

PROYECCIONES
Económicas
JULIO - SEPTIEMBRE DE 2022

ISSN 2745-0902



¿LA SALUD DE LOS COLOMBIANOS
EN RIESGO?



PROYECCIONES ECONÓMICAS
DE ANIF



PROYECCIONES DEL MUNDO
Y LA REGIÓN

CONTENIDO



EDITORIAL	3
-----------------	---



1. ¿LA SALUD DE LOS COLOMBIANOS EN RIESGO?	4
---	---



2. PROYECCIONES ECONÓMICAS DE ANIF	
• El primer semestre del año supera con creces las expectativas de crecimiento	9
• Con resultados de agosto, el desempleo bajará más rápido de lo esperado en 2022.....	17
• Situación monetaria y financiera.....	27
• Análisis de la inflación tercer trimestre 2022.....	32
• Análisis de la situación fiscal	37
• Resultados de la cuenta corriente al segundo trimestre de 2022.....	42
• Resultados de la cuenta de capitales al segundo trimestre de 2022.....	47
• Tasa de cambio.....	50
• Proyecciones económicas de ANIF para Colombia	57



3. PROYECCIONES DEL MUNDO Y LA REGIÓN	58
--	----

- 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
Camila Ciurlo A.
Investigadores
José Antonio Hernández R.
Laura Llano C.
Norberto Rojas D.
Erika Schutt P.
Daniel Franco L.
Fabián Suárez N.
Samuel Malkún M.
Alejandro Lobo C.
María Camila Carvajal P.

Diseño y producción electrónica:
Brigitte Avellaneda C.

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
14 de octubre de 2022.

EDITORIAL

En esta nueva edición de Panorama damos a conocer los resultados y perspectivas del país y de nuestros principales socios comerciales al cierre del primer semestre de 2022. Las cifras muestran que la economía colombiana se robustece. El panorama en términos de crecimiento parece favorable de cara al cierre del año.

Si bien en términos de crecimiento y producción el país muestra desempeños importantes, vale la pena señalar que desde finales del 2021 el crecimiento se ha soportado, en buena medida, en un incremento significativo en el consumo de los hogares. El exceso de demanda interna ha sido uno de los factores clave que han desencadenado el fenómeno inflacionario que vemos hoy, eso sin desconocer las presiones que vienen de la situación global (la inflación en Estados Unidos y las decisiones de la FED, el conflicto ruso-ucraniano, los problemas de abastecimiento de energía en Europa, entre otras). Con una variación de 11.4% a septiembre del 2022 en el IPC, la subida de los precios ha obligado al Banco de la República a continuar con una política monetaria agresiva. Hace un año la tasa de intervención se ubicaba en 2% y hoy alcanza el 10% y esperamos que en las próximas decisiones de junta haya nuevamente subidas.

Ahora, no podemos dejar de señalar el problema que representa la alta volatilidad de la TRM para el país. La devaluación del peso colombiano no se detiene. A diario se leen titulares de nuevos máximos históricos para la TRM con cotizaciones que superan los \$4.700. La inquietante tendencia parece indicar que se ha alcanzado una nueva base de cotización. Hoy, nuestra moneda es una de las más devaluadas con respecto al dólar y crece la percepción de riesgo del país.

En vista del panorama que presentan las cifras, en ANIF cambiamos nuestras proyecciones de crecimiento para el 2022 (7.0%). El ajuste se hace con base en los resultados favorables del PIB, y de los indicadores líderes. Ahora, también hacemos una modificación para el cierre del 2023, proyectamos un crecimiento de 1.5%, teniendo en cuenta una eventual caída del consumo interno y de la normalización del proceso de recuperación económica.

¿LA SALUD DE LOS COLOMBIANOS EN RIESGO?

Han pasado más de 70 días desde que el actual gobierno se posesionó. Pese al poco tiempo, ya se ha puesto sobre la mesa llevar a cabo reformas importantes que el país requiere: tributaria, de salud, pensional y laboral. De estas, las que más han causado revuelo son las dos primeras, no porque las otras no sean importantes, sino porque, según lo expresado por las carteras en cuestión, son las más urgentes para las finanzas públicas del país.

En cuanto a la reforma a la salud, mucho se ha especulado teniendo en cuenta las declaraciones que ha dado en repetidas ocasiones la ministra, sin embargo, no se ha presentado ningún documento formal. Se ha hecho alusión al Programa preventivo-predictivo, un tema abanderado durante la campaña del presidente, pero del cual poco se sabe.

Desde los actores que componen el sistema, pasando por la academia e incluso con la ciudadanía, se reconoce que debemos constituir un modelo de salud que se enfoque en la atención preventiva y no en la curativa, a partir de una administración eficiente de recur-

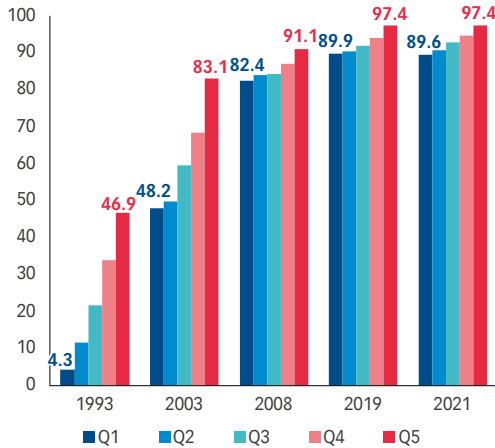
sos, dirigidos en la prevención y promoción. Sin embargo, el cómo se llevará a cabo es un tema que nos atañe a todos los colombianos.

¿Qué se recibió?

El país ha logrado avances importantes desde la creación de la Ley 100. A la fecha se cuenta con una cobertura del sistema casi total, donde el acceso a servicios médicos también ha incrementado significativamente. Evaluando por quintil y área geográfica tenemos una mejora importante con respecto al 93.

En ese entonces, apenas el 4.3% de la población más pobre (quintil 1) estaba afiliada al sistema, mientras que en 2021 la proporción aumentó 85.3pp, ubicándose en 89.6%. Ahora, considerando al quinto quintil (20% más rico), el indicador pasó de 46.9% a 97.4%, lo que demuestra una disminución significativa de la brecha y con ello mayor equidad en el sistema. Luego de 30 años, estamos logrando que las personas puedan gozar del servicio de salud sin importar su nivel de ingresos.

Afiliación a salud por quintiles
(% por quintiles de ingreso per cápita del hogar)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Encuesta Nacional de Calidad de Vida (ECV) – DANE.

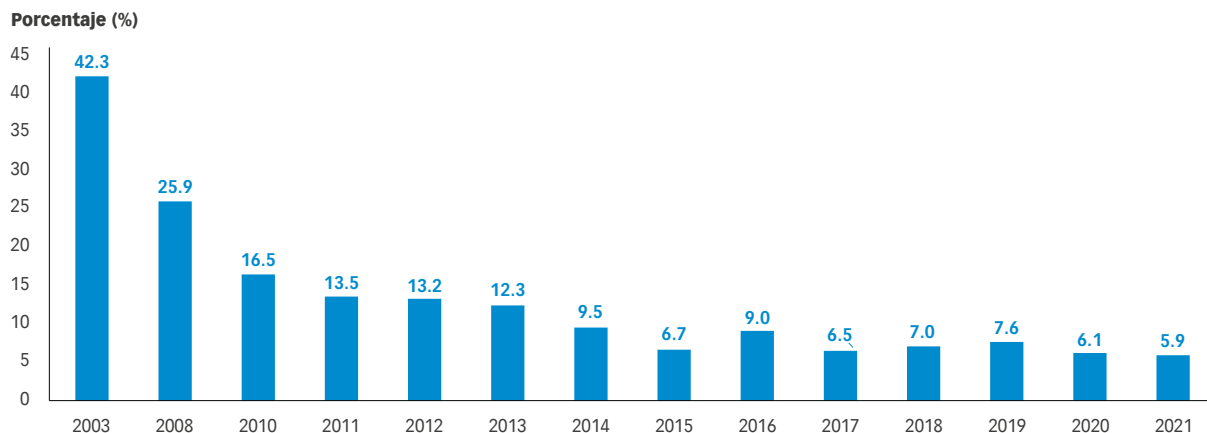
Si se analiza la evolución de la cobertura por área geográfica, se encuentra que, para 1993, en las zonas rurales tan solo el 6.6% estaba afiliado al sistema, dato que aumentaba a 31.1% en el casco urbano. La situación se revierte un poco para 2021, donde el 94.3% de los ha-

bitantes rurales afirman recibir algún tipo de servicio de salud, y la proporción de afiliados al sistema en las urbes es cerca 92.7%.

Gracias al esfuerzo de incrementar la cobertura, de tener un gasto público en salud acorde a las necesidades de la población, e incluso a la igualación de recursos de los planes de beneficios entre ambos regímenes, es que el gasto de bolsillo de los colombianos es referente de la región y hasta del mundo. En Colombia, este rubro representa apenas el 14.9% del gasto total de los hogares, mientras que en pares como Chile y México aumenta al 31.5% y 44.0%, respectivamente.

Además del mejoramiento en las finanzas de los hogares, la percepción de los ciudadanos con respecto al sistema de salud ha sido favorable. En los últimos 20 años ha habido una disminución muy significativa en el reporte de falta de acceso por fallas en la atención médica, fallas en el sistema o por falta de recursos por parte de los usuarios. Esta es la per-

Reportes por falla de atención médica, fallas en el sistema y falta de recursos
(% del total de reportes, 2003 - 2021)



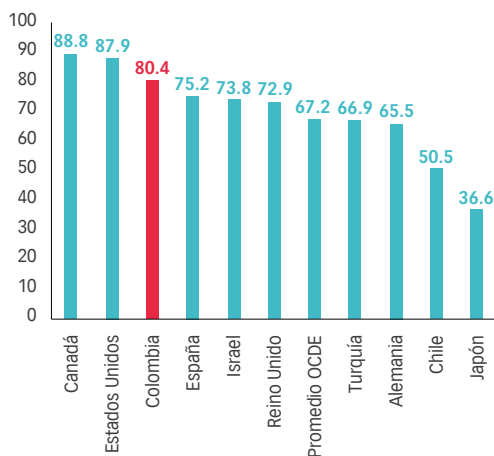
Fuente: Encuesta Nacional de Calidad de Vida (ECV) – DANE.

cepción directa de los pacientes sobre el trato y acceso al sistema.

Si se realiza una comparación internacional, Colombia también tiene una imagen positiva. A través de una encuesta diseñada por la OCDE, se calificó la percepción relativa de los colombianos de su salud, gracias al sistema de salud. Con el 80.4% de los colombianos que consideran que su salud es buena o muy buena, el país se ubica por encima de economías desarrolladas como España, Reino Unido, Alemania y Japón.

Con lo anterior, se afirma una vez más que la población se siente protegida con el sistema de salud en funcionamiento, de manera que, las propuestas que se rumoran del gobierno de turno generan preocupación entre los afiliados, ante un eventual retroceso en los indicadores clave.

**Percepción de buena y muy buena salud
(% de la población total, 2019 y 2020 para Chile)**



Fuente: elaboración ANIF con datos OCDE 2020.

Propuestas del gobierno y expertos

Teniendo en cuenta los avances evaluados en el apartado anterior y siempre con el objetivo de cumplir el artículo 49 de la Constitución Política, en el cual se pone de manifiesto que “la atención de la salud y el saneamiento ambiental son servicios públicos a cargo del Estado. Se garantiza a todas las personas el acceso a los servicios de promoción, protección y recuperación de la salud”, el equipo técnico del Ministerio de salud de la administración anterior realizó una solicitud adicional por \$8.1 billones en anteproyecto del presupuesto para 2023. Con esos recursos extras se iba a atender el incremento de la UPC cercano al 15%, financiar los presupuestos máximos, las actividades de promoción y prevención, las pruebas COVID y cubrir el gasto en atención a la población migrante indocumentada, entre otros aspectos.

Sin embargo, en la primera propuesta presentada por la ministra Corcho, se aseguró que no eran necesarios tantos recursos. Se previa apenas un déficit de \$5.1 billones, de los cuales \$3.8 estarían destinados a los rubros que había propuesto el anterior gobierno (claro, con recortes importantes) y \$1.3 únicamente para el Programa preventivo-predictivo.

El 21 de septiembre, las comisiones económicas de Senado y Cámara aprobaron en el primer debate, únicamente la asignación adicional para el programa del gobierno (\$1.3 billones), aun cuando se estimó un faltante mucho más alto para el funcionamiento adecuado del sistema de salud, en primera instancia. Ante la fecha límite de aprobación del presupuesto, el pasado

martes 18 de octubre, el Senado dio el sí al proyecto, confirmando el monto avalado previamente.

La academia, los expertos y los centros de pensamiento como ANIF, estamos preocupados por los pocos detalles que se han dado de este gran plan. En una de las intervenciones de la ministra, se mencionó que estará enfocado en la inversión en infraestructura de centros de salud de atención primaria, tendrá un sistema integrado de información, ambulancias fluviales y equipos médicos interdisciplinarios territoriales. Además, sostienen que la intermediación que ejercen las EPS entorpece la prestación del servicio, de manera que, la solución que sugieren es recurrir a que los entes territoriales administren estos recursos.

