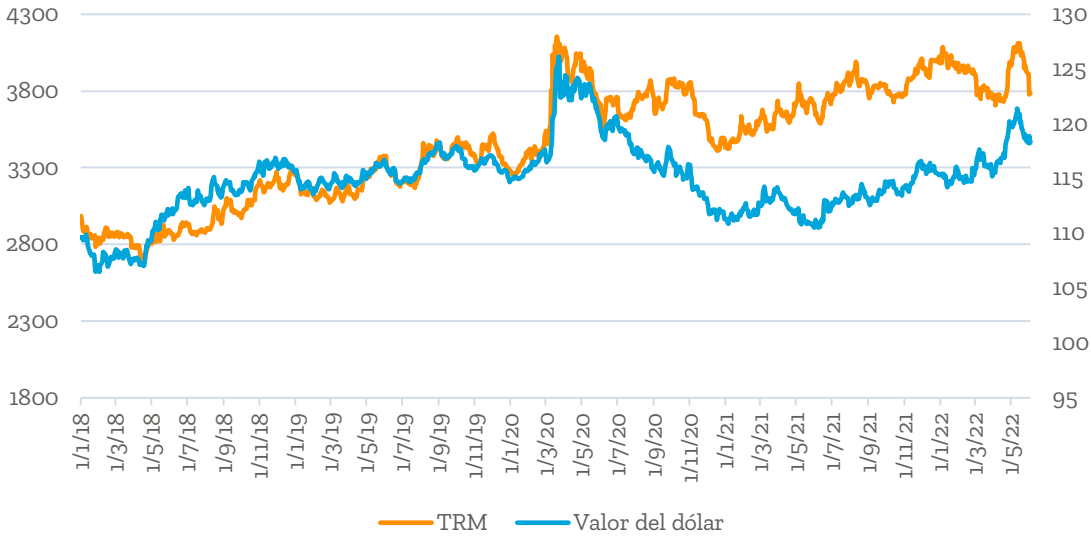
Figura 32. La tasa de cambio nominal (Tasa representativa del mercado, pesos/dólar) y el precio del petróleo (referencia Brent). Enero de 2019 - mayo de 2022.



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

El valor externo del dólar, esto es, el índice de su valor relativo al de las principales monedas del mundo, ha oscilado a lo largo del presente año, y sus oscilaciones han tenido alguna influencia en las de la tasa de cambio en la dirección esperada: al subir su valor externo, sube también el precio del dólar en Colombia, y viceversa (Figura 33). Pero el incremento de la tasa de cambio ha sido mayor que el aumento del valor externo del dólar con respecto a sus socios comerciales.

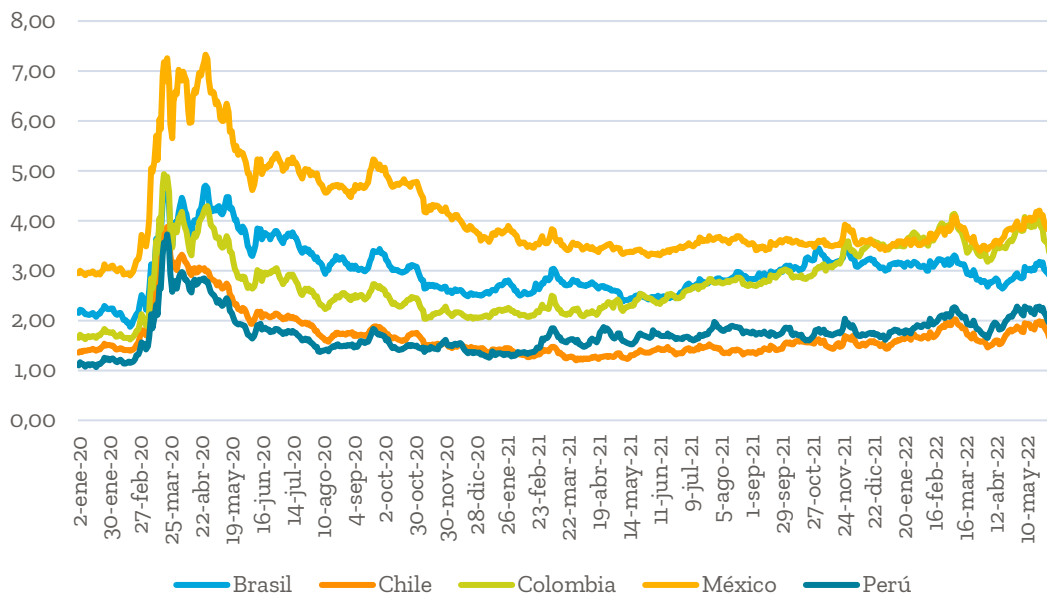
Figura 33. Valor del dólar con respecto a otras monedas (socios comerciales) y tasa representativa del mercado (pesos/dólar). Enero 1 de 2018 – junio 3 de 2022.



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

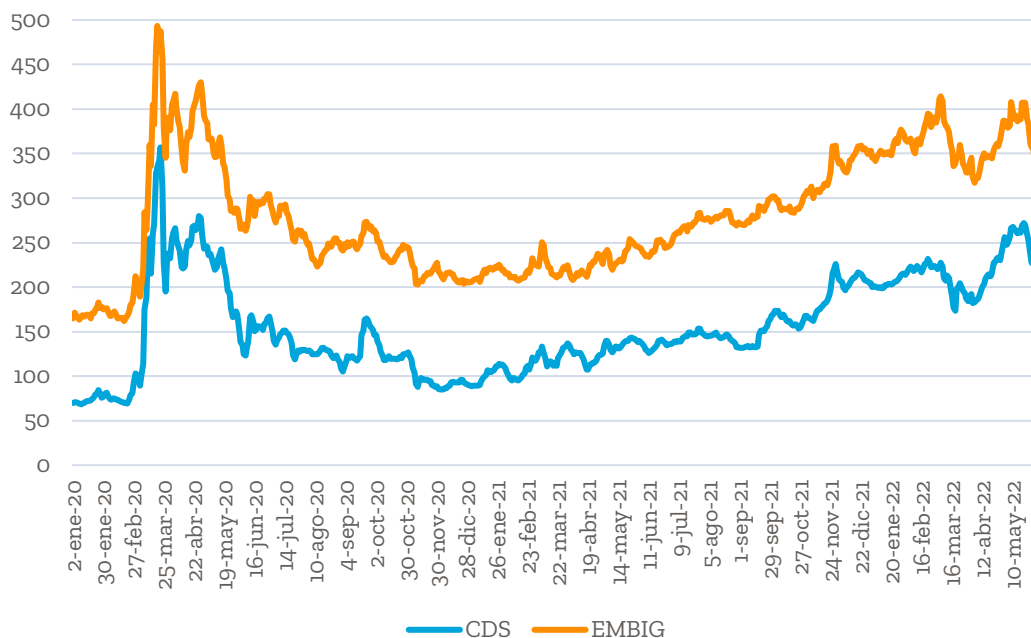
Otro factor que ha incidido en la evolución de la tasa de cambio ha sido el comportamiento del margen de riesgo incorporado a las tasas de interés a deudores colombianos, margen estimado mediante las variables EMBIG-Colombia y la prima de riesgo en los Credit Default Swaps (Figura 35). Estas variables han estado capturando la mayor percepción de riesgo con respecto a las evoluciones económica y política del país. En la Figura 34 es claro que Colombia ha tenido un incremento del riesgo más acelerado desde abril del 2021 con respecto a algunos países de la región.

Figura 34. Indicador de prima de riesgo sobre la deuda de cada país: EMBIG (Emerging Markets Bonds Index). Enero 2020 – 6 de junio de 2022.



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

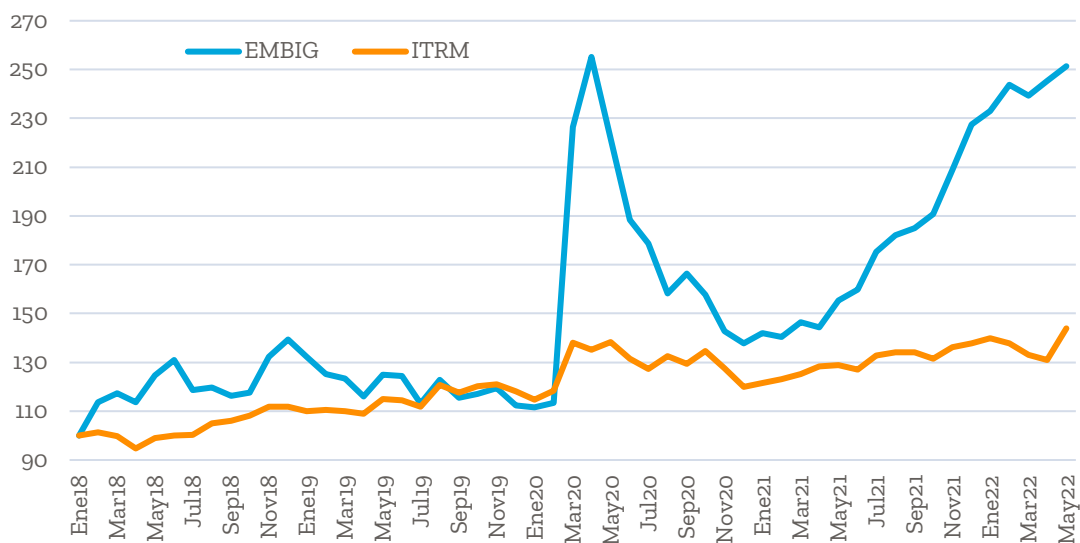
Figura 35. Colombia. Prima de riesgo en CDS a 5 años (Credit Default Swaps) y EMBIG (Emerging Markets Bonds Index). Enero 1 de 2020 – junio 8 de 2022).



Fuente: Inveconómica (2022) con datos de J.P Morgan y Bloomberg (2022)

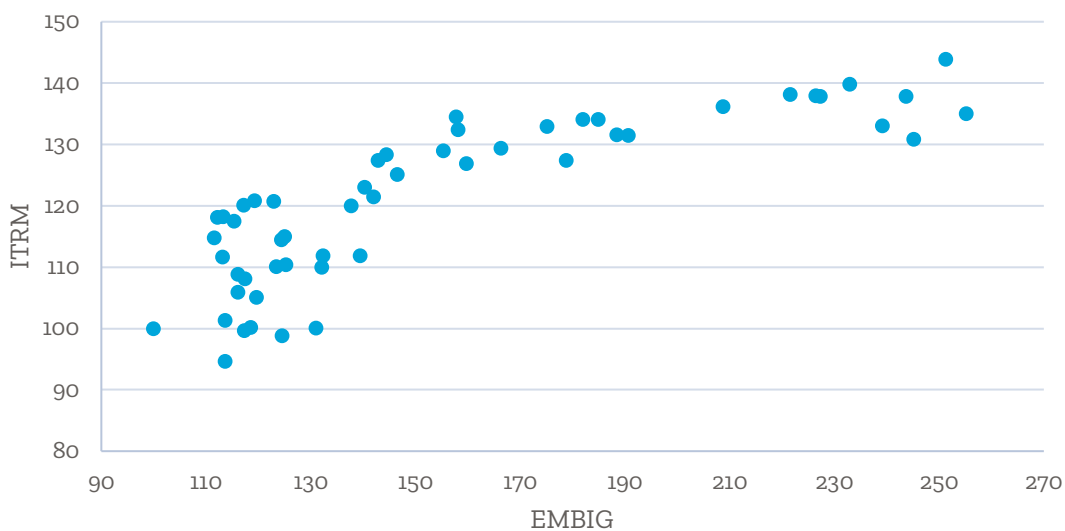
Como se muestra en la [Figura 36](#) y [Figura 37](#), existe una relación directa entre el aumento en la percepción del riesgo y el índice de la tasa de cambio nominal.

Figura 36. Colombia. Índices de los promedios mensuales de la tasa representativa de mercado (TRM) y del margen de riesgo "EMBIG-Colombia". Diciembre de 2018 (100) – mayo 2022.



Fuente: Cálculos propios. DANE (2022) y Banco Central de Reserva del Perú (2022)

Figura 37. El índice de la tasa representativa del mercado versus el índice del EMBIG.

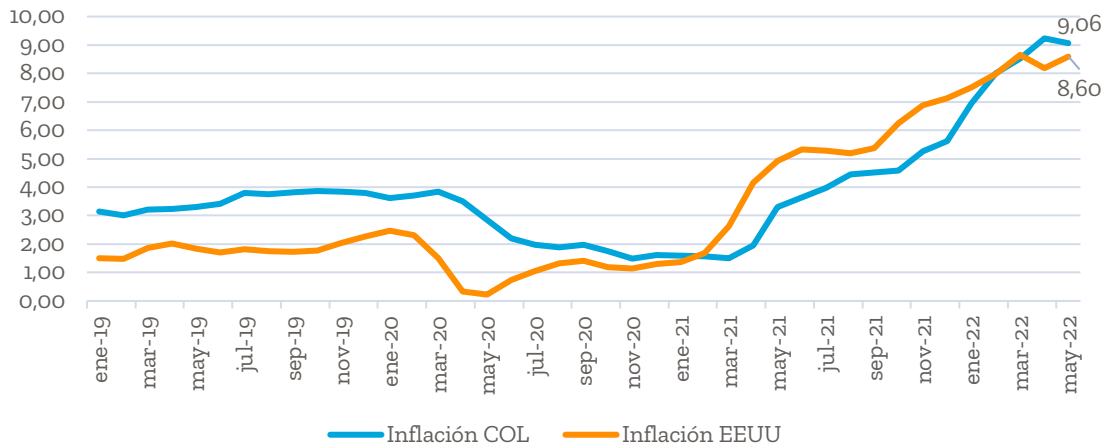


Fuente: Cálculos propios. DANE (2022) y Banco Central de Reserva del Perú (2022).

3.2. Niveles de precios del exterior y expectativas de inflación

La inflación en Colombia ha tenido una senda creciente y persistente a partir de marzo de 2021 (Figura 38). Tanto la inflación como las expectativas de inflación de Estados Unidos son variables exógenas que, en ausencia de una política monetaria anti-inflacionaria colombiana, ayudarían a determinar la inflación en nuestro caso.

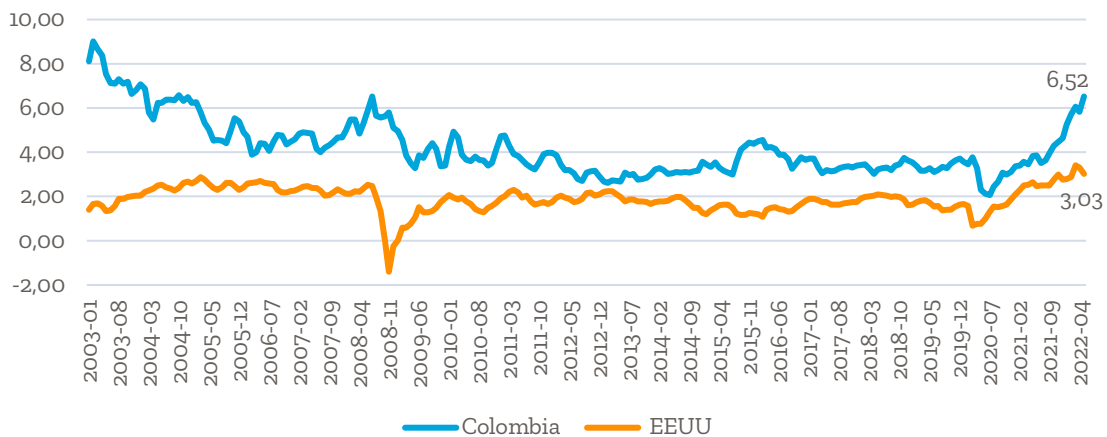
Figura 38. Colombia y Estados Unidos. Inflación anual mensualizada. Enero 2019 – mayo 2022.



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

En un ambiente de alta liquidez mundial, las expectativas de inflación de Estados Unidos y de Colombia han estado aumentando y desancladas (Figura 39). Los efectos macroeconómicos de la política monetaria anti-inflacionaria dependerán de que tanto crean los agentes en la capacidad de la autoridad monetaria de hacer todo lo que esté a su alcance para lograr controlar la inflación y llevarla a su nivel de largo plazo.

Figura 39. Expectativas de inflación para los próximos cinco años (implícitas en las negociaciones de títulos de deuda pública) enero 2003 – mayo 2022. % anual.

