

PROYECCIONES
Económicas
ABRIL - JUNIO DE 2022

ISSN 2745-0902



MERCADO DE CAPITALES
ESTADOUNIDENSE EN CAÍDA LIBRE



PROYECCIONES ECONÓMICAS
DE ANIF



PROYECCIONES DEL MUNDO
Y LA REGIÓN

CONTENIDO



EDITORIAL 3



1. MERCADO DE CAPITALES ESTADOUNIDENSE EN CAÍDA LIBRE 4



2. PROYECCIONES ECONÓMICAS DE ANIF

- EL crecimiento económico del primer trimestre consolida la recuperación económica 10
- Mercado laboral 17
- Situación monetaria y financiera 26
- Análisis de la inflación 31
- Análisis de la situación fiscal 36
- Resultados de la cuenta corriente al primer trimestre de 2022 45
- Resultados de la cuenta de capitales al primer trimestre de 2022 49
- Tasa de cambio 52
- Proyecciones económicas de ANIF para Colombia 56



3. PROYECCIONES DEL MUNDO Y LA REGIÓN 57

- Producto Interno Bruto
- Cuenta Corriente
- Inflación
- Tasa de desempleo

Es una publicación de
ANIF-Centro de Estudios Económicos

Presidente de ANIF
Mauricio Santa María S.
Vicepresidente de ANIF
Anwar Rodríguez C.
Investigador Jefe de ANIF
Daniela Escobar L.
Investigadores
Camila Ciurlo A.
José Antonio Hernández R.
Laura Llano C.
Norberto Rojas D.
Erika Schutt P.
Camilo Solano C.
Daniel Escobar A.
Fabián Suárez N.
Samuel Malkún M.
Daniel Franco L.
Lina Ramírez V.

Diseño y producción electrónica:
Brigitte Avellaneda C.

PBX: 744 67 00
Dirección: calle 70A No. 7-86
Correo electrónico: anif@anif.com.co
Página web: www.anif.com.co

Esta publicación tiene carácter
confidencial y exclusivo.
Se prohíbe su reproducción con fines
de publicación o divulgación a terceros.
Este documento se finalizó el
30 de junio de 2022.

EDITORIAL

En esta nueva edición de Panorama damos a conocer los resultados y perspectivas del país y de nuestros principales socios comerciales en el primer trimestre de 2022. Las cifras de crecimiento para Colombia en el primer trimestre fueron muy positivas, el PIB se ubicó en 8.5% anual y sorprendió a alza a analistas y mercados.

Por otro lado, los colombianos ya decidieron quien llegará a presidir el país en agosto. Pese a las buenas cifras de crecimiento para 2022 y las proyecciones para el cierre del año, los retos en materia fiscal, laboral y pensional no pueden aplazarse más. En el frente fiscal, la deuda de Colombia está muy alta, las necesidades sociales crecen y la pandemia dejó gastos significativos que habrá que ir desmontado. Prioridad absoluta entonces, más allá de las cifras optimistas del Marco Fiscal de Mediano Plazo, es adelantar una reforma tributaria que genere ingresos estructurales estables a futuro. Además, los ingresos adicionales serán clave para financiar el ambicioso programa de inversión social que plantea el programa de gobierno del presidente electo. Prioritario también es garantizar un ingreso mínimo a la población en edad de pensión que se encuentra en condición de pobreza, sin olvidar la importancia de tener un sistema pensional sostenible y progresivo. Así como entender el mercado laboral del país y dar pasos decididos para flexibilizar la contratación, aumentar la formalidad y generar empleos competitivos y acordes al mercado global.

En vista del panorama que presentan las cifras, en ANIF proyectamos un escenario de crecimiento para 2022 del 5.1%. Ahora, para 2023 estimamos un crecimiento del orden del 3.3%.

MERCADO DE CAPITALES ESTADOUNIDENSE EN CAÍDA LIBRE

En lo corrido del año la economía global se ha enfrentado a diversos obstáculos, ya sea por cuestiones económicas o acontecimientos políticos con repercusiones importantes sobre los mercados internacionales. Parece que este año la economía no deja de dar de que hablar, pues choque tras choque sacuden las perspectivas de los analistas, cuya caja de herramientas ya se está quedando corta para explicar los inusuales sucesos que han acontecido en 2022.

Un caso llamativo es el de Estados Unidos, donde parece que la fuerte recuperación del año pasado quedó en el olvido. El mercado de capitales estadounidense está plagado de bolsas rojas e índices en caída libre. El incremento en precios y la incertidumbre frente a las decisiones de la Reserva Federal han llevado al mercado a una nueva ola de pesimismo que pone en duda el estado de la economía en el futuro próximo.

Estados Unidos fue uno de los países más golpeados por la pandemia del COVID-19. El país norteamericano

no registró alrededor de 85 millones de infectados y más de un millón de defunciones a raíz de complicaciones por la enfermedad. La economía no fue imune al choque, registrando algunos de los peores indicadores en materia de producción y empleo en la historia del país. Sin embargo, durante el segundo semestre de 2020 y en 2021, particularmente durante el primer semestre, la economía se recuperó rápidamente logrando alcanzar niveles superiores a los registrados incluso antes de la pandemia.

A medida que los problemas sanitarios cedían con la vacunación masiva, la economía se recuperaba a partir de estímulos importantes del Gobierno Federal y una política monetaria expansiva que buscaba facilitar el crédito a los negocios. El Gobierno inyectó más de US\$2 billones a la economía y la Reserva Federal mantuvo sus tasas en 0% hasta hace poco. Si bien políticas tan agresivas usualmente son vistas como peligrosas por la economía tradicional por sus efectos sobre los precios, la fortaleza histórica del dólar y su uso a nivel mundial como divisa de reser-

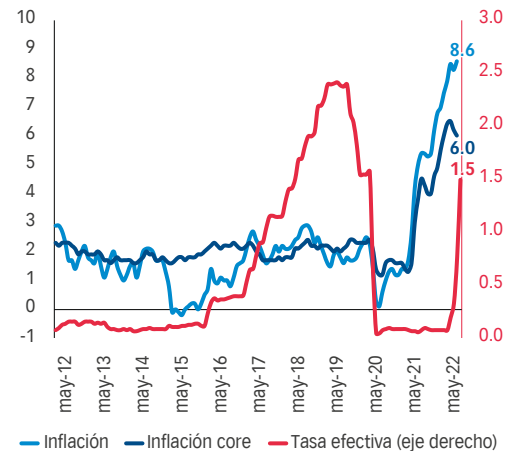
va hacía que el beneficio de una recuperación rápida sobrepasará los costos de una inflación elevada en el corto plazo.

El año pasado evidenció la simbiosis de ambos resultados. La economía alcanzó niveles importantes de crecimiento, registrando una expansión anual de 5.7%, la más alta desde 1984. Por otro lado, ya se veía un efecto importante de las políticas sobre la inflación, que en diciembre de 2021 alcanzó el 7%. Miembros de la Casa Blanca se mostraban, al menos públicamente, poco preocupados por la elevada cifra, argumentando que era un efecto transitorio de la reactivación. Sin embargo, la campaña militar rusa en Ucrania disruptió los mercados internacionales y arrojó todos los pronósticos por la borda, incluidos los de las autoridades fiscales y monetarias en Estados Unidos.

Las sanciones económicas establecidas por países occidentales, liderados por Estados Unidos, interrumpieron los flujos usuales de materias primas, lo que se vio reflejado en los precios del petróleo y el gas natural. Teniendo en cuenta la importancia de los recursos naturales para la generación de energía y su uso en la cadena de producción de otros bienes, la crisis en Ucrania se tradujo a una fuerte presión inflacionaria a nivel mundial. En el caso de Estados Unidos, el aumento en los precios de los commodities significó un empujón adicional a la inflación, que en mayo de este año alcanzó una cifra histórica de 8.6%.

Teniendo en cuenta el registro inflacionario de los últimos meses, la Reserva Federal de Estados Unidos

**Inflación en Estados Unidos
(%, variación anual)**



Fuente: elaboración ANIF con datos del Bureau of Labor Statistics (BLS).

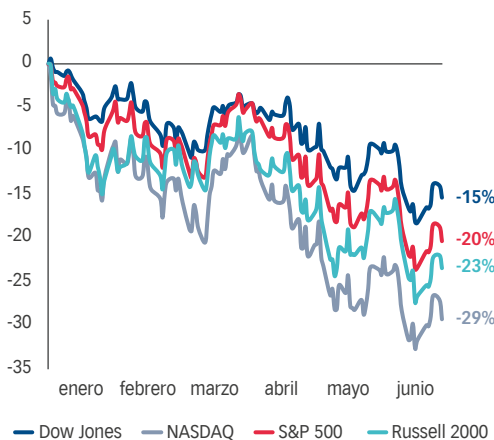
(FED, por sus siglas en inglés) lleva un par de meses anunciando incrementos en su tasa de interés de fondos federales, que es la principal herramienta de la autoridad monetaria para corregir el ciclo económico. La estrategia de la FED es conocida por economistas como forward guidance y consiste en anunciar futuros movimientos de tasas para manipular las expectativas del mercado. Desde inicios de este año se viene implementando la política monetaria no convencional, que hasta ahora no ha tenido efectos sobre los precios pero sí sobre la incertidumbre de los inversionistas. Como mencionamos en nuestro Informe No. 2, los inversionistas dan por descontado movimientos en la tasa de interés antes de las reuniones oficiales a partir de los anuncios de los miembros del Comité del Mercado Abierto de la FED (FOMC, por sus siglas en inglés) y cambian sus decisiones de inversión a partir de los mismos. También se debe mencio-

nar los movimientos que sí ha realizado la FED, pues en lo corrido del año la tasa ha subido en 150pb, siendo el incremento de esta semana de 75pb el más reciente y el más grande hasta el momento.

Los movimientos en la tasa de interés no han sido otra cosa que traumáticos para el mercado de capitales, que se desploma ante la incertidumbre que genera las declaraciones ambiguas de los miembros del FOMC y la especulación en medios de analistas. Al analizar los retornos en el mercado variable observamos un efecto importante de la incertidumbre económica.

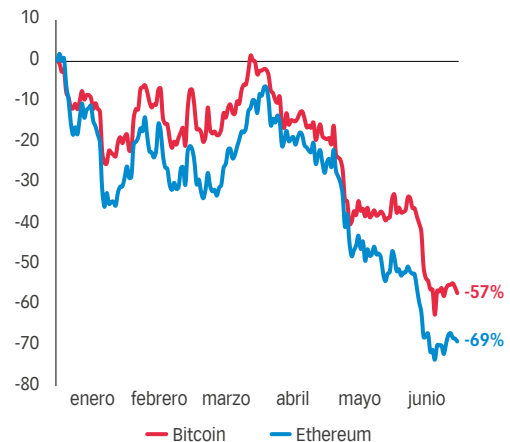
A medida que la inflación no cede y la FED anuncia nuevos incrementos de sus tasas en el futuro los precios de las acciones se desploman por el costo de oportunidad que representa invertir en los mismos. Una mayor tasa de la Reserva Federal significa un mayor retorno en los activos libre de riesgo, por lo que el

**Retorno de los principales índices accionarios
(frente al nivel a principios de año)**



Fuente: elaboración ANIF con datos del Wall Street Journal (WSJ).

**Retorno de los principales criptoactivos
(frente al nivel a principios de año)**

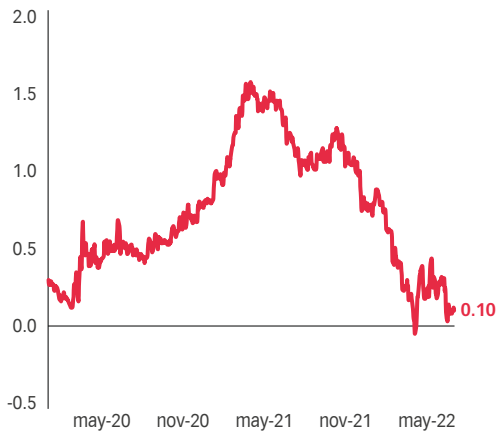


Fuente: elaboración ANIF con datos del Wall Street Journal (WSJ).

exceso de retorno de la renta variable disminuye. Por ese motivo se ve una sustitución entre la renta variable y la renta fija, es decir los bonos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos. También se debe destacar el riesgo de invertir en acciones y criptoactivos por la coyuntura actual. Se teme que el rápido ajuste en las tasas de la FED lleve a la economía estadounidense a una recesión. De hecho, el modelo de Bloomberg arroja una probabilidad superior al 75% de una recesión para el primer trimestre de 2024. Bajo ese escenario y teniendo en cuenta la inestabilidad política mundial a raíz de la crisis en Ucrania, la renta fija resulta la inversión más atractiva para quienes desean asegurarse ante cualquier eventualidad.

La curva de rendimientos también da indicios de una recesión. Recordemos que la curva se construye a partir de la diferencia en retornos de bonos con madurez a 10 y 2 años. Usualmente la curva toma una

Curva de rendimientos
(diferencia entre los retornos de bonos
con madurez a 10 y 2 años)



Fuente: elaboración ANIF con datos del *Federal Reserve Economic Data (FRED)*.

pendiente positiva, que en el gráfico se ve como un valor positivo, debido a que un bono a mayor plazo incurre en mayores riesgos por el término del contrato. Sin embargo, se han visto ocasiones en las que la curva toma pendiente negativa, es decir que un bono de 2 años tiene retornos más altos que uno de 10 años. Lo anterior se puede dar porque los inversionistas ven mayor inestabilidad en el corto que en el largo plazo. De hecho, en Estados Unidos todas las crisis económicas han estado precedidas por una curva invertida. Si bien la relación no es causal, una curva invertida da señales sobre el estado actual de la economía y los pronósticos de los inversionistas. En el gráfico se observa como durante los últimos meses la diferencia entre el retorno de los bonos a ambos plazos se ha ido reduciendo, que refleja el mayor riesgo que se percibe en el corto plazo.

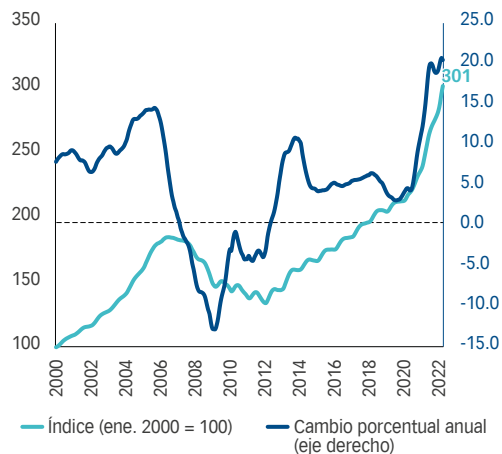
El mercado inmobiliario no ha sido inmune a los inusuales resultados económicos de Estados Unidos

durante el último año, como se ve en el Índice de Case-Shiller. Desarrollado por los economistas Karl Case y Robert Shiller, el Índice mide los precios de venta de viviendas homogéneas unifamiliares a través del tiempo. La tendencia de largo plazo es evidentemente al alza, que coincide con la usual valorización en el tiempo de los bienes inmobiliarios. Sin embargo, la variación porcentual anual muestra una tendencia alarmante. Desde mayo del año pasado el ritmo al que crecen los precios de las viviendas excede el incremento en los precios que se vio antes de la crisis financiera de 2008. Recordemos que la causa subyacente de la crisis fue una burbuja inmobiliaria a partir de un incremento desmedido del crédito hipotecario. Durante los últimos doce meses los precios de la vivienda han subido anualmente 19.4% en promedio, mientras que en ningún momento antes de la burbuja inmobiliaria los precios crecieron más de 15%.

Lo anterior no se traduce a que estamos ante una nueva burbuja inmobiliaria de la magnitud vista durante la primera década de este siglo, pero no deja de ser llamativo el comportamiento del mercado. De hecho, en un artículo publicado a finales de marzo de este año, la Reserva Federal de Dallas¹ hizo un llamado de atención sobre el comportamiento inusual de los activos inmobiliarios. Los autores encuentran que estamos ante una situación distinta a la de principios de siglo, particularmente por los estímulos monetarios entregados por el Gobierno Federal durante la pandemia y las disrupciones a las cadenas producti-

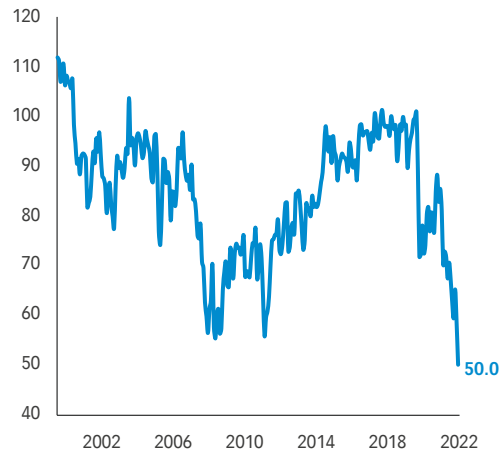
¹ Real-Time Market Monitoring Finds Signs of Brewing U.S. Housing Bubble. Disponible en: <https://www.dallasfed.org/research/economics/2022/0329>

**Índice de precios de vivienda
(Case - Shiller)**



Fuente: elaboración ANIF con datos del Federal Reserve Economic Data (FRED).

**Confianza del consumidor
(Índice de la Universidad de Michigan)**



Fuente: elaboración ANIF con datos del Federal Reserve Economic Data (FRED).

vas a nivel mundial. Además, los balances financieros de los hogares parecen estar en una mejor condición, lo que quiere decir que el crédito hipotecario no es el gran impulsor de la creciente demanda. Sin embargo, es notorio que el precio de la vivienda se está alejando marcadamente de sus fundamentales, lo que puede ser insostenible en el largo plazo.

El pesimismo y el comportamiento de los mercados se extiende a la visión de los hogares sobre la economía. El Índice de confianza al consumidor de la Universidad de Michigan registra niveles históricamente bajos. El nivel actual del Índice es incluso menor al registrado durante la Gran Recesión de hace quince años.

A medida que los precios sigan aumentando y el mercado de capitales continúe en rojo, los hogares estadounidenses se enfrentan a un escenario alarmante. Una recesión en Estados Unidos significaría un duro choque a la economía global por el protagonismo del país en el entorno político y económico. Tanto el Go-

bierno como la Reserva Federal se enfrentan a un dilema técnico muy profundo: ¿se debe evitar la crisis o proteger la moneda? El accionar de las autoridades frente a ese dilema marcará la economía estadounidense durante los próximos años de la misma manera en que la crisis financiera marcó la década pasada.

Repercusiones sobre la economía colombiana

Una posible recesión en Estados Unidos, o incluso esfuerzos por parte de las autoridades por contenerla, tiene efectos importantes sobre la economía colombiana que deben ser considerados a la hora de estudiar el Panorama económico del país.

Un primer aspecto a analizar es el incremento de tasas de la Reserva Federal. Como ya mencionamos, para inversionistas internacionales mayores tasas de la FED significan un mayor costo de oportunidad en

los activos riesgosos. Para que los activos locales continúen siendo lucrativos para inversionistas extranjeros los retornos deben subir, al menos en la misma medida que suben las tasas de interés en Estados Unidos. Lo anterior es el primero de los mecanismos que explica una fuga de capitales de países en desarrollo ante una normalización de política monetaria en un país desarrollado como Estados Unidos, lo que afectaría en el corto y mediano plazo la inversión extranjera directa en Colombia.