En el marco del debate y luego del control político de la cartera de salud, inquieta de sobremanera que no se discutió nada acerca de la suficiencia de los recursos para el aseguramiento, poniendo en riesgo los fondos para la Unidad de Pago por Capitación (UPC). A través de esta, se financia la prestación de servicios de salud, procedimientos no cubiertos por el Plan Básico en Salud (PBS), medicamentos, e incluso el pago del personal que trabaja en el sector.

Obviar la importancia de esta prima, pondría en jaque la prestación de servicios de salud de millones de personas, específicamente los más vulnerables (pobres y enfermos), pues no sería sostenible el flujo de recursos para satisfacer la demanda por servicios de salud, lo cual afectaría, a fin de cuentas, el bolsillo de los hogares. Tendrían que hacer una redistribución de los gastos, dado que asumirían nuevamente la atención en salud, y

con ello la financiación de enfermedades y medicamentos, al no poder acceder de un servicio de calidad.

Los avances que ha traído consigo la implementación de la Ley 100 son evidentes. Claramente, hay muchos aspectos que deben fortalecerse. Expertos han hecho un llamado para construir sobre lo construido. No se desconocen los desafíos que se enfrentan, pero siempre será más eficiente y oportuno mejorar lo que hace falta, que implementar un nuevo sistema.

En este marco, es relevante recalcar el rol integral que tienen las EPS, no solo como intermediarios, sino como gestores de riesgo. En escenarios de diálogo y conversación se ha hecho hincapié que el estado no se encuentra en capacidad de asumir esa actividad, ni con una institución como la ADRES que tiene funciones diferentes. De hecho, no se tendría la garantía de que el estado pueda ser ejecutor y ente de control dentro del sistema de salud, de manera simultánea. Además de esto, se resalta la participación privada mayoritaria no solamente en las EPS, sino en las IPS y en los proveedores del sistema, que genera una sana competencia y hace que solo las empresas con óptimos resultados se mantengan a flote. Proponer una administración focalizada en manos del estado solo propiciaría una salida desordenada de estas entidades, ocasionando grandes repercusiones en el sistema, con resultados negativos para los usuarios.

Conclusiones

Aún queda mucho por hacer en materia de salud en el país. Tenemos que propiciar y propender por espacios

de capacitación y cierre de brechas para el talento humano y con ello mejorar la calidad y oportunidad en la prestación del servicio. Así mismo, se debe hacer un esfuerzo por mejorar la capacidad instalada, sobre todo en los hospitales públicos territoriales, dado que en cerca de 500 municipios del país el único prestador de servicios es el estado. En esta misma línea, se debe invertir en tecnología en salud, para mejorar el acceso y ofrecer un servicio eficiente y equitativo para la población.

Estas propuestas de mejoramiento al sistema son importantes y tienen que ir de la mano de un aseguramiento adecuado y conforme a lo que requieren los usuarios. Desfinanciar la salud, es ir en detrimento de la calidad de vida de las personas y generar más pre-

siones financieras en el hogar, en el contexto de una economía que prevé cerrar con una inflación por encima del 11%¹.

De la reforma que el gobierno pretende poner en discusión en 2023, no se conocen mayores detalles. Claro que debemos movernos a un sistema de salud donde domine el autocuidado y la atención primaria y preventiva, sin embargo, esta transición debe ir acompañada de un fortalecimiento en el aseguramiento de la población, apuntando siempre a prestar un servicio oportuno, de fácil acceso, eficiente, de calidad y equitativo.

¹ Cálculo de proyecciones de ANIF.

EL PRIMER SEMESTRE DEL AÑO SUPERA CON CRECES LAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO

A mediados del mes de agosto, El DANE dio a conocer el dato del crecimiento de la economía durante el segundo trimestre de 2022, así como del Indicador de Seguimiento a la Economía del mes de junio. Como ha sido característico en las últimas publicaciones, los resultados sorprendieron a los analistas. En efecto, el producto se expandió 12.6% en el trimestre, alcanzando un 10.6% en lo corrido de 2022, valor que sitúa a la economía por encima del crecimiento observado en el mismo periodo del 2021 (9.0%).

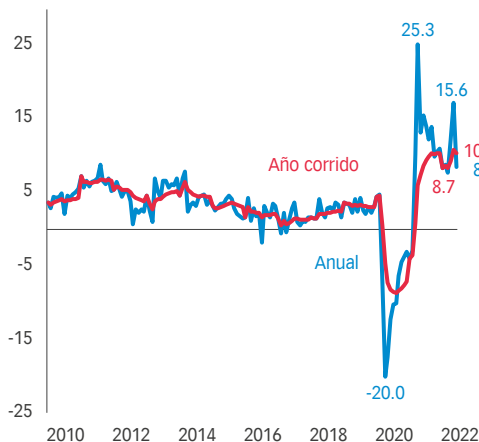
En ese sentido, en esta sección analizamos los principales resultados del ISE y del PIB que muestran un fuerte desempeño de la economía. Así mismo, mencionamos nuestras previsiones de crecimiento para el 2022 y 2023.

Indicador de Seguimiento a la Economía - ISE

Las cifras del Indicador de Seguimiento a la Economía mostraron un crecimiento del 8.5% en el mes de junio. Las actividades de mayor contribución fueron Comercio, transporte, alojamiento y servicios de comida, seguido administración pública, salud y educación e industrias manufactureras con un total de 5.1p.p a la variación total del ISE.

Ese resultado es menor al observado en mayo (17.2%), lo que refleja un crecimiento nulo en términos intermensuales (0.0%), pues las actividades primarias y secundarias contrarrestaron el crecimiento con una contracción de 3.7% y 0.1%, respectivamente.

Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE)
(Variación %, a junio de 2021)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

Por otro lado, las actividades terciarias fueron las de mayor aporte al crecimiento del ISE en términos anuales. Esta agrupación registró un crecimiento de 10.5%, con variaciones positivas en todas las actividades que la componen. Al interior, destacan los crecimientos de las actividades de información y comunicaciones (16.1%) y las actividades artísticas y de

entretenimiento (30.1%). Por su parte, las actividades secundarias registraron un crecimiento de 9.1%, siendo la industria la de mejor desempeño (10.6%), seguido de construcción con una variación de 5.7%.

En el sector primario, que comprende los sectores agropecuarios y de minería, se registró una contracción de 2.8% en su variación anual. Algunos productos del agro se han visto fuertemente perjudicados por la temporada de lluvias que ha afectado al país en el primer semestre. En cuanto a la minería, la menor producción de carbón limitó el desempeño del sector.

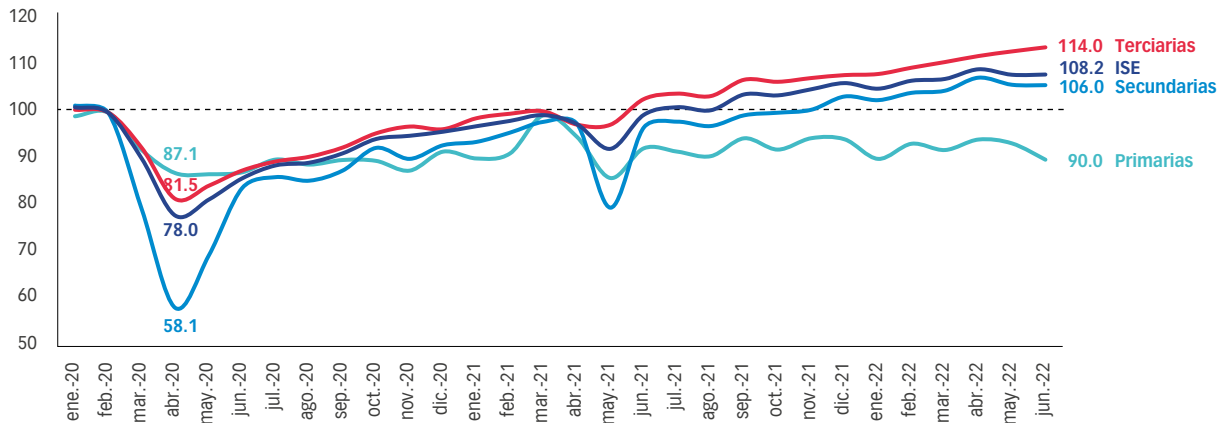
Sin embargo, el resultado agregado resulta en una dinámica positiva que en junio ubicaba a la economía a un 108.2% de su capacidad de producción si se le compara con el periodo previo a la emergencia sanitaria (febrero de 2020). No obstante, las actividades primarias siguen mostrando un importante rezago con respecto al promedio de la economía, lo que sitúa su capacidad de generar valor agregado al 90.0% si se le compara con el periodo de referencia mencionado.

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	Abr	May	Jun
Primarias Agricultura Minería (13%)	-9.3	-10.1	5.8	12.5	-0.9	5.7	1.9	2.0	5.4	2.8	8.1	3.0	-0.2	2.5	-4.8	-2.8	8.4	-2.8
Secundarias Industria y Construcción (19%)	-7.4	-5.5	23.8	79.7	14.1	15.3	14.4	12.7	12.8	8.6	10.4	11.3	11.4	9.5	6.7	11.5	32.0	9.1
Terciarias Resto de sectores (68%)	-2.1	-1.1	8.3	19.7	15.3	17.1	16.1	14.3	15.8	11.5	11.0	12.1	9.3	10.0	10.5	15.2	16.1	10.5
ISE	-4.0	-2.9	10.3	25.3	13.3	15.6	14.0	12.3	13.9	10.0	10.6	11.0	8.4	8.9	7.8	12.2	17.2	8.5

Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

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.

Análisis por el lado de la oferta

En esta ocasión, todas las actividades a excepción de la minería registraron variaciones positivas en el segundo trimestre del año. las actividades artísticas y de entretenimiento fueron las de mejor desempeño, con una tasa de 36.5% y aportaron 1.2 pp al crecimiento del valor agregado. Al interior de la división se observa que aquellas relacionadas con el hogar fueron las de mejor comportamiento, con una variación de 52.5%.

A continuación, el comercio, transporte y turismo con una variación de 23.4%, contribuyeron con 4.4pp y las industrias manufactureras con una crecimiento de 20.3% hicieron lo propio con 2.5pp. En la primera categoría, su fuerte crecimiento se benefició de la denominada “economía de movilidad y presencialidad”, pues el continuo retorno a la normalidad ha promovido las

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

ventas de vehículos y combustibles, así como prendas de vestir y textiles. Esos productos han tenido una alta demanda por parte de los hogares y reflejan igualmente el efecto rebote frente al segundo trimestre de 2021,

periodo en el cual las dinámicas del comercio se vieron interrumpidas por el Paro Nacional. Finalmente, las jornadas del día sin IVA impulsaron las ventas de electrodomésticos, equipos y aparatos de sonido.

Para el caso de la industria, su crecimiento se dio de la mano de actividades como la transformación de la madera y fabricación de papel y cartón, con un crecimiento del 41.8%. El desempeño de esas actividades obedece a los encadenamientos con el sector constructor, que aumentó las solicitudes para pisos y acabados de las edificaciones residenciales. A pesar del incremento en el costo de los insumos, las plantas de producción de papel, cartón y derivados han funcionado a capacidad plena gracias a la elevada demanda externa e interna, también en líneas de embalaje para el comercio general. En concordancia con lo reflejado en el comercio, la producción de prendas de vestir, textiles, calzado y demás accesorios registró una expansión de 30%, favorecida con el retorno a la presencialidad en las empresas, lo que impulsó la demanda por dotaciones institucionales.

Además de esas actividades, la de información y comunicaciones reportó un crecimiento de 17.2%, impulsada por las telecomunicaciones que siguen en franco crecimiento por el aumento en la penetración de servicios de telefonía móvil e internet hogar y que se ha visto beneficiada de la competencia en el sector. Así mismo, las actividades profesionales, científicas y técnicas crecieron 12.3%, producto de la mejor dinámica de los proveedores de servicios de empleo. En el caso de las actividades financieras, su crecimiento de 11.4% responde al desempeño de las comisiones y los seguros generales, que crecieron al

21.6% y 21.5%, respectivamente. En ese sentido, la mayor dinámica en compra de establecimientos con uso de medios electrónicos ha aumentado el cobro de comisión por este concepto y el crecimiento de la emisión de primas de seguros impactó de forma positiva la actividad.

En el plano de la construcción, se presentaron noticias alentadoras pues creció 9.4%, con variaciones positivas en las edificaciones residenciales (13.2%) y las no residenciales (10.4%). La recuperación del sector encuentra un aire en el buen número de iniciaciones y en los destinos de apartamentos y casas que fueron quienes contribuyeron de forma conjunta con 7.9pp en el crecimiento de las edificaciones residenciales. Las obras civiles lograron registrar un crecimiento de 3.0% que contrarresta el decrecimiento observado en el primer trimestre.

A continuación, el rubro de administración pública, salud y educación presentó un crecimiento de 9%. Las jornadas de elecciones presidenciales motivaron el aumento en contratación pública, tanto temporal como por contrato. Además, la salud sin internación siguen registrando comportamientos positivos, derivado de la normalización de estos servicios que dejan atrás las secuelas de la emergencia sanitaria. Finalmente, en educación se registran mayores ingresos tanto en educación superior como en primaria, secundaria y media.