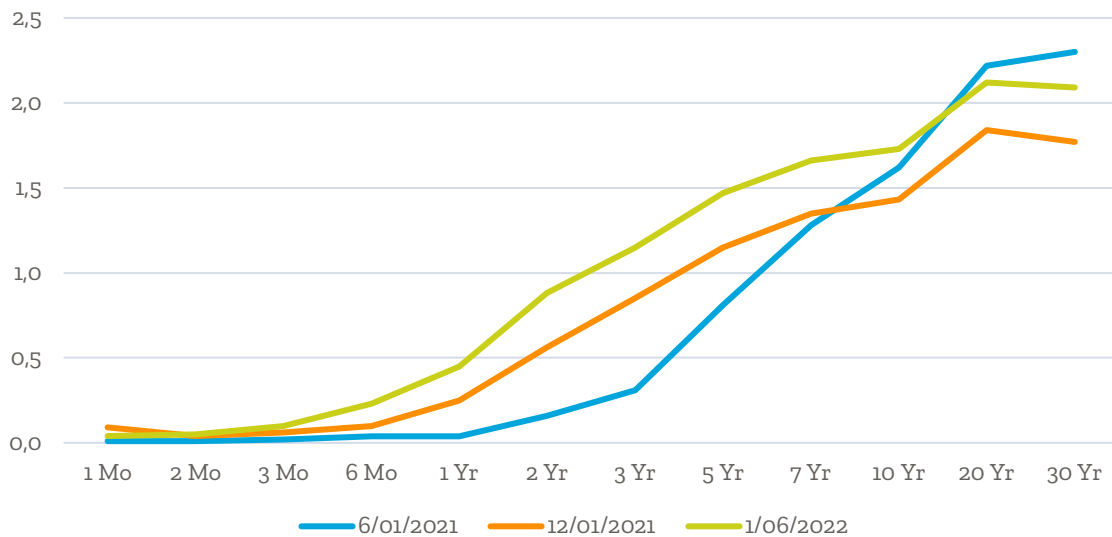


Fuente: Cálculos propios. Federal Reserve Bank of St. Louis (2022e) y Banco de la República (2022c). Para la expectativa en Estados Unidos se toma la variable "Breakeven Inflation Rate – Five Years". Para

Colombia la variable resulta de comparar las tasas de rendimiento “cero cupón” de los TES en pesos y en UVR.

Las mayores expectativas sobre su tasa de inflación media en los próximos 5 años están empujando al alza las tasas de rendimiento nominal de los títulos de la deuda pública estadounidense. Sorprende que los agentes estuvieran más optimistas en la lucha contra la inflación en diciembre del 2021 que en junio de 2022; sin embargo, **esperan que, a muy largo plazo, veinte o treinta años, finalmente baje la inflación** (Figura 40).

Figura 40. Curvas de rendimiento de los títulos de deuda pública (rendimientos del tesoro).



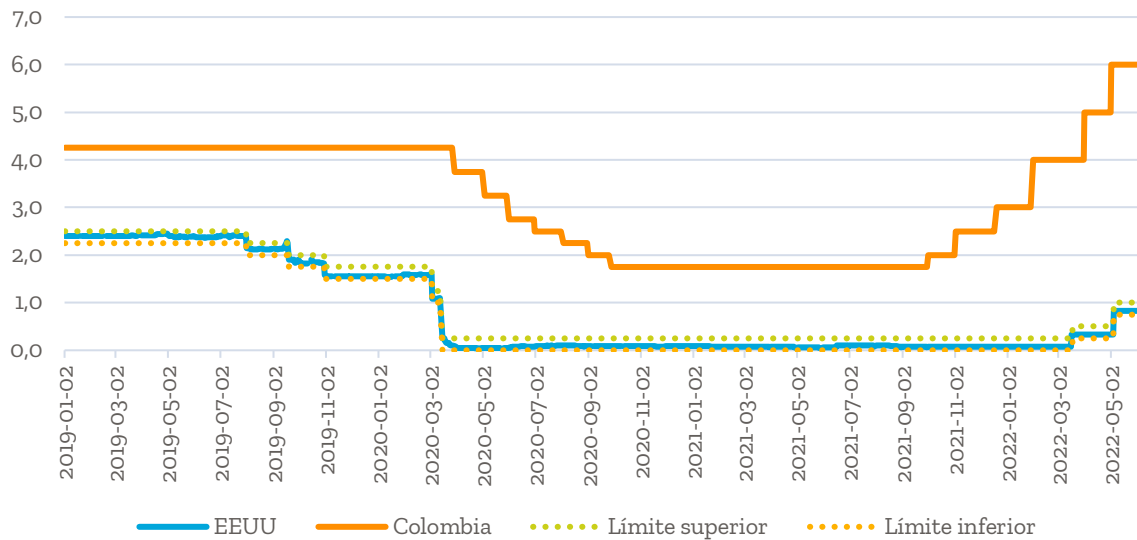
Fuente: U.S Department of the Treasury (2022)

4. Política monetaria

Es usual hacer mención de un dilema estático: El dilema entre crecimiento y política monetaria anti-inflacionaria. Exagerar este dilema es un caso de miopía. La sabiduría del hacedor de política monetaria consiste en saber, a tiempo, cuando hay que dejar de darle importancia a tal dilema para dársela a otro dilema: uno inter-temporal. Este último es el dilema entre dejar crecer la inflación hoy (tratando de evitar una reducción del crecimiento del producto en el corto plazo) **versus** lograr una reducción pronta de la inflación **a fin de evitar una caída de la tasa de crecimiento del producto en el futuro (mediano plazo)** que se causaría por aumentos de las expectativas de inflación que dan origen a mayores incrementos de costos y contracción de la oferta agregada de producto.

Así las cosas, la junta directiva del Banco de la República debería mantener su plan de aumentos de la tasa de interés de política hasta que se haga evidente que la tasa de inflación prevista para todo el año 2023 ha de ser compatible con el cumplimiento del rango meta de inflación.

Figura 41. Tasa de interés de política (Colombia) y tasa de "fondos federales" (Estados Unidos). 1 de enero de 2019 – 6 de junio de 2022. % (equivalente anual).



Fuente: Banco de la República (2022b) y *Federal Reserve Bank of St. Louis* (2022a,b,d)

Nuestro pronóstico de inflación para el año completo 2022 se ubica en el rango **7 – 9,5%** en vista de lo sucedido hasta mayo, pero también teniendo en cuenta lo que esperamos con respecto al entorno internacional y a la política monetaria colombiana.

Referencias

- Banco Central de Reserva del Perú. (2022) *Indicadores de riesgo para países emergentes*.
<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/mensuales/resultados/PNO1133XM/html>
- Banco de la República (2022a). *Inflación total y meta*.
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/inflacion-total-y-meta>
- Banco de la República (2022b). *Tasa de interés de política monetaria*.
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tasas-interes-politica-monetaria>
- Banco de la República. (2022c). *Tasa cero cupón en pesos y en UVR*.
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tes>
- Banco de la República. (2022d). *Tasa de interés de política monetaria*.
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tasas-interes-politica-monetaria>
- Banco de la República. (2022e). *Tasa representativa del mercado*.
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/trm>
- Bloomberg. (2022). Credit default Swaps, Ticker: CCOL1U5 Curncy. Retrieved from Bloomberg terminal.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Federal Funds Target Range - Upper Limit [DFEDTARU], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (2022a);
<https://fred.stlouisfed.org/series/DFEDTARU>
- Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Federal Funds Target Range - Lower Limit [DFEDTARL], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (2022b);
<https://fred.stlouisfed.org/series/DFEDTARL>
- Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Nominal Broad U.S. Dollar Index [DTWEXBGS], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (2022c);
<https://fred.stlouisfed.org/series/DTWEXBGS>
- Departamento Nacional de Estadística, DANE (2022a) Indices, series de empalme.
https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/ipc/may22/IPC_Indices.xlsx
- Federal Reserve Bank of New York, Effective Federal Funds Rate [EFFR], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (2022d);
<https://fred.stlouisfed.org/series/EFFR>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2022e). 5-Year Breakeven Inflation Rate [T5YIE], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/T5YIE>
- International Monetary. (2022). Inflation rate, end of period consumer prices.
<https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIEPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO/WORLD?year=2022>

Inveconómica. (2022). *Riesgo país EMBI, frecuencia diaria*.

<https://www.invenomica.com.ar/riesgo-pais-emb-america-latina-serie-historica/>

Bolhuis, Cramer y Summers. (2022). Comparing Past and Present Inflation. *NBER WORKING PAPER SERIES*. Working Paper 30116: <http://www.nber.org/papers/w30116>

U.S. Bureau of Labor Statistics, Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items in U.S. City Average [CPIAUCSL], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (2022f); <https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL>

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

U.S. Energy Information Administration, Crude Oil Prices: Brent - Europe [MCOILBRETEU], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (2022g); <https://fred.stlouisfed.org/series/MCOILBRETEU>

Capítulo 6

Balanza de Pagos, primer trimestre de 2022

Humberto Franco González¹⁴

1. Balanza de pagos T1 de 2022 versus T4 de 2021

Los resultados generales de la cuenta corriente de la balanza de pagos y de la cuenta financiera de dicha balanza durante el primer trimestre de este año T12022, en comparación con el cuarto trimestre del año anterior T42021, permiten manifestar que **el déficit de la cuenta corriente tuvo un leve descenso** en el periodo en consideración al pasar de -US\$5887,41 millones T42021 (-6,8% del PIB trimestral), a -US\$5366,75 millones T12022 (-6,4% del PIB trimestral). **Comportamiento similar tuvo la cuenta financiera** de la balanza de pagos al registrar US\$746 millones menos de entradas de capital neto en el T12022 en relación con el T42021.

En el caso de la **Cuenta corriente**, las cifras siguen indicando que la recuperación de la economía global, luego de la problemática de salud pública por todos conocida, mantiene la dinámica de las cuentas externas del país, pero que los semáforos de alerta siguen encendidos por la vulnerabilidad externa que se infiere de su déficit y lo oneroso de su financiación ante el endurecimiento de la política monetaria en ámbito internacional. Recuérdese que en esta cuenta se registran los ingresos de un país en relación con sus gastos y, en consecuencia, las posibilidades que se tienen para financiar la inversión con ahorro doméstico, el que dependerá de la mencionada relación ingreso-gasto; como estamos hablando de déficit se debe deducir 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.

Siguiendo con esta cuenta y su *performance* en los tres primeros meses de este año 2022, valga señalar que el protagonismo del su déficit lo tuvo el saldo deficitario de la balanza comercial de bienes, seguido por el de la renta de factores y por el déficit comercial de servicios (en su orden **-US\$3558 millones, -US\$3506 millones y -US\$1499 millones**), ya que, las transferencias se siguen constituyendo en el amortiguador de turno al registrar ingresos netos por valor de **US\$3197,49 millones** en el citado trimestre (Tabla 8).

¹⁴ Humberto Franco. Profesor 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

Tabla 9. Cuenta Corriente de Colombia resumida T42021 – T12022 (millones de dólares).

Cuenta/Periodo	T42021	T12022
Cuenta corriente	-5887,41	-5366,75
Crédito (exportaciones)	20 322,69	21 429,02
Débito (importaciones)	26 210,10	26 795,77
Balanza comercial. (Bienes y servicios)	-6129,03	-5057,82
Crédito (exportaciones)	15 412,78	16 418,33
Débito (importaciones)	21 541,81	21 476,15
Renta factorial (Ingreso primario)	-2693,29	-3506,42
Crédito	1668,99	1494,51
Débito	4362,28	5000,93
Transferencias corrientes (Ingreso secundario)	2934,91	3197,49
Crédito	3240,91	3516,18
Débito	306,01	318,69

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

Un mayor detalle, permite manifestar que la **reducción del déficit comercial de bienes y servicios**, resultado del incremento en las exportaciones y de una leve reducción de las importaciones, y los mayores ingresos por transferencias corrientes, con el tradicional protagonismo de las remesas, fueron determinantes en la mencionada reducción, pues la renta factorial presentó incremento en los egresos netos, generado por las mayores utilidades de las empresas que tienen inversión extranjera directa en el país. En el caso de la **balanza comercial**, mientras las **exportaciones** crecieron en **US\$1005,54 millones** (de **US\$15 412,78 millones** T42021 a **US\$16 418,33 millones** T12022) dado el gran aporte tanto de las ventas externas de productos tradicionales como el carbón el petróleo, el café y el ferroníquel, en los que los buenos precios internacionales fueron la constante, como el buen comportamiento de las exportaciones no tradicionales (textiles, alimentos y químicos), las **importaciones** se redujeron en **US\$65,67 millones** (de **US\$21 541,81 millones** T42021 a **US\$21 476,15 millones** T12022)¹⁵.

En el caso de los ingresos primarios o **renta de factores**, la mencionada desmejora en este rubro de la cuenta corriente (**-US\$813,13 millones**), al pasar de **-US\$2693,29 millones** T42021 a **-US\$3506,42 millones**, lo cataloga como el factor explicativo del freno a la reducción del déficit corriente del país en este periodo. Este hecho se explica por los mayores egresos de utilidades hacia los países de origen de las empresas externas que invierten en el país, principalmente las del sector petrolero. En este caso, mientras los ingresos factoriales sumaron **US\$1494,51 millones** en el T42021, soportados en ingresos obtenidos por inversionistas nacionales en el exterior y por la inversión nacional de cartera, los egresos factoriales en el mismo trimestre

¹⁵ En el análisis de la balanza comercial de bienes y servicios, debe resaltarse, adicionalmente, que a la reducción del déficit de esta cuenta, también contribuyó la disminución del déficit de servicios en US\$475 millones (de -US\$1973,57 millones a -US\$1499,50 millones), debido principalmente a la notable entrada de divisas al país provenientes de viajeros desde el exterior, además de que la depreciación del peso disminuyó el gasto en viajes hacia el exterior de los colombianos.

fueron de US\$5000,93 millones, explicados por pagos de dividendos e intereses por la inversión extranjera de cartera.

En relación con las **transferencias corrientes** o ingresos secundarios, se evidenció un incremento del **8,95%**, dado su paso de **US\$2934,91 millones** T42021 a **US\$3197,49 millones** T12022 (máximo registro trimestral histórico como porcentaje del **PIB** desde 2005), casi que igualando el saldo negativo de los pagos factoriales y, en consecuencia, haciendo menor el déficit en cuenta corriente. Dicho registro lo explican en mayor medida las **remesas** de los trabajadores colombianos residentes en el exterior, recursos que durante el T12022 ascendieron a **US\$2045,66 millones** aproximadamente y cuyos principales lugares de origen fueron América Latina, Estados Unidos y España.

En lo concerniente al desempeño de la **Cuenta Financiera** durante el trimestre en consideración se puede evidenciar en la **Tabla 10**, que en la financiación del déficit corriente de la balanza de pagos, la inversión directa se constituyó en la principal fuente de recursos externos hacia ese objetivo (**-US\$3844,28 millones** T12022 frente a **-US\$1027,45 millones** T42021), ello como resultado de la mayor entrada de recursos desde el exterior para la inversión en el país en relación con el leve repunte en la salida de recursos de nacionales hacia otros países. Los recursos llegados desde el exterior fueron invertidos en sectores como el financiero y en actividades de logística (transporte, comunicaciones y almacenamiento) y, por supuesto, en el sector petrolero dado el atractivo en el que se ha constituido el buen nivel del precio internacional del crudo. En el caso de la inversión colombiana en el exterior se puede manifestar que la misma fue direccionada hacia sectores como la minería, servicios financieros y servicios públicos.

En este sentido la **cuenta financiera**, incluyendo los activos de reserva, registró flujos de capital por valor de **-US\$4717,85 millones** T12022, cifra inferior en **US\$746,12 millones** a la registrada en el T42022. En estos flujos sobresalen en su orden la categoría **Inversión directa** (**-US\$3844,28 millones**), resultado de una mayor entrada de capitales externos y de un ligero repunte en la salida de estos recursos propiedad de colombianos, **Otra inversión** (**-US\$2420,68 millones**), y **Derivados financieros** (**-US\$377,14 millones**). En el caso de la **inversión de cartera** se presentó una reversión en relación con lo observado el T42021 en el que los ingresos de estos recursos alcanzaron **-US\$685,42 millones** frente a la salida de los mismos en el T12022 por valor de **US\$1797,31 millones**, lo que indica el pasar de un trimestre con entradas netas de estos recursos, a otro con salidas, indicando una reducción en el incentivo extranjero por activos financieros del país yendo, a su vez, en contraposición de la financiación del déficit corriente.

Tabla 10. Cuenta Financiera resumida de Colombia T42021 – T12022 (millones de dólares).

Cuenta/Periodo	T42021	T12022
Cuenta financiera	-5463,97	-4717,85
Inversión directa	-1027,45	-3844,28
Inversión Extranjera Directa IED (Pasivos netos incurridos)	2166,05	5186,34
Inversión de cartera	-685,42	1797,31
Derivados financieros	148,31	-377,14
Otra inversión	-4034,38	-2420,68
Activos de reserva	134,97	126,95
Errores y omisiones netos	423,44	648,90

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

Es importante destacar que dentro de la entrada de capitales al país, la **inversión extranjera directa** sigue jugando papel protagónico, si se tiene en cuenta el notable incremento observado entre el T42021 y el T12022. En efecto, mientras en el primero de los periodos mencionados estos recursos alcanzaron un monto de **US\$2166,05 millones**, en el segundo llegaron a **US\$5186,34 millones** lo que equivale a un incremento del **139,4%** entre los dos periodos. Finalmente, conviene señalar que en el primer trimestre del año se presentó un incremento en las reservas internacionales por valor de **US\$126,95 millones** como resultado de ingresos por intereses de **US\$137 millones** y pagos correspondientes a operaciones del Banco de la República con no residentes por valor de **US\$10 millones**.