Por otro lado, hay temores de que un incremento acelerado de la tasa de interés por parte de la FED lleve a la economía estadounidense a una recesión. La sospecha está bien fundamentada, ya que usualmente en Estados Unidos incrementos elevados de las tasas en un espacio corto de tiempo han llevado a la economía a recesión. Teniendo esto en cuenta, los inversionistas

internacionales blindan su portafolio con dólares en efectivo, que son considerados libres de riesgo.

De continuar la tendencia actual en el mercado estadounidense se espera una leve depreciación de las monedas emergentes a la que el peso colombiano no será inmune. Ambos mecanismos descritos anteriormente serán fundamentales en los movimientos de la Tasa Representativa de Mercado (TRM) durante el segundo semestre de este año e incluso durante el próximo año, más aún cuando la incertidumbre política empieza a apaciguarse luego del periodo electoral. Recordemos también que Estados Unidos es el principal destino de nuestras exportaciones y el segundo país del que más bienes importamos, luego de China. Una ralentización del consumo privado en Estados Unidos afectaría de manera no despreciable al sector externo colombiano.

EL CRECIMIENTO ECONÓMICO DEL PRIMER TRIMESTRE CONSOLIDA LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

El DANE dio a conocer el dato del crecimiento de la economía durante el primer trimestre de 2022, así como del Indicador de Seguimiento a la Economía del mes de marzo. Esos resultados estuvieron por encima de lo que esperaba el mercado. En efecto, la economía se expandió 8.5% en los primeros tres meses del año. A febrero de 2022, el ISE promediaba 7.9%, por lo que el resultado observado a cierre de trimestre fue una gran sorpresa.

En ese sentido, en esta sección analizamos los principales resultados del ISE y del PIB que muestran fuertes señales de estabilización de la fase de recuperación. Así mismo, mencionamos nuestras previsiones de crecimiento para el 2022 y 2023.

Indicador de Seguimiento a la Economía - ISE

Las cifras del Indicador de Seguimiento a la Economía mostraron un crecimiento del 7.6% en el mes de mar-

zo. Las actividades de mayor contribución fueron Comercio, transporte, alojamiento y servicios de comida, las industrias manufactureras y las actividades artísticas y de entretenimiento, con un total de 4.7p.p a la variación total del ISE.

Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE)
(Variación %, a marzo de 2022)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) por actividad – Variación anual

Actividad Económica	Serie Original (Variación % anual)														
	2021												2022		
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar
Primarias Agricultura Minería (13%)	-8.0	-9.9	4.3	10.9	1.3	4.5	2.4	2.5	4.3	2.4	8.6	3.4	-0.7	3.2	-5.5
Secundarias Industria y Construcción (19%)	-7.4	-5.5	23.7	79.7	14.1	15.3	14.4	12.6	12.9	8.6	10.5	11.2	11.3	9.7	7.1
Terciarias Resto de sectores (68%)	-2.1	-1.0	8.3	19.8	15.3	17.1	16.1	14.3	15.8	11.4	11.0	12.1	9.3	10.0	10.1
ISE	-3.8	-2.9	10.1	25.1	13.6	15.5	14.1	12.4	13.8	9.9	10.7	11.0	8.2	9.0	7.6

Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

Ese resultado es menor al observado en febrero (9.0%), aunque intermensualmente no representa ninguna variación para el mes de marzo (0.0%), pues las actividades primarias contrarrestaron el crecimiento con una contracción de 3.6%.

Las actividades terciarias fueron las de mayor aporte al crecimiento del ISE. Esta agrupación registró un crecimiento de 10.1%, con variaciones positivas en todas las actividades que la componen. Al interior, destacan los crecimientos de las actividades de información y comunicaciones (20.1%) y las actividades artísticas y de entretenimiento (30.0%). Por su parte, las actividades secundarias registraron un crecimiento del 7.1%, siendo la industria la de mejor desempeño (10.3%) y construcción quien contrarrestó el favorable comportamiento. (-1.5%).

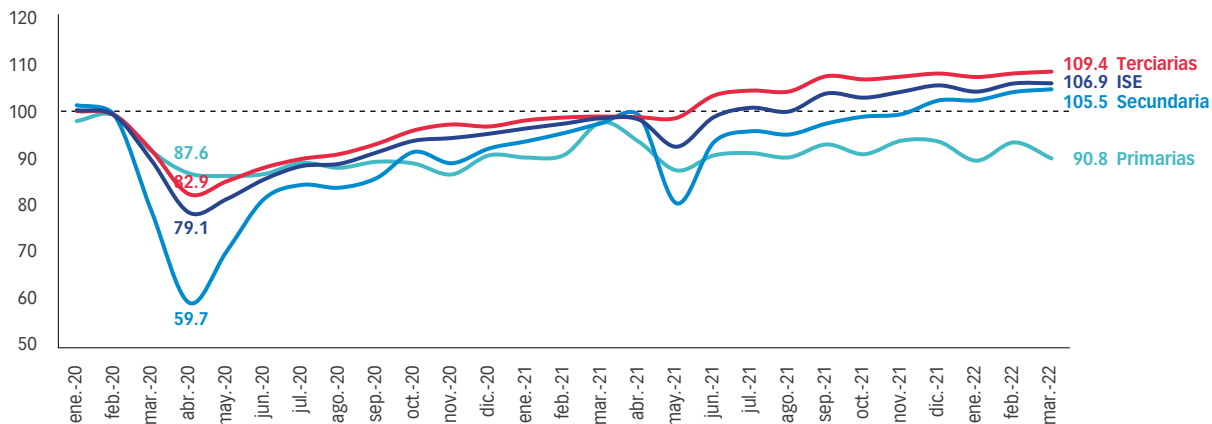
Para el caso de las industrias manufactureras, su crecimiento obedece al buen desempeño de actividades como la fabricación de sustancias químicas, hilatura y tejeduría y productos minerales no metálicos. Estos crecimientos se dieron principalmente por mayores solicitudes internacionales. En el caso de la construc-

ción, los componentes de edificaciones residenciales y no residenciales, así como las obras civiles, tuvieron crecimientos negativos contrarrestando la dinámica de la actividad.

Finalmente, el sector primario, que comprende los sectores agropecuarios y de minería, tuvo una contracción de 5.5% en su variación anual. Algunos productos como banano, plátano y yuca registraron fuertes decrecimientos por menores exportaciones y disminución de la demanda interna. En cuanto a la minería, la menor producción de carbón y la reducción de exportación de oro limitaron el desempeño del sector.

Esos desempeños sectoriales dan como resultado una dinámica positiva para la economía colombiana, que hoy se encuentra a un 106.9% de su capacidad de producción si se le compara con el periodo previo a la emergencia sanitaria (febrero de 2020). No obstante, las actividades primarias siguen mostrando un importante rezago con respecto al promedio de la economía, ubicando su capacidad de generar valor agregado al 90.8% si se le compara con el periodo de referencia mencionado.

Indicador de Seguimiento de la Economía
(Índice*, febrero 2020 = 100)



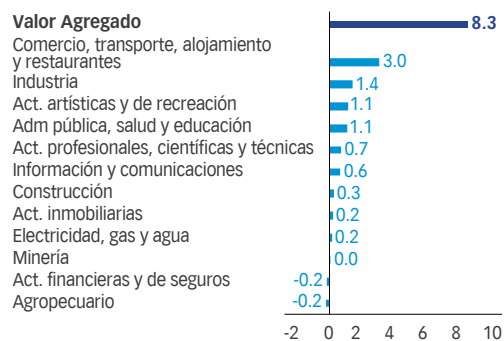
* Índice construido a partir de la serie corregida por efectos estacionales y de calendario.
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Producto Interno Bruto - PIB Análisis por el lado de la oferta

El Producto Interno Bruto sigue mostrando sólidas señales de crecimiento. Por el lado de la producción, las mayores contribuciones provinieron de la agrupación de Comercio, transporte, alojamiento y servicios de comida, aportando 3.0pp, seguido de las industrias manufactureras (1.4p.p) y las actividades artísticas y de entretenimiento (1.1pp). En cuanto a los crecimientos, las actividades de recreación y las comunicaciones fueron las que mejor desempeño registraron, con variaciones de 35.7% (9.2% en 2021) y 20.6% (2.6% en 2021), respectivamente. Al interior de las actividades de recreación, las artísticas fueron las de mayor variación (36.2% vs. 15.3% en el primer trimestre de 2021). La mayor contribución en el rubro corrió por cuenta de los juegos de azar, seguido de las actividades deportivas y recreativas. Por el lado de las comunicaciones, el crecimiento responde principalmente a las actividades de telecomunicaciones, en especial los servicios de te-

lefonía móvil, que en el trimestre registraron incrementos en los ingresos generados por interconexiones entre operadores y por datos móviles.

Contribuciones al Valor Agregado (p.p)



Nota: Es de recordar que el PIB resulta de la suma del valor agregado bruto y los impuestos menos subvenciones sobre los productos, tales como el IVA. En ANIF estimamos las contribuciones sobre el Valor Agregado con la intención de reflejar el aporte directo de cada una de las actividades sobre la dinámica real de la economía.

* Por efecto del redondeo, la suma de las contribuciones puede no coincidir con el total.

Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Los crecimientos del primer trimestre se vieron altamente favorecidos por la ausencia de restricciones asociadas al COVID-19, que en el 2021 tuvieron impacto sobre el normal desempeño de algunas actividades que tuvieron que limitar su aforo. De la misma manera, los hogares siguen mostrando una mayor disposición al consumo de servicios de ocio, lo que ha incentivado la producción de estos sectores.

El comercio, transporte y turismo son el siguiente grupo de actividades de mayor crecimiento al registrar una expansión de 15.3%, mientras que en enero-marzo de 2021 presentaron una caída de 2.4%. En esta ocasión, las actividades de alojamiento y servicios de comida fueron las que tuvieron el mayor crecimiento (31.0%), seguidas de transporte y almacenamiento (19.8%) y comercio al por mayor y por menor (7.4%). Los buenos desempeños se vieron favorecidos del desarrollo de las actividades sin ninguna restricción

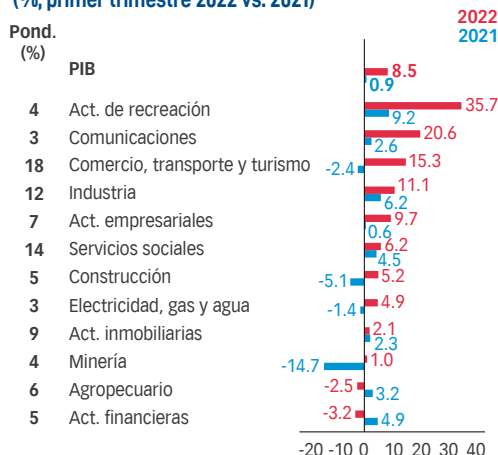
visible relacionada con la pandemia, el retorno a la presencialidad, la consecuente recuperación del transporte (tanto urbano como de aéreo), ayudado igualmente por la temporada de vacaciones y al Día Sin Iva que impulsaron el comercio.

En la siguiente línea se encuentra la industria con un crecimiento de 11.1%, superando la variación de 6.2% registrada en el mismo periodo de 2021. Las actividades de mejor desempeño en el sector fueron las actividades de impresión (42.3%) e hilatura, tejeduría y acabado de productos textiles (25.9%). En contraste, las actividades de menor crecimiento fueron la fabricación de otros productos minerales no metálicos (9.3%) y procesamiento y conservación de alimentos perecederos (9.9%). Sin embargo, todas las actividades de las industrias manufactureras registraron crecimientos positivos en este periodo.

De forma similar, la construcción registró una expansión de 5.2%, en contraste con el decrecimiento de 5.1% observado en el 2021. Ahí, se destaca el crecimiento de las edificaciones residenciales, con una variación positiva de 13.1% y las edificaciones no residenciales con 4%.

En cuanto a las actividades de menor contribución se encuentra la minería, que tuvo un leve crecimiento en el primer trimestre de 1%, fruto de la dinámica favorable de la extracción de carbón que creció 3.5%, mineral de níquel con 51.8% y piedras preciosas con 52.1%. No obstante, el decrecimiento de la extracción de petróleo (0.2%), minerales de hierro (20.6%) y minerales de oro y sus concentrados (2.8%) contrarrestan la dinámica positiva del renglón.

Crecimiento anual del PIB por oferta
(%, primer trimestre 2022 vs. 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

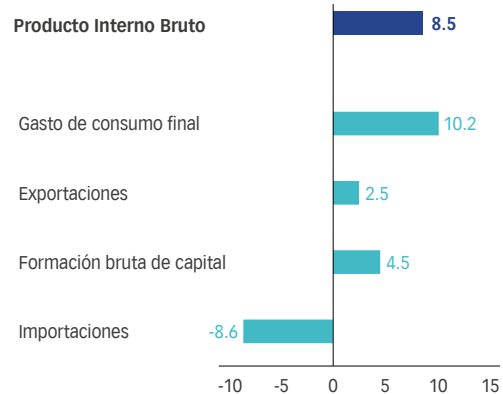
En el plano de las contribuciones negativas, las actividades financieras y de seguros, registraron una contracción de 3.2%, y el sector agropecuario con un decrecimiento de 2.5%. Al interior de las actividades financieras y de seguros, el producto de mayor contribución negativa fue el de seguros con una variación de -23.7%. La cifra obedece al último pago del siniestro de Hidroituango que se efectuó en el mes de enero. En la misma línea, los auxiliares financieros y de seguros registraron una caída de 4.2%.

Ahora, en lo que respecta al sector agropecuario, su dinámica se ve explicada por la variación negativa del 3% de la agricultura, debido a la menor producción de arroz (-32.9%), cacao en grano (-30.8%) y café pergamino (-16.7%). Esa reducción obedece a que el primer trimestre del año no es un periodo característico de cosecha de esos productos, una situación que además se agravó por la temporada de lluvias registrada durante el periodo. De otro lado, el sector pecuario, registró un decrecimiento de 0.7%, que se explica por la caída de ganado bovino (-12.3%), la producción de leche (-4.9%) y huevos (-2.2%).

Análisis por el lado de la demanda

Desde la óptica del gasto, el consumo final fue el de mayor aporte con 10.2p.p, seguido de la formación bruta de capital con 4.5p.p. En el caso del comercio exterior, las exportaciones aportaron positivamente con 2.5p.p y las importaciones lo hicieron de forma negativa con 8.6p.p.

Contribuciones al Producto Interno Bruto (p.p)



* Por efecto del redondeo, la suma de las contribuciones puede no coincidir con el total.

Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Por agregados, la demanda interna registró un crecimiento de 13.6% frente al 1.7% observado en el mismo periodo del año anterior. Esta dinámica es consecuente con el buen comportamiento del consumo privado y la formación bruta de capital.

El consumo de los hogares registró un favorable desempeño de 12.2% frente al 1.2% de 2021. Por componentes, se observa un amplio crecimiento en el consumo de prendas de vestir y calzado (42.1%), seguido de transporte (31.7%), recreación y cultura (26.9%) y restaurantes y hoteles (22%). Esos crecimientos reflejan el fortalecimiento del poder de compra de los hogares, pues destinan recursos a bienes y servicios de ocio.

En lo correspondiente a la inversión, su variación anual fue de 19.7% frente a la contracción de 0.1% vista un año atrás. Por tipo de activo, se destaca el

crecimiento de maquinaria y equipo (32.3%) y los productos de propiedad intelectual (15.5%). Contrarresta el crecimiento la contracción de recursos biológicos (10.2%), vivienda (2%) y otros edificios y estructuras (2%).

En cuanto al consumo público, tuvo una variación de 8.6%, 1.5pp más alta que la observada en el mismo periodo del año anterior (7.1%). Su crecimiento obedece al buen desempeño de la producción de la administración pública y defensa, con una variación de 9.9%, y las transferencias en especie (29.3%), donde se destacan los subsidios a servicios públicos.

En lo referente al comercio exterior, persiste el crecimiento del déficit de cuenta corriente, pues las importaciones crecen a tasas más altas que las exportaciones. En efecto, mientras que las primeras crecieron a una tasa del 38.9% (vs -4.2 en 2021), las segundas lo hicieron apenas al 16.8% (vs -10.9 en 2021)

Finalmente, en los desempeños Inter trimestrales, el consumo de los hogares tuvo un crecimiento de 2.3%, el consumo del gobierno de 4.6%, la formación bruta de capital fijo de 7.1% y las importaciones de 10.7%. Contrarrestó al crecimiento la variación negativa de las exportaciones (-2.7%).

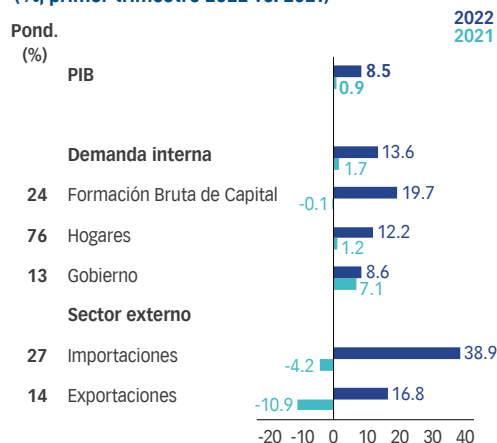
Perspectivas

Las variaciones en el PIB siguen sorprendiendo los mercados. Las restricciones por picos epidemiológicos que tuvieron lugar el primer trimestre de 2021 y que en el caso de este trimestre no ocurrieron, favorecieron los resultados observados. Cuando se analizan las variaciones bienales y trienales, las cifras muestran una consolidación del crecimiento. En efecto, mientras la primera registró un crecimiento de 9.4% (vs. 2020), en el caso de la trienal fue de 10.2% (vs. 2019).

Por otro lado, y como es costumbre, seguimos señalando la brecha existente entre la capacidad de generar valor agregado de la economía y la ocupación. Ese rezago será uno de los temas neurálgicos que el administración entrante tendrá que discutir y analizar, en pro de mejorar la capacidad de absorción de mano de obra por parte del mercado laboral.

De la misma forma, la ampliación del déficit de cuenta corriente sigue siendo un tema de amplio interés. Los excesos de demanda han incentivado el incremento de las importaciones, bien sea para suplir la demanda privada directa o por intermedio de insumos para la generación de producción.

**Crecimiento anual del PIB por demanda
(%, primer trimestre 2022 vs. 2021)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Con ese horizonte, proyectamos que el crecimiento del producto en el 2022 se ubicará en el rango de 4.9% a 5.3%, con 5.1% como valor puntual. Los servicios, el comercio y el turismo seguirán jalonando el crecimiento motivado por el consumo interno.

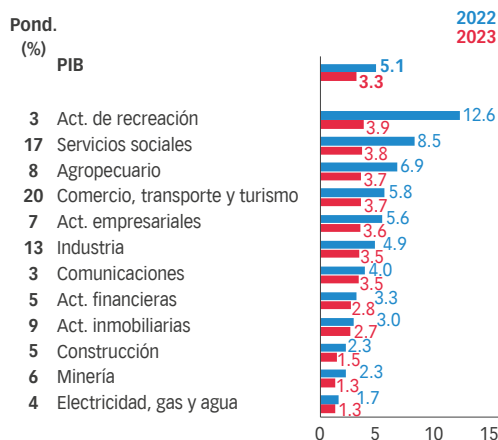
Para el 2023 esperamos que el producto se expanda en el rango de 3.1% a 3.5%. Prevemos una ralentización del crecimiento en actividades como la minería y el petróleo por una atenuación en la demanda mundial. Además, en el futuro próximo, esperamos un entorno global marcado por la incertidumbre, donde los confinamientos derivados del covid tiene cada vez menos protagonismo, pero aumentan los temores

asociados a una recesión en Europa y Estados Unidos, intensificados por la normalización de la política monetaria en estos territorios.