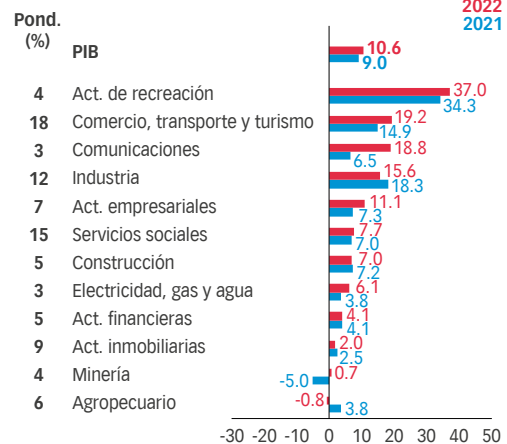
Las actividades inmobiliarias, fiel a su comportamiento histórico, mostraron una modesta variación del 1.9%. El crecimiento del sector obedece al desempeño positivo del comercio, cuya demanda por inmue-

bles se ha estabilizado. Además, se observa una recuperación continua en la demanda de espacios como oficinas y locales.

Las cifras son menos alentadoras para el sector primario, que sigue rezagado en términos de crecimiento. La expansión de las actividades agropecuarias tan solo alcanza el 1%. El sector ha encontrado en el fenómeno de La Niña uno de sus principales obstáculos. Las contracciones en bienes como las frutas (0.7%) y las semillas y frutos oleaginosos (-7.8%) llevan al agregado a registrar un crecimiento fuera del promedio histórico. El café pergamino es el producto que impidió que la actividad cayera en terreno negativo. Además, en el sector pecuario, tanto el ganado bovino, como la leche y huevos, registraron decrecimientos en el trimestre (-0.6%, -2.5% y -6.0%, respectivamente).

Finalmente, la minería presentó un crecimiento nulo (0%). Productos del sector como el petróleo (5%) y el

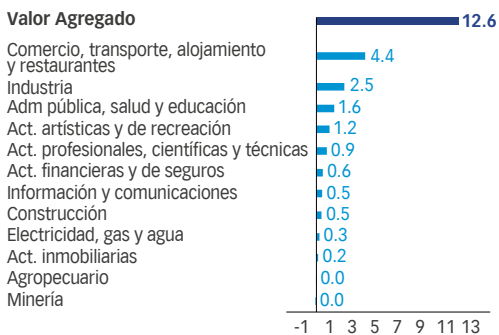
Crecimiento año corrido del PIB por oferta
(%, enero - junio 2022 vs. 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

gas (13.2%) contribuyen de forma positiva, pero, al igual que en el sector agropecuario, los fuertes decrecimientos en otros productos, específicamente en la explotación de carbón, contrarrestan el crecimiento y dejan al sector en la misma posición que se encontraba un año atrás.

Contribuciones al Valor Agregado
(p.p)



Nota: 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 el fin de reflejar el aporte directo de cada actividad sobre la dinámica real de la economía.
*Por redondeo, la suma de las contribuciones puede no coincidir con el total.
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

En cuanto a la variación año corrido, el Producto Interno Bruto se expandió en el primer semestre del año al 10.6% vs 9.0% observado en el mismo periodo del año anterior. A raíz del fuerte desempeño de la economía, 7 de las 12 actividades registraron crecimientos más altos que los presentados en la primera mitad del 2021. En efecto, las actividades de recreación (37% vs 34.3%), comercio, transporte y turismo (19.2% vs 14.9%), comunicaciones (18.8% vs 6.5%), actividades profesionales, científicas y técnicas (11.1% vs 7.3%), administración pública, salud y educación (7.7% vs 7.0%), servicios públicos (6.1% vs

3.8%) y minería (0.7% vs -5.0%) fueron las agrupaciones que superaron sus crecimientos del año anterior.

Análisis por el lado de la demanda

Desde la óptica del gasto, la demanda final interna registró un crecimiento de 14.5%, frente al 24.1% observado en el mismo periodo de 2021. Esa dinámica obedece en principio a la inversión, seguido del crecimiento en el consumo.

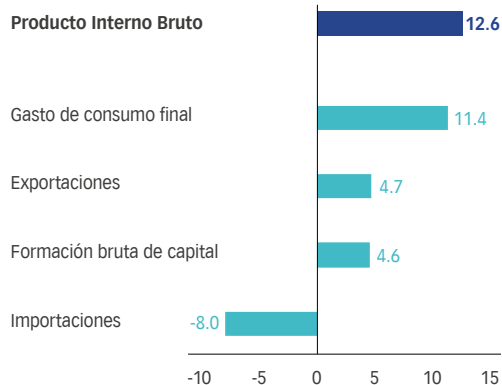
La formación bruta de capital se expandió 23.6%, mientras que la fija lo hizo al 9.6%. Los activos más destacados en este trimestre fueron maquinaria y equipo, con una variación del 21.2% y productos de propiedad intelectual con 16.1%. El repunte en maquinaria obedece al importante impulso que ha tenido la manufactura y alimentada también por la importaciones en esta línea de productos.

Por otro lado, el consumo de los hogares se expandió un 14.6%, impulsado por el comportamiento de los servicios que crecieron al 16.8% y cuentan con una participación de más del 57%. Ahí se destacan los servicios de transporte, (variación de 46.4%) restaurantes y hoteles, (28.1%) y recreación y cultura (26.5%).

En cuanto al consumo público, este registró un crecimiento de 4.0%, a raíz de la dinámica de los servicios de administración pública y educación que provee el estado. En esta ocasión, la dinámica del trimestre se vio contrarrestada por la disminución en las compras de bienes y servicios relacionados con la emergencia sanitaria.

En el frente externo, las importaciones registraron una expansión de 32.0%. Ahí, los bienes observaron un aumento de 28% y los servicios del 48%. En cuanto a las exportaciones la variación fue de 31.8%. En este caso, los productos tangibles crecieron 22.7%, mien-

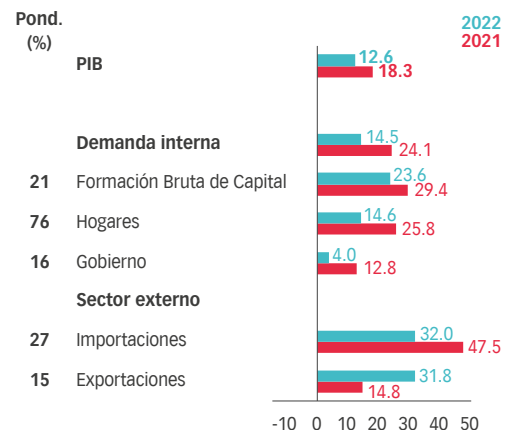
Contribuciones al Producto Interno Bruto (p.p)



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

Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

tras que los intangibles tuvieron un fuerte repunte con un 96.3%.

Al interior de las importaciones la compra de maquinaria y equipo, productos textiles y algunos insumos para el sector agropecuario e industrial continúan resaltando por sus crecimientos. En el caso de las ventas al exterior, los servicios asociados al turismo y ocio en general explican gran parte del desempeño del rubro, patrón que viene fortaleciéndose desde finales del 2021.

En lo que respecta al crecimiento año corrido, todos los componentes del gasto presentaron una tasa de crecimiento más alta que la observada el año anterior con excepción del consumo público que registró una variación de 6.0% vs 10.4% en el 2021. Esa disminución en el crecimiento obedece a la normalización en la demanda por bienes y servicios que suministró el estado en medio de la pandemia. Con la reactivación económica el suministro de bienes y servicios por

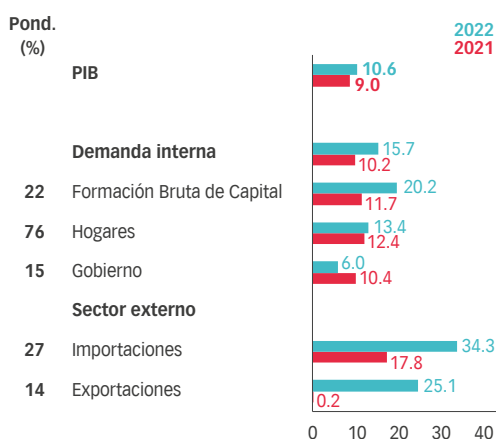
parte del gobierno disminuye pues los hogares pueden consumirlos por su cuenta. Para destacar, mencionamos principalmente el repunte de las exportaciones, pues en el primer semestre de 2021 registraron un tímido crecimiento del 0.2%. Ahora, tuvieron un crecimiento 24.9pp mayor al de ese periodo, llegando a un crecimiento del 25.1%.

Perspectivas

La economía continúa mostrando solidas señales de crecimiento. Las actividades secundarias, específicamente la manufacturera, han mejorado su desempeño y ayudado a consolidar la fase de recuperación. Por otro lado, los servicios siguen siendo el principal motor de crecimiento. Prueba de lo anterior es que 5 de las 6 actividades que crecieron a 2 dígitos en este periodo corresponden al sector. Las noticias menos favorables le corresponden al sector primario que sigue mostrando un pobre desempeño. En lo que va del año, las condiciones climáticas adversas y la menor explotación de productos como el carbón han afectado de manera negativa la agregación.

Por el lado de la demanda, sigue resaltando la tasa de crecimiento del consumo privado que se sitúa por encima del crecimiento promedio de la economía. El exceso de demanda de los hogares se mantiene en el centro de la discusión. De continuar con los crecimientos observados se acentuarían las presiones inflacionarias que ya atraviesa el país. En ese sentido, los datos sugieren que la demanda de los hogares, si bien se está volcando cada vez más hacia los servicios, sigue abasteciéndose de las importaciones. En efecto, esas importaciones no encuentran su destino final en la inversión sino en el consumo, tal como lo deja ver la ex-

Crecimiento año corrido del PIB por demanda
(%, enero - junio 2022 vs. 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

pensión de la formación bruta de capital fijo que tuvo un moderado crecimiento del 9.6% comparada con los demás componentes del gasto. No obstante, no todo es negativo; se debe destacar el registro de las exportaciones, donde se observa un ritmo de crecimiento muy similar las importaciones y por tanto una reducción temporal en el déficit de cuenta corriente.

Con esos resultados y teniendo en cuenta que en el 2021 se registraron afectaciones por COVID-19 y el paro nacional, la economía registró un crecimiento de 10.6% en el primer semestre del año, dato mayor al observado en el mismo periodo del año anterior (9%). Esos efectos estadísticos de base desaparecerán en la segunda mitad del año, lo que llevaría a la economía a converger a niveles cercanos al 7%. En ANIF actualizamos nuestras expectativas de crecimiento de 2022, considerando que el la expansión del PIB estará en el rango de 6.8% y 7.2%, con un dato puntual de 7.0%.

En el caso del 2023, prevemos que la economía ralentizará su ritmo y se ubicará en el rango 1.3% a

1.7%, con 1.5% como valor más probable. Esa fuerte cambio en la velocidad de crecimiento del producto se fundamenta en la moderación de la demanda. Los hogares han agotado las fuentes de financiación de su consumo, incluso registrando ahorro negativo lo que hace prever que su tasa de crecimiento se reduzca de forma considerable. Además, los vientos de crisis que se posan sobre Estados Unidos y algunas economías europeas afectarán el comercio internacional, dinámica a la que Colombia no será ajena. De forma adicional, vale la pena mencionar que las secuelas que dejarán las altas tasas de inflación también podrían resentir el aparato productivo. La respuesta de la política monetaria ha llevado las tasas de interés a niveles históricamente altos, lo que sin duda contraerá el apetito de financiación en el futuro próximo y comprometerá el crecimiento.

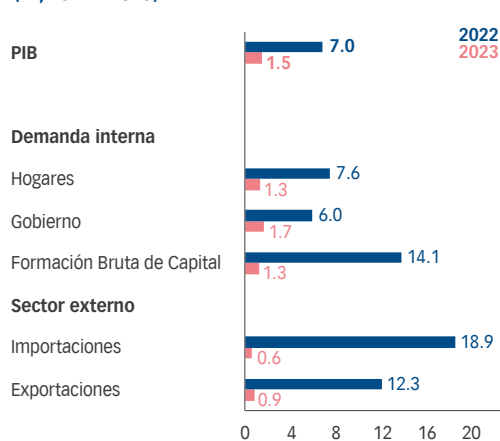
En ANIF mantenemos un constante monitoreo de las principales variables macroeconómicas y el contexto global para, de ser necesario, actualizar nuestras proyecciones de crecimiento.

**Proyección de crecimiento PIB por oferta
(%, 2022 - 2023)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Proyección de crecimiento PIB por demanda
(%, 2022 - 2023)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

CON RESULTADOS DE AGOSTO, EL DESEMPLEO BAJARÁ MÁS RÁPIDO DE LO ESPERADO EN 2022

El DANE presentó los principales resultados del mercado laboral para el mes de agosto, en donde se encuentra el dato más bajo de desempleo en lo que va del año (10.6%). El resultado obedece a la entrada de personas a la fuerza laboral y la reducción en el número de inactivos. Sin embargo, esos últimos siguen siendo 940 mil más que en agosto de 2019, por lo que, a pesar del importante repunte del empleo en el octavo mes del año, hay que reconocer que hay un espacio importante de reactivación que no se ha explotado en materia de empleo y que seguimos rezagados con respecto al 2019 antes de comenzar la emergencia sanitaria.