2. Balanza de pagos T1 de 2022 versus T1 de 2021

Muestra del gran empuje que viene teniendo la economía colombiana desde mediados de 2020, sobre todo en el último año, al comparar el desempeño de las transacciones internacionales del país en el primer trimestre de este año 2022 T12022, con igual período del año anterior T12021, como sería de esperarse, dada la relación existente entre los ingresos vs. los gastos de las economías reflejados en los resultados de la **cuenta corriente**, tal como se comentó anteriormente, dicha cuenta evidencia un mayor déficit en relación con el que se tuvo en el T12021. De hecho, mientras en el T12021 el déficit corriente alcanzó los **-US\$3084,77 millones**, en el T12022 llegó a **-US\$5366,75 millones** (Tabla 11), es decir se incrementó **US\$2281,98 millones** entre los periodos analizados, lo que representa un crecimiento en términos porcentuales del **74%**. De modo que, como porcentaje del **PIB**, mientras el déficit corriente del país representó el **4,1%** en el primer trimestre de 2021, en el primer trimestre de este año T12022 llegó al **6,4%**, tal cual se había comentado con anterioridad, lo que representa un incremento de **2,3%**.

También se había mencionado que los desempeños de los componentes de la cuenta corriente y su forma de incidir sobre su resultado entre los trimestres T42021 y T12022 giraron alrededor de la reducción del déficit comercial, los mayores pagos netos de factores del exterior

y el acostumbrado superávit en las transacciones corrientes netas del país. En esta dirección no sobra recordar que entre estos trimestres el déficit se redujo en **0,4%** (de **6,8% a 6,4%**), recordatorio pertinente porque al comparar los trimestres **T12022 y T12021** (Tabla 11), objeto de análisis de esta sección, lo que se observa es el **incremento mencionado del déficit corriente en 74% (US\$2281,98 millones)**. En este caso, si bien se mantuvo la tendencia del crecimiento de los pagos netos de factores del exterior y del incremento en las transferencias corrientes, el déficit comercial de bienes y servicios también creció, contrastando con lo observado entre los trimestres T42021 Y T12022.

Tabla 11. Cuenta Corriente resumida de Colombia T12021 – T12022 (millones de dólares).

Cuenta/Periodo	T12021	T12022
Cuenta corriente	-3084,77	-5366,75
Crédito (exportaciones)	14 846,33	21 429,02
Débito (importaciones)	17 931,10	26 795,77
Balanza comercial. (Bienes y servicios)	-3758,73	-5057,82
Crédito (exportaciones)	10 778,27	16 418,33
Débito (importaciones)	14 537,00	21 476,15
Renta factorial (Ingreso primario)	-1776,21	-3506,42
Crédito	1366,16	1494,51
Débito	3142,38	5000,93
Transferencias corrientes (Ingreso secundario)	2450,17	3197,49
Crédito	2701,89	3516,18
Débito	251,72	318,69

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

En relación con lo acontecido con la **balanza comercial T12022 vs. T12021**, las cifras indican un crecimiento del déficit comercial con respecto al año anterior de **US\$1299,09 millones (US\$971,00 millones en la balanza de bienes y US\$328,29 millones en la balanza de servicios)**. 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, sobre todo, 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 insumos y de bienes de capital para la industria, seguidas por las compras de combustibles y lubricantes y las de bienes de consumo¹⁶.

Los ingresos primarios o **renta factorial** tuvieron un déficit de **US\$3506,42 millones**, resultados de ingresos por **US\$1494,51 millones** y egresos por valor de **US\$5000,93 millones**, superando ampliamente el déficit evidenciado un año atrás (**US\$1776,21 millones**), trimestre

¹⁶ El total de las exportaciones de bienes y servicios fue de 10 778,27 millones en T42021 y de 16 418,33, millones en T12022 para un incremento de US\$5640,05 millones entre los dos trimestres, en tanto que las importaciones sumaron US14 537,00 millones en T42021 frente a US\$21 476,81 millones en T12022, para un crecimiento de US\$6939,14 millones entre los dos trimestres (Tabla 11).

en el que los ingresos alcanzaron la cifra de **US\$1336,16 millones** frente a unos egresos por valor de **US\$3142,38 millones**. El **crecimiento del déficit en la renta factorial** evidenciado en los trimestres que se analizan, es atribuible sobre todo al pago de utilidades a las compañías que realizan la inversión extranjera directa en el país (**IED**), seguido por el pago de intereses por la inversión extranjera de cartera y por los pagos de intereses de créditos externos. Debe advertirse que el incremento en las utilidades de las empresas foráneas con este tipo de inversión fue generalizado, sobresaliendo las ganancias de las empresas vinculadas al sector de minas y canteras, con alto protagonismo del petróleo, seguidas por las obtenidas por los sectores de transporte y comunicaciones y por las pertenecientes a los establecimientos financieros y de servicios empresariales (Banco de la República, 2022b).

Por otro lado, y en relación con las **Transferencias corrientes** (ingresos secundarios), también se había anotado que estos ingresos en términos netos le representaron al país en el T12022 la suma de **US\$3197,49 millones**, superando a los recibidos en el T12021 en **US\$747,32 millones** cuando estos recursos alcanzaron la cifra de **US\$2450,17 millones**, es decir, una variación porcentual del **30,5%**. En esta oportunidad la variación trimestral comentada anteriormente, 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. Recordando 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, hecho que ha favorecido de manera especial a los hispanos, producto 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, 2022b).

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 2021 y 2022, permite evidenciar un crecimiento de **US\$2287,52 millones** en las entradas netas de capital al pasar de **-US\$2430,33 millones T12021** a **-US\$4717,85 millones** (incluyendo los activos de reserva), entradas netas de capital que en relación con el PIB equivalen al **5,6%** de dicha variable (**PIB** trimestral).

Como se había mencionado anteriormente, este resultado neto por componentes estuvo liderado por la **inversión directa (-US\$3844,28 millones)**, seguida por **otra inversión (-US\$2420,68 millones)**, y por los **derivados financieros (-US\$377,14 millones)**, pues la **inversión de cartera** presentó un valor de **US\$1797,31 millones**, al tener una mayor adquisición neta de activos financieros (**US\$2597,73 millones**) en relación con los pasivos netos incurridos por este tipo de inversión (**US\$800,42 millones**). De esta forma, las fuentes de financiación del déficit corriente del país se modifican un poco en relación con el cotejo T12021 vs. T12022 pues al considerar la comparación T12021 vs. T12022, es la inversión directa la que toma la vanguardia en T12022, cuando en T12021 lo había hecho el rubro otra inversión.

Tabla 12. Cuenta Financiera resumida de Colombia T12021 – T12022 (millones de dólares).

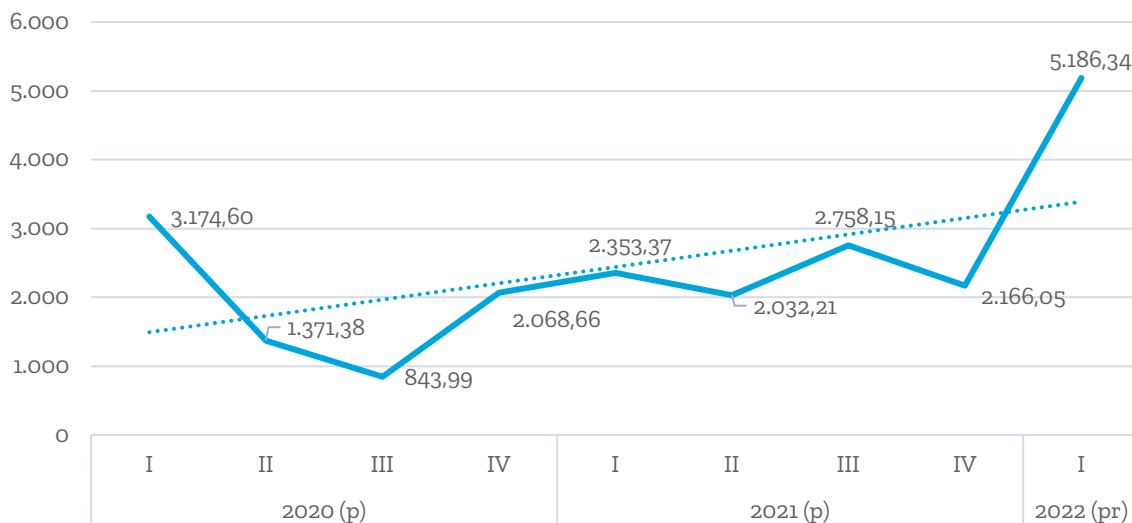
Cuenta/Periodo	T12020	T12022
Cuenta financiera	-2430,33	-4717,85
Inversión directa	-1484,71	-3844,28
Inversión Extranjera Directa IED (Pasivos netos incurridos)	2353,37	5186,34
Inversión de cartera	1318,83	1797,31
Derivados financieros	-320,86	-377,14
Otra inversión	-2133,72	-2420,68
Activos de reserva	654,44	126,95
Errores y omisiones netos	423,44	648,90

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

Nótese que la **inversión extranjera directa** tuvo una notoria mejoría entre los trimestres en consideración (**US\$2832,96 millones**, de **US\$2353,37 millones** T12021 a **US\$5186,34 millones** T12022), 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\$2622,70 millones** (de **US\$1314,05 millones** T12021, a **US\$3936,75 millones** T12022), mientras que en el segundo fue de US\$210,26 millones (de US\$1039,32 millones T12021, a **US\$1249,58 millones** T12022). Ahora, al considerar los componentes de esta IED y sus orígenes, conviene manifestar que el **45,4%** se correspondió a nuevas participaciones de capital, el **30,56%** a reinversión de utilidades y el **24,1%** a deudas entre empresas con relaciones de inversión directa (Banco de la República, 2022b).

Ahora, al revisar el comportamiento de esta importante fuente de financiación de la actividad productiva colombiana desde el exterior, la **Figura 42** es de bastante elocuente, pues en él se evidencia su notoria recuperación después de la pandemia, con algún nivel de volatilidad, a pesar de la problemática 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 por esta vía, lo que afortunadamente no ha ocurrido.

Figura 42. Inversión extranjera directa T12020 – T12022.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de la República, Balanza de Pagos junio de 2022

En el gráfico se observa tanto el gran salto de la **IED** entre el T42021 y el T12022 (de **US\$2166,05 millones a US\$5186,34 millones**), como su crecimiento anual al comparar las cifras del T12021 (**US\$2353,37 millones**) con el T12022 (**US\$5186,34 millones**) debiéndose enfatizar, adicionalmente, la tendencia creciente de este tipo de recursos, observada entre los años 2020 y 2022. Sin duda que esta es una noticia alentadora, pues **la inversión extranjera directa, 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.** Recuérdese que, si bien el sector minero energético es el mayor receptor de estos recursos, sectores como el de transporte y comunicaciones, el financiero, el comercio y el hotelero, además de la industria manufacturera, entre otros, también se vienen constituyendo en un atractivo para esta inversión¹⁷.

¹⁷ No obstante ser la IED en el sector minero energético la mayor a nivel de ramas de actividad productiva en el país, durante el T12022, esta fuente de recursos productivos tuvo su mayor foco en los servicios financieros y empresariales. En esta dirección, distribución porcentual de esta fuente de recursos durante el T12022, dice bastante al respecto: servicios financieros y empresariales 40%, minería y petróleo 23%, transporte y comunicaciones 13%, industria manufacturera 7%, electricidad 6%, comercio y hoteles 4% y resto de sectores 6% (Banco de la República, 2022b).

Referencias

Banco de la República. (2022). Estadísticas Balanza de Pagos, junio de 2022. <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-pagos>

Banco de la República. (2022b). Evolución de la Balanza de pagos y de la posición de inversión internacional, enero-marzo de 2022. Bogotá, D. C. junio. https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/ibp_ene_mar_2022.pdf

Capítulo 7

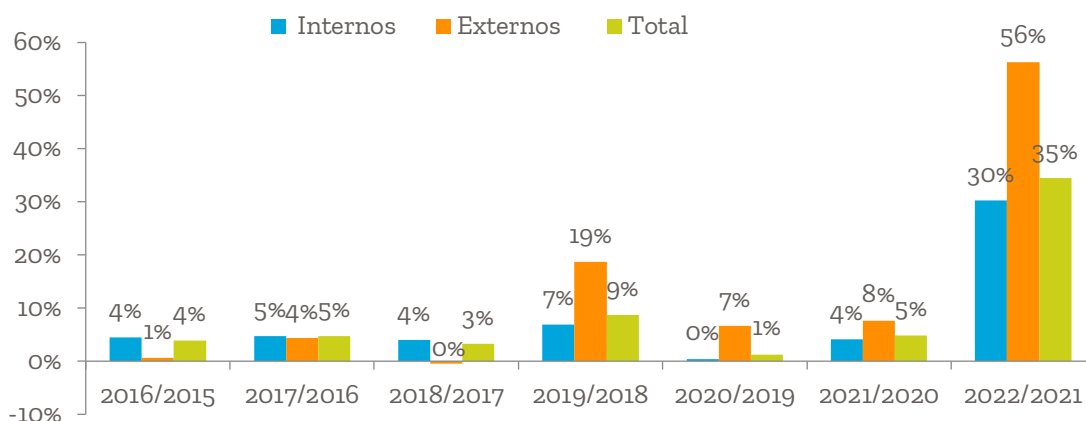
Ingresos tributarios, ejecución presupuestal y las finanzas públicas

Álvaro Hurtado Rendón¹⁸

Yohan Ríos Agudelo¹⁹

Después de un año 2021 donde la situación fiscal fue satisfactoria para Colombia, con un déficit total del Gobierno Nacional Central (GNC) del **7,1%** con respecto al PIB y un déficit primario del **3,7%** del PIB, la situación sigue siendo alentadora para las cuentas fiscales, en especial, en materia de ingresos tributarios brutos. Según las cifras de la Dirección de Impuestos y Aduanas nacionales (DIAN, 2022), se han presentado hasta el mes de abril unos ingresos tributarios año corrido de **74,4 billones de pesos**, mostrando un crecimiento nominal con respecto al año inmediatamente anterior del **35%**, siendo estos del orden de **55,3 billones**. Los ingresos tributarios totales, se encuentran explicados por un incremento nominal anual del **30%** en los ingresos por impuestos internos pasando de **46,1 billones** en 2021 a **60,1 billones** en 2022 y, de **56%** en los ingresos externos, donde en 2021 los ingresos fueron del orden de **9,1 billones** y para 2022 han sido de **14,2 billones** (Ver Figura 43).

Figura 43. Crecimiento nominal de los ingresos tributarios.



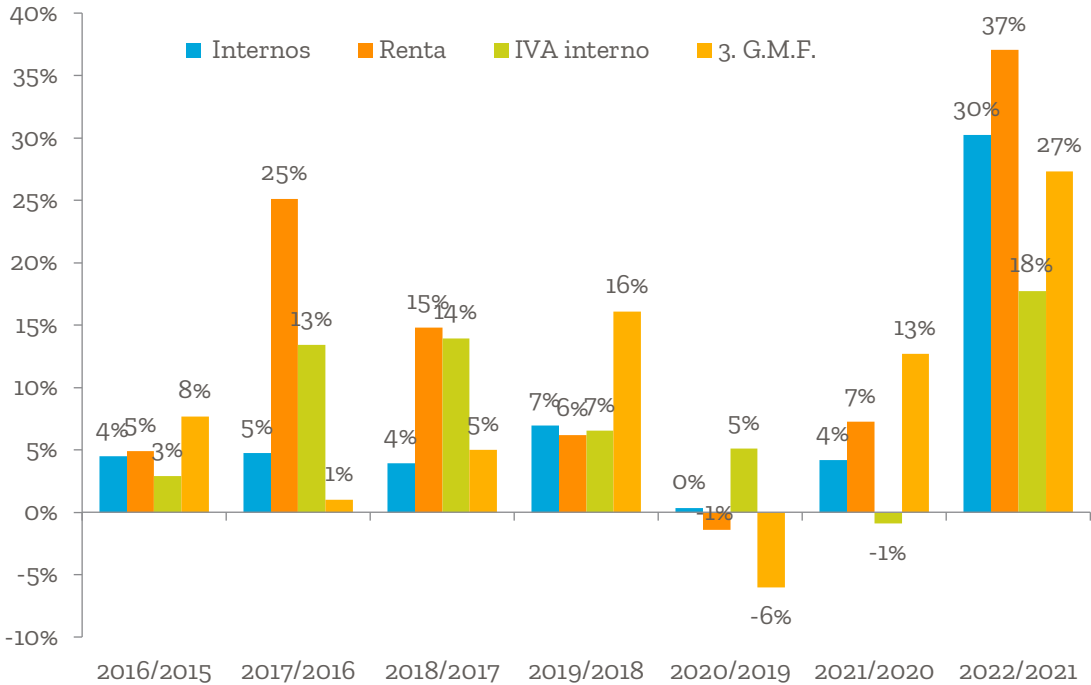
Fuente: Cálculos propios con datos de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN).