En la misma línea, el aparato productivo y el tejido empresarial colombiano afrontan un horizonte incierto a la espera de la puesta en marcha del programa de gobierno de la administración entrante, que trazará la hoja de ruta en materia económica del próximo cuatrienio.

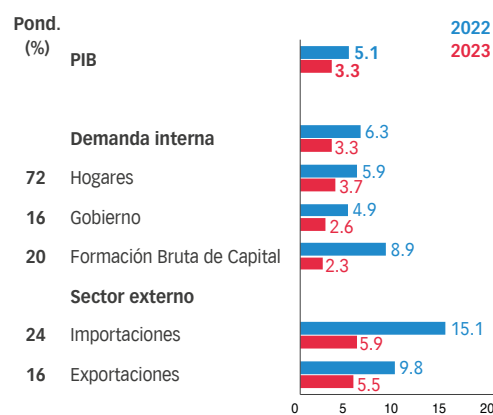
De forma habitual, en ANIF mantenemos un continuo monitoreo de las principales variables macroeconómicas para, de ser necesario, revisar y actualizar nuestras proyecciones.

Pronóstico de crecimiento por actividad económica (%, 2022 - 2023)



Fuente: ANIF con base en DANE.

Pronóstico de crecimiento por componente de la demanda (%, 2022 - 2023)



Fuente: cálculos ANIF con datos DANE.

MERCADO LABORAL



A finales de mayo, el DANE reportó la más reciente actualización de los datos del mercado laboral para el mes de abril de 2022. Los datos muestran que la tasa de desempleo (TD) fue de 11.2% en ese mes, lo cual representa una disminución de 0.9pp frente al mes de marzo de 2022 (12.1%) y una disminución de 4.3pp frente al 15.5% observado en abril de 2021.

La TD del trimestre móvil febrero-abril se ubica en 12.1%, 3.2pp por debajo del registro del mismo periodo del año 2021 (15.3%). Por su parte, La TD desestacionalizada para el mes de abril se ubica en 11.5%, 4.3pp por debajo del registro de abril de 2021 (15.8%).

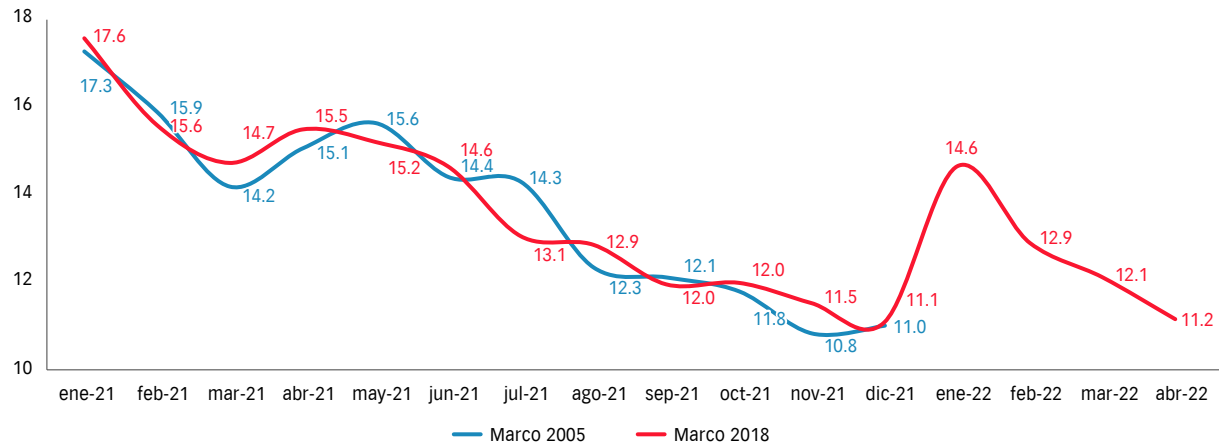
Para abril de 2022, el mercado laboral vio una concentración de la ocupación en las grandes ciudades. Además, las mujeres continúan retornando al mercado laboral, dejando así la inactividad en la que han estado desde marzo de 2020. De otra parte, el aumento de empleados particulares sigue jalonando el crecimiento de la ocupación, factor favorable para la formalización

de la economía. Finalmente, las actividades artísticas y de entretenimiento, el comercio y reparación de vehículos, así como el transporte y almacenamiento son las ramas de actividad que han encabezado la recuperación de la ocupación. Sin embargo, aún se enfrentan grandes retos como lo son el alto desempleo de los jóvenes, las altas tasas de informalidad laboral y las amplias brechas de género, que no implican solo las marcadas diferencias entre hombres y mujeres, sino que también involucran los mayores obstáculos que enfrenta la población LGBTIQ+.

Principales resultados del mercado laboral en 2022

En lo corrido del 2022 cada mes ha presentado una tasa de desempleo menor a la del mes anterior. El año inició reportando una tasa de 14.6% en enero y ya para abril las cifras se ubican en el 11.2%. De forma similar, al comparar cada mes del 2022 con el mismo mes del

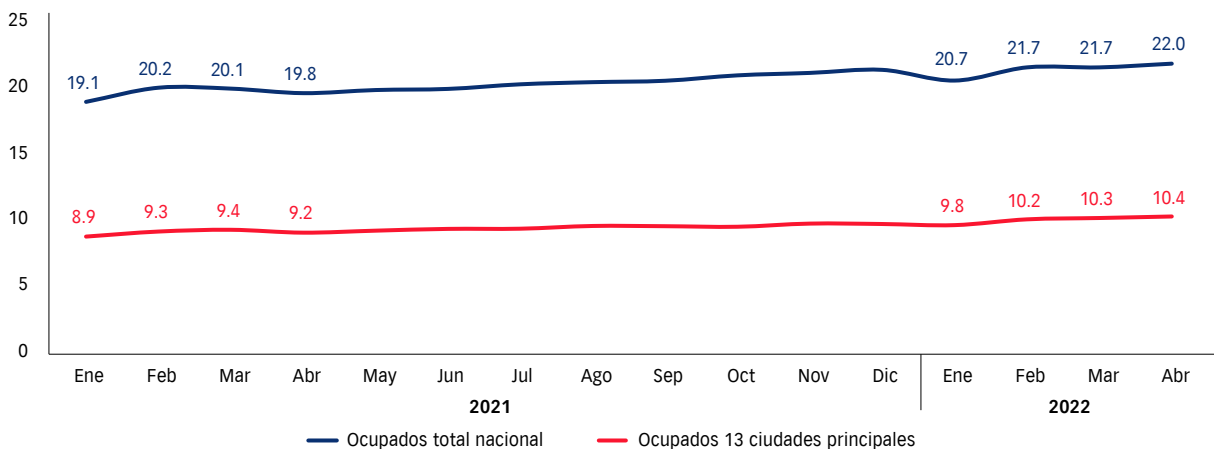
Tasa de desempleo - Total nacional
(%, enero 2021 - abril 2022)



2021 se observa una reducción considerable de la Tasa de Desempleo. Sin embargo, la disminución, aunque continua, ha sido lenta y no ha logrado retornar a los números con los que se contaba en los periodos previos a la pandemia.

En específico para el mes de abril (último mes con datos disponibles), la población ocupada presentó un incremento anual de 11.1% al pasar de 19.8 millones de personas en abril de 2021 a 22 millones de trabajadores en abril de 2022. Del crecimiento total de la ocupa-

Ocupados - Total nacional y 13 ciudades principales
(Millones, enero 2021 - abril 2022)



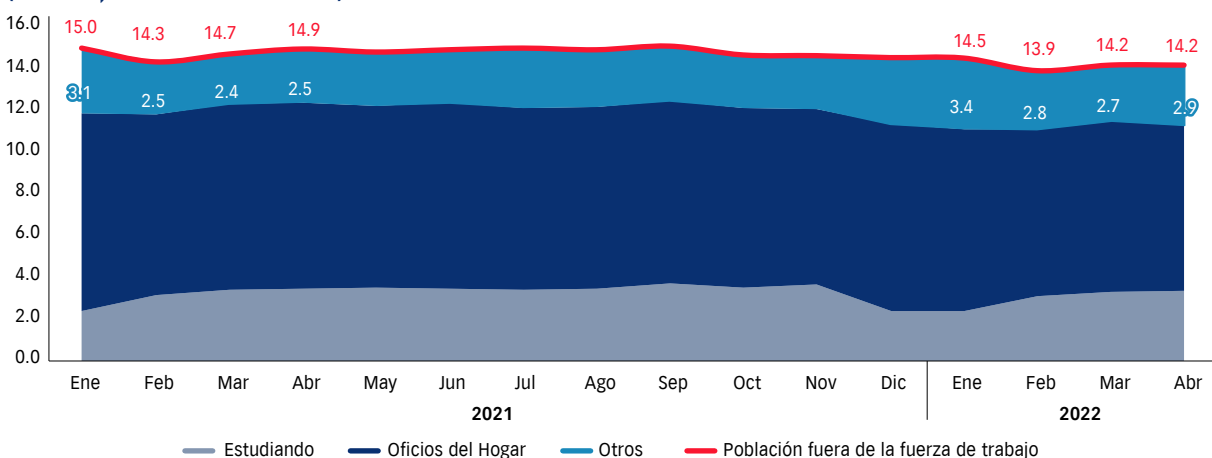
ción, 5.9 puntos son aportados por las 13 principales ciudades del país. Si se observan las comparaciones de 2021 y 2022 en el mismo mes es posible notar de forma más clara aún la tendencia mencionada.

Por otro lado, en abril de 2022 la población de desocupados se contrajo en un 23.8% en comparación con abril de 2021. En otras palabras, el país pasó de tener 3.6 millones de personas en el desempleo a contar con 2.8 millones. La caída en la población desocupada se concentra principalmente en las 13 principales ciudades, las cuales explican 18pp de la variación, es decir, una proporción equivalente a tres cuartos del total. La concentración anterior revela un aporte más que proporcional de las 13 principales ciudades, ya que estas concentran cerca de la mitad del total de desocupados del país. Como consecuencia, las 13 ciudades principales pasaron de contar con el 53.7% del total de desocupados en abril de 2021 a tener el 46.8% en abril de 2022.

Por su parte, aunque la población por fuera de la fuerza laboral disminuyó en 766 mil personas, aún hay 14.2 millones de personas por fuera de la fuerza de trabajo (anteriormente llamados inactivos). Además, al igual que en meses pasados, se observa una disminución en la cantidad de personas estudiando y en la cantidad de personas dedicadas a los oficios del hogar, pero se ve un incremento en el número de personas dedicadas a la categoría de *otra actividad*. Todos los meses de 2022 (de enero a abril) cuentan con cerca de 0.3 millones más de personas por fuera de la fuerza de trabajo dedicadas a *otra actividad* en comparación con el mismo mes del 2021. Lo anterior contrasta con el hecho de que la población total por fuera de la fuerza de trabajo siempre ha disminuido al comparar el mismo mes en ambos años.

Si bien en la categoría de *otra actividad* se encuentran las personas con incapacidades permanentes para trabajar, los rentistas y los pensionados o jubilados, es

Población por fuera de la fuerza de trabajo - Total nacional
(Millones, enero 2021 - abril 2022)



importante mencionar que también concentra aquellas personas a las que no les llama la atención trabajar o creen que no vale la pena. De acuerdo con el DANE, esas últimas personas son las que explican principalmente el aumento que responde a un mayor desaliento en la población frente a las constantes dificultades que presenta el acceso al mercado laboral.

Lo anterior se relaciona directamente con el crecimiento de la fuerza de trabajo potencial, la cual se define como aquella que agrupa a las personas que se encuentran por fuera de la fuerza de trabajo, aunque tienen interés en trabajar, pero no lo hacen por falta de disponibilidad o por desaliento ante las barreras del mercado de trabajo.

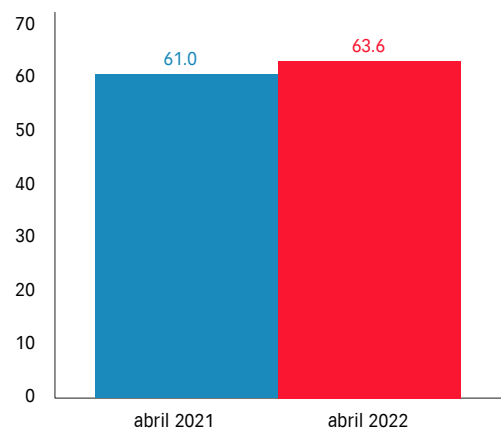
Para abril de 2022 la fuerza de trabajo potencial se encuentra conformada por 1.7 millones de personas, mientras que en abril de 2021 tan solo contaba con 1.4 millones. Lo anterior imprime una presión inmediata sobre el bajo desempeño del mercado laboral colombiano. Además, de acuerdo con el DANE el número de subempleados pasó de 1.8 millones en abril de 2021 a 2.1 millones en abril de 2022.

Ambas cifras otorgan una visión más holística del mercado laboral y reflejan la incapacidad de la economía colombiana en la generación de buenos empleos y la importante presión que tiene la economía nacional al contar con un número creciente de personas dispuestas a trabajar pero que se encuentran por fuera de la fuerza laboral. Lo anterior, en gran parte, muestra el desaliento ante las altas barreras del mercado de trabajo y la dificultad para conseguir un empleo digno.

En consecuencia, aunque se presentan buenas cifras por aumento de ocupados, disminución de desocupados y reducción de personas por fuera de la fuerza de trabajo, no se puede ignorar el mayor desaliento que explica el creciente número de personas en la fuerza de trabajo potencial que, a su vez, concentra un incremento notorio de gente por fuera de la fuerza de trabajo dedicada a la categoría de *otra actividad*. Por tanto, el aumento en el desaliento constituye el gran reto que enfrenta el siguiente gobierno frente al mercado de trabajo.

Finalmente, el menor número de personas por fuera de la fuerza de trabajo implica un aumento de la TGP que pasó del 61% en abril de 2021 al 63.6% en abril de 2022. La proporción del total de la fuerza de trabajo entre la población en edad de trabajar en las 13 principales ciudades también aumentó del 63.4% al 65.5% en los mismos meses.

Tasa General de Participación - Total nacional
(Millones, abril 2021 - abril 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Brechas entre hombres y mujeres y población LGBTIQ+

Durante lo corrido del 2022 las cifras del mercado laboral parecen favorecer a la población femenina. Empero, las brechas entre hombres y mujeres son aún amplias y surgen de prejuicios sociales y culturales. En específico, la pandemia implicó una ampliación considerable de la brecha entre hombres y mujeres, que a lo largo del tiempo ha sido difícil de cerrar por razones como lo son las cargas desniveladas en los oficios del hogar y el cuidado de los niños. Particularmente, el cierre de los colegios por la emergencia sanitaria incrementó los requerimientos de tiempo demandados sobre las mujeres para el cuidado de los hijos, por lo que el retorno a la presencialidad estudiantil ha permitido el regreso de la población femenina al mercado laboral en el presente año.

Además, la discriminación por género en el acceso a puestos de trabajo debido al mayor costo de la contratación formal de mujeres, junto con la mayor vulnerabilidad del empleo ante choques de la economía en aquellos sectores en los que históricamente ha habido más mujeres empleadas (los restaurantes, los cuidados personales, el empleo doméstico, las actividades artísticas, la educación y el comercio), representaron otras causas del aumento en el desempleo femenino¹.

Como resultado, en 2022 se ha observado un marcado retorno de mujeres que habían salido de la fuerza de

trabajo para dedicarse principalmente a los oficios del hogar y al cuidado de los hijos, mientras que los hombres permanecieron más cercanos al mercado laboral.

Al observar las cifras del mes de abril, se ve que el aumento en el número de ocupados favorece a las mujeres debido a que por cada 2 hombres que lograron ingresar a la ocupación, aproximadamente 3 mujeres entraron. En total, de los 2.2 millones de nuevos ocupados, 1.3 millones fueron mujeres.

En contraste, al analizar la reducción del número de desocupados se observa una relación 2 a 1 en favor de los hombres, pues mientras 575 mil hombres lograron salir de la desocupación, tan solo 285 mil mujeres pudieron hacerlo.

Por su parte, al comparar la población por fuera de la fuerza laboral en abril de 2021 con abril de 2022, también se resalta una cifra en favor de las mujeres. Mientras que solo 33 mil hombres dejaron de ubicarse por fuera de la fuerza laboral, 732 mil mujeres menos estuvieron por fuera de la fuerza de trabajo comparado con un año atrás.

Lo mencionado anteriormente deja claro que el aumento en el empleo de los hombres proviene principalmente de una reducción del desempleo, mientras que el aumento en la ocupación femenina se compensa con una reducción de la población por fuera de la fuerza laboral. Es decir, mientras que los hombres salen de la desocupación, las mujeres salen de la inactividad.

¹ Iregui-Bohórquez, A., Melo-Becerra, L., Ramírez-Giraldo, M. & Tribín-Urbe, A. (2021). El camino hacia la igualdad de género en Colombia: todavía hay mucho por hacer. Banco de la República. Bogotá, Colombia.

Otra forma de explicar la mayor cercanía de la población masculina al mercado de trabajo y las dificultades adicionales que enfrentan las mujeres para hacer parte de la fuerza laboral es observar la razón del número de desocupados sobre la fuerza de trabajo potencial. La razón antes mencionada da una medida de qué tan difícil resulta la búsqueda de empleo y la disponibilidad para el trabajo. En específico, un valor más alto de la razón implica una menor prevalencia en el desaliento, menores dificultades para encontrar un puesto de trabajo y mayor disponibilidad para aceptarlo².

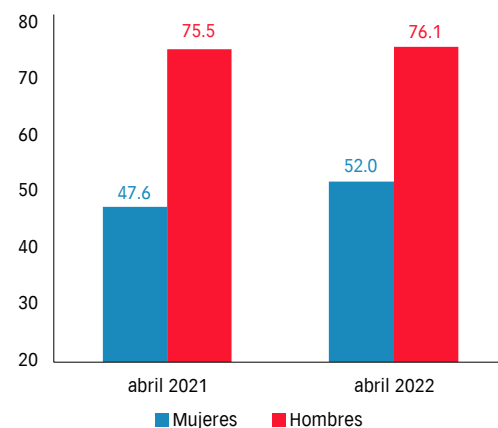
En Colombia, para el trimestre móvil de febrero a abril de 2022, los hombres contaron con una razón de 3.05, mientras las mujeres presentaron un valor de 1.25. Lo anterior, evidencia las mayores dificultades que enfrentan las mujeres tanto para buscar o conseguir un empleo, como para encontrarse disponibles para aceptar algún trabajo.