Adicionalmente el DANE publicó las series empalmadas de empleo con el nuevo marco muestral del censo 2018. En ese sentido comparamos los principales resultados del mes con las series históricas de empleo, dejando ver que seguimos en una senda de recuperación de la emergencia sanitaria pero no al mismo ritmo de la economía. Con eso nos acercamos a niveles de

empleo que veíamos en el 2012 y 2013 y se espera que siga bajando el desempleo en pequeñas magnitudes en lo que resta del año. De esta manera, se estaría rondando un desempleo promedio en el 2022 de 11.3%.

Como notas positivas se ve un mayor crecimiento del empleo particular con respecto al cuenta propia, lo cual es una buena noticia para la formalización de la economía y por ende para el bienestar de los hogares en Colombia. Además, las mujeres obtuvieron la tasa de desempleo más baja desde noviembre de 2019, así como también cerraron brechas en materia de ocupación e inactividad. La inclusión femenina al mercado laboral siempre será una buena señal pues es allí donde recae uno de los principales problemas estructurales del mercado laboral en el país.

En esta sección presentaremos las novedades reportadas por la oficina estadística, seguidas de un análisis de los aspectos más importantes del mercado laboral para el mes de agosto de 2022.

Principales resultados del mercado laboral

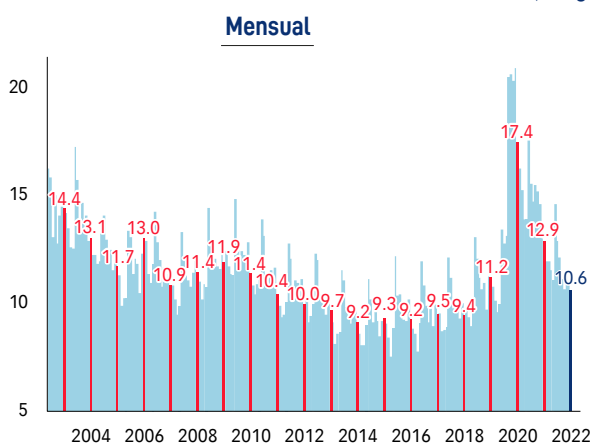
La tasa de desempleo para agosto de 2022 fue del 10.6%, 0.4pp por debajo del registro del mes anterior y 2.3pp menor a la cifra de agosto de 2021 (12.9%). Con lo anterior, el promedio de 12 meses se ubica en 11.7% y alcanza su nivel más bajo desde marzo de 2020 (11.1%). Los resultados del mes de agosto, que incluyen las series empalmadas con el nuevo marco muestral permiten comparar los resultados con los observados desde 2001. En ese sentido, vemos un dato de desempleo que se asemeja a los observados en el 2012 y 2013.

La reducción intermensual del desempleo es consistente con lo que ha pasado históricamente entre julio y agosto, lo que quiere decir que nuevamente hay señales de la recuperación de estacionalidad por parte del mercado laboral. De continuar esa tendencia, los meses restantes del año tendrían datos de

desempleo similares e incluso más bajos que el registrado en agosto, por lo cual estaríamos viendo cifras de desempleo de un solo dígito antes de que termine el año y se esperaría una TD promedio para todo el 2022 entre 11 y 11.5%. Sin embargo, reiteramos que los problemas estructurales del mercado laboral que estaban presentes antes de la emergencia sanitaria no se han resuelto, lo que puede frenar esa recuperación.

Ahora bien, la población ocupada continuó creciendo, teniendo en agosto 1.6 millones de nuevos ocupados (para un total de 22.6 millones), de los cuales 698 mil fueron generados en las 13 principales ciudades (44.1%). Por su parte, la Tasa de Ocupación alcanzó el 55.6% en su promedio de los últimos 12 meses, siendo este el registro más alto desde abril de 2020 (55.8%).

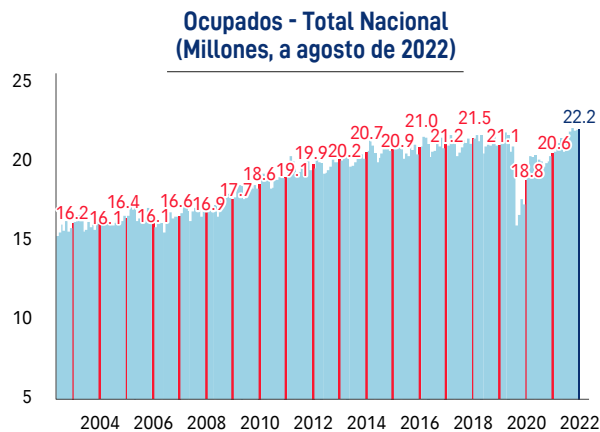
Tasa de Desempleo - Total Nacional
(%, a agosto de 2022)



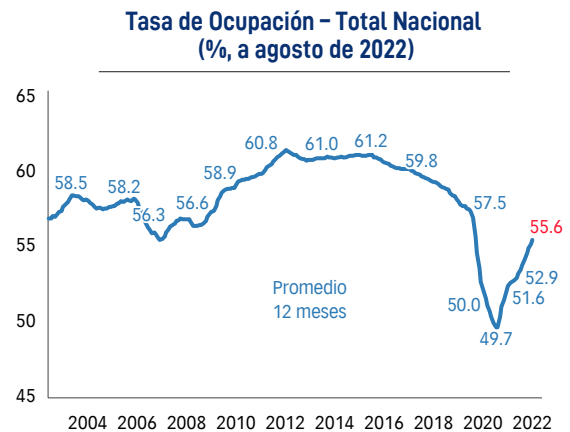
Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.



Ocupación - Total Nacional (a agosto de 2022)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.



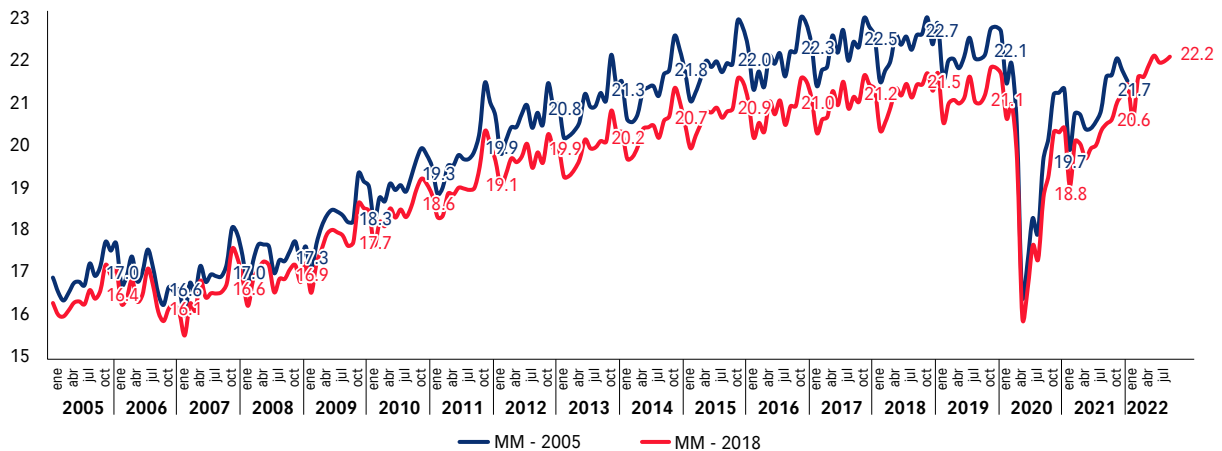
Ahora bien, recordando que el DANE publicó junto con los resultados del mes de agosto la serie empalmada de mercado laboral con el marco estadístico 2018, es importante revisar el sesgo que se generaba a partir de realizar las mediciones de empleo con un marco estadístico¹ que se calculó 17 años atrás (2005). En ese sentido, la serie de ocupados estimada con el marco 2005 fue sistemáticamente sobreestimando la población ocupada, siendo este sesgo creciente conforme pasaron los años. En agosto de 2006 la diferencia era de 2.6%, mientras que para agosto de 2021 era de 5.1%, representando un aumento de 2.5pp en la diferencia. Con eso, es importante resaltar la importancia de realizar mediciones poblacionales en los periodos de ley y actualizar las cifras oficiales a conformidad. Ahora bien, lo importante para analizar la información es la tendencia que presentan los datos, la cual ha sido la misma sin importar el marco muestral, en ese sentido el análisis que se ha hecho a través de los años considera correctamente la dinámica del mercado la-

boral y sus características, la única diferencia es que, con la reciente actualización, se tienen magnitudes más fidedignas a la realidad de la población colombiana en el presente.

Volviendo a los resultados de agosto, el número de desocupados se redujo en 401 mil personas entre agosto de 2021 y agosto de 2022, para ubicarse en un total de 2.6 millones de personas. El 58.4% de la variación anual se encuentra concentrada en las 13 principales ciudades. Además, el número de personas en el desempleo se redujo en 87 mil entre julio y agosto de 2022. Es necesario agregar que, a pesar de que en el total nacional se ha reducido el número de desocupa-

¹ La Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH) tiene como marco estadístico las estimaciones de población que se documentan en el CENSO nacional. Hasta diciembre de 2021, los datos de la GEIH se calculaban dentro del marco muestral del CENSO de 2005. A partir de enero de 2022, el DANE comenzó a calcular los resultados con el marco muestral del CENSO de 2018.

**Ocupados según marco muestral – Total nacional
(Millones, 2005 – 2022)**



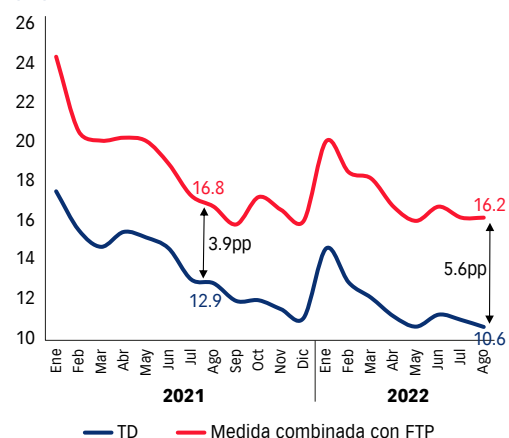
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

dos, en los centros poblados y rural disperso se han presentado aumentos en la variación anual, lo que muestra el poco dinamismo del mercado laboral en esos dominios geográficos.

Además, se nota una disminución en la variación anual de la población por fuera de la fuerza laboral de 630 mil personas (234 mil en las 13 principales ciudades). No obstante, aún hay 14.3 millones de personas por fuera de la fuerza laboral. Adicionalmente, al enfocarse en la variación intermensual del total nacional, hay un incremento de 40 mil personas en la población por fuera de la fuerza de trabajo, lo cual supone un freno a la reactivación del empleo en el largo plazo.

Como consecuencia de las cifras antes mencionadas, la TGP del mes de agosto de 2022 fue de 63.5%, igual a la de un mes atrás, pero 2.2pp más alta que la de agosto de 2021 (61.3%).

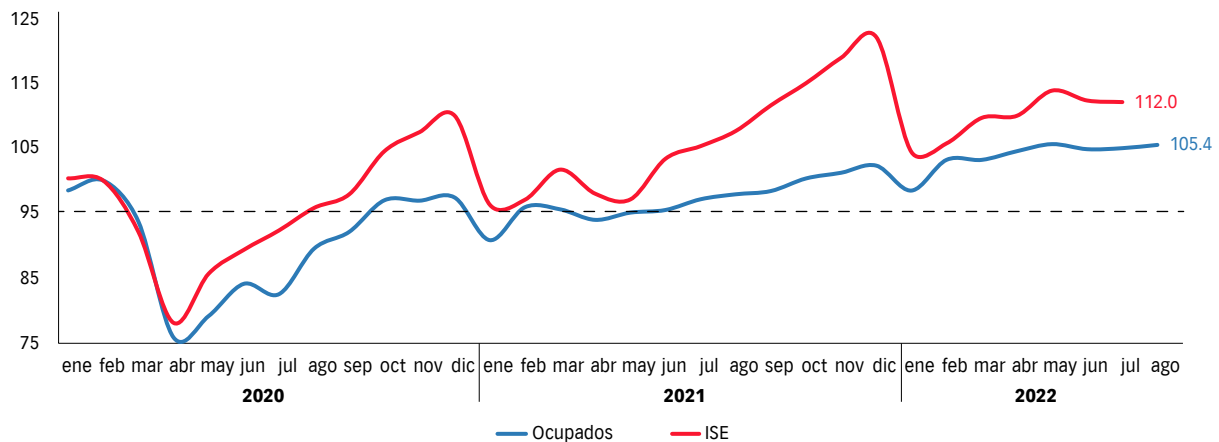
**Tasa de desempleo y medida combinada con FTP
(%)**



Fuente: cálculos ANIF con datos del DANE.