¹⁸ Álvaro Hurtado Rendón. Profesor 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

¹⁹ Yohan Ríos Agudelo. Estudiante de la Maestría en Economía y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: ysriosa@eafit.edu.co

Con respecto a la variación anual de los ingresos internos, estos se encuentran explicados en gran medida por los ingresos por Renta, IVA y por el Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF). Con respecto a la renta, su crecimiento anual de abril de 2022 con respecto a 2021 fue de **37%**, pasando de **26,2 billones** en 2021 a **35,9 billones** en 2022. Con respecto al IVA interno, este ha tenido un crecimiento anual nominal del **18%** con respecto a 2021, estos ingresos tributarios pasaron de **15,5 billones** en 2021 a **18,3 billones** en 2022. Con respecto al GMF estos pasaron de **2,9 billones** a abril de 2021 a **3,7 billones** a abril de 2022, mostrando un crecimiento anual nominal año corrido del **27%** (Ver Figura 44).

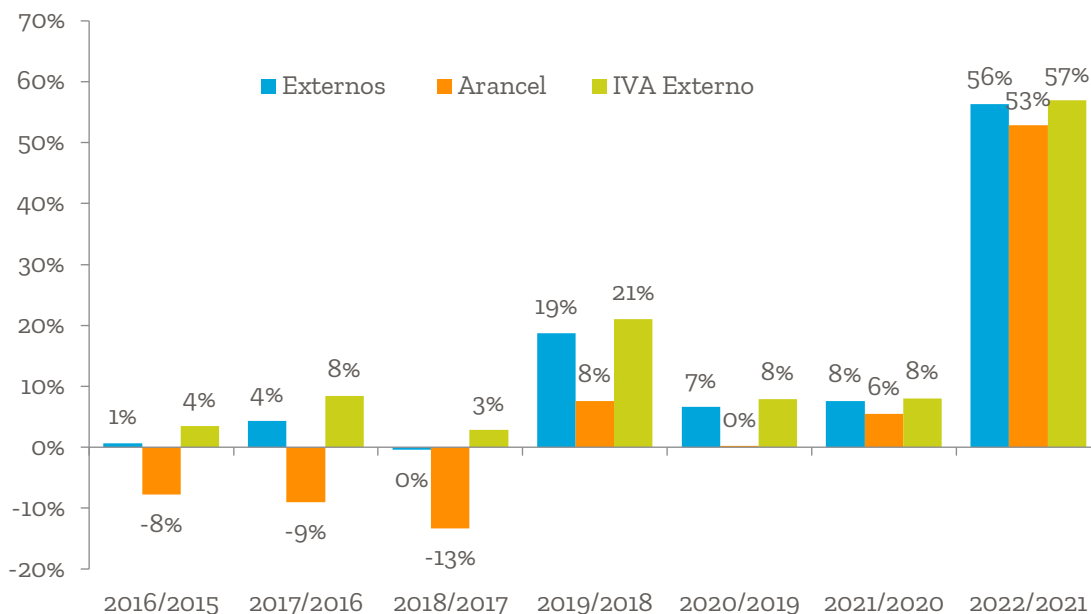
Figura 44. Crecimiento nominal de los ingresos tributarios internos.



Fuente: Cálculos propios con datos de la DIAN (2022).

Con respecto a los ingresos externos, estos se encuentran explicados en gran medida por el IVA externo, que creció un **57%** pasando de **7,7 billones** en 2021 a **12,2 billones** en 2022. El arancel externo paso de generar ingresos tributarios en el año 2021 de **1,3 billones** a **2 billones** en el 2022, mostrando un crecimiento anual nominal del **53%** (Ver Figura 45).

Figura 45. Crecimiento nominal de los ingresos tributarios externos.



Fuente: Cálculos propios con datos de la DIAN (2022).

Con respecto a las modificaciones presupuestales a abril por parte del Gobierno, se muestra que al Presupuesto General de la Nación (PGN) 2022²⁰ aprobado de **350,4 billones**, se le realizaron adiciones, aumentando en **1,9 billones** (**1,62 billones** por decreto 147²¹ y **0,263 billones**, por convenios interadministrativos), ascendiendo a un monto de **\$352,3 billones**²². La apropiación definitiva del total sin deuda asciende a **280,6 billones** y la inversión asciende a un monto de **69,6 billones** (Ver Tabla 13). De esta forma se tiene que el **59,9%** del **PGN** se asignó a funcionamiento, el **20,3%** para servicio de la deuda y el **19,8%** lo asignaron para inversión (MHCP, 2022a).

²⁰ Ley 2159 de 2021.

²¹ Saldos no comprometidos en 2021 de recursos del fondo de Mitigación de Emergencias (FOME).

²² Con estas adiciones se da continuidad a los programas de salud pública (pandemia), a los procesos electorales en el exterior, a el cumplimiento de mandatos de la Corte Constitucional relativos al pago de pasivos pensionales y abastecer las estancias de alimentación para los soldados y alumnos de las Unidades Militares (MHCP, 2022a).

Tabla 13. Modificaciones al Presupuesto General de la Nación, a abril de 2022.

Concepto	Ley 2159 12/11/21 Decreto 1793 21/12/21	Decreto 147 27/1/22	Convenios interadministrativos y otros	Traslados internos	Apropiación definitiva
	Inicial (1)	Adición (2)	Adición (3)	(4)	(5) = (1 a 4)
I. FUNCIONAMIENTO	209 107	1 620	263	(0)	210 990
Gastos de Personal	37 904	-	-	403	38 307
Adquisición de Bienes y Servicios	10 999	-	10	672	11 680
Transferencias	156 751	1 620	23	(1 094)	157 330
Gastos de Comercialización y Producción	1 427		230	(60)	1 597
Adquisición de Activos Financieros	490		-	60	550
Disminución de Pasivos	411		-	20	431
Gastos por Tributos, Multas, Sanciones e Intereses de Mora	1 095		-	(0)	1 094
II. SERVICIO DE LA DEUDA	71 665	-	-	-	71 665
Servicio de la Deuda Pública Externa	15 621	-	-	-	15 621
Principal	3 936		-	-	3 936
Intereses	11 581		-	-	11 581
Comisiones y Otros Gastos	104		-	-	104
Servicio de la Deuda Pública Interna	56 043		-	-	56 043
Principal	27 741		-	-	27 741
Intereses	26 639		-	-	26 639
Comisiones y Otros Gastos	411		-	-	411
Fondo de contingencias	1 252		-	-	1 252
III. INVERSIÓN	69 626	-	-	-	69 626
IV. TOTAL (I + II + III)	350 398	1 620	263	(0)	352 281
V. TOTAL, SIN DEUDA (I + III)	278 733	1 620	263	(0)	280 616

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022a).

Con respecto a la ejecución presupuestal al mes de abril, se tiene que del total apropiado se ha comprometido²³ el **36,6%**, que son aproximadamente **128,8 billones**; de estos se han obligado²⁴ **81,9 billones** que representan el **23,3%** y se ha pagado el **23,0%** que representa **81,05 billones**. Respecto al total comprometido se ha obligado el **63,6%** y se ha pagado el **62,9**. Del total obligado se pagó **98,9%**. Las apropiaciones sin comprometer ascienden a **\$223,5 billones** y del total sin deuda no se han comprometido **165,2 billones** (Ver [Tabla 14](#)).

Tabla 14. Ejecución del presupuesto General de la Nación. Miles de millones de pesos corrientes.

Concepto		Apropiación Vigente	Compromiso	Obligación	Pago	Apropiación sin comprometer
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5) = (1-2)
I.	FUNCIONAMIENTO	210 990	76 250	54 418	53 695	134 741
	Gastos de Personal	38 319	11 097	10 510	10 482	27 222
	Adquisición de Bienes y Servicios	11 691	7243	2490	2394	4447
	Transferencias	157 314	56 274	40 418	39 856	101 040
	Gastos de Comercialización y Producción	1597	891	280	244	707
	Adquisición de Activos Financieros	550	415	405	405	135
	Disminución de Pasivos	423	84	79	78	339
	Gastos por Tributos, Multas, Sanciones e Intereses de Mora	1095	245	237	237	850
II.	SERVICIO DE LA DEUDA	71 665	13 390	13 298	13 283	58 274
	Servicio de la Deuda Pública Externa	15 621	4362	4276	4261	11 259
	Principal	3936	998	987	981	2938
	Intereses	11 581	3342	3273	3271	8239
	Comisiones y Otros Gastos	104	22	16	9	82
	Servicio de la Deuda Pública Interna	56 043	9028	9022	9022	47 015
	Principal	27 741	1051	1051	1051	26 690
	Intereses	26 639	7773	7773	7773	18 867
	Comisiones y Otros Gastos	411	47	41	40	364
	Fondo de contingencias	1252	158	158	158	1094
III.	INVERSIÓN	69 626	39 164	14 254	14 077	30 461
IV.	TOTAL (I + II + III)	352 281	128 804	81 970	81 055	223 476
V.	TOTAL, SIN DEUDA (I + III)	280 616	115 414	68 672	67 772	165 202

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022a).

²³ Actos realizados por los órganos que en desarrollo de la capacidad de contratar y de comprometer el presupuesto a nombre de la persona jurídica de la cual hagan parte, se encuentren en el proceso de llevar a cabo el objeto establecido en los mismos (MHCP, 2022a).

²⁴ Monto adeudado por compromisos adquiridos por el valor equivalente a los bienes recibidos, servicios prestados y demás exigibilidades pendientes de pago, incluidos los anticipos no pagados que se hayan pactado en desarrollo de las normas presupuestales y de contratación administrativa (MHCP, 2022a).

Con respecto a la velocidad de ejecución²⁵ del **PGN** excluyendo deuda a abril de 2022, esta ha sido del **24,5%**, donde los gastos de funcionamiento han tenido una velocidad del **25,8%**, en particular los gastos de personal han tenido una velocidad de ejecución del **27,4%**. Los gastos de inversión han tenido una velocidad de ejecución del **20,5%** y, el servicio de deuda ha tenido una velocidad de ejecución del **18,6%** para la deuda total y, del **27,4%** para la deuda externa y del **16,1%** para la deuda interna (Ver **Tabla 15**). La ejecución teniendo en cuenta solo funcionamiento e inversión y, excluyendo el servicio de la deuda muestra que el **76,9%** de las apropiaciones **215,7 billones** se encuentran en Educación, Salud y Protección Social y Defensa y Policía (MHCP, 2022a).

Tabla 15. Ejecución del presupuesto General de la Nación. Miles de millones de pesos corrientes.

Concepto	Porcentaje de ejecución				
	Comp./Apro.	Oblig./Apro.	Pago/Apro.	Oblig./Comp.	Pago/Oblig.
	(6)=(2/1)	(7)=(3/1)	(8)=(4/1)	(9)=(3/2)	(10)=(4/3)
I. FUNCIONAMIENTO	36,1	5,8	25,4	71,4	98,7
Gastos de Personal	29,0	27,4	27,4	94,7	99,7
Adquisición de Bienes y Servicios	62,0	21,3	20,5	34,4	96,2
Transferencias	35,8	25,7	25,3	71,8	98,6
Gastos de Comercialización y Producción	55,8	17,5	15,3	31,4	87,3
Adquisición de Activos Financieros	75,5	73,5	73,5	97,4	100,0
Disminución de Pasivos	19,8	18,6	18,4	93,8	99,2
Gastos por Tributos, Multas, Sanciones e Intereses de Mora	22,4	21,7	21,6	97,0	99,6
II. SERVICIO DE LA DEUDA	18,7	18,6	18,5	99,3	99,9
Servicio de la Deuda Pública Externa	27,9	27,4	27,3	98,0	99,7
Principal	25,3	25,1	24,9	98,9	99,3
Intereses	28,9	28,3	28,2	97,9	99,9
Comisiones y Otros Gastos	21,5	15,1	9,1	70,5	60,0
Servicio de la Deuda Pública Interna	16,1	16,1	16,1	99,9	100,0
Principal	3,8	3,8	3,8	100,0	100,0
Intereses	29,2	29,2	29,2	100,0	100,0
Comisiones y Otros Gastos	11,4	10,0	9,8	87,3	98,5
Fondo de contingencias	12,6	12,6	12,6	99,9	100,0
III. INVERSIÓN	56,2	20,5	20,2	36,4	98,8
IV. TOTAL (I + II + III)	36,6	23,3	23,0	63,6	98,9
V. TOTAL SIN DEUDA (I + III)	41,1	24,5	24,2	59,5	98,7

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022a).

²⁵ Este definida como las obligaciones sobre la apropiación aprobada.

También existió un rezago presupuestal al cierre de 2021 que ascendió a **24,2 billones**, explicado por **8,1 billones** de funcionamiento, **5,1 billones** de deuda y **11 billones** de inversión (MHCP, 2022a). De estos faltan por pagar del total sin deuda **11,6 billones**, mostrando una relación pago sobre rezago del **39,1%** y del **31,1%** cuando se incluye la deuda.

Algunos elementos para reflexionar:

- Con respecto a la situación fiscal futura, existen una serie de elementos que deben abordarse, estos son: que sucede con la política tributaria en Colombia, cuál será la dinámica del **PIB** tendencial, cual será las proyecciones de ingresos y de gastos y, como resultado de estos elementos cual será la dinámica de la deuda pública colombiana.
- Con respecto al primer elemento, se tiene que según el Banco Mundial (2022), **Colombia necesita una mejor política tributaria**, que elimine una serie de elementos que generan problemas de equidad vertical y horizontal en el sistema tributario vigente. De esta forma hace un llamado para que las personas de ingresos medios sean conscientes, de que si desean una mejor educación, un mejor sistema de salud y un sistema pensional que tenga un mayor cubrimiento; **será necesaria una mayor base de tributación y, por ende, un mayor esfuerzo y compromiso con el pago de impuestos** por parte de los actores involucrados en la consecución de un mejor país.

De acuerdo con Posada *et al* (2022), se debe revisar el sistema tributario vigente, que está lleno de exenciones, deducciones y exclusiones, denominadas gastos tributarios. Según el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) (MHCP, 2022b), los gastos tributarios²⁶ representaron el **7,3%** del **PIB** en 2020 y el **7,8%** del **PIB** en 2021 (Ver [Tabla 16](#)). Explicados en gran medida por gastos tributarios en el IVA que ascienden a un valor de **54,8 billones** para 2020 (**5,5%** del **PIB**) y a **68,3 billones** para el 2021 (**5,8%** del **PIB**) y, en renta de 17,1 billones COP para 2020 (**1,7%** del **PIB**) y **23 billones** para 2021 (**2%** del **PIB**).

Tabla 16. Resumen de gastos tributarios 2020-2021.

Impuesto/Año	Costo fiscal		Var %	Como % del PIB	
	2020	2022		2020	2021
Renta**	17 149	23 089	34,60%	1,70%	2,00%
IVA	54 895	68 378	24,60%	5,50%	5,80%
Carbono	243	445	83,50%	0%	0%
Gasolina y ACPM	246	266	8,10%	0%	0%
Total	72 533	92 178	27,10%	7,30%	7,80%

**Incorpora el costo fiscal por las rentas exentas de las personas jurídicas, las rentas exentas y las deducciones imputables de las personas naturales, los descuentos tributarios, la deducción por inversión en activos fijos de las tarifas reducidas.

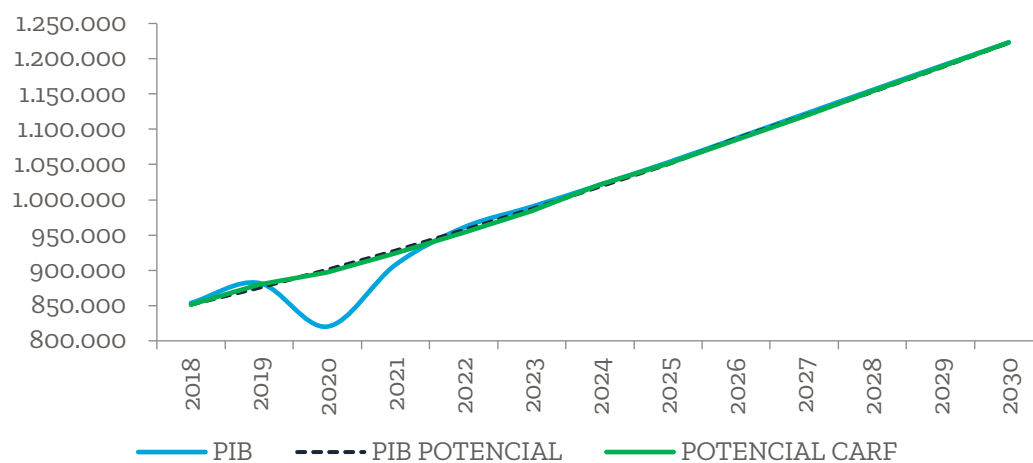
Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo (MHCP, 2022b, 273)

²⁶ Deducciones, exenciones y tratamientos tributarios especiales, que disminuyen la obligación tributaria para los contribuyentes.