Es claro entonces que los hombres suelen contar con lazos más estrechos con la fuerza laboral y pueden expresar más fácil su interés por el empleo de forma explícita, en gran medida por estereotipos socioculturales relacionados con el cuidado del hogar y los roles de género. Muestra de lo anterior es que del total de 14.2 millones de personas por fuera de la fuerza laboral, 9.7 millones son mujeres y 6.9 millones de ellas se dedican a oficios del hogar. Es decir, hay incluso más mujeres por fuera de la fuerza de

trabajo y dedicadas a las labores domésticas y de cuidado no remuneradas que el total de hombres en la inactividad.

Junto con lo anterior, la menor participación femenina en el mercado de trabajo se refleja en una brecha en la TGP. Mientras que la tasa general de participación de los hombres es de 76.1%, la de las mujeres es del 52% para abril de 2022, lo que implica una brecha de 24.1pp. Un año antes la brecha era mayor (75.5% vs 47.6%, para una brecha de 27.9pp). La cifra anterior, es coherente con un retorno relativamente robusto de las mujeres a la fuerza laboral gracias al retorno paulatino a la normalidad de sectores mayoritariamente femeninos, así como al regreso de la presencialidad en las aulas de clase y la consecuente disminución de las cargas en el cuidado del hogar y los hijos.

Tasa Global de Participación por género
(%, abril 2021 - 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

² Gammarano, R. (2019). Persons outside the labour force: How inactive are they really. International Labour Organization.

Adicionalmente, las brechas de tasa de desempleo también han mostrado una ligera reducción, pero aún es necesario trabajar por disminuir las barreras inequitativas que enfrentan las mujeres para ingresar al mercado laboral. Mientras la tasa de desempleo de los hombres para abril de 2022 es del 8.9%, la de las mujeres es del 14.2% para una brecha de 5.3pp. En abril de 2021 la tasa de desempleo masculina era del 13.2% y la de las mujeres del 18.8% (5.6pp de brecha). Cabe resaltar que las mujeres jóvenes (entre 15 y 28 años) son las que cuentan con menores probabilidades para conseguir un trabajo, lo que se refleja en una tasa de desempleo para el trimestre móvil de febrero a abril de 2022 del 25.9%, en contraste con una tasa del 15.5% para los hombres jóvenes.

Adicionalmente, haciendo reconocimiento explícito de la responsabilidad social que tiene el DANE como oficina estadística de visibilizar poblaciones históricamente discriminadas, analizamos en específico las cifras de la población LGBTQI+. En total, se reportan 307 mil

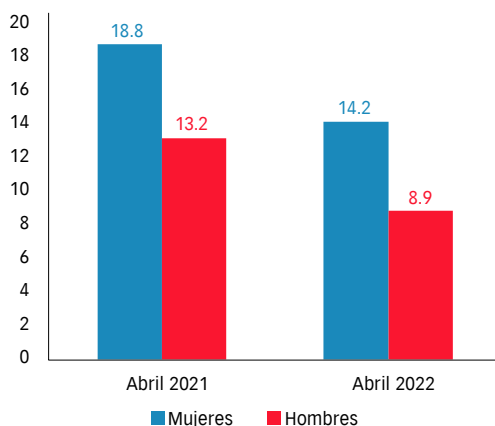
personas pertenecientes a la comunidad en el grupo de ocupados, 59 mil en el conjunto de desocupados y 136 mil personas por fuera de la fuerza laboral. A pesar de que, en la cifra del año móvil entre mayo de 2021 y abril de 2022, la TGP de la población LGBTQI+ es mayor a la del resto de la gente (72.9% vs 65.6%), su tasa de desempleo también es más alta (16.1% vs 12.7%). Lo anterior, refleja que, aunque se cuenta con un mayor interés por participar en el mercado laboral, la población LGBTQI+ enfrenta una barrera adicional por la discriminación en el acceso al trabajo³.

Por lo general, la falta de recopilación de datos se refleja en la ausencia de políticas dirigidas a las personas LGBTQI+. En consecuencia, celebramos el avance del DANE en la recolección y publicación de información relacionada con la población LGBTQI+, dada la evidente necesidad de contar con datos estadísticos que complementen la existente, pero insuficiente, información anecdótica.

Análisis por posición ocupacional

Para las cifras de abril de 2022, de los 2.2 millones de nuevos ocupados, se observa que 1.6 millones son empleados particulares y 503 mil son empleados por cuenta propia. En contraste, los empleados del gobierno y los jornaleros o peones presentaron contracciones de 203 mil y 37 mil respectivamente en su número de puestos de trabajo. La dinámica aquí mostrada permite encontrar ciertos ajustes positivos en las cifras de formalidad labo-

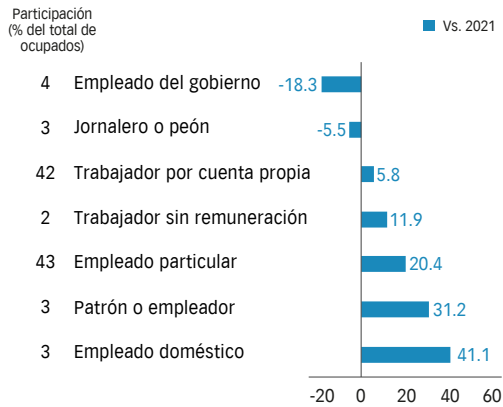
Tasa de desempleo por género
(%, abril 2021 - 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

³ PNUD. (2021). Atrapados: alta desigualdad y bajo crecimiento en América Latina y el Caribe. Informe Regional de Desarrollo Humano 2021.

Pérdida/Creación anual de empleos por posición ocupacional (variación porcentual, abril 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

ral ya que el empleo particular es en su mayoría formal y el empleo por cuenta propia es principalmente informal.

Lo anterior representa un aumento de 20.4% de la ocupación de los empleados particulares en abril de 2022 con respecto al mismo mes de 2021 y un aumento de

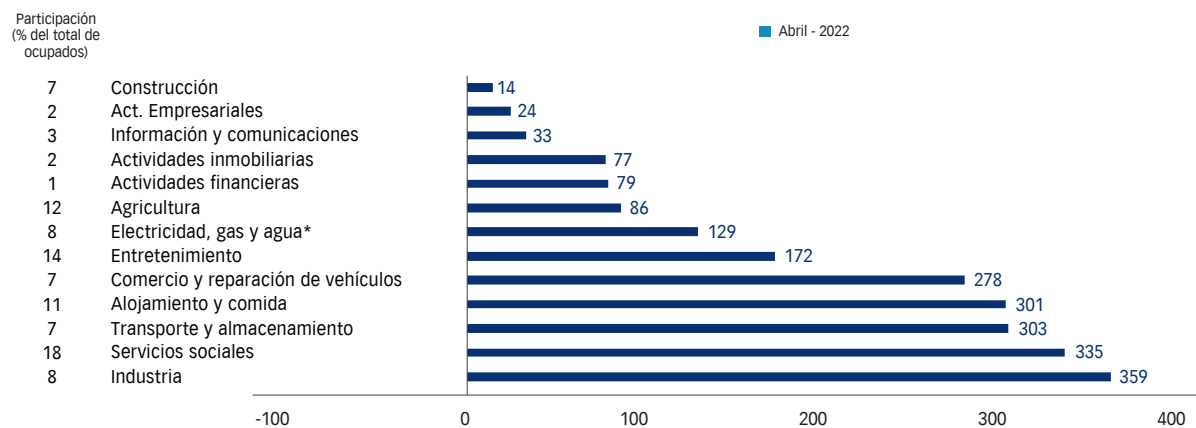
tan solo 5.8% de la ocupación en los trabajadores por cuenta propia en el mismo periodo.

Análisis por actividad económica

Por su parte, todas las ramas de actividad económica presentaron aumentos en su número de ocupados en abril de 2022. Las actividades artísticas y de entretenimiento (359 mil), el comercio y reparación de vehículos (335 mil) y el transporte y almacenamiento (303 mil) fueron las que más crecieron en ocupación. La construcción (14 mil) fue la que menos puestos de trabajos nuevos generó.

En las 13 ciudades principales, el ingreso a la ocupación estuvo liderado por la industria manufacturera (324 mil puestos de trabajo), el transporte y almacenamiento (224 mil nuevos ocupados) y las actividades artísticas y de entretenimiento (210 mil) que muestran una marcada consolidación del retorno a la presencialidad.

Pérdida/Creación anual de empleos por actividad económica (miles)



* Incluye la rama de explotación de minas y canteras.

Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Perspectivas

La recuperación del empleo en Colombia continúa de forma paulatina con una tasa de desempleo para el mes de abril del 11.2%. La población ocupada creció un 11.1% y, de forma complementaria, la población desocupada y la población por fuera de la fuerza laboral se contrajeron. Sin embargo, se reporta un aumento en la fuerza de trabajo potencial que se explica por el mayor desaliento de la población ante la búsqueda de empleo.

Para generar un mayor dinamismo en el mercado de trabajo que contrarreste de forma efectiva el creciente

desaliento, se debe dar mayor facilidad a la generación de empleo formal e incentivar la creación de empresas. Finalmente, es necesario generar medidas diferenciales que incentiven el empleo para las mujeres, los jóvenes y la población LGBTIQ+ y que propendan por la eliminación efectiva de las barreras que enfrentan en la contratación.

En ANIF pronosticamos que la tasa de desempleo se ubicará para el cierre del 2022 entre el 11.5% y el 12%. Para 2023 estimamos que la TD estará entre el 10% y el 10.5%.

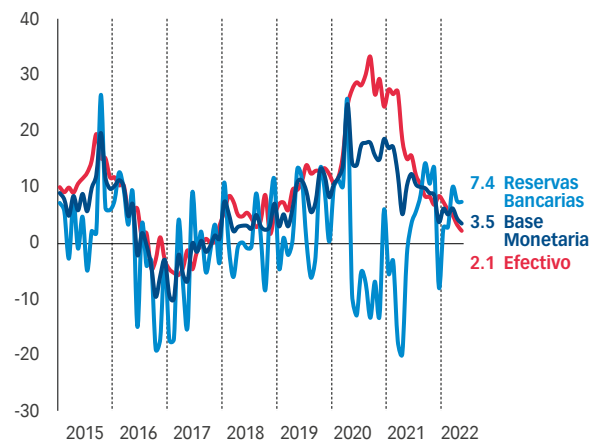
SITUACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

Agregados Monetarios y Cartera de Crédito

Con corte a mayo de 2022 la base monetaria, que se compone del efectivo y las reservas bancarias, registró una variación real anual de 3.5%, frente a una expansión de 10.2% vista en el mismo periodo del año anterior, confirmando que la tendencia de moderación en la preferencia por la liquidez continúa. Ese resultado es una combinación de crecimientos positivos en ambos componentes.

El componente de efectivo presentó una expansión de 2.1% real anual en el mes de mayo de este año (vs. 15.0% un año atrás), resultado que continúa con la tendencia de desaceleración. Ahora que la variación anual del componente se encuentra por debajo

Base Monetaria y sus Componentes
(variación % real anual, a mayo de 2022)



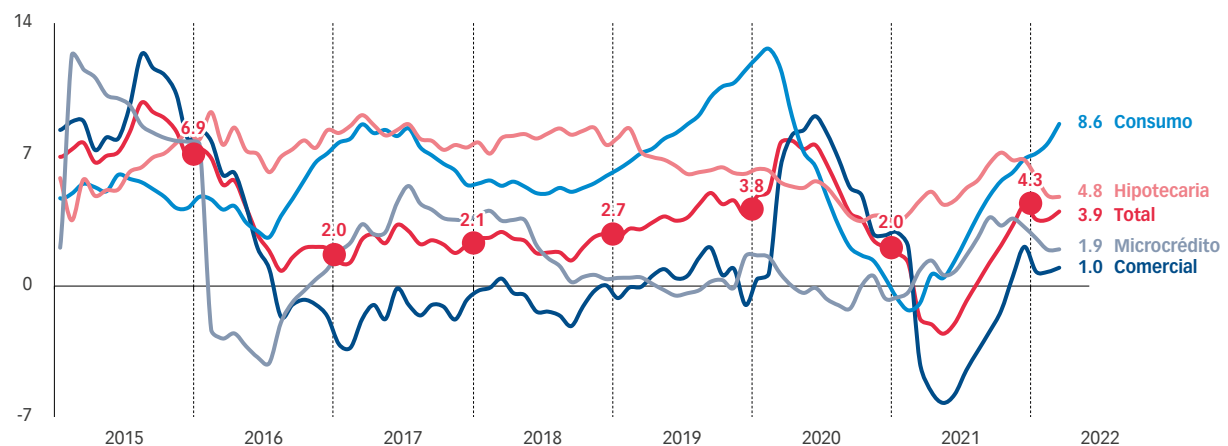
Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República y DANE.

de la media histórica (9.8%), todo parece indicar que dicha preferencia cede de la mano de mejores resultados en materia económica. De otra parte, las reservas bancarias crecieron 7.4%, lo que acentúa la tendencia de recuperación de meses anteriores. Dicho comportamiento puede responder, entre otras cosas, a un efecto de base frente al año pasado, puesto que los primeros meses de 2021 vieron contracciones importantes en el componente. Así mismo, se está registrando un incremento en los depósitos de los bancos, lo que también incide en el crecimiento de las reservas bancarias puesto que son pasivos sujetos a encaje.

Ahora por el lado de la cartera de crédito, se tiene que esta reportó un crecimiento anual real de 3.9% en el mes de marzo, frente a una contracción de 4.2% en el mismo mes de 2021. El comportamiento

de la cartera total viene siendo explicado por la aceleración de los últimos meses en todas las modalidades, pero especialmente en la de consumo y la comercial, las cuales en conjunto participan en más de 80% en el total de la cartera. Así, se tiene que la modalidad con el crecimiento más alto fue la de consumo con 8.6%, seguida por la modalidad hipotecaria (4.8%) y la de microcrédito (1.9%). Ahora, si bien la modalidad comercial fue la de crecimiento más bajo (1%), es también la que ha mostrado la mayor aceleración desde mediados de 2021. También es de resaltar que después de exhibir variaciones negativas entre marzo y septiembre de 2021 ya esté en terreno positivo. Por su parte, la modalidad hipotecaria ha mostrado una tendencia a la desaceleración desde principios de este año, que es consistente con que los subsidios a la compra de vivienda se empezaron a agotar en ese momento.

Evolución de la cartera bruta + *leasing* y titularizaciones
(Variación % real anual, a marzo 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en Superintendencia Financiera, Titularizadora Colombiana y DANE.

De otro lado, los indicadores de calidad de cartera exhiben comportamientos favorables en todas las modalidades. En efecto, se ha observado desaceleraciones en las carteras riesgosa y vencida de todas las modalidades, e incluso contracciones en algunos meses. Lo anterior cobra relevancia cuando se considera el fin del Programa de Apoyo a Deudores (PAD) en agosto de 2021 y el fin del programa de garantías “Unidos por Colombia” en diciembre de ese mismo año. De ese modo, cuando se combina el crecimiento de la cartera bruta con lo anterior se obtiene una mejoría de los indicadores tradicionales de riesgo para todas las modalidades. Se destaca, sin embargo, la modalidad de consumo que ha visto la caída más pronunciada en los indicadores de calidad. Así, el ICC de esa modalidad en marzo de 2022 fue de 4.4%, después de haber alcanzado un máximo de 6.6% en enero de 2021. Por su parte,

la cartera total registró un ICC de 3.8%, con las modalidades comercial (3.6%) e hipotecaria (2.9%) como las de mejor desempeño.

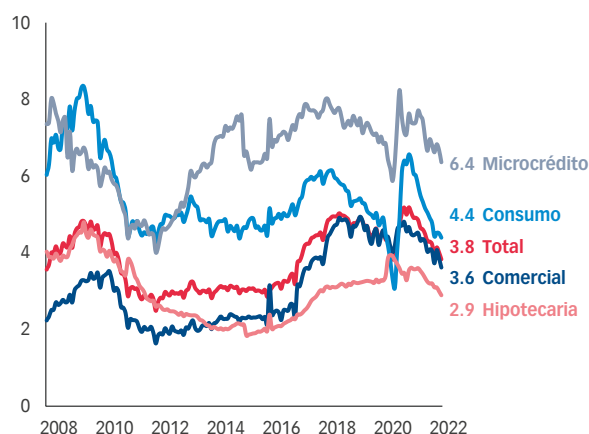
Con todo, esperamos que la cartera total continúe mostrando una tendencia positiva en lo que resta del año. Para ello, proyectamos un crecimiento anual real de cierre de año cercano al 4%, liderado por la modalidad de consumo que podría presentar una variación anual real de más de 7%. De forma similar, esperamos que la modalidad comercial continúe su proceso de recuperación, cerrando el año con tasas de crecimiento superiores al 3%. Finalmente, la modalidad hipotecaria se mantendrá estable en lo que resta del año, con posibles desaceleraciones a raíz del fin de los programas de subsidio de compra de vivienda.

En este punto, vale la pena resaltar que dentro de los principales riesgos a los que se enfrenta el sistema financiero colombiano contamos su creciente exposición a la volatilidad de las condiciones financieras globales, la rápida aceleración del crédito otorgado a los hogares colombianos y el aumento en los precios de la economía. Todo lo anterior podría impactar de forma negativa al sistema financiero, deteriorando la cartera y reduciendo la colocación de crédito.

Mercado de Renta Variable

Por el lado del mercado de renta variable, encontramos que tanto en Colombia como en el resto del mundo este refleja la incertidumbre actual que se deriva del conflicto entre Rusia y Ucrania, las presiones

**Calidad de la cartera
(%, a marzo 2022)**



Fuente: elaboración ANIF con base en Superintendencia Financiera y DANE.

Índice COLCAP
(al 30 de junio de 2022)

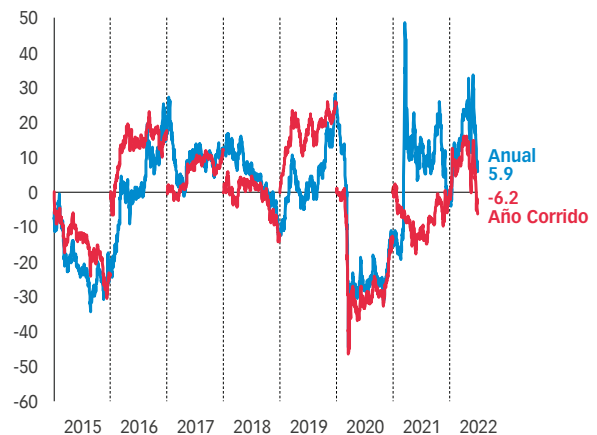


Fuente: elaboración de ANIF con base en BVC.

inflacionarias y la situación en China. En efecto, durante las últimas semanas las principales bolsas accionarias han visto sus principales acciones en números rojos, debido a diferentes factores.

En Estados Unidos, el S&P 500 se encuentra en una tendencia general a la baja, perdiendo casi 1,000 puntos frente al máximo alcanzado en diciembre 2021, ubicándose así en los 3,831 puntos. Ese comportamiento, por todo lo demás ha sido uno de los más deficientes en la historia reciente del índice, marcando las preocupaciones de analistas y mercados del inicio de una posible recesión en ese país, así como su reacción a los resultados en materia de inflación y las declaraciones de la FED con respecto a la política monetaria. De forma similar, el Eurostoxx 50, que agrupa las 50 empresas listadas en bolsa más importantes de Europa, se encuentra cerca de los 3.400

Evolución del COLCAP
(variación %, al 20 de junio de 2022)



Fuente: elaboración de ANIF con base en BVC.

puntos, lo que implica una caída de casi 24% frente al máximo de 4.370 de noviembre de 2021. En contraste, el Nikkei 225 se ha comportado de manera más

estables que su contraparte americana y europea, registrando pérdidas frente al máximo de septiembre de 2021 relativamente moderadas.