Sin embargo, en los últimos meses se ha presentado un engrosamiento de la fuerza de trabajo potencial. La brecha entre la tasa de desempleo y la medida combinada que incorpora la fuerza de trabajo poten-

Ocupados vs. ISE
(índice base 100 = febrero 2020)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

cial ha aumentado con el tiempo. Es decir, aunque la tasa de desempleo ha disminuido, cada vez es mayor el número de personas que, aunque no están buscando un empleo por razones de desaliento o indisponibilidad, quisieran poder tener uno. Este fenómeno podría implicar futuras presiones sobre el mercado de trabajo, que, en caso de ser incapaz de absorber la oferta de mano de obra de los colombianos, dificultaría una disminución sostenible de la tasa de desempleo en el largo plazo.

En síntesis, los resultados de empleo parecen estar mejorando conforme pasan los meses, pero no a la misma velocidad que mejoran los indicadores de la demanda interna y de la economía en general. Mientras la economía colombiana medida con el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se encuentra un 12% por encima de los niveles de febrero de 2020 (previo a la emergencia sanitaria), los ocupados solo han aumen-

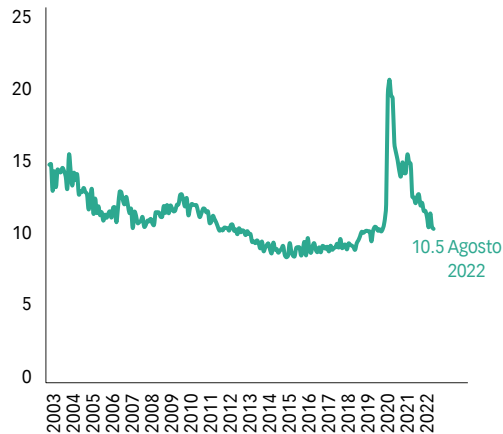
tado 5.4% con respecto al mismo periodo. Lo anterior es importante porque, para que el crecimiento sea sostenible en el largo plazo, se debe traducir en más puestos de trabajo que soporten esos niveles de aumento de demanda. De lo contrario, la economía estaría creciendo soportada en el endeudamiento de los hogares, aspecto que no permitiría consolidar el crecimiento en los próximos meses y podría traer consecuencias de bienestar para los hogares en el mediano y largo plazo.

Análisis de la tasa de desempleo desestacionalizada

La TD desestacionalizada en agosto se redujo 0.1pp con respecto a julio (10.6% vs. 10.7%).

Es en la medición desestacionalizada donde se eliminan los factores de calendario que afectan los resulta-

**Tasa de desempleo desestacionalizada -
Total nacional (%), enero 2003 - agosto 2022)**



Fuente: cálculos ANIF con datos del DANE.

dos de mercado laboral como lo pueden ser el repunte de comercio en las festividades de diciembre o las finalizaciones de contratos de termino fijo que se reflejan en los resultados de enero. En ese sentido, la TD desestacionalizada refleja realmente la situación del mercado laboral y más importante que el dato, la tendencia de la TD muestra la rigidez del mercado laboral a través de los años y la dificultad de bajar los registros de desempleo. Con los resultados de agosto, y en general de los últimos meses, se muestra nuevamente que los problemas estructurales que traía el mercado laboral antes de la pandemia no desaparecieron, sino que, por el contrario, parecen haberse acentuado. Esa situación es uno de los factores que lleva a que el crecimiento económico que se ha visto en el 2021 y lo corrido de 2022 no se traduzca en reducción del desempleo.

Brechas de género

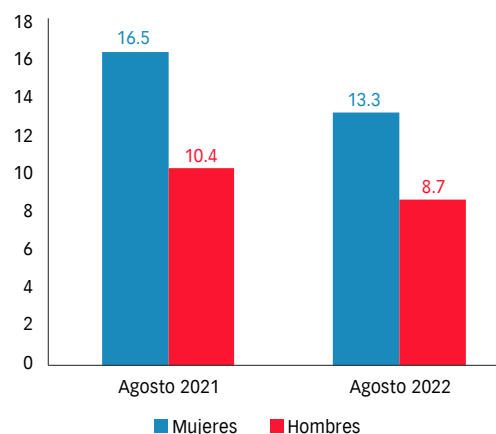
El mes de agosto mostró resultados positivos para la reducción de la brecha de género tanto por un ingreso

masivo de mujeres a la fuerza de trabajo como por una reducción importante en el desempleo femenino.

La TD por género en agosto fue de 13.3% para las mujeres y de 8.7% para los hombres, lo que supone una brecha de 4.6pp la cual es menor a la brecha de 6.1pp presentada en agosto de 2021.

De los 1.6 millones de nuevos puestos de trabajo 1.1 millones fueron para mujeres. Es decir que por cada 2 hombres que ingresaron a la población ocupada, 5 mujeres lo hicieron. Por último, la población femenina por fuera de la fuerza laboral se redujo en 633 mil personas mientras la población masculina aumentó en 3 mil personas. Esa tendencia se ha visto de forma continua en los últimos meses, lo cual es una buena señal para la reducción de la brecha de inactividad entre hombres y mujeres. No obstante, teniendo en cuenta los últimos datos de aumento de inactivos en la variación intermensual, esa corrección de la brecha podría estancarse en meses subsecuentes.

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



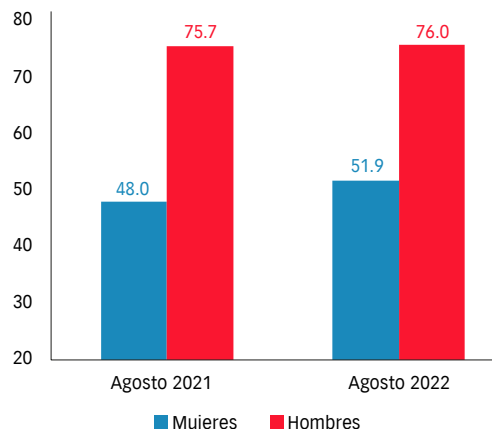
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

No obstante, es siempre necesario recordar que las mujeres enfrentan mayores barreras para ingresar al mercado de trabajo. Por ejemplo, de acuerdo con la OIT², si el número de personas en la fuerza de trabajo potencial es mayor al número de personas desocupadas, entonces se refleja que hay un gran número de individuos con deseos de trabajar, pero que enfrentan barreras de entrada. Lo anterior se puede medir como la razón entre la población de desocupados sobre la población en la fuerza de trabajo potencial, por lo que un menor valor de la razón antes descrita revela mayores barreras de acceso a la fuerza laboral.

Al diferenciar por género el indicador de la OIT para el trimestre móvil de junio a agosto de 2022 se observan 1.4 millones de mujeres en el desempleo y 1.3 millones de hombres. En contraste, la fuerza de trabajo potencial se conformó por 1.2 millones de mujeres y 416 mil hombres. Como resultado, mientras que para los hombres la razón antes descrita presenta un valor de 3.1, para las mujeres esta razón es de 1.2. El valor tan bajo de este indicador para las mujeres resalta la necesidad de entender las dinámicas del mercado laboral femenino más allá del enfoque hacia las mujeres desocupadas y profundizar los esfuerzos en torno a las mujeres que hacen parte de la fuerza de trabajo potencial.

Aprovechar el bono de género que implica la creciente participación femenina en el mercado de trabajo y tener en cuenta el indicador antes descrito, tendría repercusiones positivas para el crecimiento económico,

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

la productividad y el sistema de seguridad social, siempre y cuando se acompañe de una formalización masiva del mercado laboral³. En consecuencia, se necesita incrementar la oferta de cuidados de personas de todas las edades, incentivar la formación para el trabajo y la contratación de mujeres, así como promover la equidad de género en las labores del cuidado y brindar herramientas que liberen el tiempo de las mujeres que encuentran barreras de disponibilidad para acceder al mercado laboral⁴.

Desempleo en las principales ciudades

La tasa de desempleo en las 13 principales ciudades para agosto de 2022 fue del 10.8% lo que representa una reducción de 2.6pp frente al 13.4% que se tuvo en

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

³ Urdinola, P. (2021). Demografía Colombiana: en Preparación para la Era del Envejecimiento. Descifrar el Futuro. Fedesarrollo. Penguin Random House Grupo Editorial.

⁴ Shutt, E., Hernandez, J., & Franco, D. (2022). Mercado Laboral y Determinantes de la Informalidad en Bogotá. ANIF. Documentos Académicos.

agosto de 2021. Se puede ver que la TD en las 13 ciudades continúa siendo mayor que el promedio nacional, obedeciendo a que la caída del empleo fue de mayor magnitud en esos territorios durante la emergencia sanitaria que en el resto del país, por lo que su recuperación ha tomado más tiempo.

Durante el trimestre móvil de junio a agosto de 2022 se observó una tasa de desempleo de 11.3% en las 13 principales ciudades. En Bogotá, donde se concentra el mayor número de personas en la fuerza de trabajo, se observa una tasa de desempleo de 11.2% en ese mismo trimestre móvil.

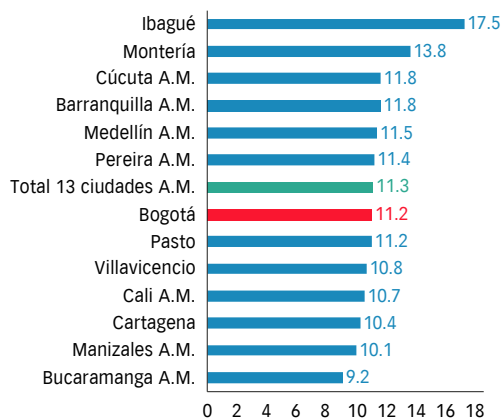
Se destacan los resultados de Bucaramanga (9.2%), Manizales (10.1%) y Cartagena (10.4%) como las ciudades principales con menor desempleo en el trimestre móvil, mientras que Cúcuta (11.8%), Montería (13.8%) e Ibagué (17.5%) presentaron las tasas de desempleo más altas en el último trimestre móvil. Preocupa particularmente el caso de Ibagué. La capi-

tal del Tolima actualmente cuenta con un registro 6.2pp por encima del promedio y 3.7pp por encima de Montería, la siguiente ciudad con mayor desempleo en el trimestre móvil.

Análisis por posición ocupacional

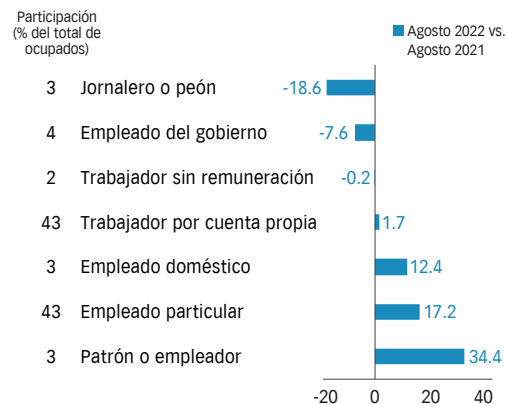
De los nuevos ocupados por posición ocupacional se observa que 1.4 millones son empleados particulares mientras que solo 155 mil son empleados por cuenta propia, lo cual supone un nuevo empujón al empleo particular, que es mayoritariamente formal, sobre el empleo por cuenta propia. La categoría de empleado o patrón muestra una recuperación relevante con un aumento de 34.4pp frente a agosto de 2021 (172 mil nuevos ocupados), lo cual es una buena señal para la generación de empleo en los meses subsecuentes. En contraste, los Jornaleros o peones (137 mil empleos menos) continuaron presentando contracciones en su número de puestos de trabajo

Tasa de desempleo 13 principales ciudades
(%, trimestre móvil junio - agosto 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

en el orden de 18.6pp menos frente a agosto de 2021. Es el tercer mes consecutivo en el que la agricultura reduce su ocupación. Lo anterior obedece a la creciente dificultad de realizar ese tipo de labores por las condiciones climáticas y de precios de producción en todo el territorio.

Análisis por actividad económica

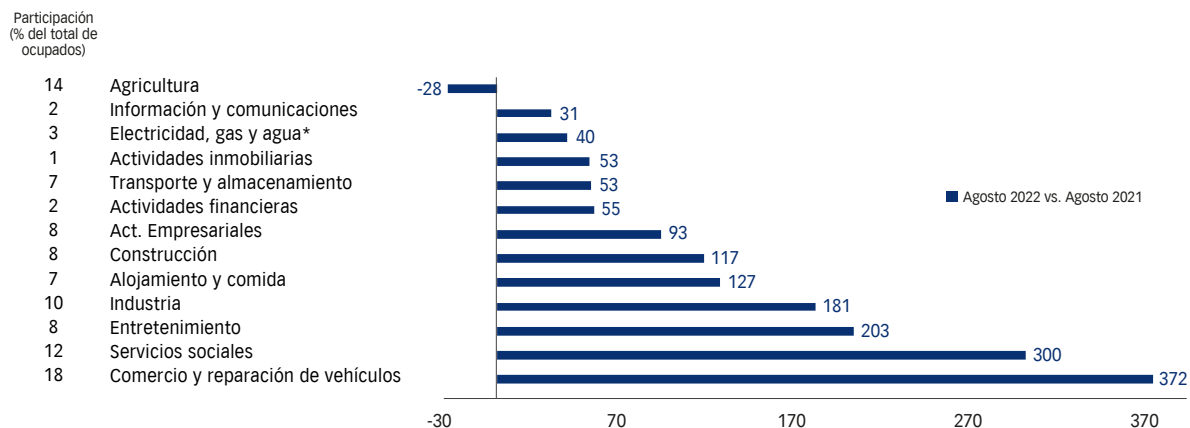
Por su parte, a excepción de la Agricultura (-28 mil empleados), todas las ramas de actividad económica presentaron aumentos en su número de ocupados. El Comercio (372 mil), los Servicios sociales (300 mil) y el Entretenimiento (203 mil) fueron las que más crecieron en ocupación. Vemos un crecimiento importante en la rama de comercio, lo cual es consecuencia directa del aumento de demanda que se ha presentado de manera generalizada en la economía.