Como resultado de esta situación se sugiere revisar todo el esquema de exenciones, exclusiones y deducciones y, se propone aplicar tarifas planas al recaudo del **IVA** y, al impuesto de renta de las personas jurídicas que pueden estar cercanas al **10%** en el primer caso y, al **28%** en el segundo (Ver Posada et al, 2022), para realizarlo se debe buscar eliminar en gran medida los gastos tributarios vigentes, presentados anteriormente. Además, se debe complementar dicha política, con una devolución dirigida a las personas de más bajos ingresos, con el objetivo de no afectar su capacidad de compra. En este caso solo es un marco de referencia que sugiere una revisión muy responsable de los gastos tributarios e intentar que las tarifas y políticas que se apliquen, logren conservar los elementos fundamentales de la tributación, llevando la economía a la tan anhelada equidad vertical y horizontal en la aplicación de los tributos.

El otro elemento que es fundamental para las Finanzas Públicas, es el cálculo del **PIB** tendencial²⁷. De acuerdo con los cálculos del Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF, 2022), es de aproximadamente el **3,24%** a partir del año 2025. En el caso del Grupo de Coyuntura de la Universidad EAFIT, utilizando un modelo de Equilibrio General (**CGE**) y, luego aplicando el Filtro de Hodrick y Prescott a las simulaciones, se encontró que es de aproximadamente el **3,0%**, y se cierra brecha a partir del 2026 (Ver Figura 46)

Figura 46. PIB potencial CARF vs. PIB potencial con simulaciones CGE.



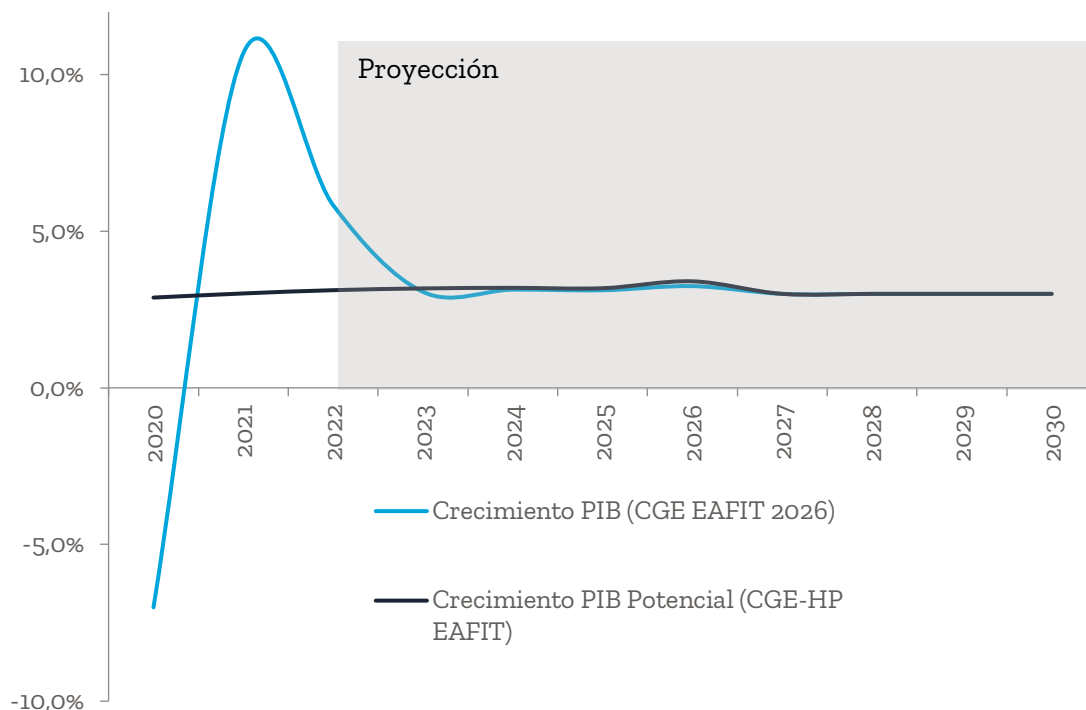
Fuente: DANE, cálculos propios.

La importancia de este cálculo radica en que la nueva Regla Fiscal, concebida en la Ley de Inversión Social (ley 2155 de 2021) obliga a tener en cuenta la brecha del producto y esta, tiene como elemento fundamental el cálculo del **PIB** tendencial. En la Figura 47 se establece la trayectoria simulada del crecimiento del **PIB** y del crecimiento del **PIB** potencial, estos logran equilibrarse a partir del año 2026, de acuerdo con la estimación realizada que tiene como base el modelo **CGE**. Queda una preocupación bastante elevada con los crecimientos proyectados,

²⁷ Según el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF, 2022a) el PIB tendencial es prioritario para la política fiscal, mientras que para la política monetaria lo fundamental es el PIB potencial.

este hecho se debe a que con lo que se vislumbra, la economía colombiana tendrá un crecimiento muy exiguo que no permite incrementar en gran medida los ingresos fiscales. El [Grupo de Coyuntura Económica](#) de la Universidad EAFIT, viene estableciendo desde pasados informes, que la mejor reforma tributaria que se puede realizar en Colombia, es generar las condiciones necesarias para obtener un mayor crecimiento económico y, este elemento consolidara ingresos tributarios estructurales más elevados.

Figura 47. Crecimientos PIB y PIB potencial estimados.



Fuente: DANE. Cálculos propios

Al realizar el cálculo entre el crecimiento económico y el grado de respuesta de los ingresos tributarios cuando varía el crecimiento, sin tener en cuenta las reformas o cambios en la administración tributaria de una economía, se pretende encontrar la elasticidad²⁸, cuya interpretación es la variación porcentual del ingreso tributario en términos porcentuales cuando varía porcentualmente el crecimiento (Cardoza, 2017). La forma funcional que se propone está dada por:

$$\ln(IT_t) = \alpha + \phi_1 \ln(PIB_t) + \varepsilon_t$$

²⁸ En la literatura se denomina a esta elasticidad como la boyanza.

Donde IT_t es igual a los ingresos tributarios totales (internos + externos) en términos reales, PIB_t es el **PIB** deflactado y ϕ_1 es la elasticidad sin tener en cuenta el ciclo económico²⁹. Al realizar los cálculos para Colombia (Ver [Tabla 17](#)), se evidencia que los ingresos totales tributarios tienen una variación porcentual de **1,16%**, es decir, cuando la economía crece en un **1%** los ingresos totales tributarios aumentan en **1,16%**. Los ingresos internos son los que explican mayormente esta relación, especialmente los **G.M.F**, ya que estos varían **1,51%**. Los ingresos externos tienen una variación porcentual menor en comparación con los ingresos internos, ya que estos variaron **0,59%** cuando el crecimiento varió **1%**. El caso relevante sucede con los Aranceles, dado que estos tienen una variación negativa del **0,74%** cuando el crecimiento aumenta **1%**.

Tabla 17. Elasticidad de los ingresos tributarios al crecimiento económico sin considerar el ciclo económico.

Ingresos totales	1,16%
Ingresos internos	1,40%
Renta	1,23%
IVA	1,08%
GMF	1,51%
Externos	0,59%
Arancel	-0,74%
IVA Externo	1,02%

Fuente: Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN, 2022). Cálculos propios.

De esta forma se pueden realizar algunas proyecciones acerca de los ingresos³⁰ y gastos del **GNC**, donde se puede advertir que la economía colombiana ha iniciado una senda de ajuste en materia fiscal y, que esta solo será posible si se consolidan los ajustes necesarios previstos en la regla fiscal. La situación fiscal proyectada del **GNC**, teniendo en cuenta los anteriores elementos muestra que (Ver [Tabla 18](#)):

²⁹ En esta estimación debe constatar que las variables tienen raíces menores a 1 por lo que los residuos son estacionarios en tendencia y la estimación se realiza por *Mínimos Cuadrados Ordinarios*.

³⁰ Tiene en cuenta elasticidades calculadas por el Grupo de Coyuntura de la Universidad EAFIT y los gastos son los proyectados dentro del MFMP (2021).

Tabla 18. Proyecciones de las cuentas fiscales del 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%	5,8%	3,1%	3,1%	3,1%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Crecimiento PIB Potencial (CGE-HP EAFIT)		2,9%	3,0%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
PIB real proyectado	881 958	820 169	907 764	960 711	990147	1 021 196	1 053 006	1 087 195	1 119 811	1 153 405	1 188 008	1 223 648
PIB nominal	1 061 730	1 004 439	1 168 165	1 335 594	1 436 618	1 531 949	1 625 627	1 727 177	1 830 807	1 940 656	2 057 095	2 180 521
PIB Potencial real	875 244	900 461	927 595	956 508	986 863	1 018 365	1 050 754	1 086 480	1 119 074	1 152 646	1 187 226	1 222 842
Ingresos Totales	172 000	153 679	190 411	220 868	258 428	287 881	316 782	340 114	359 955	382 757	407 004	432 787
Tributarios	148 642	131 581	160 039	196 827	226 822	254 178	281 018	307 298	327001	347 825	369 976	393 538
Recursos de capital	20 173	19 084	25 700	20 034	27 296	29 107	30 887	27 635	27 462	29 110	30 856	32 708
Resto	3185	3013	4673	4007	4310	4596	4877	5182	5492	5822	6171	6542
Gastos totales	198 543	231 021	273 350	297 837	326 112	329 369	343 007	371 343	389 962	413 360	434.047	462 270
Intereses	30 790	28 124	39 718	52 088	53 155	49 022	52 020	55 270	56 755	60 160	63 770	69 777
Funcionamiento	148 642	182 808	207 933	205 681	241 352	252 772	261 726	283 257	298 422	312 446	327 078	346 703
Inversión	18 049	20 089	25 700	40 068	31 606	27 575	29 261	32 816	34 785	40 754	43 199	45 791
Balance Total	(26 543)	(77 342)	(82 940)	(76 969)	(67 685)	(41 488)	(26 225)	(31 229)	(30 007)	(30 603)	(27 043)	(29 483)
Balance primario	4247	(49 218)	(43 222)	(24 881)	(14 530)	7 535	25 795	24 041	26 748	29 558	36 727	40 293
(Déficit/superávit GNC)/PIB-	-2,5%	-7,7%	-7,1%	-5,8%	-4,7%	-2,7%	-1,6%	-1,8%	-1,6%	-1,6%	-1,3%	-1,4%
(Déficit/Superávit Primario GNC)/PIB	0,4%	-4,9%	-3,7%	-1,9%	-1,0%	0,5%	1,6%	1,4%	1,5%	1,5%	1,8%	1,8%

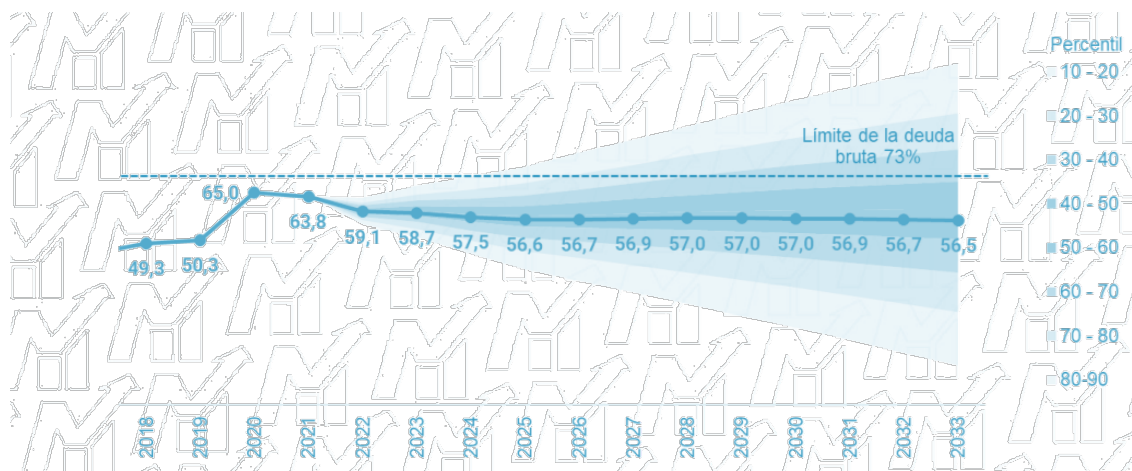
Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP, 2022). Cálculos propios.

Según las estimaciones realizadas, teniendo en cuenta las elasticidades tributarias en los ingresos tributarios y el esfuerzo fiscal de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN)³¹, además de los cálculos del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP, 2022) en los gastos del GNC³², se proyecta un déficit total del GNC que será de aproximadamente el **5,8%** del PIB, acompañado de un déficit primario del orden del **1,9%** del PIB para el año 2022. Este es un ajuste que llevaría rápidamente la economía a una senda donde se empezarán a alcanzar superávits primarios a partir del 2024 del orden de **0,5%** del PIB, logrando llevar a un superávit primario del orden del **1,8%** del PIB en el año 2030.

De esta forma, si el Gobierno, conserva una disciplina fiscal, regulada por la nueva regla fiscal que se estableció en la ley 2155 de 2021 y, alcanza un Balance Primario Neto del **-4,7%** para el 2022 (**62.7 billones**) y, del **-1.4%** del PIB (**20.1 billones**) para 2023, logrará establecer una senda de ajuste de la deuda.

Bajo este panorama y de acuerdo con MFMP (2022), la deuda bruta del GNC, debe iniciar una senda de ajuste que llevara a una deuda del **59,1%** como proporción del PIB en el año 2022, deuda que es mucho menor a la estimada en el año 2021 y, que llevará de manera gradual a una deuda que representara el **56,5%** del PIB en el año 2033 (Ver Figura 48).

Figura 48. Fan chart de la deuda bruta proyectada del GNC (% PIB) 2019-2033.



Fuente: MFMP (2022,187)

En síntesis, las cuentas fiscales del año 2022, empiezan a consolidar una senda de ajuste de la economía colombiana. Sin embargo, este ajuste será resultado de una disciplina fiscal, donde

³¹ De acuerdo con el MFMP (2022) para el año 2022, serán del orden de 10.8 billones COP. Corresponden al 0,8% del PIB.

³² Donde se tiene en cuenta los efectos del ajuste del Fondo de Estabilización de Precios del Combustible (FEPC).

el compromiso y el cumplimiento de la regla fiscal establecida en la ley 2155 de 2021 será primordial. Sin embargo, quedan preocupaciones en materia del **PIB** tendencial ya que no es claro, como una economía emergente como la colombiana presente cifras tan bajas, este elemento debe llevar a una reflexión profunda en materia de productividad y, de transformación productiva. Además, esta reflexión debe acompañarse de una mejor política tributaria por parte del gobierno, complementada con un mayor compromiso de los ciudadanos con respecto al pago de impuestos, considerando que un mayor nivel de bienestar de los ciudadanos conlleva una obligación mayor de recursos para el gobierno y, esto solo se logra con el compromiso compartido de los diferentes actores de una economía.