En el frente local, el Colcap refleja la incertidumbre propia de un año electoral y de transición de gobierno. El índice se encuentra cerca de los 1.335 puntos, perdiendo

do casi 500 puntos desde abril de este año. En días recientes, el Colcap ha registrado una mayor volatilidad que responde al comportamiento de las acciones de empresas del sector minero-energético, que a su vez se han visto afectadas de forma negativa por las declaraciones del presidente electo con respecto al futuro de la exploración y explotación de hidrocarburos en el país.

ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN

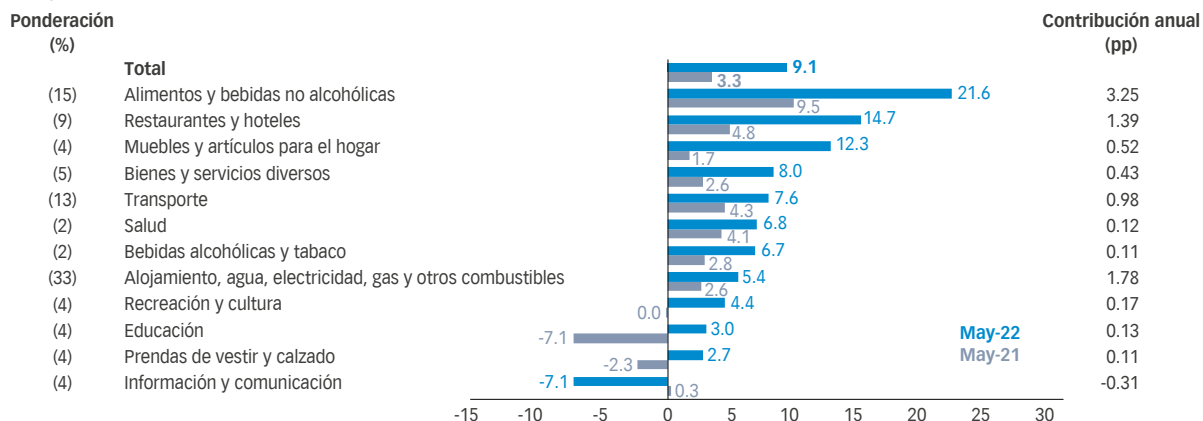
La inflación en mayo de 2022 registró una variación anual de 9.1% y así dejó atrás la variación más alta registrada en los últimos 21 años (9.23% en abril), pero todavía muy lejos de la meta del Banco de la República. Los resultados muestran que la división de alimentos y bebida, una vez más, tuvo la variación más importante (21.6%) y fue también la de mayor peso en la contribución anual (3.25pp). Le siguieron restaurantes y hoteles (14.7%), muebles y artículos para el hogar (12.3%), bienes y servicios diversos (8.0%), transporte (7.6%), salud (6.8%) y bebidas alcohólicas y tabaco (6.7%). El único grupo de gasto que registró una variación anual negativa fue información y comunicación (-7.1%).

Ahora bien, la variación del IPC a nivel mensual fue de 0.84%. Las principales variaciones se dieron en ali-

mentos y bebidas (1.56%), restaurantes y hoteles (1.18%), bienes y servicios diversos (0.87%) y alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles (0.83%). Si bien la división de alimentos y bebidas tuvo la variación más grande, la división de mayor contribución fue el alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles (0.27pp).

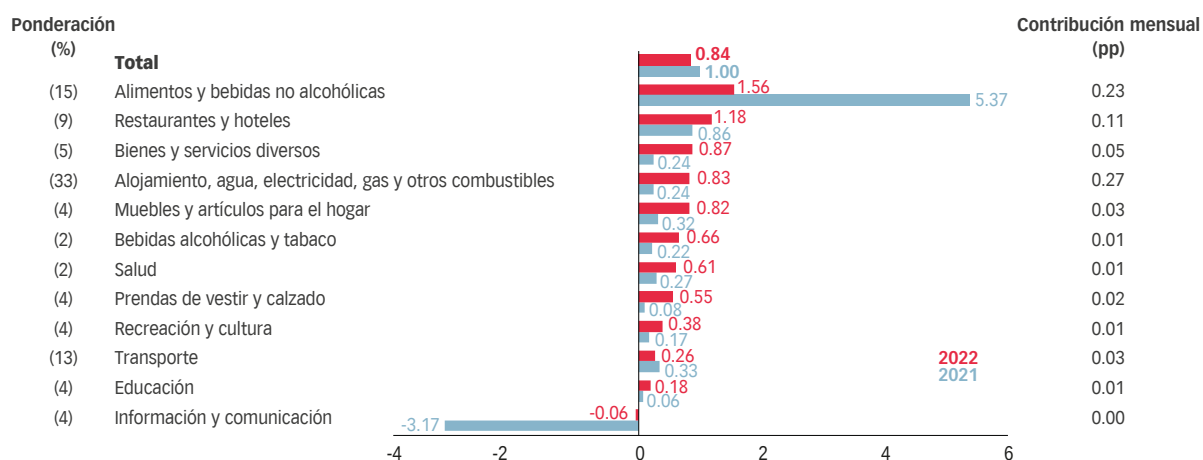
En términos generales, al igual que en meses pasados, el resultado de mayo está siendo impulsado mayormente por los precios de los alimentos, cuya variación anual fue de 21.6%. Sin embargo, el componente núcleo también está generando presiones en el índice total. En efecto, la inflación anual sin alimentos fue de 6.5%, superior en 0.6 puntos al valor del mes anterior. Al interior, hay crecimientos importantes en el rubro de gasto en restaurantes y hoteles y en el renglón de vivienda (en

Inflación anual por grupos de gasto (mayo, %)



Fuente: elaboración de ANIF con base en DANE.

Inflación mensual por grupos de gasto (abril- mayo, %)



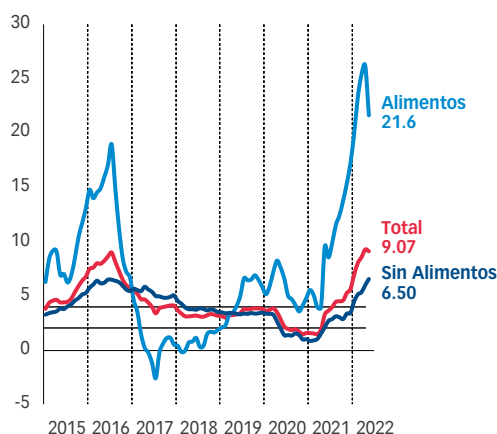
Fuente: elaboración de ANIF con base en DANE.

términos mensuales). Lo anterior refleja, por un lado, el cambio en el consumo frente al año anterior, puesto que en ese momento el país atravesaba un paro nacional y los estragos del tercer pico de contagios por SARS-CoV-2, lo que limitaba el gasto en turismo y ocio. Por otro lado, refleja el incremento en el gasto en alojamiento y servicios públicos, atado, a su vez, al alza en el costo de algunos de esos servicios. Cabe decir que, de todos los grupos de gasto, solo los de educación, prendas de vestir y calzado e información y comunicaciones registran variaciones anuales por debajo del 4%.

No hay duda de que el control de la inflación ha sido uno de los temas más complejo en este 2022. Las consecuencias del incremento acelerado del IPC pueden ser devastadoras para las poblaciones de menores ingresos. Hay que tener en cuenta que, actualmente los productores del país cuentan con la incorporación de los efectos de costos adicionales creados por la

escasez global de oferta por la disrupción de las cadenas de suministros y el aumento en los fletes marítimos y terrestres del transporte de carga, así como el actual conflicto de Rusia y Ucrania, quienes son jugadores esenciales en la producción de materias primas. Con lo anterior en mente y teniendo en cuenta que, tanto los componentes de generación eléctrica como el de distribución del gas están indexados al IPC y al IPP, se podría esperar que durante el 2022 se presente un incremento adicional en el costo de la producción en el país, lo que pone en riesgo la senda positiva de recuperación económica para este año. Adicionalmente y en línea con lo anterior, el aumento en los precios de distintos productos agroindustriales y energéticos, que han visto afectada su oferta por cuenta de la guerra que se libra entre Ucrania, se reflejan en los resultados presentados del IPC. Esas variaciones del indicador afectan, en mayor medida, a las poblaciones de menores ingresos, pues son quienes destinan una mayor parte de sus recursos a la compra de Alimentos y Bebidas No Alcohólicas.

**Inflación anual con y sin alimentos
(mayo, %)**

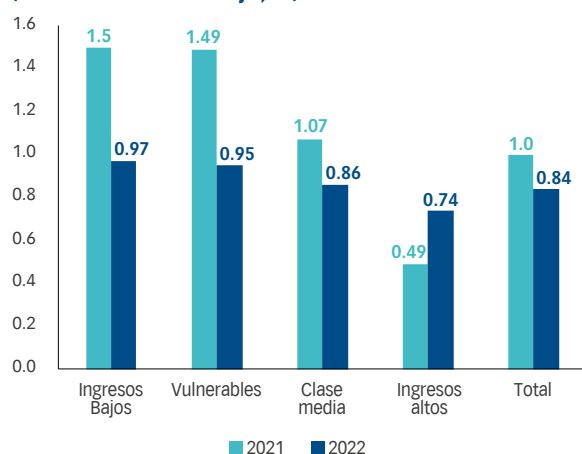


Fuente: elaboración de ANIF con base en DANE.

Si se analiza la inflación por niveles de ingreso, se puede observar que mientras que para la población de ingresos bajos y el segmento vulnerable la inflación mensual representó el 0.97% y el 0.95%, respectivamente, para la de ingresos altos fue del 0.74%. En la variación anual la diferencia se percibe de manera más pronunciada, ingresos bajos el 10.68%, vulnerables el 10.47%, mientras que altos ingresos el 7.73%.

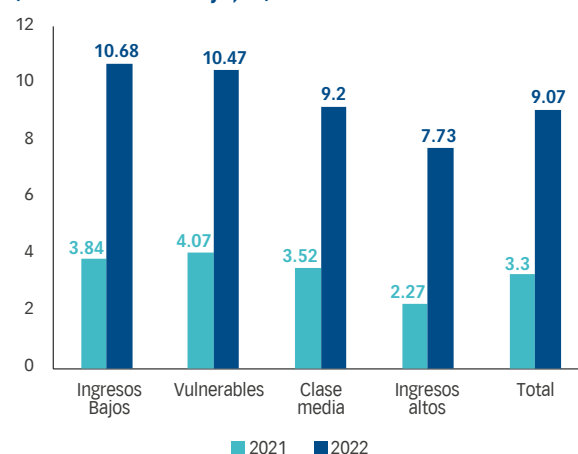
Los resultados de mayo muestran que el reto que enfrenta el Emisor es cada vez más grande. Por un lado, si bien la inflación registró una desaceleración

Inflación por nivel de ingreso
(Variación mensual mayo, %)



Fuente: cálculos de ANIF con base en DANE.

Inflación por nivel de ingreso
(Variación anual mayo, %)



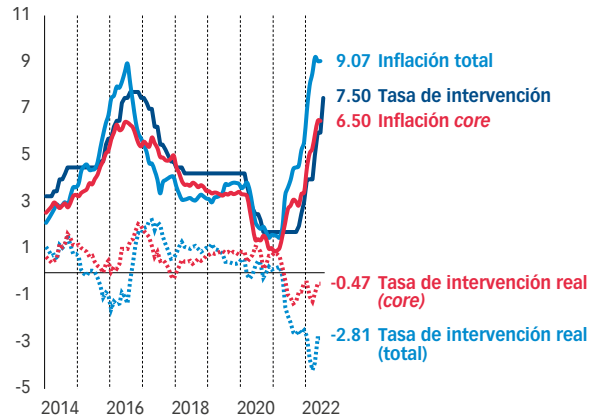
Fuente: cálculos de ANIF con base en DANE.

en mayo frente al mes anterior, esa dinámica está estrechamente relacionada al componente de alimentos que está más atado a factores externos que a domésticos. Por otro lado, la mayoría de los grupos de gasto están registrando alzas importantes en su precio. Eso, además, está relacionado no solo con los costos crecientes de los productos importados sino también con los excesos de demanda que surgen del fortalecimiento de los ingresos de los hogares en conjunto con una oferta rezagada. Finalmente, el persistente disenso sobre qué debería hacer la Junta Directiva para hacer frente a la inflación sin poner en riesgo la recuperación económica, puede adicionar dificultades al proceso de normalización

monetaria. En últimas, anclar las expectativas de mediano y largo plazo se está convirtiendo en un desafío importante para la Banca Central en Colombia y en el resto del mundo.

Pese a lo anterior, en ANIF creemos que la Junta ha actuado de forma prudente y que hay espacio para una política monetaria aún más agresiva. En particular, el hecho de que la inflación sin alimentos no de muestras de contracción da paso para creer que la tasa de intervención es el mejor instrumento para contener el crecimiento en el nivel de precios. Si bien es cierto que la tasa de política monetaria no puede hacer mucho frente al componente de la inflación

**Inflación Anual y Tasa de Intervención de Política Monetaria
(%, a 1° de julio* de 2022)**



*Los datos de inflación y tasas reales van hasta junio, la tasa de intervención hasta julio.
Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República y DANE.

que responde a factores externos, los resultados de mayo demuestran que los excesos de demanda doméstica continúan. En ese sentido, el mejor instrumento para controlar ese componente de la inflación es la tasa de intervención del Banco.

Perspectivas

El manejo del fenómeno inflacionario ha sido complejo y, pese a los esfuerzos del emisor, no ha dado grandes muestras de reducción. Tal como proyectan analistas y mercado, en ANIF consideramos que, al cierre del 2022, la inflación podría llegar a estar entre el 8.3% y el 8.7%.

Ese comportamiento está ligado tanto a factores externos como internos. Por un lado el conflicto ruso-ucraniano y la crisis logística global y lo que eso ha significado en términos de alza en los costos de agroinsumos y producción en general. Por el otro, el exeso de demanda interna. Visto desde esa perspectiva, la tasa de intervención seguirá subiendo y podría cerrar el 2022 entre el 8.5% y el 9%. Para 2023 esperamos una inflación entre el 4.3% y el 4.6% y una tasa de intervención que estaría entre el 4% y el 4.25%.

ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FISCAL

El MFMP trajo buenas noticias, pero seguimos necesitando una reforma tributaria

Como es usual, la presentación del Marco Fiscal de Mediano Plazo da a conocer el cierre definitivo del balance fiscal del Gobierno Nacional para el año anterior, en este caso el 2021. Como se habría reportado a principios de año, el balance total del GNC para ese año fue de -7.1 puntos del PIB, lo que en su momento representó una mejora con respecto a la previsión del MFMP 2021 de 1.6 puntos. Ahora bien, ese resultado se deriva de que se hayan extraído ingresos tributarios por casi 11 billones de pesos más de lo que se había previsto inicialmente, resultado que responde a un mejor desempeño de la actividad económica y al incremento en la eficiencia de la gestión de la DIAN. Además, los gastos fueron ligeramente inferiores a lo que se pronosticó en el Marco de 2021, lo que dio como resultado un déficit fiscal inferior a las perspectivas.

En cuanto a 2022, la actualización de la previsión con respecto a lo estipulado en el Plan Financiero también trae noticias positivas. Por un lado, y tal vez lo más significativo, es la revisión de la proyección de los ingresos totales en más de 1% del PIB, fenómeno que obedece al alza en las proyecciones de recaudo tributario. Lo anterior, a su vez, responde al desempeño de los ingresos tributarios administrados por la DIAN durante los primeros cinco meses de este año, en los cuales se ha sobre cumplido la meta de recaudo en 11.8 billones de pesos. Más del 40% del sobrecumplimiento de la meta de recaudo proviene del impuesto de renta por medio de la retención en la fuente, seguido por un 21% del recaudo de aduanas, 19% de las cuotas de renta y 18% del IVA. Con eso, el Ministerio de Hacienda estima un recaudo tributario de 202 billones de pesos, 19 bi-

Balance Fiscal del Gobierno Nacional Central

	\$ MM			% PIB		
	2020	2021*	2022*	2020	2021*	2022*
Ingresos Totales	152.568	192.058	227.535	15.3	16.3	16.7
Tributarios	130.763	162.228	202.469	13.1	13.8	14.9
Recursos de Capital	18.733	25.537	20.595	1.9	2.2	1.5
Rendimientos financieros	1.030	1.394	1.400	0.1	1	0.1
Excedentes financieros	15.627	8.969	18.171	1.6	0.8	1.3
Otros ingresos de capital	2.076	15.175	1.024	0.2	1.3	0.1
Resto**	3.072	4.293	4.472	0.3	0.4	0.3
Gastos Totales	230.332	275.207	303.190	23.1	23.4	22.3
Intereses	28.337	39.678	53.245	2.8	3.4	3.9
Funcionamiento***	181.602	209.796	209.368	18.2	17.8	15.4
Funcionamiento sin FEPC	181.602	206.152	195.150	18.2	17.5	14.3
FEPC	0	3.645	14.218	0	0.3	1
Inversión****	20.393	25.734	40.577	2	2.2	3
Balance Primario GNC	-49.427	-43.471	-22.410	-4.9	-3.7	-1.6
Balance Total	-77.763	-83.149	-75.655	-7.8	-7.1	-5.6

* Cifras proyectadas.

** Corresponde a ingresos no tributarios y Fondos Especiales, se presenta agregado dadas las revisiones que se están adelantando en la discriminación de estos rubros.

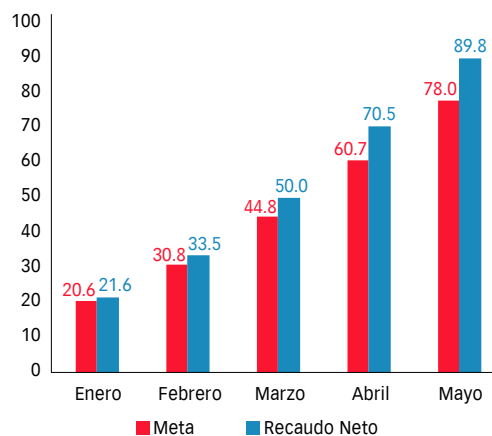
*** El gasto de funcionamiento e inversión incluye pagos, deuda flotante y Ley de Inversión Social. Al excluir este último elemento, el gasto de funcionamiento se ubica en 17,2% y 15,4% del PIB en 2021 y 2022, respectivamente. Por su parte, la inversión distinta a Ley de Inversión Social se ubica en 2,1% y 2,4% del PIB en 2021 y 2022, respectivamente. La inversión de 2022 incluye el gasto destinado al Ingreso Solidario, el cual asciende a \$7,2 billones (0,5% del PIB).

Fuente: DGPM - Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

lones más que lo pronosticado en el PF. Adicionalmente, se esperan recursos adicionales por excedentes financieros especialmente por la liberación de la reserva ocasional de Ecopetrol que añade más de 6 billones de pesos a las arcas del GNC.