Perspectivas

En agosto se consolidó la recuperación de estacionalidad en el mercado laboral. Ese aspecto permite ver que, a pesar de que los datos de desempleo sean cada vez más bajos, hasta el punto de poder alcanzar registros de un dígito antes de cerrar el año, los problemas estructurales del mercado laboral no se han solucionado y por lo tanto la tendencia de lenta recuperación del empleo no pareciera corregirse por lo menos en el corto plazo.

Esa situación sumada al importante crecimiento que se ha visto de la economía y particularmente de la demanda interna es inquietante, puesto que lo que pareciera estar soportando el crecimiento económico es el endeudamiento de los hogares más que la generación de ingresos adicionales. Esa dinámica es insostenible

Pérdida/Creación anual de empleos por actividad económica (miles, agosto 2022)



* Incluye la rama de explotación de minas y canteras.
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

para el crecimiento de largo plazo y puede traer consecuencias negativas para el bienestar de los hogares.

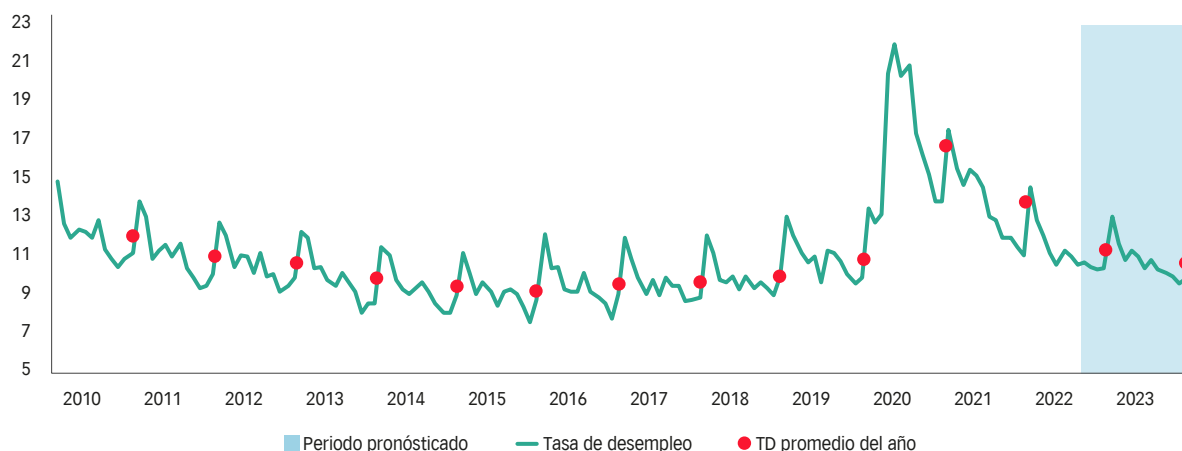
Por el lado positivo, el empleo femenino continúa recuperándose a niveles más altos que el de los hombres, disminuyendo la brecha de género que ha existido históricamente en el mercado laboral colombiano, aunque aún hay bastante por hacer para aprovechar el bono de género que tiene el país. A su vez, el empleo particular continúa creciendo en mayor medida que el empleo por cuenta propia, lo que acelera la formalización y, en consecuencia, el bienestar de los hogares.

En ANIF celebramos que el desempleo baje más rápido de lo esperado abriendo la posibilidad de obtener cifras de desempleo de un dígito antes de finalizar el año, pero somos prudentes al advertir que los esfuer-

zos de recuperación no son suficientes para equiparar el crecimiento de la demanda de los hogares, aspecto que podría traer implicaciones de bienestar en el mediano plazo.

Para concluir, proyectamos que el desempleo continuará disminuyendo de forma paulatina, pero aún se considera complejo esperar que en 2022 o 2023 se pueda regresar a una cifra de desempleo promedio anual de un dígito. En específico, para 2022 se espera que la tasa de desempleo promedio anual para el total nacional se encuentre entre 11.2% y 11.7%, mientras que en 2023 se ubique entre 10.5% y 11%. La ilustración no incluye intervalos de confianza, pero sí la senda más probable. Para las 13 ciudades principales los rangos respectivos para 2022 y 2023 son 11.3%-11.8% y 10.7%-11.2%

**Pronóstico de tasa de desempleo
(%, 2022 - 2023)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

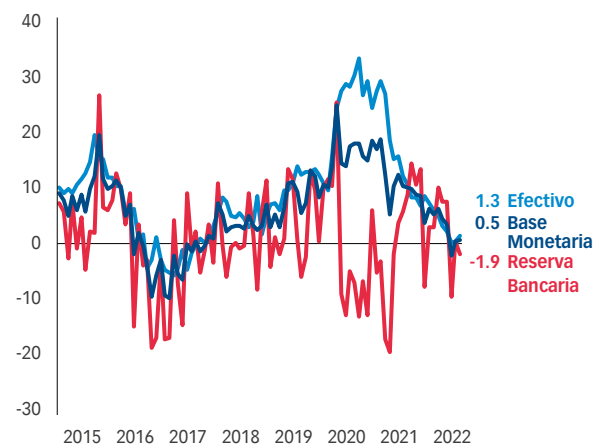
SITUACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

Agregados Monetarios y Cartera de Crédito

Con corte a agosto de 2022 la base monetaria, que se compone del efectivo y las reservas bancarias, registró una variación real anual de 0.5%, frente a una expansión de 10.0% observada en agosto de 2021. Con este proceso de reducción acelerada de la base monetaria, y evidenciada tanto en el componente de reservas, así como en el de efectivo, se visualiza las condiciones de restricción de liquidez de la economía en línea con los esfuerzos recientes del Banco de la República por controlar la inflación.

El componente de efectivo presentó una expansión de 1.3% real anual en el mes de agosto de 2022 (vs.

Base monetaria y sus componentes
(variación % real anual a agosto 2022)



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

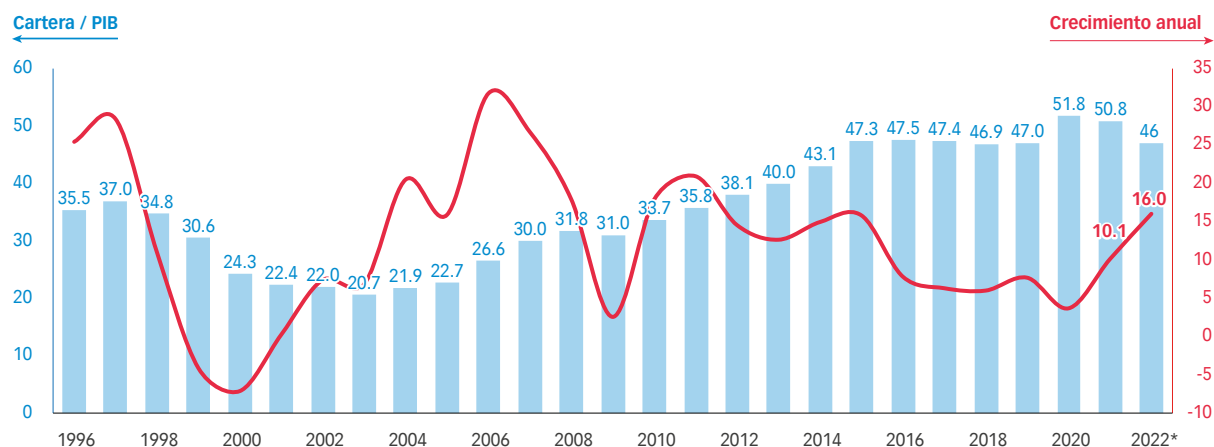
10.4% un año atrás), resultado que confirma una fuerte reducción del crecimiento de este componente de la base monetaria. De forma paralela, las reservas bancarias decrecieron un -1.9%, entrando en terreno negativo del que viene desde junio de 2022. Dicho comportamiento puede responder, entre otras cosas, a un efecto reciente, en línea con los altos crecimientos de la inflación a una reducción en la creación de cuentas de ahorro y cuentas corrientes, lo cual incide en los depósitos de los bancos y 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 5.8% en el mes de junio, frente a una contracción de 2.0% en el mismo mes de 2021. Se observa una estabilización del stock de cartera en el país en niveles cercanos al 45% aunque en términos reales, ya se observa

un crecimiento muy cercano al crecimiento de la economía y en términos nominales, está creciendo un 16% anual.

En un análisis por sus componentes, el comportamiento de la cartera total viene siendo explicado por la aceleración de los últimos meses en todas las modalidades crediticias. Sin embargo, se destaca el acelerado crecimiento de la cartera de consumo con un crecimiento real de dos dígitos (11.9%) y la recuperación de la cartera comercial cuya variación anual en junio de 2021 se encontraba en -5.8% y que se ubica en el último registro con una variación positiva de 2.8%. Esto es de especial importancia para el sector bancario si se tiene en cuenta que ambas carteras 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, seguida por la modalidad hipotecaria (4.1%) y la de microcrédito

Crecimiento y stock de la cartera bruta + leasing y titularizaciones (% del PIB, junio 2022)



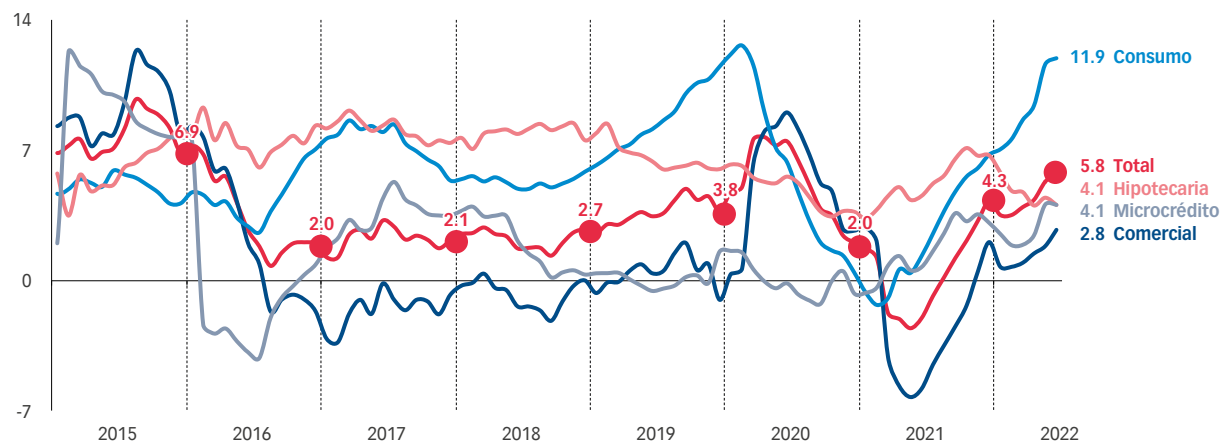
Fuente: cálculos ANIF con base en Superintendencia Financiera, Titularizadora Colombiana y DANE.

dito (4.1%). Por su parte, la modalidad hipotecaria ha mostrado una tendencia a la desaceleración consistente con restricciones por el lado de la oferta y la demanda, y dado el anuncio del gobierno nacional de la finalización de entrega de subsidios en el presente año, puede que en el último trimestre se profundice esta desaceleración.

Por otro lado, el indicador de calidad de cartera (ICC) exhibe un comportamiento favorable en todas las modalidades. De manera transversal se ha observado una reducción en el indicador de calidad de cartera con corte a junio de este año. Frente al año anterior donde el indicador se ubicó en 4.3%, se registra una mejora de 0.6 p.p. ubicándose a nivel general en 3.7%. Lo anterior es una noticia positiva considerando que esta mejora se ha dado a la par de un crecimiento acelerado de la cartera, y teniendo todavía en consideración 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. Teniendo en consideración la dinámica reciente de la cartera de consumo se destaca el nivel de ICC que se ubicó en 4.7% (frente a un 5.5% en junio del 2021), reflejando una dinámica positiva para esta modalidad de cartera, aunque no deja de ser relevante mencionar que esta condición se puede ver afectada por los incrementos sostenidos en la tasa de intervención del Banco de la República, así como los incrementos constantes de la tasa de usura que ya se encuentran para el mes de octubre respectivamente en niveles de 10.0% y 37.0%. En el resto de las modalidades, se observó una reducción del riesgo crediticio ubicándose el ICC en la modalidad comercial en un 3.3% (frente a un 4.3% en 2021), y en la cartera hipotecaria en un 2.7% (frente a un 3.5% en 2021), siendo esta última la modalidad de mejor desempeño.