Referencias

- Banco Mundial. (2022). *Revisión de las finanzas públicas de Colombia*.
<https://www.bancomundial.org/es/country/colombia>
- Cardoza, M. (2017). *Boyanza y Elasticidad de los Ingresos Tributarios en América Latina y el Caribe*.
https://www.ciat.org/Biblioteca/DocumentosdeTrabajo/2017/DT_01_2017_Cardoza.pdf
- Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF). (2022). *Actualización del PIB Tendencial para Colombia: resultados para el MFMP 2022*. <https://www.carf.gov.co>
- 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). *Informe de la Comisión de Expertos en Beneficios Tributarios*. <https://www.dian.gov.co/dian/Documents/Informe-Comite-Expertos-DIAN-OCDE2021.pdf>
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP). (2022a). *Informe de Ejecución Presupuestal del Presupuesto General de la Nación, acumulado a abril de 2022*.
https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-194667%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP). (2022b). *Marco Fiscal de Mediano Plazo [MFMP]*.
https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-197017%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased
- Posada, C.E, Hurtado, A., Ríos, Y., Hurtado, I. (2022). *Hacia una mejor política tributaria*.
https://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/coyuntura-economica/Documents/Informe_Especial_Coyuntura_Economica_EAFIT_junio_2022.pdf

Capítulo 8

Resultados del sistema financiero colombiano y mercados financieros

Jaime Alberto Ospina Mejía³³

1. Resultados del sistema financiero colombiano al primer trimestre del 2022

1.1. Hechos destacables

- Al cierre de marzo del 2022, los activos del sistema financiero (propios y de terceros) alcanzaron **\$2446 billones**, con un crecimiento real anual de **2%**. De este valor total, los recursos propios alcanzaron **\$1200 billones (49,1%)**, mientras los recursos a terceros, incluyendo los activos de custodia, alcanzaron **\$1246 billones (50,9%)**. La relación de activos totales a **PIB** es de **197,6%**.
- La tendencia de los resultados del sistema financiero es positiva. En especial para los Establecimientos de Crédito (**EC**). A marzo de 2022, los **EC** alcanzaron resultados por **\$5.7 billones** (los bancos reportaron utilidades acumuladas por **\$5 billones**). Por su parte, las aseguradoras reportan **\$439 miles de millones**, seguido por las Instituciones Oficiales Especiales (**IOE**) que reportaron utilidades por **\$277 miles de millones**, le siguen en cuarto y quinto lugar las sociedades fiduciarias, intermediarios de valores con utilidades respectivamente de **\$118 miles de millones** y **\$47 miles de millones**.
- En contraste, las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías registraron resultados por **-\$11.7 miles de millones**. Los rendimientos de los recursos administrados de terceros fueron **-\$3.3 billones**, un aumento de **\$509 miles de millones** frente a marzo de 2021 (**-\$2.8 billones**), debido principalmente al comportamiento de los títulos de deuda.
- Todas las modalidades de cartera reportaron tasas de crecimiento positivas en marzo. El saldo bruto ascendió a **\$594 billones**, con lo cual el indicador de profundización se ubicó en **48% del PIB**. En términos reales la cartera bruta registró una variación anual de **3,9%**, 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.
- La cartera comercial creció **1%** anual en términos reales, mientras que la cartera de consumo fue la que más aportó al crecimiento del total de cartera, registrando un

³³ Jaime Alberto Ospina Mejía. Profesor 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

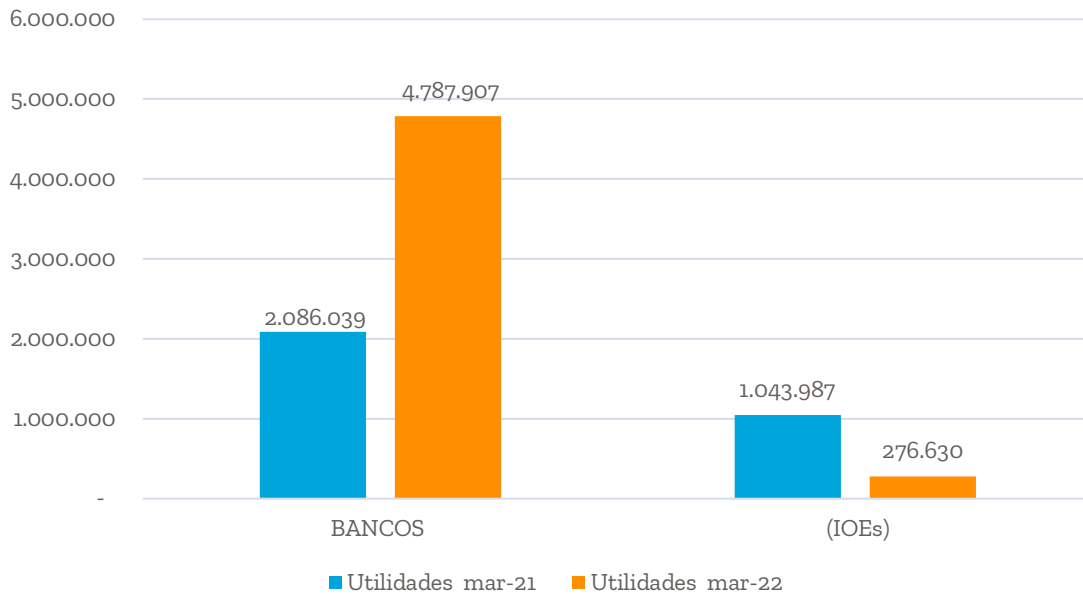
incremento del **8,6%** real anual. El portafolio de vivienda creció **4,7%** real anual, y finalmente el microcrédito reportó a marzo un crecimiento positivo del **1,9%** real.

- La calidad por mora, medida como la proporción entre la cartera vencida y bruta, fue **3,9%** para el total del portafolio. Por modalidad, microcrédito reportó un indicador de **6,4%**, seguido de consumo que se situó en **4,4%**, comercial que cerró en **3,6%** y vivienda en **3,1%**.
- 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 **12,6%** real anual, con un saldo de **\$37.3 billones**. El indicador de cobertura por mora, calculado como la relación entre el saldo de provisiones y la cartera vencida, se situó en **163%** en febrero.
- La recuperación en la dinámica de la cartera se ha traducido en reducciones en la participación de los activos liquidados en el total de los activos. Los Activos líquidos Ajustados (**ALM**) representaron el **13,4%** (**\$116 billones**) de los activos totales en febrero.
- Finalmente, El índice de solvencia de los (**EC**) para marzo, 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 **14,1%**.

1.2. Principales cifras de los establecimientos de crédito (EC) a marzo de 2022

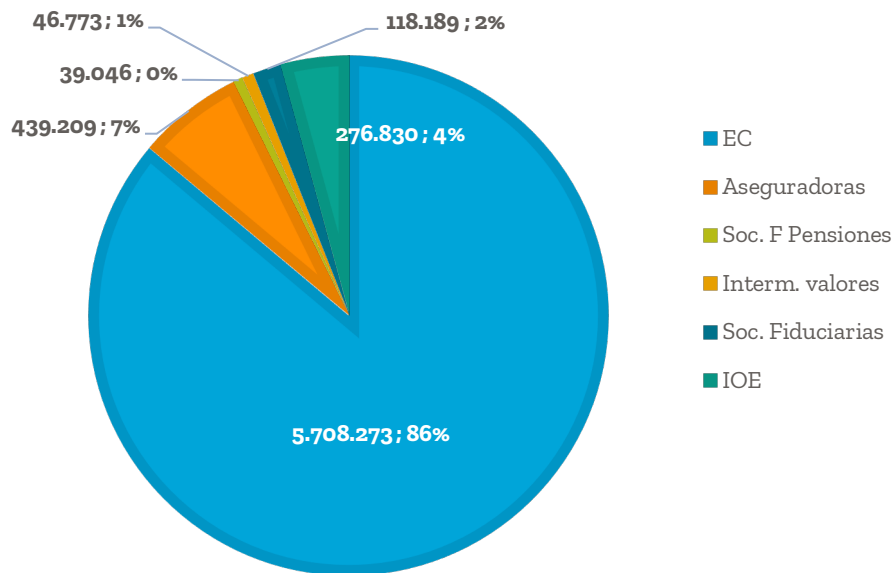
- Las utilidades de los bancos siguen incrementándose respecto al mismo periodo del año anterior en un **130%**. Mientras que las utilidades de las instituciones oficiales especiales (**IOE**) cayeron un **74%**. Estos resultados reflejan que continua la recuperación de los EC a pesar de que el efecto 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, esto 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 marzo 2021, es también importante destacar que han superado en un **74%** las utilidades de prepandemia que tenían en el mismo lapso del tiempo a marzo 2020. (**\$4.7 billones 2022 vs. \$ 2.7 billones 2019**)

Figura 49. Utilidades de la banca colombiana a corte marzo de 2022 en millones de pesos.



Fuente: Superfinanciera -SFC-, cálculos propios

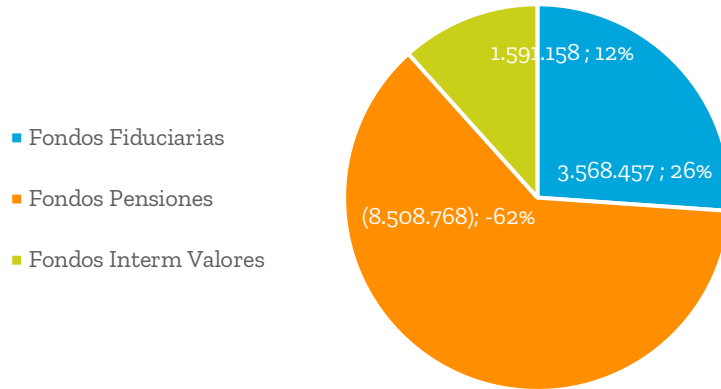
Figura 50. Utilidades Recursos propios (Millones de pesos).



Fuente: Superfinanciera -SFC-, cálculos propios

En términos agregados las utilidades de recurso propios a marzo ascienden a cerca de **\$6.7 billones**, mientras que las pérdidas acumuladas de los recursos a terceros ascienden a cerca de **\$3.4 billones**, de los cuales el **62%** se explican por las pérdidas en valoración de los fondos de pensiones.

Figura 51. Utilidades Recursos de Terceros (Millones de pesos).



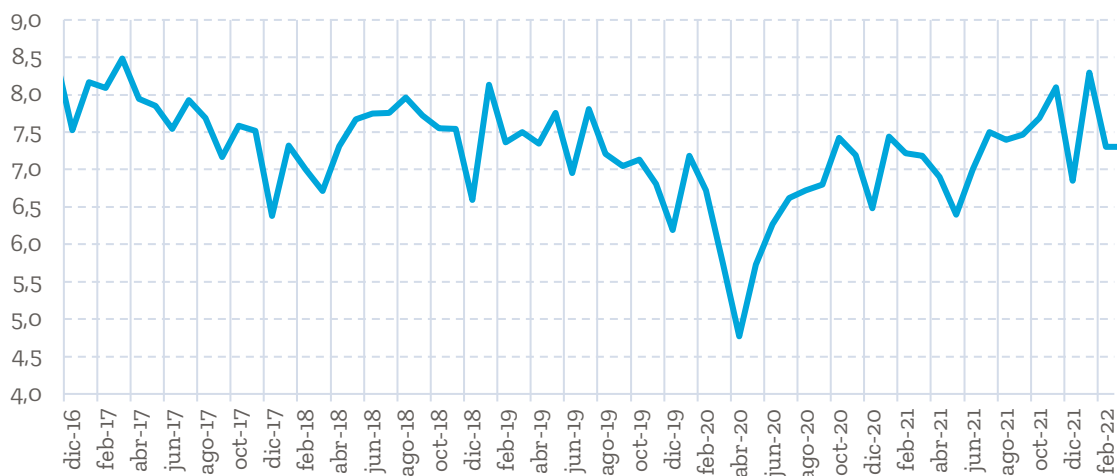
Fuente: Superfinanciera -SFC-, cálculos propios

1.3. Margen Financiero ex ante

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

En términos generales el margen de intermediación ex ante de los **(EC)** subió por una disminución de las tasas pasivas en el 2020 producto de una política monetaria expansiva para afrontar la pandemia. Si bien es cierto el margen tuvo un repunte en el 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 52. Margen intermediación Ex ante.

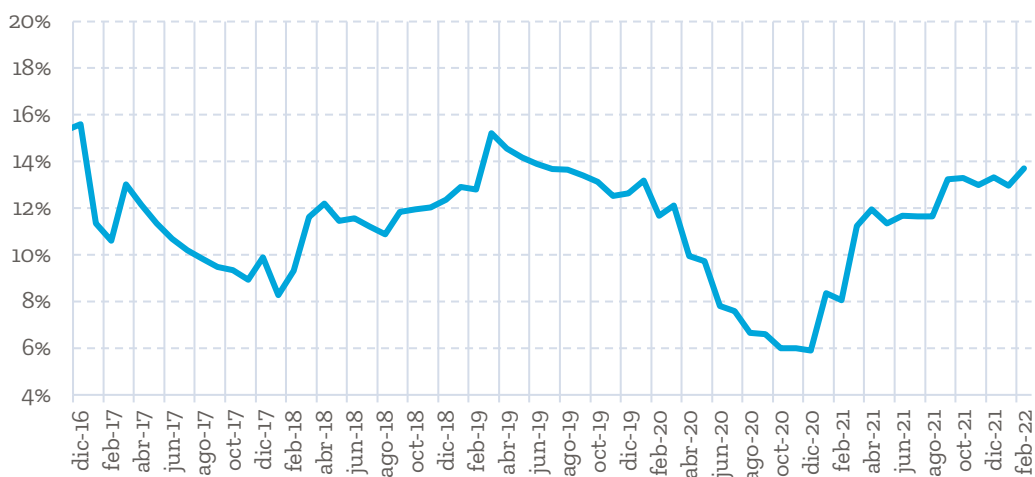


Fuente: Superfinanciera de Colombia -SFC-, cálculos propios

1.4. Rentabilidades de los EC

Al evaluar la evolución reciente del índice de rentabilidad del patrimonio (**ROE**) en Colombia, se evidencia que han presentado descensos desde diciembre de 2019 (pre-covid), producto del descenso en las utilidades por el efecto que tuvo la pandemia en la cartera de los **EC**. Sin embargo, 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. Actualmente el **ROE** tiende a estabilizarse en niveles del **13%**, que es el promedio que ha tenido en el último quinquenio. Actualmente la rentabilidad a febrero del 2022 se ha incrementado a niveles cercanos al **14%**, producto del mayor dinamismo de los ingresos por intereses y el menor gasto en provisiones que ha contribuido a la recuperación de la rentabilidad del activo y por ende del patrimonio.

Figura 53. Rentabilidad del patrimonio.



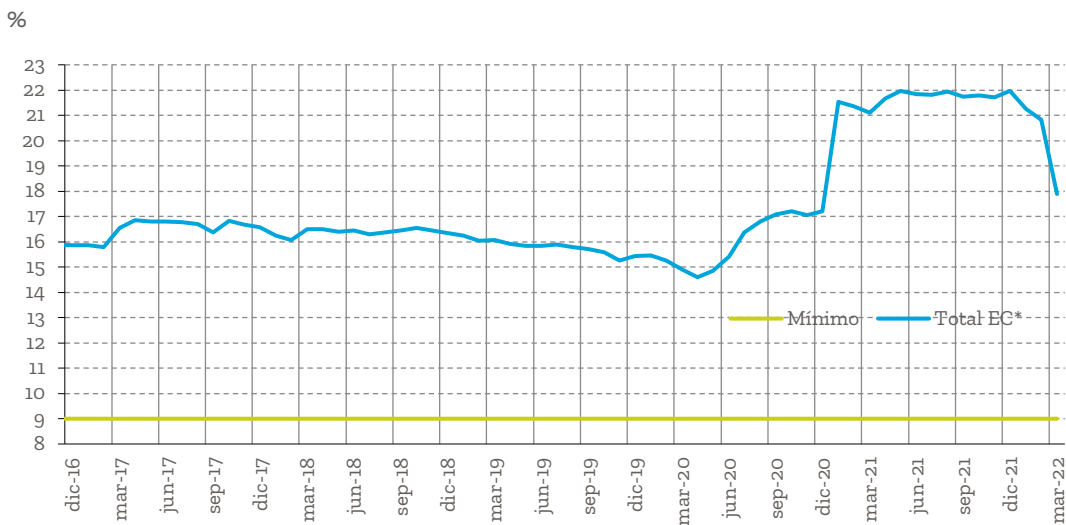
Fuente: Superfinanciera de Colombia -SFC-, cálculos propios

1.5. Índice de Solvencia

La solvencia total en marzo registro **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 **14,1%**, superando en **9,6%** 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 International (**BHI**) en Centro américa, lo cual generó una reducción de **\$14.5 billones** en su patrimonio básico y técnico.

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 54. Total, establecimientos de crédito.



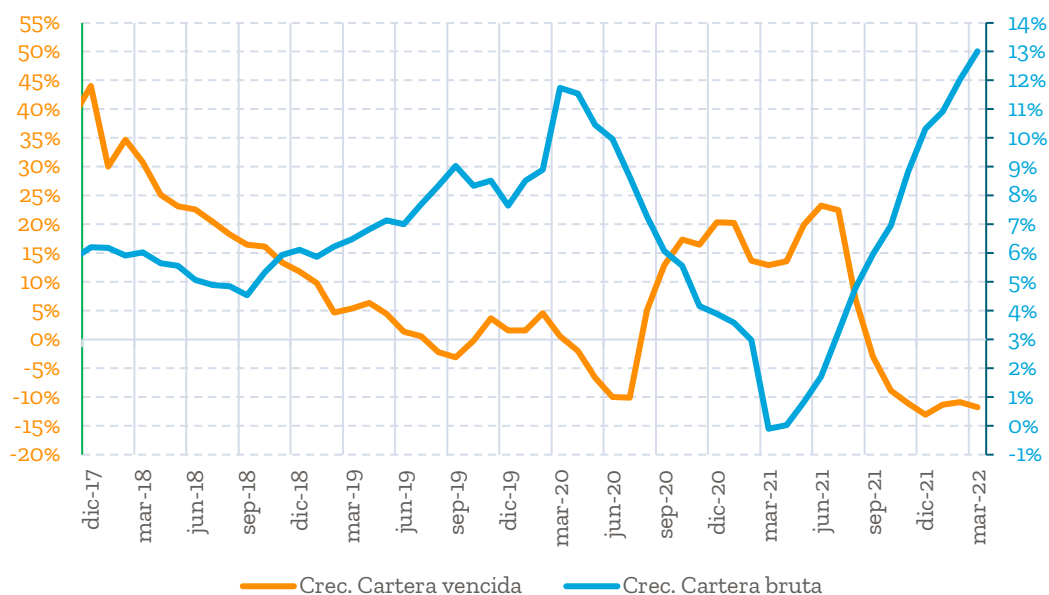
Fuente: Superfinanciera de Colombia -SFC

1.6. Crecimiento de la cartera

El saldo bruto en marzo ascendió a **\$594 billones**, con lo cual el indicador de profundización alcanzó el **48% del PIB**. En términos reales la cartera bruta registró una variación anual de **3,9%**, 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 **\$22.9 billones** en marzo, una disminución del **12,6%** real anual, consecuencia de la contracción del saldo vencido en la comercial, consumo, vivienda y microcrédito, respectivamente. La cartera al día alcanzó **\$571 billones**, lo que representa el **96%** del saldo total.