Con respecto a los gastos, se hace una revisión al alza en 0.4 puntos del PIB dado el incremento en los recursos destinados a cubrir el déficit del FEPC y un mayor gasto en intereses. Ahora, al comparar el gasto total frente a lo reportado en 2021, resalta la caída en el renglón de funcionamiento, el crecimiento en la inversión y el aumento en el pago de intereses. Por el lado

Recaudo Neto y Meta 2022 (Billones de pesos)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

de funcionamiento, hay un cierre casi total del renglón del FOME, atado al fin de la emergencia sanitaria. El remanente para ejecutar en 2022 corresponde a la continuación del Plan Nacional de Vacunación contra el COVID19 y otras atenciones en salud. Por el lado de la inversión pública, su incremento de 2% del PIB en 2021 a 3% en 2022 se asocia con un aumento en las transferencias monetarias a los hogares en condición de pobreza, así como una mayor destinación de recursos a los programas de reactivación económica. Finalmente, el aumento en el gasto de intereses refleja la aceleración de la inflación.

Todo lo anterior da como resultado que el Ministerio haya revisado sus proyecciones de déficit del GNC para este año de -6.2% a -5.6% del PIB. Ese resultado significaría una caída en la magnitud del balance de 1.5pp frente a lo registrado en 2021.

Por su parte, el resto del gobierno central reportó un balance de -0.8% del PIB, llevando el déficit de todo el Gobierno Central a -7.9% del PIB, cifra igual a la observada en 2020. De forma similar, los gobiernos regionales reportaron un balance de 0.3% del PIB y la seguridad social de 0.4% del PIB, mismos resultados del año anterior. Así, el Gobierno General reportó un balance primario de -3.7% del PIB (vs. -4.3% del PIB) y un balance total de -7.1% (vs. -7.2% del PIB un año atrás). Para el 2022, se espera que el balance del gobierno general presente una corrección de un punto del PIB, llegando a -6.1%. Ese resultado se explicaría fundamentalmente por el mejor desempeño de las cuentas fiscales del gobierno central.

Ahora, para el 2023, se espera que la tendencia vista hasta 2022 continúe. En efecto, el Marco Fiscal proyecta que para ese año los ingresos totales del GNC alcancen los 19.1 puntos del PIB, es decir 2.4pp por encima del registro de 2022. Además, se espera que los gastos totales crezcan 0.4 puntos del PIB entre 2022 y 2023. Detrás de lo anterior está una leve caída en el gasto de intereses de 0.2pp, un incremento de 1.4pp en el gasto de funcionamiento, de los cuales 0.3pp corresponden a un mayor gasto destinado al FEPC, y una caída en la inversión pública, pasando de 3% del PIB a 2.2%. Con eso, se espera alcanzar un superávit primario de 0.1 puntos del PIB. De otra parte, el balance total del GNC se ubicaría en 3.6 puntos del PIB, lo que representa una caída de 2pp con respecto al dato de 2022. Detrás de los cambios en las variables fiscales entre 2022 y 2023, afirma el Ministerio, está la Ley de Inversión Social, los ingresos petroleros, la eficiencia de la DIAN y la normalización de la inversión. Con ello, 1.2pp de los 2pp de corrección del déficit en 2023 se atribuyen a los cambios normativos introducidos por la Ley de Inversión Social y la modernización de la DIAN para luchar contra la evasión, la elusión y el contrabando. De otro lado, se espera que el crecimiento de los ingresos petroleros y de capital aumenten los ingresos del GNC en 0.9pp. Finalmente, la reducción de la inversión pública atenuaría presión sobre las finanzas públicas. No sobra decir, sin embargo, que la reducción en ese renglón en 0.8pp es ambiciosa bajo cualquier estándar, especialmente si se considera la inflexibilidad del gasto público a la baja, ya sea por inversión o funcionamiento.

Balance Fiscal del Gobierno General y Sector Público No Financiero

	\$ MM			% PIB		
	2020	2021*	2022*	2020	2021*	2022*
A. Gobierno Central	-78.416	-92.880	-88.135	-7.9	-7.9	-6.5
Gobierno Nacional Central	-77.763	-83.149	-75.655	-7.8	-7.1	-5.6
Resto del Nivel Central	-653	-9.732	-12.480	-0.1	-0.8	-0.9
B. Regionales y Locales	1.122	3.846	4.597	0.1	0.3	0.3
Administraciones centrales	2.966	2.119	1.197	0.3	0.2	0.1
Resto del nivel regional y local	-1.844	1.727	3.400	-0.2	0.1	0.2
C. Seguridad Social	5.100	4.866	73	0.5	0.4	0.0
Salud	159	-432	0	0.0	0.0	0.0
Pensiones	4.941	5.299	73	0.5	0.5	0.0
D. Balance Total GG (A + B + C)	-72.194	-84.168	-83.465	-7.2	-7.1	-6.1
Balance Primario GG	-43.159	-43.590	-29.330	-4.3	-3.7	-2.2
E. Empresas públicas	-1.952	511	551	-0.2	0.0	0.0
Nivel Nacional	44	-66	271	0.0	0.0	0.0
Nivel Local	-1.995	576	281	-0.2	0.0	0.0
F. SPNM	-1.857	-802	0	-0.2	-0.1	0.0
G. Balance Total DPNF (D + E + F)	-76.003	-84.460	-82.913	-7.6	-7.2	-6.1
Balance Primario SPNF**	-52.464	-62.474	-27.405	-5.3	-5.3	-2.0
Balance Primario SPNF	-45.477	-42.319	-27.122	-4.6	-3.6	-2.0

*Cifras proyectadas

** De acuerdo con el artículo 2 de la Ley 819 de 2003, se descuenta \$6.986, \$6.529 y \$258mm del balance del SPNF por transferencias de utilidades del Banco de la República giradas al GNC y registradas como ingreso fiscal durante 2020, 2021 y 2022, respectivamente. Adicionalmente, para el año 2021 y 2022 se descuentan \$13.626mm y \$24mm del balance del SPNF por los ingresos de la optimización de activos.

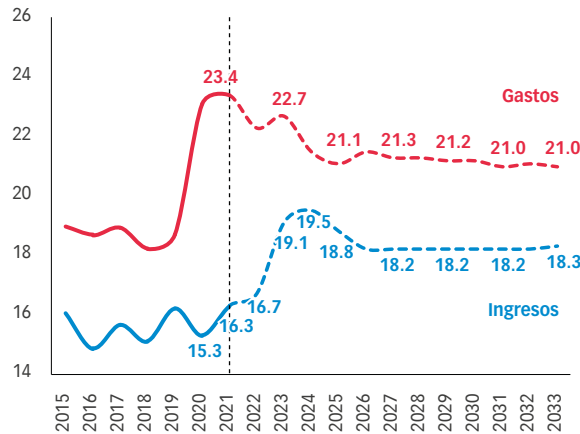
Fuente: DGPM - MHCP

En el mediano plazo, se espera que, en ausencia de choques negativos, las finanzas públicas continúen con su proceso de ajuste y consolidación. De una parte, se espera que los ingresos totales del GNC promedien 18.5% del PIB, con un pico de 19.5% del PIB entre 2023 y 2024. Como mencionamos, el crecimiento en los ingresos del Gobierno Nacional en ese periodo estaría atado al comportamiento de los ingresos petroleros, a una mayor expectativa de recaudo tributario por

la Ley de Inversión Social y una mayor eficiencia de la DIAN, así como por la recuperación de las utilidades del Banco de la República. Una vez se normalicen los precios del crudo y desaparezca esa pequeña bonanza petrolera, los ingresos totales del GNC caerían.

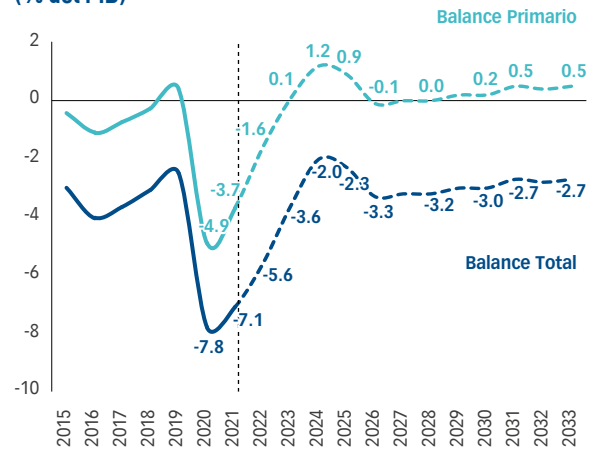
Por el lado de los gastos, se esperan dos cambios significativos en periodos distintos. El primero vendría entre el 2022 y el 2023 como consecuencia de la des-

**Ingresos y gastos del GNC
(% del PIB)**



Fuente: ANIF con base en Ministerio de Hacienda – MFMP 2022.

**Balance fiscal del GNC
(% del PIB)**



Fuente: ANIF con base en el Ministerio de Hacienda – MFMP 2022.

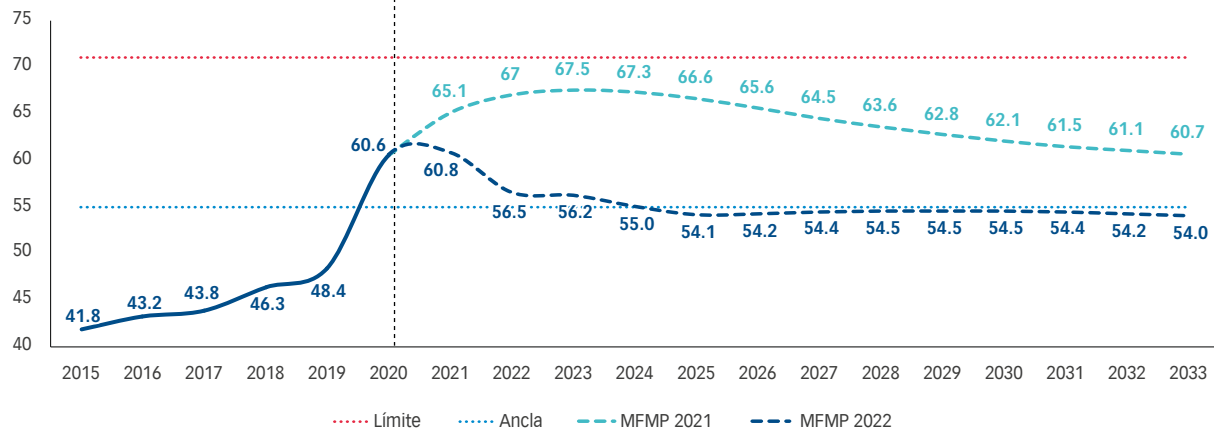
aparición de las necesidades de gasto asociadas con el FOME. Con ello el gasto del GNC caería más de un punto del PIB. El segundo cambio se daría después de 2024, atado al pago de los recursos del FEPC. Como veremos en la siguiente sección, el Ministerio de Hacienda ha delineado una estrategia de corto y mediano plazo para lidiar con las necesidades de recursos del FEPC. Por un lado, durante los próximos dos años se saldaría el déficit generado por este Fondo, lo que representa un gasto de entre 0.6 y 1.3 puntos del PIB entre el 2021 y el 2023. Posterior a ese año, se espera que la estrategia de cierre de la brecha del precio interno de los combustibles con el externo permita que no se generen obligaciones adicionales de la Nación con el Fondo. No obstante, lo anterior se vería contrarrestado por el crecimiento de otros rubros de gasto inflexibles o indexados a los ingresos corrientes de la Nación dentro del funcionamiento y la inversión.

Es así como en el mediano plazo, particularmente después del 2023, el GNC alcanzaría el superávit primario una vez más. Además, el déficit total oscilaría cerca de los 2.7 puntos del PIB.

Consistente con las cifras de ingresos, gastos y déficit del GNC, el Marco Fiscal presenta la proyección de la deuda pública hasta 2033. Bajo el escenario estimado, se proyecta que la deuda neta alcance el ancla de 55% del PIB en 2024 y se mantenga por debajo de ese nivel hacia adelante. Aunque es positivo proyectar una deuda por debajo de su ancla, no olvidemos que, en el momento de recibir el grado de inversión por última vez, Colombia manejaba una deuda significativamente inferior.

Pese lo anterior, sería incorrecto afirmar que, como están las cuentas hoy, sería innecesario para el próxi-

**Deuda bruta del GNC - Proyección preliminar
(% del PIB)**



Fuente: elaboración ANIF con datos del Ministerio de Hacienda.

mo gobierno implementar una reforma tributaria. En efecto, los supuestos de reducción del gasto y del comportamiento de los ingresos totales del GNC son, cuando menos, optimistas y dejan a un lado las fallas estructurales de nuestro actual sistema tributario para generar ingresos permanentes y suficientes para atender las necesidades de gasto. En otras palabras, aún con este escenario ANIF reafirma su posición de necesitar, con urgencia, la discusión e implementación de una reforma tributaria seria y estructural que ataque de fondo los problemas del sistema impositivo del país. No abordar y modificar la estructura del impuesto de renta a personas naturales, que tiene un tramo exento a todas luces muy amplio e ineficiente, así como las exenciones en IVA, sería una estrategia costosa aún en el corto plazo. Todo lo anterior considerando que las necesidades de gasto, en especial el social, va a seguir presionando al alza.

En suma, sin desconocer las noticias positivas que ha traído el Marco en términos del estado de las finanzas públicas y de lo que razonablemente podemos esperar para los próximos años, no podemos perder de vista el punto más importante en este frente: la reforma tributaria que solucione los problemas de fondo del sistema tributario actual es ineludible. Sorprende que el Marco sugiera que el próximo gobierno o dos reciban las finanzas públicas tan sanas que no requiera una modificación seria de nuestro sistema tributario. No podemos confundir un alivio en las cuentas públicas con la desaparición del problema para recaudar ingresos tributarios sostenibles y permanentes. Como mencionamos, hay varias ineficiencias en nuestro sistema actual que imposibilitan un recaudo sostenido, eficiente y progresivo. Por nombrar algunos problemas, el tramo exento del impuesto de renta de personas naturales es uno de los más am-

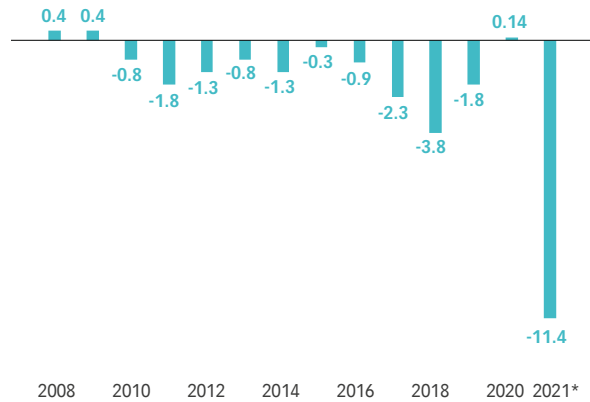
plios de la OCDE, la exención de la canasta familiar del pago de IVA es de facto un subsidio al consumo de los hogares más ricos y la carga impositiva de las empresas es muy alta. Todo eso requiere políticas que modifiquen el estatuto actual, es decir, una reforma tributaria. El gobierno entrante tiene esa responsabilidad, aun si el Marco Fiscal de Mediano Plazo sugiere otra cosa.

Reformas al FEPC

En esta ocasión y por primera vez, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público ha dedicado un capítulo en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) al FEPC. En él, se caracterizan algunos aspectos del fondo y sus implicaciones fiscales actuales. Además, se hace un esfuerzo por trazar una hoja de ruta que permita alivianar, en el mediano plazo, las presiones que el Fondo ejerce sobre las finanzas públicas.

Recordemos que el Fondo fue creado con el fin de suavizar los efectos de las variaciones internacionales del precio del petróleo sobre los precios de los combustibles líquidos (CL) que se comercian en el país. Producto de su funcionamiento, desde su creación y hasta el 2019, acumuló un total de 14,2 billones de pesos en déficit. Así mismo, el Ministerio de Hacienda estima que el déficit del FEPC en el 2021 fue de \$11,4 billones y de seguir con dadas las condiciones actuales de precios internacionales y precios de referencia, el 2022 podría cerrar con un déficit de \$25.4 billones. Para cubrir ese pasivo, el Gobierno Nacional Central giró al FEPC \$3.9 billo-

SalDOS del FEPC en billones de pesos corrientes



Nota: El valor de 2021 hace referencia al dato proyectado por el MHCP para el cierre de la vigencia.
Fuente: ANIF con base en MHCP.

nes de los cuales \$0.3 billones se destinaron a saldar el déficit del segundo semestre de 2020, con lo cual se prevé un faltante por pagar de \$7.8 billones en el 2021.

Ahora, el Ministerio presentó las estrategias de ajuste de corto y mediano plazo para hacer frente a la presión que está ejerciendo el FEPC sobre las finanzas públicas. Por el lado del corto plazo, el gobierno ha planteado una serie de alternativas para saldar la deuda acumulada y cerrar la brecha existente entre los precios internacionales y los precios internos de los combustibles líquidos. Además, estas estrategias pretenden preservar el poder adquisitivo de los hogares, toda vez que un incremento súbito de los precios generaría presiones inflacionarias adicionales a las que hoy presenta el país. Consistente con lo anterior, se plantea, por un lado, honrar la deuda exis-

tente destinando \$2.7 billones del PGN y excedentes de dividendos netos de Ecopetrol, de tal suerte que se salden en 2022 todas las deudas con los productores e importadores de combustibles. Además, se espera un ajuste gradual y progresivo en los precios internos. En principio, un ajuste por galón de \$200 pesos en la gasolina y ACPM para los meses de junio y julio y de \$250 pesos en agosto. Adicionalmente, incrementos graduales mensuales desde septiembre de \$400 en el galón de gasolina y \$250 en el caso del ACPM hasta que se cierren los diferenciales existentes. Bajo ese escenario, el Fondo podrá converger a un escenario menos deficitario en el horizonte próximo, a la vez que mitiga sus impactos sobre la inflación, que se espera reduzca su ritmo en el segundo semestre del año. Con esta estrategia, el MHPC proyecta que para 2024 el FEPC solo tendrá un déficit de \$0.8. No obstante, se advierte que una desviación de -\$100 en la senda de incrementos propuestos generaría un costo anual de \$445.800 millones de pesos.

Por otra parte, el MHCP incluye dos estrategias de mediano plazo que consisten, por un lado, en un conjunto de modificaciones al actual esquema, y por otro, una reforma estructural al FEPC que apunte a garantizar su autosostenibilidad. Para eso, se plantean en el primer caso las siguientes herramientas:

Periodicidad de cálculo: se propone aumentar la frecuencia del ajuste del ingreso al productor (IP) o precio de referencia interno, de tal manera que pueda hacerse de forma semanal o quincenal (actualmente se hace mensualmente).

Metodología de fijación de precios: El modelo actual presenta algunos inconvenientes cuando se pretende reaccionar con celeridad en momentos de alta volatilidad, pues actualmente el ajuste depende de los retornos. Por eso, se propone un nuevo método para fijar el ajuste en función únicamente del diferencial de precios

Institucionalidad: Para establecer el carácter vinculante de la metodología, la CREG debe tener todas las competencias para que, con los nuevos lineamientos, pueda establecer el IP y garantizar su obligatorio cumplimiento y evitar desviaciones entre el precio interno y el de paridad.