Evolución de la cartera bruta + *leasing* y titularizaciones
(variación real % anual, junio 2022)



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

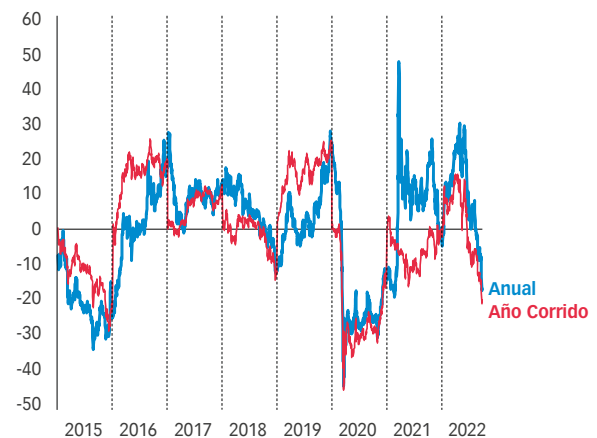
Mercado de Renta Variable

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 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 continúa su tendencia general a la baja, perdiendo casi 1.000 puntos frente al máximo alcanzado en diciembre 2021, ubicándose así en niveles cercanos a 3.750 puntos a principios de octubre. Este comportamiento, en gran parte viene acompañado de las preocupaciones de los analistas y mercados del inicio de una posible recesión en ese país, sumado a una inflación que sigue por encima del 8% y las señales de la FED de seguir ajustando la política monetaria con 3 aumentos consecutivos de 75 pb. De

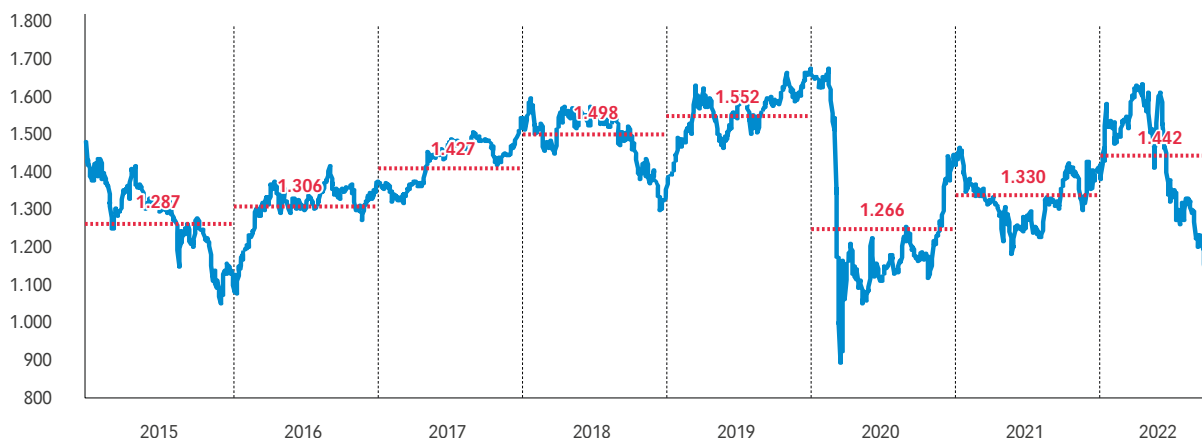
forma similar, el Eurostoxx 50, que agrupa las 50 empresas listadas en bolsa más importantes de Europa, se encuentra cerca de los 3.450 puntos, lo que implica una caída de casi 21% frente al máximo de 4.370 de

Evolución COLCAP
(Variación % a septiembre de 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en BVC.

Evolución COLCAP
(a septiembre 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en BVC.

noviembre de 2021. En contraste, el Nikkei 225 se ha deteriorado frente al máximo de noviembre de 2021 con una caída de casi 2.000 puntos, un 6.7%.

En el frente local, el COLCAP refleja la incertidumbre acumulada del año electoral, de la transición de gobier-

no y la reforma tributaria. Frente a los niveles de 1.600 a finales de junio, el COLCAP ha caído un 31% ubicándose a finales de septiembre en niveles cercanos a los 1.100 puntos. Dada la incertidumbre aún presente con los nuevos impuestos en dividendos y patrimonio entre otros, no se espera una recuperación rápida.

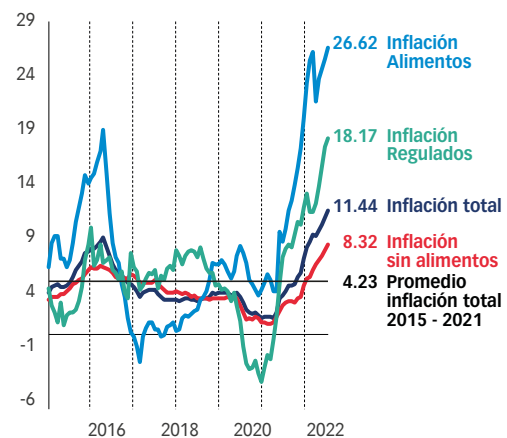
ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN

TERCER TRIMESTRE 2022

Durante el tercer trimestre del año la inflación continuó con la senda de crecimiento exhibida durante el primer semestre del año. La última cifra revelada por el DANE corresponde a la del mes de septiembre, en el que la inflación mensual se ubicó en 0.9% y la inflación anual en 11.4%. Durante todo el tercer trimestre la variación anual del IPC fue de dos dígitos. Para encontrar otros tres meses en los que se obtiene de manera consecutiva inflación anual de dos dígitos es necesario remontarse al periodo febrero-abril de 1999. La inflación registrada en septiembre es la más alta en lo corrido de este siglo.

La desagregación por divisiones de gasto muestra que cinco divisiones se encuentran por encima de promedio nacional. Para empezar, el incremento en precios estuvo liderado por la variación en la división de Bienes y servicios para el hogar, la cual registró

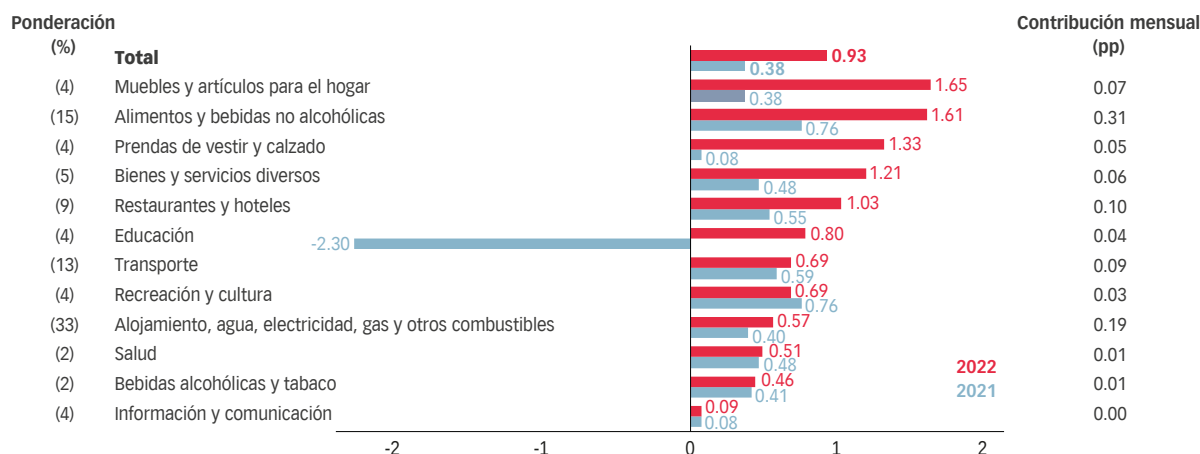
Inflación histórica
(%, variación anual a septiembre de 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

una variación mensual de 1,65%. La contribución a la inflación mensual es relativamente inferior (7pb) debido a la baja participación en la canasta básica (4%).

**Inflación por divisiones de gasto
(%, variación mensual en septiembre 2022)**



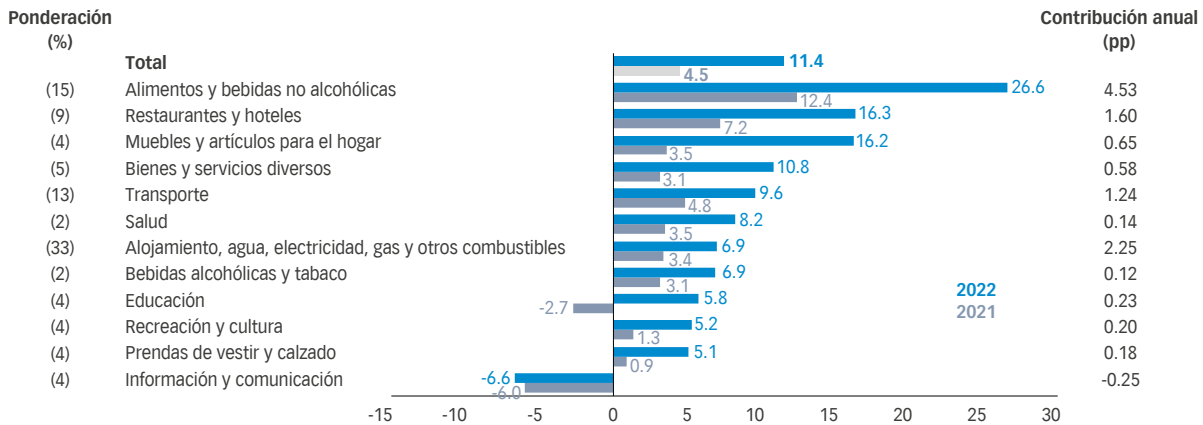
Fuente: elaboración ANIF con cifras del DANE.

La segunda categoría con mayor variación en sus precios fue la de Alimentos y bebidas no alcohólicas, con un incremento de 1.61%. En septiembre el rubro responde al 31% de la inflación total y en el último año ha contribuido cerca al 45% del incremento de gastos de manutención. En ese sentido, la división de alimentos continúa siendo la principal afectada por el fenómeno inflacionario. Los productos con mayor contribución al incremento mensual de los precios en la división fueron las frutas frescas con una variación positiva de 7pb y el arroz con 2pb, los cuales a través del año han mantenido una tendencia al alza. Por otro lado, el tomate (-1pb) y la papa (-1pb), contuvieron el incremento en precios al registrar variaciones negativas.

La división de Prendas de vestir y calzado también presentó una inflación mensual notable de 1,33%, siendo el tercer rubro con mayor variación. El incre-

mento en precios del rubro corresponde al aumento constante de precios desde el principio de año del calzado de hombre. Por encima del promedio nacional también se destaca la división de Bienes y servicios diversos con una variación de 1,21%. Ambas divisiones aportan en un grado a la inflación total, contribuyendo 0,04pp en el caso de las prendas de vestir y 0,06 desde los bienes y servicios diversos. Finalmente, la división de Restaurantes y hoteles es la última que se ubica por encima del promedio al presentar una variación mensual de 1,03% y aportar cerca del 10% de la inflación mensual total. La división de Alojamiento y servicios públicos presenta una variación por debajo del promedio (0,57%) sin embargo, es relevante en términos de contribución dado que es la segunda con mayor peso en la inflación total (18%). La variación de la categoría se debe a la presión al alza de los servicios públicos, especialmente la electricidad y el gas.

**Inflación por divisiones de gasto
(%, variación anual en septiembre 2022)**



Fuente: elaboración ANIF con cifras del DANE.

En términos anuales, la inflación en septiembre alcanzó el 11,44%. Tres de las divisiones registran incrementos más altos que el promedio: Alimentos y bebidas no alcohólicas, Restaurantes y hoteles y Muebles y artículos para el hogar. En la comparación anual de los precios se observa la importancia del rubro Alimentos y bebidas alcohólicas como motor del incremento en el costo de vida. Durante los últimos 12 meses los precios de los alimentos y las bebidas no alcohólicas han aumentado en 26,62%. Su contribución a la inflación anual es la más importante, situándose alrededor del 45%. En segunda medida, el incremento en precios de la división de Restaurantes y hoteles también se encuentra por encima del promedio, con una variación de 16,27%. Lo anterior corresponde al aumento de precios de las comidas en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio. El incremento en precios de esa división explica 1,60pp de la inflación anual, siendo la tercera de mayor participa-

ción. La última división por encima del promedio es Bienes y servicios para el hogar la cual registró una variación anual de 16,20%.

Cabe resaltar que si bien la división de Alojamiento y servicios públicos tiene una variación anual inferior al promedio nacional (6,92%), constituyó el segundo gasto que más afectó el bolsillo de los colombianos durante el último año con una contribución del 2,25pp a la inflación total. Recordemos que la división es la de mayor participación (33%) en la canasta básica. La otra división que también presenta una contribución notable a la inflación anual es la de Transporte, cuya variación de 9,6% alcanza a aportar 1,24pp al resultado agregado.

Cerrando el análisis por divisiones de gasto observamos que la división de Información y comunicación continúa presentando una inflación anual negativa (-6,65%). Desde la entrada al mercado colombiano de

Wom, el nuevo operador telefónico, los planes de telefonía móvil se han vuelto más económicos, ya sea por una disminución directa en los precios o por un incremento en la cantidad ofrecida manteniendo el mismo precio de base, que redundará en una caída del valor unitario de los planes móviles. Al tener un peso de 4% en la canasta básica, la división contribuye 25pb negativos al registro anual y contrarresta el fenómeno inflacionario.