Figura 55. Crecimiento nominal cartera bruta versus cartera vencida.

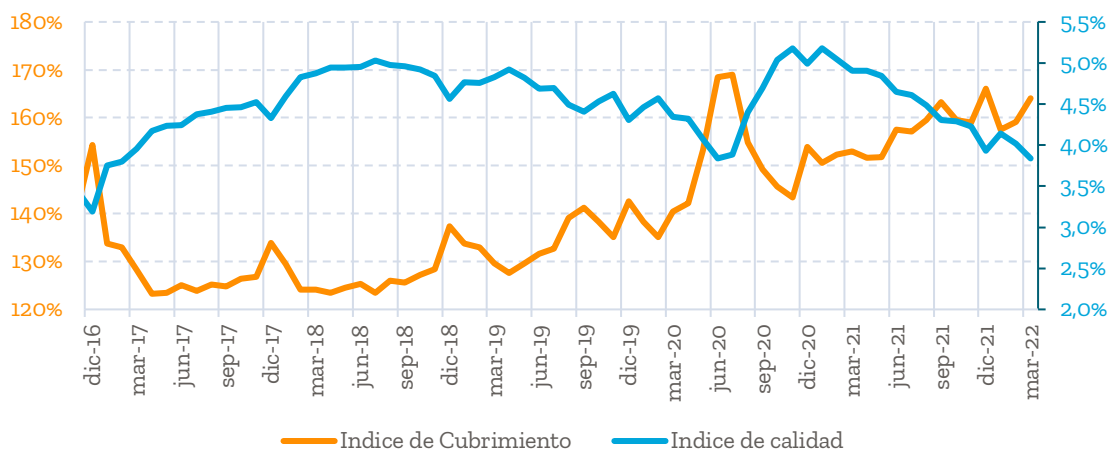


Fuente: Superfinanciera de Colombia -SFC, cálculos propios

1.7. Índice de calidad y cobertura

La calidad por mora en marzo, medida como la proporción entre la cartera vencida y bruta, fue del **3,9%** 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 **6,4%**, seguido del consumo que se situó en **4,4%** y comercial que cerró en **3,6%** y vivienda reportó el indicador más bajo entre las 4 modalidades de cartera al cerrar el mes en **3,1%**. 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), registro a febrero un **163%**, lo que se traduce en que por cada peso de cartera vencida los **EC** tienen cerca de **\$1.6** para cubrirlo.

Figura 56. Calidad de cartera vencida y cobertura.



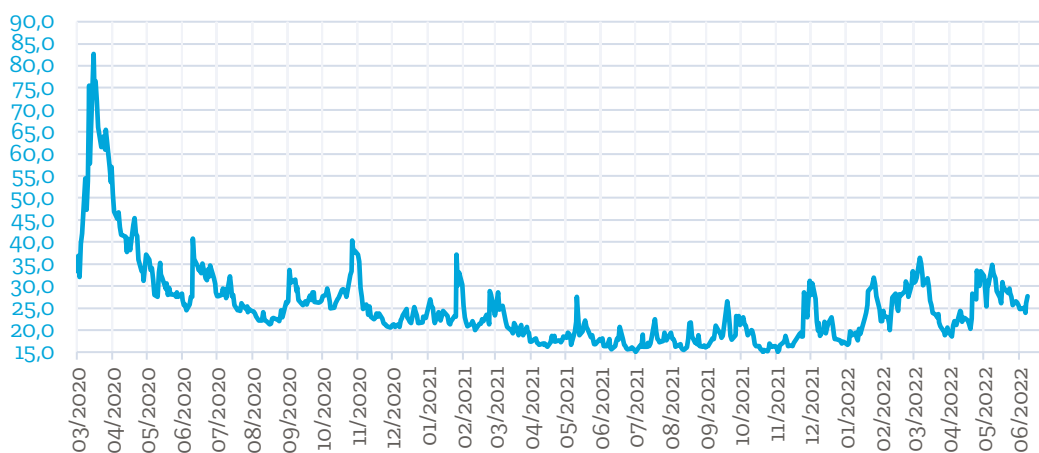
Fuente: Superfinanciera de Colombia -SFC, cálculos propios

2. Mercados financieros a corte de junio del 2022

2.1. Coyuntura Internacional

La volatilidad percibida por el VIX en meses pasados fue importante, por la incertidumbre generada que ha traído el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, afectando en gran medida los principales índices accionarios en el mundo, se destacan el índice S&P 500 y el índice DAX (índice accionario alemán) por su mayor correlación negativa con el VIX durante ese periodo. Sin embargo, en las últimas semanas, el *Volatility Index*, que mide la volatilidad de las opciones del S&P 500, cayó un **0,25%**, hasta **23,9** marcando un nuevo mínimo del mes y mostrando que hay una relativa tranquilidad en los mercados financieros por esta época.

Figura 57. Índice de Volatilidad del VIX.



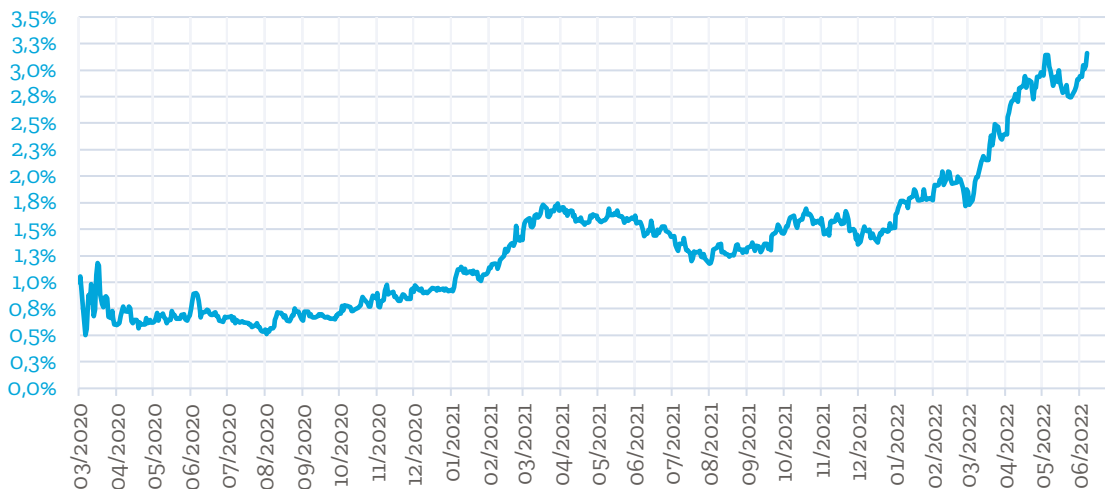
Fuente: Investing, cálculos propios

2.1.1. Renta fija

A pesar de una considerable reducción en el desempleo en Estados Unidos, las autoridades monetarias continúan con una preocupación alta por la inflación evidenciada en 2021 y lo que viene sucediendo en 2022, las presiones inflacionaria no parecen ceder por el momento, y ya alcanzan niveles anuales que superan el del **8%**, cifras que no se veían desde hace 40 años, el conflicto entre Rusia y Ucrania, ha generado un incremento importante en los precios de las materia primas y en especial del petróleo que ya supera los **\$120 dólares promedio el barril**, esto ha generado una importante presión inflacionaria, sumada a los problemas de abastecimiento de materias primas importantes para la industria que ha dejado el largo confinamiento.

La Reserva Federal (**FED**), comenzó el incremento programado de la tasa de interés a partir del mes de marzo, a pesar de que el *tapering* inició desde el año pasado. Estas expectativas se ven reflejadas en el incremento de la las rentabilidades de los títulos del Tesoro de EE. UU., que hoy se encuentran en niveles que alcanzan el **3%** y se encuentran exacerbadas con el nuevo dato de inflación alcista de mayo en EE.UU. que superó las expectativas del mercado (**1% mes; 8,6% U 12 meses**).

Figura 58. Estados Unidos. Tasa de interés de los bonos a diez años.

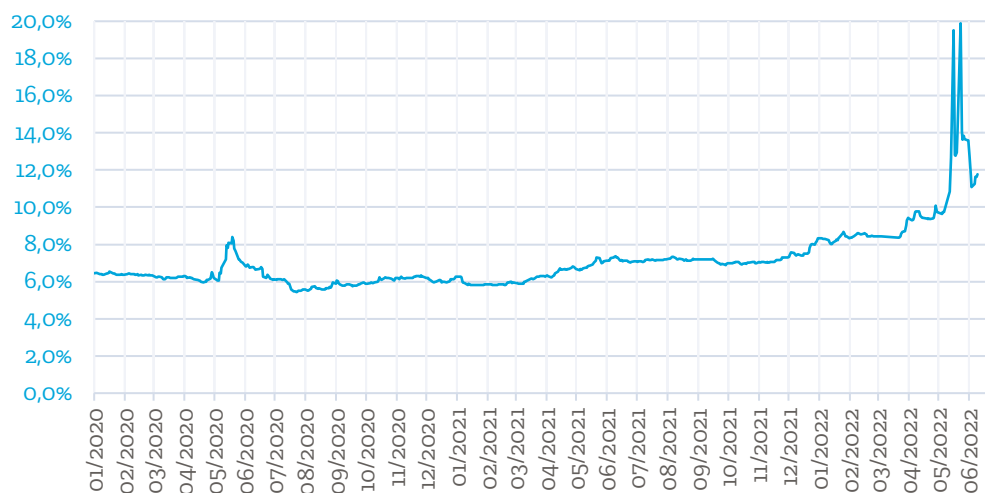


Fuente: Investing, cálculos propios

Como resultado de las sanciones y medidas restrictivas que tomaron en la comunidad internacional contra la invasión de Rusia al territorio ucraniano, los mercados reflejaron esto en un importante incremento en la prima de riesgo que deben pagar los títulos deuda emitidos por Rusia. En su momento se pensó en un *Default* inminente y que pronto se vería reflejado en una reducción de la calificación soberana que hoy en día es C (bonos calificados en grado especulativo) luego de que la calificadora Fitch ratings la degradara. Esto se vio reflejado en las tasas de interés de los bonos soberanos rusos a diez años que estuvieron en niveles cercanos al **20%**. Sin embargo, hoy, después de 3 meses del conflicto las tasas han bajado a niveles del **11%**, muy por encima de los niveles del **8%** en los que se encontraban antes de la invasión a Ucrania,

pero dando un compás de espera a lo que hace tan solo unos meses era un incumplimiento inminente.

Figura 59. Rusia. Tasa de interés de los bonos a diez años.



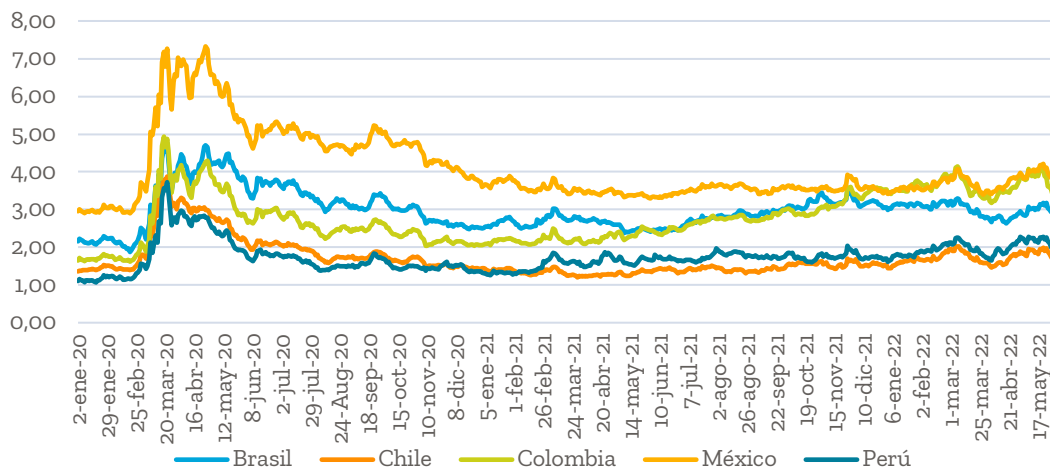
Fuente: Investing, cálculos propios

1.1.1.1 EMBI

El riesgo percibido en Colombia ha bajado unos **50 PBS** (puntos básicos) en promedio en la última semana ubicándose cerca de los **300 PBS** luego de los resultados de las elecciones en Colombia en la primera vuelta. El incremento que había llevado el EMBI Colombia a niveles de **400 PBS** obedecía a múltiples factores externos, una política monetaria restrictiva de la **FED**, y factores internos, especialmente en las últimas semanas que se está definiendo quien será el próximo presidente de Colombia para los próximos 4 años. Colombia hoy en día tiene una calificación BB+ a solo un nivel de volver a grado de inversión.

Los mercados financieros están muy atentos en conocer cómo va a enfrentar el nuevo Gobierno el déficit fiscal y la posición que tendrán hacia una política que continúe generando ingresos importantes para el país tomando como fuente básica los combustibles fósiles. Como es bien conocido el país que depende en un alto porcentaje de los ingresos por exportación de petróleo (aprox. un **40%**). La migración hacia fuentes de energía más limpias es sin duda un gran reto que tendrán para las próximas décadas los gobiernos de turno.

Figura 60. EMBI.



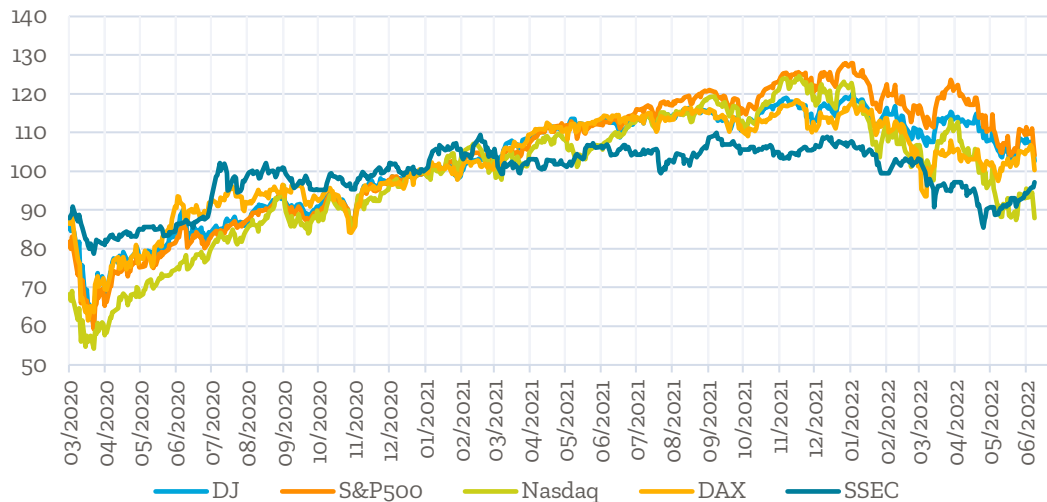
Fuente: Invenómica, cálculos propios

2.1.2. Renta variable

Desde hace un par de meses los principales índices más representativos a nivel mundial presentan un comportamiento bajista debido a la incertidumbre generada por la invasión a Ucrania por parte de Rusia, esto ha llevado a los inversionistas en todo el mundo a mantenerse alertas frente a la situación. Este hecho y las medidas de restricción de liquidez que vienen tomando los bancos centrales en el mundo impulsados por el alza de la inflación han afectado en gran medida los mercados financieros, principalmente el de Estados Unidos y Europa que ya venía golpeado por las altas expectativas de inflación que han generado en estas regiones el incremento en el precio de los recursos energéticos.

Actualmente, los mercados financieros están a la expectativa de las decisiones que tomen los bancos centrales en el mundo, precisamente esta semana el Banco Central Europeo (**BCE**) anuncio el inicio de una política monetaria más restrictiva, planeando subir los intereses en el mes de julio y disminuyendo la compra de títulos. Adicionalmente, esta última semana, antes de ser publicado el dato de la inflación en mayo de EE.UU., los mercados anticiparon el incremento de los precios, previendo en el futuro próximo una política monetaria más restrictiva por parte de los bancos centrales, en especial de la Reserva Federal (**FED**), lo que generó una importante caída de los principales índices accionarios mundiales.