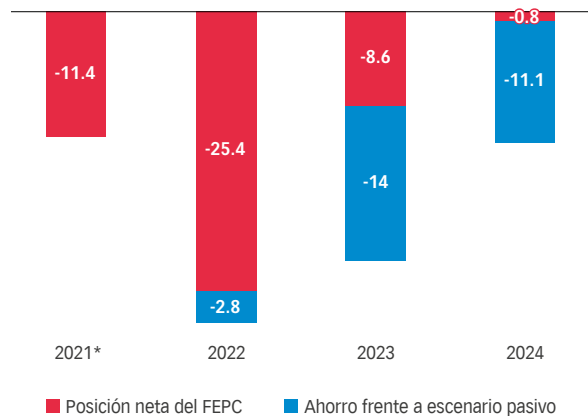
Para el segundo caso, se propende por un ajuste estructural a la metodología actual y se plantea reemplazar ese mecanismo por un esquema de bandas de estabilización. Este método estaría enfocado no tanto en regular los precios corrientes de los combustibles líquidos, sino en atenuar las volatilidades semanales.

Así, en periodos en los cuales el precio de referencia se encuentra dentro de las bandas, los precios de venta al público se fijarían bajo las condiciones de mercado. Por el contrario, en fases en las cuales el precio de paridad se encuentre fuera de los límites del mecanismo, el precio de los CL sería determinado por el Gobierno.

Para eso, en primer lugar, se plantea un nuevo modelo de ajuste de precio de paridad que dependa únicamente de los precios de referencia internacionales y que no incorpore el valor de fletes marítimos ni demás costos de transacción.

Si bien es positivo modificar el FEPC con el fin de cerrar la brecha entre el precio interno de los combustibles líquidos con el internacional, preocupa que la responsabilidad de los cambios queda a cargo de la siguiente administración. En efecto, la implementación del mecanismo, así como el ritmo de ajuste de los actuales precios de los CL estarán a cargo de la siguiente administración. Si bien hay un avance en proponer esos ajustes, el gobierno saliente no realizó ninguna modificación al mecanismo y deja al gobierno electo en un escenario complejo en el frente fiscal. Será este último el que tenga que sortear su implementación, entre la viabilidad política y las presiones presupuestales que hoy por hoy genera el FEPC.

Saldos del FEPC en billones de pesos corrientes



Nota: El valor de 2021 hace referencia al dato proyectado por el MHCP para el cierre de la vigencia.
Fuente: ANIF con base en MHCP.

RESULTADOS DE LA CUENTA CORRIENTE

AL PRIMER TRIMESTRE DE 2022

A corte del primer trimestre de 2022, la cuenta corriente del país registró un déficit de 6.4% del PIB (equivalente a -US\$5.367 millones), lo que representa un aumento de 2.3pp respecto al déficit de 4.1% del PIB presentado en el primer trimestre de 2021 (-US\$3.085 millones). En términos contables, el incremento en el déficit se explica por el aumento en dólares del déficit (2.9pp) y la disminución del valor en dólares del PIB nominal (0.5pp), como resultado de la depreciación del peso frente al dólar. Lo anterior estuvo compensado parcialmente por el incremento del PIB en precios corrientes (1.0pp).

Por componentes la ampliación del déficit se explica en mayor medida por los mayores egresos netos del rubro de renta de los factores (US\$1.730 millones), seguido del incremento del déficit comercial de bienes (US\$971 millones) y la balanza comercial de servicios (US\$328 millones). Los cuales se contrarrestaron de forma par-

cial por el aumento de los ingresos netos del rubro de transferencias corrientes (US\$747 millones).

De esta forma, el déficit de cuenta corriente en los tres primeros meses de 2022 estuvo compuesto por: (i) el déficit de la balanza comercial de bienes (-US\$3.558 millones), equivalentes al -4.3 del PIB (vs. -3.4% del PIB registrado un año atrás); (ii) el déficit de la balanza comercial de servicios (-US\$1.499 millones), equivalentes a -1.8% del PIB (vs. -1.6% del PIB); (iii) el déficit de la renta de los factores (-US\$3.5.06 millones), el cual se ubicó en -4.2% del PIB (vs. -2.4% del PIB); y (iv) el superávit en las transferencias corrientes (US\$3.197 millones), correspondiente al 3.8% del PIB (vs. 3.3% del PIB).

Al interior de la balanza comercial de bienes, las exportaciones se expandieron un 48.3% anual en el primer trimestre de 2022 hacia niveles de US\$13.761 mi-

Balanza de pagos
(US\$ millones; % del PIB)

	2020 Ene - mar	2021 Ene - mar	2022 Ene - mar
Cuenta Corriente	-2.302	-3.085	-5.367
%PIB	-3.1	-4.1	-6.4
Bienes y servicios	-3.098	-3.759	-5.058
%PIB	-4.2	-5.0	-6.1
Bienes (Balanza Comercial)	-2.244	-2.588	-3.558
%PIB	-3.0	-3.4	-4.3
Exportaciones	9.066	9.279	13.761
Importaciones	11.310	11.866	17.319
Servicios	-854	-1.171	-1.499
%PIB	-1.2	-1.6	-1.8
Ingreso Primario (Renta de los factores)	-1.376	-1.776	-3.506
%PIB	-1.9	-2.4	-4.2
Ingreso Secundario (Transferencias corrientes)	2.173	2.450	3.197
%PIB	3.0	3.3	3.8
Remesas de trabajadores	1.793	1.949	2.046
Cuenta de Capital y Financiera	1.751	2.430	4.718
%PIB	2.4	3.2	5.7
Inversión Directa	1.939	1.485	3.844
%PIB	2.6	2.0	4.6
Inversión Extranjera Directa	3.175	2.353	5.186
%PIB	4.3	3.1	6.2
Inversión de cartera	168	-1.319	-1.797
%PIB	0.2	-1.8	-2.2
Activos	-870	422	2.598
Pasivos	-703	-897	800
Otra Inversión	-377	2.134	2.421
%PIB	-0.5	2.8	2.9
Derivados Financieros	-149	321	377
%PIB	-0.2	0.4	0.5
Variación activos externos *	-171	190	127
%PIB	-0.2	0.3	0.2
Saldo de Reservas Internacionales Netas	53.336	58.901	58.004
%PIB	16.5	21.7	18.5

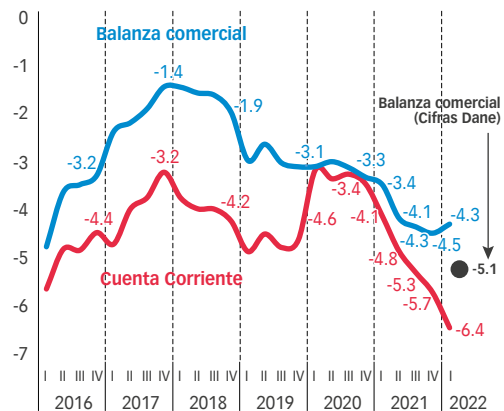
Fuente: elaboración ANIF con base en Banco de la República.

llones (vs. US\$9.279 millones). Ese crecimiento se deriva en gran medida del aumento en las ventas externas de petróleo y sus derivados, como resultado del incremento en el precio del crudo (60.4%) y del volumen exportado (10.1%). A eso se le suma el crecimiento de las exportaciones de carbón, productos industriales y café. En las que el carbón y el café se vieron jalonadas por el alza en el precio de exportación (124.7% y 59.8%, respectivamente), dado que ambos productos registraron contracciones en las cantidades exportadas (9.2% y 11.9%). Cabe resaltar que el

comportamiento de las exportaciones de hidrocarburos y de café se encuentra relacionado con los problemas logísticos y de escasez que se han derivado de la guerra de Rusia y Ucrania, así como la política de confinamiento en China y el incremento de los precios en las economías desarrolladas.

Ahora, en cuanto a las importaciones durante enero-marzo se registró un crecimiento de 46.0%, con lo cual se llegó a US\$17.319 millones (vs. US\$11.866 millones). En este caso, el incremento se dio de forma

Cuenta corriente y balanza comercial acumulada (% del PIB)



Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República y DANE.

generalizada. Sin embargo, las importaciones que terminaron por jalonar el crecimiento fueron las de los insumos y bienes de capital (41.1%), los combustibles y lubricantes (146.1%) y bienes de consumo (25.1%). Al igual que en el caso de las exportaciones, el incremento en el valor importado se explica, en su mayoría, por la coyuntura global.

Por el lado de la balanza de servicios, las exportaciones totalizaron US\$2.658 millones, lo que representa un crecimiento de 77.1% frente al mismo periodo de 2021. Eso como resultado de las mayores exportaciones de servicios tradicionales (155.7%) y de servicios modernos (13.0%). En las que el incremento en el número de viajeros internacionales (servicios tradicionales) y los servicios de informática y relacionados con consultoría (modernos) jugaron un papel clave. Las importaciones se expandieron un 55.6% durante el primer semestre, alcanzando un valor de US\$4.157 millones. En ese resultado, las importaciones de servicios tradicionales jalaron el

crecimiento al registrar una expansión de 118.5%, seguidas de las no tradicionales (14.0%). Por actividades, los servicios de transporte de carga, los viajes (servicios tradicionales), de arrendamiento de explotación y de informática (modernos) impulsaron el crecimiento de las importaciones.

El mayor déficit del rubro de la renta de los factores se explica, en mayor medida, por el incremento en los egresos por utilidades asociadas a la Inversión Extranjera Directa (IED) en Colombia, así como por el incremento en los pagos de intereses de créditos externos. Lo que se compensó, parcialmente, por la disminución en la renta vinculada a las inversiones de cartera. Aunque el incremento en las utilidades de IED fue generalizado, las mayores ganancias de IED se observaron en las actividades de minas y cantera, explotación petrolera, transporte y comunicaciones y establecimientos financieros y de servicios empresariales.

Frente a las transferencias corrientes, se registró un incremento de 30.5% frente al superávit del primer trimestre de 2021. El incremento en las transferencias se desprende de los mayores ingresos percibidos de las remesas, provenientes de LATAM y Estados Unidos, España y LATAM, y por otras transferencias. Esos ingresos ayudaron a compensar el crecimiento de 27% que se registró en los egresos al exterior.

Prospectivas

Teniendo en cuenta el panorama de la cuenta corriente en lo corrido a marzo, mantenemos nuestras proyecciones para 2022. En las que contemplamos una corrección en el déficit de cuenta corriente de 4.9%

del PIB (equivalente a -US\$ 16.457 millones) inferior en 0.8pp al observado en 2021. Ahí, la dinámica de consumo de la demanda junto con la incapacidad de la oferta de soportarla, el endurecimiento de las condiciones de financiamiento como respuesta al incremento de la prima de riesgo, la elección del nuevo gobierno, las decisiones de política monetaria internas y externas, así como el contexto político y económico internacional han de jugar un papel clave para la consolidación del escenario.

Bajo ese panorama, el déficit de la cuenta corriente obedecería a la reducción del peso porcentual de la balanza comercial en el PIB (-5.1% del PIB en 2022 vs.

-6.5% del PIB en 2021) y de las transferencias corrientes (2.9% del PIB vs. 3.4%), y la estabilidad del porcentual de la renta de los factores (-2.7% del PIB vs. -2.7% del PIB).

Ahora, para 2023 se prevé, por segundo año consecutivo, una leve corrección del déficit hacia el 4.7% del PIB correspondiente a -US\$16.747 millones. Ese resultado va en línea con nuestra proyección de crecimiento de la economía de 3.3%, la depreciación del peso frente al dólar (proyección de \$4.010). Cabe decir que la articulación de la proyección depende de la moderación de la demanda y la estabilidad política y económica del país que permita a los mercados encontrar un panorama claro a nivel nacional.

**Proyección de la cuenta corriente
(US\$ millones; % del PIB)**

	2019	2020	2021	2022*	2023*
Cuenta Corriente	-14.808	-9.258	-17.892	-16.457	-16.747
% del PIB	-4.6	-3.4	-5.7	-4.9	-4.7
I. Bienes y Servicios	-14.146	-13.089	-20.308	-17.307	-16.585
% del PIB	-4.4	-4.8	-6.5	-5.1	-4.7
Bienes (Balanza Comercial)	-9.863	-8.870	-13.984	-12.457	-11.385
% del PIB	-3.1	-3.3	-4.5	-3.7	-3.2
II. Renta de los factores	-9.717	-4.957	-8.358	-9.000	-9.500
% del PIB	-3.0	-1.8	-2.7	-2.7	-2.7
III. Transferencias	9.055	8.788	10.775	9.850	9.338
% del PIB	2.8	3.2	3.4	2.9	2.6

*Proyectado.

Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

RESULTADOS DE LA CUENTA DE CAPITALES AL PRIMER TRIMESTRE DE 2022

En el primer trimestre de 2022, el déficit de la cuenta corriente que se analizó en el apartado anterior se fundó con un superávit en la cuenta de capitales de 5.7% del PIB (equivalentes a US\$4.718 millones). Superior en 2.4pp al superávit registrado un año atrás, el cual se ubicó en 3.2% del PIB (US\$2.430 millones).

El desempeño de la cuenta de capitales a lo largo del primer trimestre de 2022 se explica por el aumento en los ingresos de capital extranjero (US\$8.290 millones vs. US\$356 millones en 2020) y en las salidas de capital colombiano hacia el exterior (US\$3.823 millones vs. -US\$1.944 millones) y el pago de derivados financieros

Proyección de la cuenta de capitales (US\$ millones; % del PIB)

	2019	2020	2021	2022*	2023*
Cuenta de capital y financiera	13.298	8.191	16.679	16.560	16.875
% del PIB	4.1	3.0	5.3	4.9	4.7
Inversión directa	10.836	5.773	6.148	7.450	7.400
% del PIB	3.4	2.1	2.0	2.2	2.1
Inversión Extranjera Directa	13.989	7.459	9.310	10.800	11.100
% del PIB	4.3	2.8	3.0	3.2	3.1
Inversión de cartera	-24	1.792	4.630	3.700	3.650
% del PIB	0.0	0.7	1.5	1.1	1.0
Otra inversión	5.904	4.411	6.659	5.850	6.700
% del PIB	1.8	1.6	2.1	1.7	1.9
Activos de Reservas	3.333	4.328	654	500	1.180
% del PIB	1.0	1.6	0.2	0.1	0.3
Saldo Reservas Internacionales Netas	53.167	59.031	58.579	59.079	60.259
% del PIB	16.5	21.8	18.7	17.5	17.0

* Proyectado

Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

por parte de residentes a no residentes (-US\$377 millones vs. -US\$321 millones). Lo que estuvo acompañado por un aumento e las reservas internacionales por un valor de US\$127 millones.

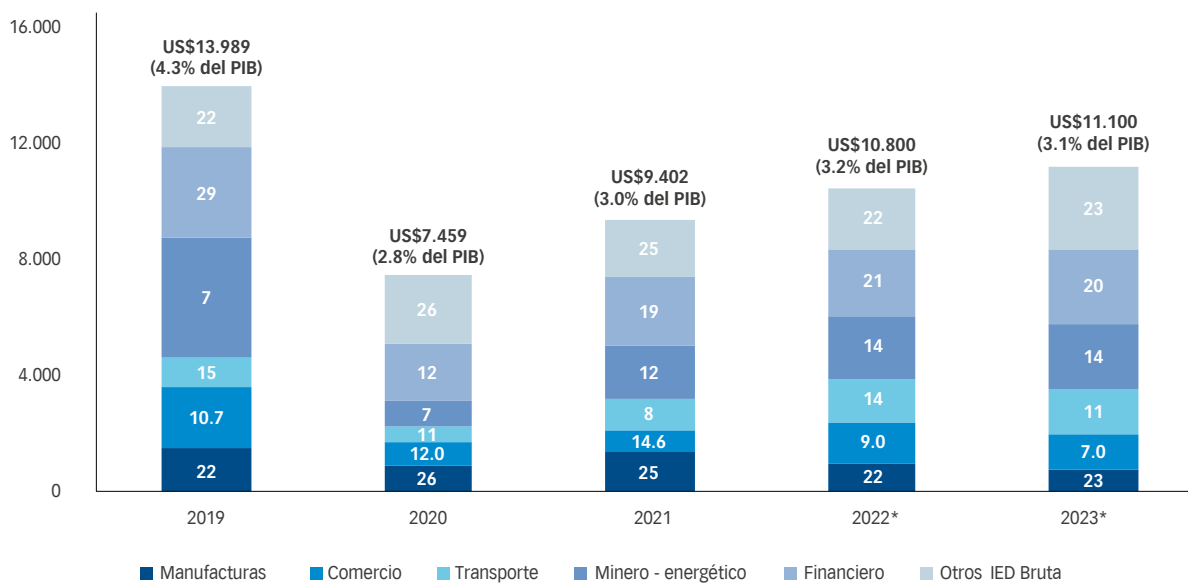
Por componentes sobre salen los flujos de: (i) inversión directa (US\$3.844 millones), equivalentes al 4.6% del PIB (vs. 2.0% del PIB en 2021); (ii) inversión de cartera (US\$1.797 millones), correspondiente a 2.2% del PIB (vs. 1.8% del PIB); y (iii) "otras inversiones" (US\$2.421 millones), equivalentes a 2.9% del PIB (vs. 2.8% del PIB). Todo eso consistente con una acumulación de Reservas Internacionales por US\$127 millones (0.2% del PIB), llevando a un saldo neto de RIN (Reservas Internacionales Netas) de US\$58.004 millones.

Al interior del rubro de inversión directa, la Inversión Extranjera Directa (IED) bordeó los US\$5.186 millones correspondientes al 6.2% del PIB. Monto superior (120.4%) a los US\$2.353 millones registrados un año atrás. Por actividad económicas, los servicios financieros fueron los que mayor IED registraron (40% del total), seguidos por minería y petróleo (23%), transporte y comunicaciones (13%), industria manufacturera (7%), electricidad (6%), comercio y hoteles (4%).

Prospectivas

Al igual que en la cuenta corriente, para 2022 mantenemos las proyecciones iniciales. De esta forma,

Inversión Extranjera Directa en Colombia
(US\$ millones, % del total)



* Proyectado
Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

los mencionados déficits externos nos llevan a pronosticar un superávit de la cuenta de capitales de 4.9% del PIB para 2022 (vs. 5.3% del PIB en 2021), incluyendo los activos de reserva. En esa línea proyectamos una recomposición en cuanto a los flujos de: (i) IED neta, que pasaría de 2.0% del PIB en 2021 al 2.2% del PIB en 2022 (US\$7.450 millones); (ii) inversión de cartera, que caería de 1.5% del PIB en 2021 hacia el 1.1% del PIB en 2022 (US\$3.700 millones); y (iii) otras inversiones, que se espera registren una

reducción del 2.1% del PIB en 2021 al 1.7% del PIB en 2022 (US\$5.850 millones).

Ese panorama es consistente con un escenario de expansión de Reservas Internacionales Brutas, por un valor de US\$500 millones. Lo que dejaría al país con un saldo total de US\$59.079 millones en 2022. De cara a 2023, se prevé un superávit en la cuenta de 4.7% del PIB (US\$ 16.875 millones), con acumulaciones de RIN equivalentes al 0.3% del PIB (US\$1.180 millones).

Inversión Extranjera Directa (IED) en Colombia (US\$ millones)

Sector	2019	2020	2021	2022*	2023*
Minero - energético	4.117	896	1.744	2.268	2.220
Manufacturas	1.499	894	1.345	1.188	777
Comercio	2.125	847	755	1.512	1.221
Financiero	3.132	1.920	2.305	2.376	2.498
Transporte	1.006	538	1.045	1.512	1.554
Otros	2.109	2.364	2.115	1.944	2.831
IED Bruta	13.989	7.459	9.310	10.800	11.100
IED Bruta (% del PIB)	4.3	2.8	3.0	3.2	3.1
IED Colombiana en el extranjero	3.153	1.686	3.162	3.350	3.700
IED Neta	10.836	5.773	6.148	7.450	7.400
IED Neta (% del PIB)	3.4	2.1	2.0	2.2	2.1

Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

TASA DE CAMBIO

Consecuente con la tendencia que vimos a lo largo de 2021, la tasa representativa del mercado (TRM) se mostró muy volátil en el primer semestre de 2022. Enero arrancó con una dinámica de devaluación que llevó a una TRM promedio de \$4.000 pesos, seguido

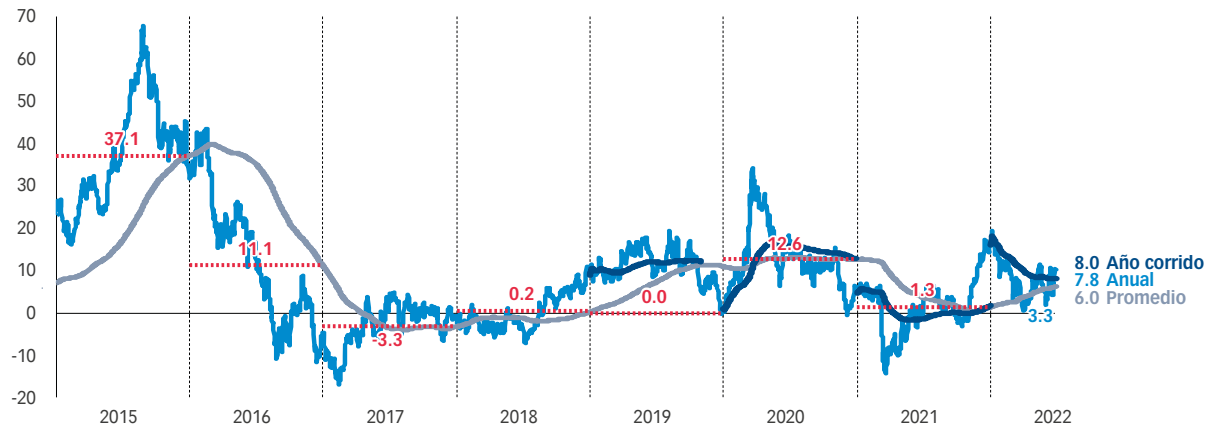
de tres meses de revaluación que llevaron a la TRM a bordear en promedio los \$3.790 en abril. No obstante, el periodo electoral resultó, de nuevo, en marcadas devaluaciones que llevaron en mayo a un TRM promedio de \$4.019.

Evolución de la TRM y promedios anuales
(Pesos por dólar, junio 24 de 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base Banco de la República.

**Evolución de la TRM y Promedios anuales
(%, a junio 24 de 2022)**

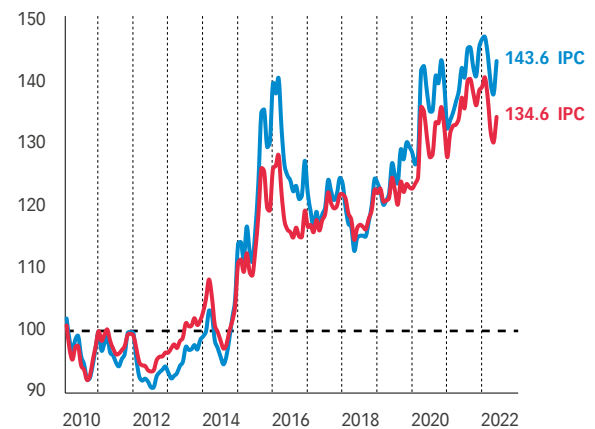


Fuente: cálculos ANIF con base Banco de la República.

En efecto, luego de las jornadas electorales llevadas a cabo el 29 de mayo y el 19 de junio, se vivieron momentos de incertidumbre en los mercados que se reflejaron en el precio del dólar. Posterior a la primera vuelta, el peso pasó de \$3.919 a \$3.777, dando señales de que la segunda vuelta estaría más apretada por el sorpresivo repunte del candidato Rodolfo Hernández. Sin embargo, la segunda vuelta, que dio como ganador al candidato Gustavo Petro, despertó algunos temores en los inversionistas y llevó a que el dólar cerrara el martes 22 de junio en \$4.027, valor superior al \$3.905 que se observaba el viernes antes de las votaciones.

Como resultado, el dólar promedia \$3.903 en el trimestre abril-junio, pero cierra el 24 de junio con un valor de \$4.130. Eso, a la expectativa de lo que sucederá las siguientes semanas con el nombramiento del gabinete ministerial y demás funcionarios claves para el gobierno del próximo cuatrienio.

**Índice de Tasa de Cambio Real
(Comercio global, a mayo de 2022, base 2010 = 100)**



Fuente: cálculos ANIF con base Banco de la República.

Ahora, desde 2021 el Brent ha permanecido con una tendencia al alza en su cotización. Producto de la mayor demanda que ha generado la dinámica de recuperación económica en las grandes potencias mundiales. En efecto, el barril de petróleo se tranza-

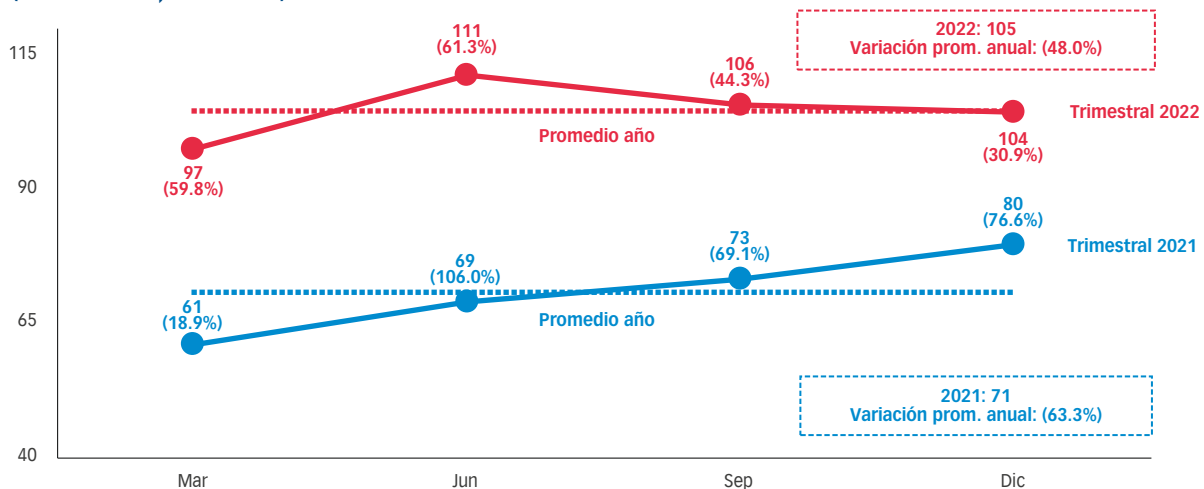
ba en promedio en el primer trimestre del 2021 a \$61 USD/Barril, mientras que, de enero a marzo de este año, tuvo un incremento en la cotización y ascendió a los \$97 USD/Barril. Sin embargo, no solo el mejor desempeño económico ha presionado el precio del petróleo al alza. El conflicto entre Rusia y Ucrania, que se desató a finales de febrero, ha hecho temer al mercado mundial por una reducción en la oferta del *commoditie*, dado que Rusia es uno de los principales productores. De forma paralela, la política de 0 tolerancia contra el COVID llevada a cabo por China ha contrarrestado el constante crecimiento del precio del barril de crudo, pues el país asiático es uno de sus principales consumidores.

Para 2022, en ANIF prevemos una devaluación promedio en el año de 5.26% que tendrá como resultado un dólar con precio promedio de \$3.940. Esa proyección

mantiene concordancia con una mayor migración de capitales producto de la normalización de la política monetaria por parte de Estados Unidos y Europa. Además, se le suma el acalorado debate que suscita la puesta en marcha del plan económico de la administración entrante que tiene expectante a los mercados. En la misma línea, los crecientes temores por una recesión en Estados Unidos alimentan la incertidumbre sobre los flujos de capitales a nivel mundial.

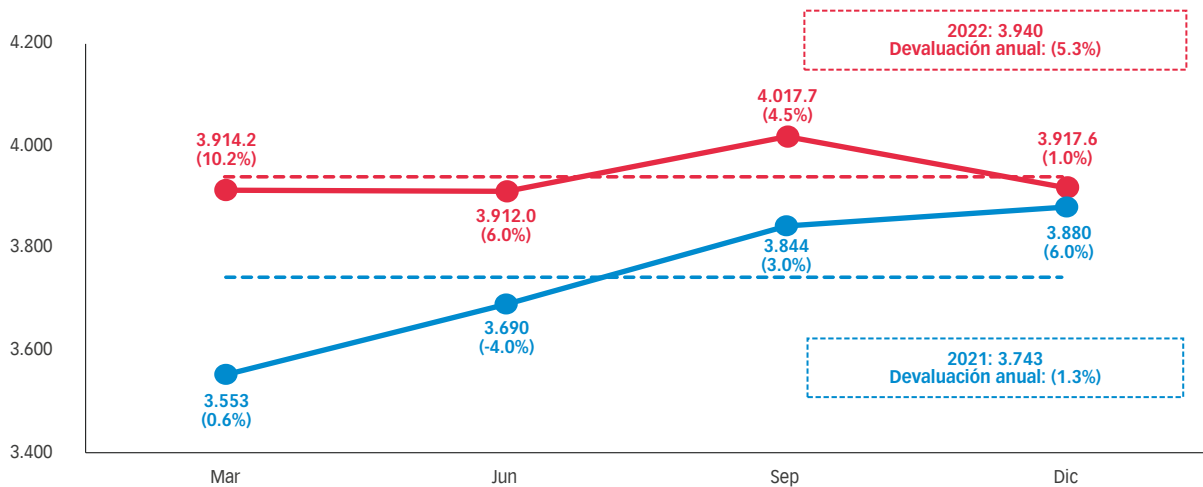
Para el 2023 esperamos que continúe la devaluación y llegue al 1.77%, ubicando el precio promedio en \$4.010, debido a la atenuación de la demanda por el petróleo, lo que terminaría con el beneficio temporal de entrada de divisas al país. Adicional a eso, la normalización de la política monetaria de las principales economías habrá generado un impacto sobre el tipo de cambio. No obstante, con el actual incremento de

Trayectoria del precio del Petróleo-Brent
(Dólares/barril, 2021 - 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base investing.

**Tasa de cambio y devaluación anual
(Pesos por dólar, 2021 - 2022)**



Fuente: cálculos ANIF con base Banco de la República.

intereses por parte del Banco de la República, el diferencial de tasas se reducirá y ayudará a atenuar su efecto sobre el precio del dólar.

En cuanto al precio internacional del petróleo, preveemos un precio alto y sostenido en lo que resta del año 2022. Eso, alimentado por el conflicto entre

Rusia y Ucrania que persiste, lo que limitaría la oferta del *commodity*. Sin embargo, esperamos que el precio se reduzca levemente de forma lenta y paulatina en el segundo semestre del año, a la vez que la demanda en el mundo por el crudo se normaliza. De esta forma, para el año proyectamos un precio promedio del Brent de \$105 USD/Barril.

Proyecciones económicas de ANIF para Colombia

COLOMBIA (PROYECCIONES ANIF)	OBSERVADO				PROYECTADO	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PRODUCCIÓN (VARIACIÓN % ANUAL)						
Producto Interno Bruto	2.5	3.3	-7.0	10.6	5.1	3.3
COMPONENTES DE PRODUCCIÓN DEL PIB						
Agropecuaria	2.4	1.9	2.0	2.4	1.7	3.7
Minas y canteras	-1.9	2.0	-15.6	0.4	2.3	1.3
Industria	1.8	1.6	-9.8	16.4	5.8	3.5
Electricidad, gas y agua	2.5	2.8	-2.6	5.1	3.3	1.3
Construcción	-0.4	-2.0	-26.8	5.7	4.0	1.5
Comercio, transporte y turismo	2.7	4.8	-13.7	21.2	6.9	3.7
Comunicaciones	2.9	1.7	-2.6	11.2	8.5	3.5
Actividades financieras	3.6	5.7	2.3	3.4	2.3	2.8
Actividades inmobiliarias	2.7	3.0	1.5	2.6	3.0	2.7
Actividades empresariales	3.8	3.7	-5.5	9.7	5.6	3.6
Servicios sociales, comunales y personales	4.6	4.9	0.1	6.9	4.9	3.8
Actividades de recreación	2.3	3.4	-11.4	33.0	12.6	3.9
COMPONENTES DE GASTO DEL PIB						
Consumo de los hogares	3.2	3.9	-5.0	14.6	5.9	3.7
Consumo del gobierno	7.4	5.3	-0.6	12.1	4.9	2.6
Inversión	1.5	3.8	-20.5	9.9	8.9	2.3
Exportaciones	0.6	3.1	-22.7	14.2	9.8	5.5
Importaciones	5.8	7.3	-20.5	27.5	15.1	5.9
DESEMPLEO						
Tasa nacional de desempleo (promedio)	9.7	10.5	16.1	13.8	11.5 - 12.0	10.0 - 10.5
Tasa de desempleo trece ciudades (promedio)	10.8	11.2	18.4	15.2	12.0 - 12.5	10.5 - 11.0
INFLACIÓN (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)						
IPC total nacional	3.2	3.8	1.6	5.6	8.4	4.4
TASAS DE INTERÉS (%)						
Repo nominal						
Promedio año	4.3	4.3	2.7	1.9	6.4	6.3
Fin de año	4.25	4.25	1.75	3.00	8.50	4.25
Repo real						
Promedio año	1.0	0.7	0.2	-3.5	-1.9	1.8
Fin de año	1.0	0.4	0.1	-2.5	0.1	-0.1
DTF nominal						
Promedio año	4.7	4.5	3.4	2.1	6.7	6.4
Fin de año	4.5	4.5	1.9	3.2	8.6	4.3
DTF real						
Promedio año	1.4	0.9	0.8	-3.3	-1.6	1.9
Fin de año	1.3	0.7	0.3	-2.3	0.2	-0.1
TIPO DE CAMBIO Y DEPRECIACIÓN						
TRM (promedio año)	2.956	3.281	3.693	3.740	3.940	3.895
Depreciación nominal anual del peso (promedio)	0.2	11.0	12.6	1.3	3.8	0.2
SECTOR EXTERNO (US\$ MILES DE MILLONES)						
Exportaciones de Bienes FOB	43.0	40.7	32.3	42.7	48.1	50.8
Importaciones de Bienes FOB	49.4	50.5	41.2	56.7	60.6	62.2
Balanza Comercial de Bienes FOB	-6.4	-9.9	-8.9	-14.0	-12.5	-11.4
Cuenta Corriente	-14.0	-14.8	-9.2	-17.8	-16.5	-16.7
Reservas Internacionales Netas	48.4	53.2	59.0	58.6	59.1	60.3
SECTOR EXTERNO (% DEL PIB)						
Cuenta corriente	-4.2	-4.6	-3.4	-5.7	-4.9	-4.7
Balanza comercial	-1.9	-3.1	-3.3	-4.5	-3.7	-3.2
Cuenta de capital	-3.9	-4.1	-3.0	-5.3	4.9	4.7
IED Bruta	3.4	4.3	2.8	3.0	3.2	3.1
IED Neta	1.8	3.4	2.1	3.0	2.2	2.1
SITUACIÓN FISCAL (% DEL PIB)						
Balance del Gobierno Nacional Central	-3.1	-2.5	-7.8	-7.1	-6.0	-4.0

Fuente: proyecciones ANIF con base en DANE y Banco de la República.

PROYECCIONES

PRODUCTO INTERNO BRUTO

Producto Interno Bruto (Var. Porcentual anual)

	Observado			Proyección	
	2019	2020	2021	2022	2023
Estados Unidos	2.3	-3.4	5.7	2.5	1.2
China	6.0	2.2	8.1	4.4	4.9
Zona Euro	1.5	-6.5	5.3	2.6	1.6
Japón	0.0	-4.5	1.7	1.7	1.8
México	-0.2	-8.1	4.8	1.8	2.0
Colombia	3.2	-7.0	10.7	5.5	2.7
Perú	2.2	-11.0	13.5	2.6	2.7
Chile	0.8	-6.0	11.7	1.9	0.3
Ecuador	0.0	-7.8	4.2	2.9	2.4
Brasil	1.2	-3.9	4.6	1.3	1.1

Fuente: World Economic Outlook & Latin Consensus Forecast.

CUENTA CORRIENTE

Cuenta Corriente (% del PIB)

	Observado			Proyección	
	2019	2020	2021	2022	2023
Estados Unidos	-2.2	-2.9	-3.6	-4.2	-4.3
China	0.7	1.7	1.8	3.0	3.1
Zona Euro	3.0	2.8	3.6	2.2	2.0
Japón	3.4	2.9	2.8	1.5	1.2
México	-0.3	2.3	-0.4	-0.5	-0.7
Colombia	-4.6	-3.4	-5.7	-6.5	-6.0
Perú	-1.0	0.8	-2.8	-1.5	-1.4
Chile	-5.2	-1.7	-6.5	-7.8	-5.7
Ecuador	-0.1	2.6	2.5	2.9	2.5
Brasil	-3.5	-1.6	-1.8	-1.0	-0.9

Fuente: World Economic Outlook & Fondo Monetario Internacional.

INFLACIÓN

Inflación (Variación porcentual anual)

	Observado			Proyección	
	2019	2020	2021	2022	2023
Estados Unidos	1.8	1.2	7.0	7.6	3.2
China	2.9	2.5	0.8	2.0	3.0
Zona Euro	1.3	0.3	2.6	7.0	4.6
Japón	0.5	0.0	-0.2	1.9	1.9
México	2.8	3.2	7.4	7.1	4.2
Colombia	3.8	1.6	5.6	8.8	4.5
Perú	1.9	2.0	6.4	6.1	3.2
Chile	3.0	3.0	7.2	9.7	3.9
Ecuador	-0.1	-0.9	1.9	2.7	1.7
Brasil	4.3	4.5	10.1	8.2	4.8

Fuente: World Economic Outlook & Latin Consensus Forecast.

TASA DE DESEMPLEO

Tasa nacional de desempleo (% de la población económicamente activa)

	Observado			Proyección	
	2019	2020	2021	2022	2023
Estados Unidos	3.7	8.1	5.4	3.6	3.8
China	3.6	4.2	4.0	3.7	3.6
Zona Euro	7.6	8.0	7.7	7.1	7.4
Japón	2.4	2.8	2.8	2.6	2.5
México	3.5	4.4	4.1	3.6	3.8
Colombia	10.4	15.7	13.8	11.6	9.9
Perú	6.6	13.9	10.9	9.3	8.8
Chile	7.2	10.7	8.8	8.2	8.1
Ecuador	3.8	5.3	4.2	4.0	3.8
Brasil	12.0	13.8	14.2	13.7	12.9

Fuente: World Economic Outlook & Fondo Monetario Internacional.