Figura 61. Índices accionarios mundiales.



Fuente: Investing, cálculos propios

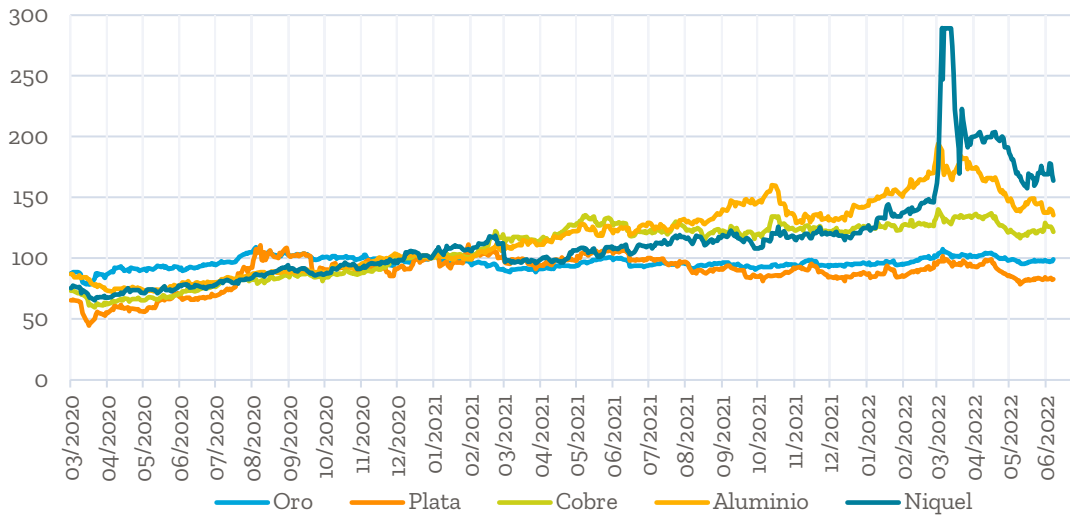
2.1.1.1 Materias Primas (Commodities)

Materias primas como el aluminio y el níquel tan importantes en el sector de la construcción, que tiene muchos usos en la economía mundial, tuvieron un incremento importante en sus precios en los últimos meses, esto como resultado de las restricciones en estos *commodities* que ha generado el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.

Adicionalmente, la guerra entre Rusia y Ucrania, puede afectar a Colombia de manera importante, en la medida que el país tiene sectores como el agrícola que dependen de la importación de insumos y fertilizantes, cuyos precios se han disparado en los últimos meses. **Un caso especial es el precio de trigo, donde el principal productor de mundo es Ucrania y el impacto que tiene este cereal en la cadena de alimentos es alta.** Finalmente, otro factor ya mencionado anteriormente **es el alto precio del petróleo, si bien puede mejorar las finanzas públicas de país, puede también impactar los precios del transporte lo que podría trasladarse al precio final de los bienes de consumo.** Actualmente a la fecha del informe el precio promedio del barril Brent se negocia en el mercado de futuros a **\$120 dólares.**

De otro lado, materias primas como el oro, la plata y el cobre continúan mostrando baja volatilidad en el precio. Se podría decir que actualmente los precios del níquel y aluminio que eran los que más volatilidad presentaban al comienzo de la guerra han disminuido, aunque aún no se llega a los niveles en que se encontraban antes del conflicto armado. Esta última semana, particularmente con lo sucedido con el dato de inflación de EE.UU., ha llevado a muchos inversionistas a posicionarse en el activo oro, lo que ha subido su precio.

Figura 62. Precio de las materias primas.



Fuente: Investing, cálculos propios

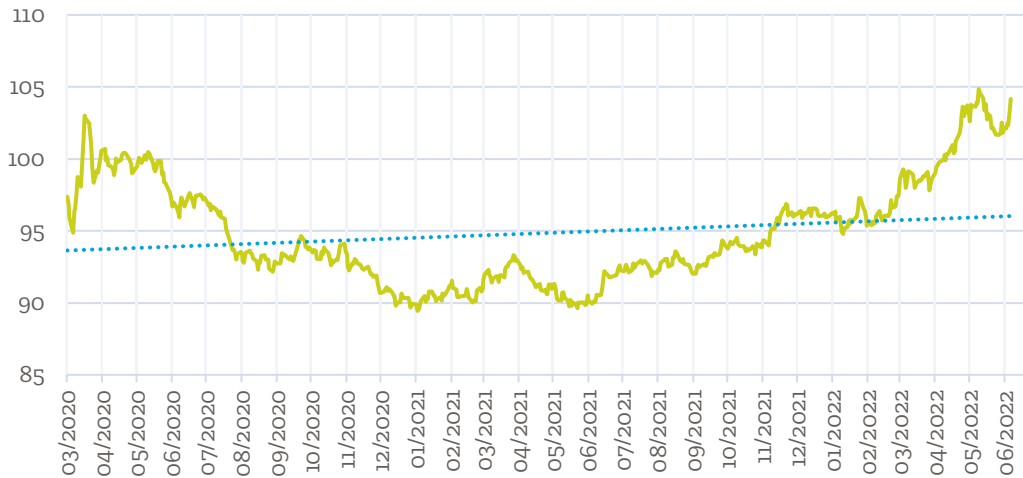
2.1.3. Monedas

3.1.1.1 Índice del Dólar (DXY)

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

Adicionalmente, mientras el dólar se siga utilizando en una mayor proporción en las transacciones que hay en nuestro sistema, desde el comercio internacional, hasta ahorro o inversión y, en la deuda, eso implicará que la presión de buscar esta moneda en nuestro sistema sea siempre importante, y lleve a la hegemonía del dólar como la gran moneda del sistema económico global. Finalmente, la interacción entre la desaceleración económica e inflación que se vive hoy en día lleva a una demanda de dólares significativa en nuestro sistema global.

Figura 63. Índice del dólar DXY.



Fuente: Investing, cálculos propios

2.2. Coyuntura Local

2.2.1. Monedas

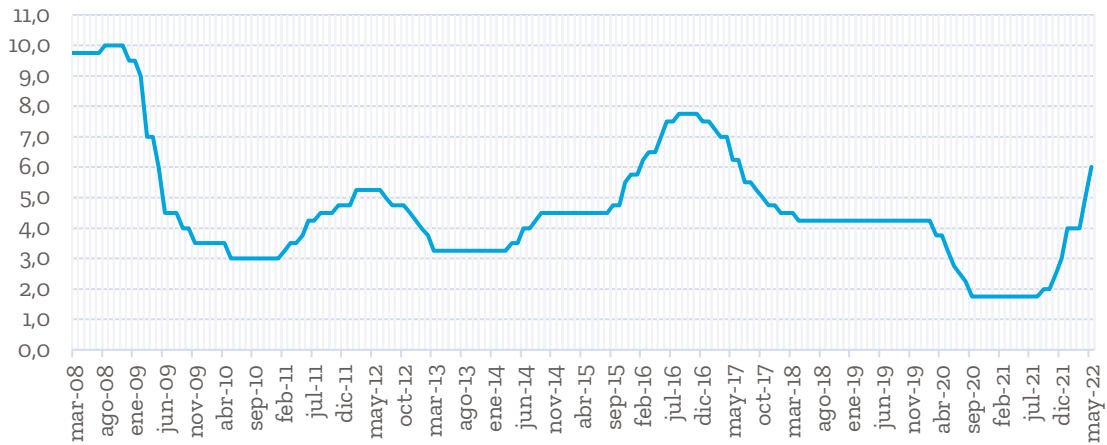
4.1.1.1 Tasa de intervención Banco de la República

Durante gran parte del 2020 y en una buena parte 2021, la tasa de intervención del Banco de la República se mantuvo en niveles del **1,75%** como medida de una política monetaria expansionista, solo a finales del año pasado comenzó el *tapering*, reducción de liquidez, e incrementos en las tasas de interés, retornando de nuevo a una política monetaria contraccionista, donde ya se evidencia un país que ha recuperado el crecimiento luego de lo sucedido en 2020 y 2021 con la pandemia.

Luego de las fuertes presiones inflacionarias de los primeros meses del 2022, la Junta Directiva del Banco de la República ha subido las tasas en diversas oportunidades, llegando a niveles del **6%** actualmente. Dejando de lado la política de gradualidad en las tasas, para lograr frenar la alta inflación y los efectos regresivos que pueda tener sobre la calidad de vida de todos los colombianos.

Las proyecciones por parte del consenso de los analistas económicos es que las tasas van a terminar este 2022 entre un rango de **7,5%** y un **8,5%**, con el objetivo de frenar el aumento de los precios que está evidenciando la economía colombiana, sin que ello vaya a implicar un frenazo en la demanda del crédito.

Figura 64. Tasa de interés de intervención del Banco de la República.



Fuente: Banco de la República, cálculos propios.

2.2.2. Renta fija

La curva de rendimientos de los TES colombianos de 10 años, ha superado con creces los niveles que se alcanzaron en marzo de 2020 (hoy en día niveles del **11%**). Este aumento sostenido en el rendimiento de los bonos durante un año se ha evidenciado en muchos países, luego de que estos acudieran al mismo método para sortear la crisis, bajando las tasas de interés y aumentando la oferta monetaria. Hoy en día vemos que la inflación está mucho más alta de lo proyectada, y esta situación se ha recrudecido con el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, incrementando los precios de las materias primas de muchos productos a nivel mundial.

Actualmente, en medio de un contexto de optimismo en el mercado local, la curva de TES en pesos exhibe valorizaciones generalizadas a lo largo de su estructura. El principal catalizador de esta dinámica ha sido los resultados de la primera vuelta electoral y un contexto más favorable a nivel regional, situación que originó una menor percepción de riesgo país. Ejemplo de ello, es el spread de los CDS a 5 años de Colombia que se acerca a los **200 PBS**.

Figura 65. Colombia. Tasa de interés de los bonos a diez años.



Fuente: Investing, cálculos propios

2.2.3. Renta Variable

El índice accionario de Colombia MSCI Colcap mantiene una tendencia positiva a diferencia de los demás mercados, esto puede deberse a que nuestro mercado no está tan expuesto al conflicto actual en Ucrania. **A pesar de la incertidumbre que pueden generar las elecciones presidenciales de Colombia, el mercado colombiano se mantiene sólido.** Este es un mercado que se caracteriza por ser poco líquido y para nada volátil, pero en los últimos meses ha experimentado movimientos poco vistos en la Bolsa de Valores de Colombia, gracias a las **OPAs** realizadas por el Grupo Gilinski, por las empresas del Grupo Empresarial Antioqueño, Sura y Nutresa. Estas **OPAs**, trajeron nuevos recursos al mercado colombiano, lo que además de mover al alza estas acciones, le ha dado un nuevo dinamismo al pequeño mercado accionario de Colombia. Solo dos años después, se puede decir que el mercado accionario en Colombia recuperó los niveles que tenía en prepandemia. Hasta el día de hoy, se han hecho siete opas por las diferentes empresas del **GEA** por parte del Grupo Gilinski, obtenido hasta el momento un **30,8%** de Nutresa y un **38%** del Grupo Sura. Actualmente hay una OPA en curso por el Grupo Argos que está por definirse luego de las elecciones presidenciales.

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

Figura 66. Índice accionario MSCI Colcap.



Fuente: Investing, cálculos propios

2.2.4. Mercado Cambiario

5.1.1.1 Tasa de cambio y Petróleo Brent

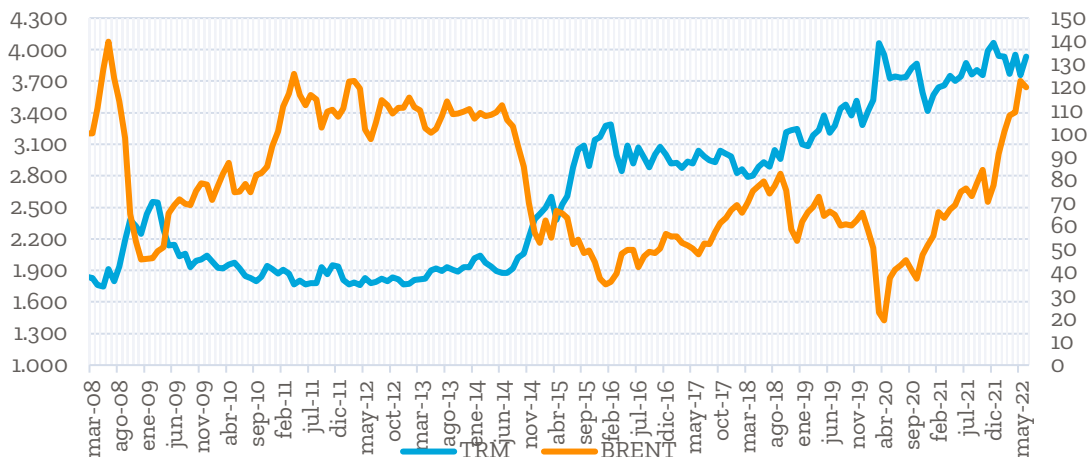
La Tasa Representativa de Mercado (**TRM**) colombiana ha mostrado cambios considerables en los últimos meses, explicado en buena parte por el alto precio alcanzado por el petróleo (hoy en día antes de esta publicación en niveles promedio de **\$120 dólares**), generado en gran parte por la reducción de la oferta mundial de petróleo por parte de Rusia y el incremento gradual de la producción por parte de la **OPEP**.

El peso colombiano, ha tenido una fluctuación muy alta en los últimos 6 meses, desde niveles máximos que superaron los **\$4100** a finales del 2021 hasta niveles mínimos **\$3750** como los que tuvieron luego de los resultados electorales de la primera vuelta presidencial en Colombia. En la última semana el temor de los mercados financieros hacia una política monetaria más restrictiva para combatir la inflación hizo de nuevo fortalecer el dólar respecto a la canasta de monedas en el mundo y Colombia no ha sido la excepción, depreciándose de nuevo a niveles superiores de **\$3900**.

Algo importante a tener en cuenta es **que, si estos precios del petróleo se mantienen altos, beneficiaran al país en materia de competitividad de la moneda y rentas que recibe el Estado a un buen precio**, pero también pueden aumentar los costos de muchos bienes cuyo componente importado es muy alto. No olvidemos que muchos medios de transporte en Colombia son terrestres para todo tipo de bienes y un precio del petróleo que permanezca alto por un prolongado periodo de tiempo implica una subida del precio de los combustibles, con las consecuencias que esto podría tener inflacionarias para todas las cadenas de valor.

Finalmente, factores estructurales como el riesgo país y el diferencial de rentabilidades entre la economía colombiana y estadounidense marcará una tendencia más estructural de la tasa de cambio en el largo plazo.

Figura 67. Tasa de cambio nominal (pesos/dólar) y precio del petróleo referencia Brent.



Fuente: Investing, cálculos propios

3. Consideraciones finales

Los resultados de los Establecimientos de Crédito en Colombia siguen en franca mejoría al comparar los resultados a corte de marzo con el mismo periodo del año anterior. El crecimiento de la cartera continúa mejorando en términos reales, y ya muestra un crecimiento positivo del **3.9%** lo que indica un punto de inflexión que se venía esperando desde hace un par de meses. Así mismo, el índice de calidad de la cartera se mantiene en niveles del **4%**.

De otro lado, las rentabilidades de los **EC** a corte de marzo continúan recuperándose, y cada vez se acercan más al promedio de rentabilidad patrimonial del sector en el último quinquenio, alrededor del **13%**. Todo esto continúa acompañado con la estrategia de un fortalecimiento patrimonial de los **EC**, lo que muestra el compromiso que mantiene el sector financiero con el fortalecimiento patrimonial en el largo plazo.

El comportamiento de los mercados financieros, el precio del dólar y el petróleo dependerán en gran medida de que tan fuerte sean las medidas que tome la Reserva Federal (**FED**), de una política monetaria más restrictiva, sujeta en gran parte a las expectativas de inflación y al nivel de actividad económica que se espera tenga el 2022 con el fin de la pandemia pero también al mismo tiempo con la incertidumbre que hoy en día genera a nivel mundial el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, que amenaza con un shock de oferta a nivel mundial en los precios de importantes materias primas, y que a la fecha ya cumplió 90 días.

Es por ello, que ya algunos analistas están hablando de una posible estanflación, una recesión acompañada de inflación, la cual tendría replanteando a los Bancos Centrales del mundo en la manera como se debe lograr un aterrizaje suave que permita controlar los precios sin volver peor el remedio que la enfermedad.

Referencias

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

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

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

Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). (2022). *Actualidad del sistema financiero colombiano*. <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/informes-y-cifras/informes/informe-actualidad-del-sistema-financiero-colombiano/resultados-del-sistema-financiero-colombiano-marzo-de--10111527>

UNIVERSIDAD
EAFIT[®]

Vigilada Mineducación

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

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