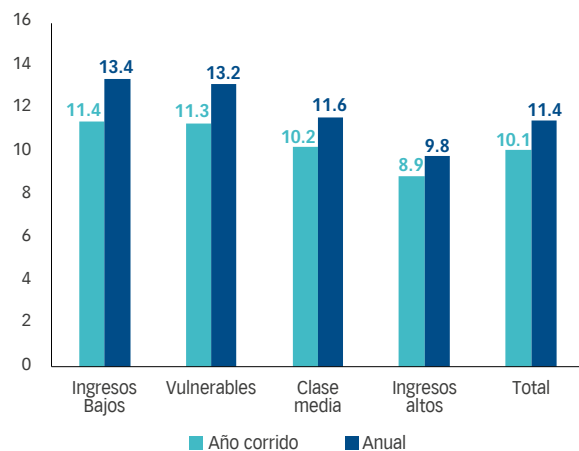
Teniendo en cuenta la variación en precios por divisiones de gasto, se puede considerar la inflación enfrentada por distintos hogares dependiendo de su nivel de ingreso. La canasta básica de los hogares de menor ingreso tiene una mayor preponderancia de bienes de primera necesidad, como lo son los alimentos. Teniendo en cuenta que los alimentos, y en general los bienes de subsistencia, son los que más se tranzan en el mercado, los hogares de menor ingreso se enfrentan a una inflación más elevada que los ho-

gares de ingresos altos, cuya canasta básica tiene componentes adicionales. En efecto, la inflación para los hogares de ingresos bajos se ubica en 13.4% en la comparación anual. La cifra para los hogares de ingresos altos es de 9.8%, que es 3.6pp más baja.

Teniendo en cuenta el carácter regresivo de la inflación, es imperativo que se tomen todas las medidas posibles para contener el incremento en precios. El Banco de la República se ha movido acertadamente en esa dirección, continuando la senda de incrementos en su tasa de referencia. La tasa de interés se ubicaba en 6% a finales de junio y durante el tercer trimestre del año varios movimientos llevaron a un incremento en la tasa de 4pp, situándola en 10%. Los movimientos corresponden a una de las políticas monetarias contracíclicas más agresivas de la historia reciente.

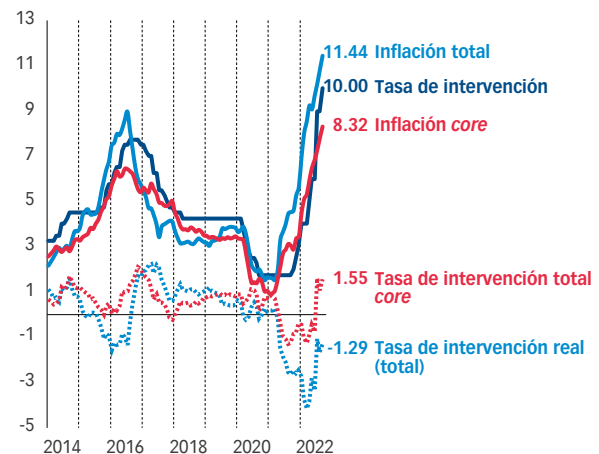
A pesar de los movimientos, la tasa de intervención real aún es expansiva al ubicarse en terreno negativo

Inflación por nivel de ingresos
(%, a septiembre de 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Tasa de intervención del Banco de la República
(%, a septiembre de 2022)



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

en términos reales si se tiene en cuenta la inflación total. Lo anterior indica que hay más espacio para incrementos adicionales en la tasa de interés. Los movimientos continuarán en la medida en que la inflación continúe creciendo. Recordemos que el rango meta del Emisor es de 2 a 4% en la variación anual. A falta del último trimestre, la inflación acumulada hasta septiembre ya es de 10.1%, más de 6pp por encima del límite superior del rango.

Perspectivas

Teniendo en cuenta el escenario actual, en ANIF proyectamos una inflación anual del orden de 11.1% para el cierre de este año. Se espera que en 2023 la variación en precios se normalice a medida que ceden las distintas presiones inflacionarias en el frente interno y externo, cerrando el próximo año con una inflación anual de 6.1%.

Pronóstico de inflación 2022 y 2023
(%, variación anual)



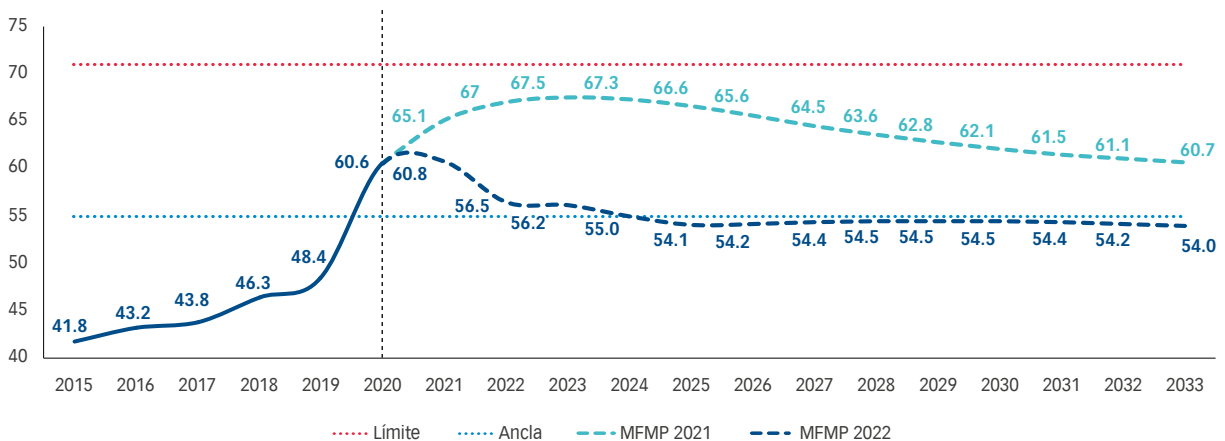
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE y Banco de la República.

ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FISCAL

El país enfrenta una situación fiscal compleja. De acuerdo con el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) La deuda del Gobierno Nacional Central (GNC) en este momento es de más del 60% del PIB, la más alta de la

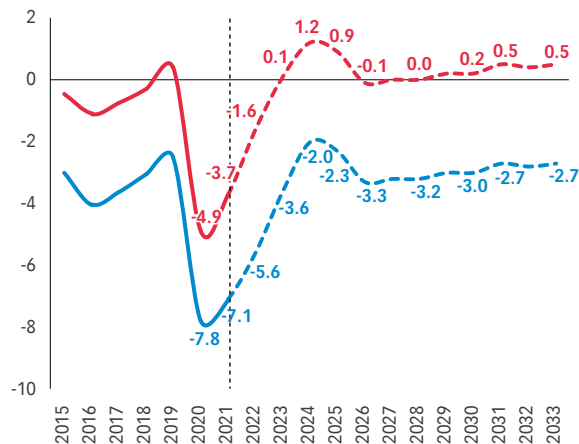
historia del país. Lo que ha llevado a que el déficit fiscal hoy sea del 7.1% del PIB. El gobierno saliente planeaba una senda muy optimista de reducción de deuda y ajuste del balance fiscal a partir del 2022.

**Deuda neta del GNC
% del PIB**



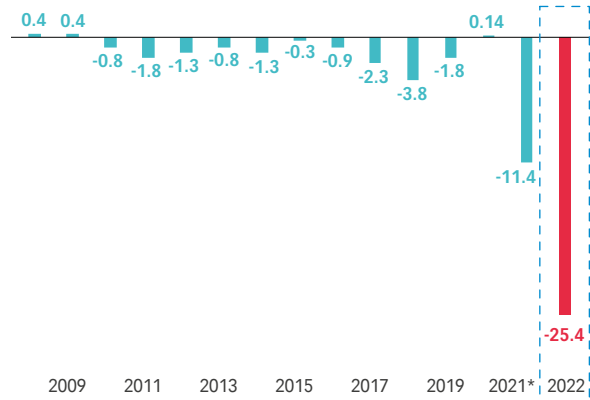
Fuente: ANIF con base en Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

**Balance del GNC
(% PIB)**



Fuente: ANIF con base en Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

**Saldo del FEPC en billones de pesos corrientes – MFMP
2022**



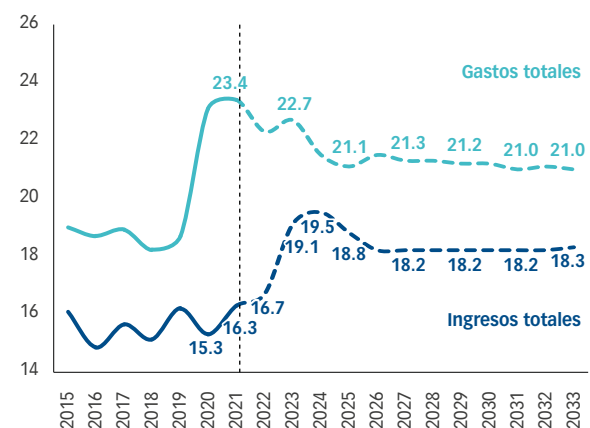
* Nota: el valor de 2021 hace referencia al dato proyectado por el MHCP para el cierre de la vigencia.
Fuente: cálculos ANIF con datos del Ministerio de Hacienda.

Sumado a eso, hay que contemplar las presiones fiscales por cuenta de la deuda acumulada por el Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles. Según cálculos de ANIF a cierre de 2022 el Fondo llegará a un déficit acumulado de \$25.4 billones. Eso significa 2 puntos del PIB adicionales. Esta situación en particular obligó al nuevo Gobierno a iniciar una necesaria y gradual subida de precios de la gasolina, \$200 pesos mensuales empezando en octubre. De modo que al cierre del año la gasolina pasaría acostar \$600 más. De no haber un ajuste en el subsidio a los combustibles, las necesidades de financiación seguirían latentes y en aumento.

En ese panorama, y como ya se mencionó, el MFMP plantea una senda muy optimista de reducción de deuda y ajuste del balance fiscal. Sin embargo, eso contrasta con la realidad del desbalance entre los ingresos y los gastos de la Nación. El ajuste depende, en gran parte, del crecimiento de la economía, el incre-

mento en los precios del petróleo y de la ambiciosa reducción de la inversión, un punto particularmente complejo de lograr. Más aún si se tiene en cuenta que ya se aprobó en primer debate el Presupuesto General de la Nación (PGN) y los recursos para la inversión au-

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



Fuente: ANIF con base en Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

mentaron contrario a disminuir. El monto total aprobado asciende a los \$405 billones de pesos y el incremento en la inversión es de cerca de \$10.3 billones con respecto al proyecto inicial. Sumado a eso, los anuncios del Gobierno sobre llevar a cabo una ambiciosa agenda social suponen presiones de gasto en adelante, en particular en lo que se refiere a la Paz, las transferencias a los hogares, las pensiones, la salud, la educación, la infraestructura y el cambio climático.

La reforma

En ese ambiente de inestabilidad fiscal el Gobierno acertó en presentar en los primeros días de la administración un proyecto de reforma tributaria que ya cursa su aprobación en Congreso. Del primer proyecto, que se radicó en agosto, muchas cosas han cambiado. El Ministro de Hacienda, en representación del ejecutivo, ha estado muy abierto al diálogo sobre los puntos que más preocupaban del proyecto inicial. Visto así, a continuación, se analiza la estructura general de la reforma y se reflexiona sobre algunos vacíos que aun deja.

En cuanto a personas naturales se propuso una cédula única que genere un gravamen conjunto de todo tipo de ingreso, renta, dividendos, pensiones. Eso con el fin de generar mayor recaudo y simplificar el sistema. Las pensiones mayores a los 1.790 UVT ahora tendrían que empezar a tributar. El impuesto a los dividendos, que inicialmente contemplaba una tarifa entre el 0 y el 39% se modificó y se redujo la tarifa tope al 20%. Las ganancias ocasionales, que inicialmente entrarían a la cédula única y tributarían bajo el mismo esquema de los dividendos, ya no harán parte. Se estipuló una tasa fija del

15% a excepción de las loterías (tarifa del 35%). Sobre el impuesto al patrimonio se llegó a un acuerdo de tarifas marginales que van del 0.5% para patrimonios líquidos mayores a los \$3.000 millones, el 1.0% por patrimonios mayores a los \$5.000 millones y del 1.5% por patrimonios mayores a los \$10.000.

En líneas generales, sin bien hay avances en términos de simplificación del sistema y generación de mayor recaudo, vemos que el recaudo por renta a personas está asociado a la unificación de rentas gravables, más no al aumento de la base de contribuyentes, un punto en el que se debe avanzar si se quiere llegar a un sistema de tributación coherente con las necesidades del país. Aumentar la base de contribuyentes es clave para que la carga tributaria esté mejor repartida. Hoy, el grueso del ingreso de renta recae de manera desmedida sobre las personas jurídicas. Específicamente, el 80% del recaudo total corresponde a personas jurídicas y tan solo el 20% a personas naturales.

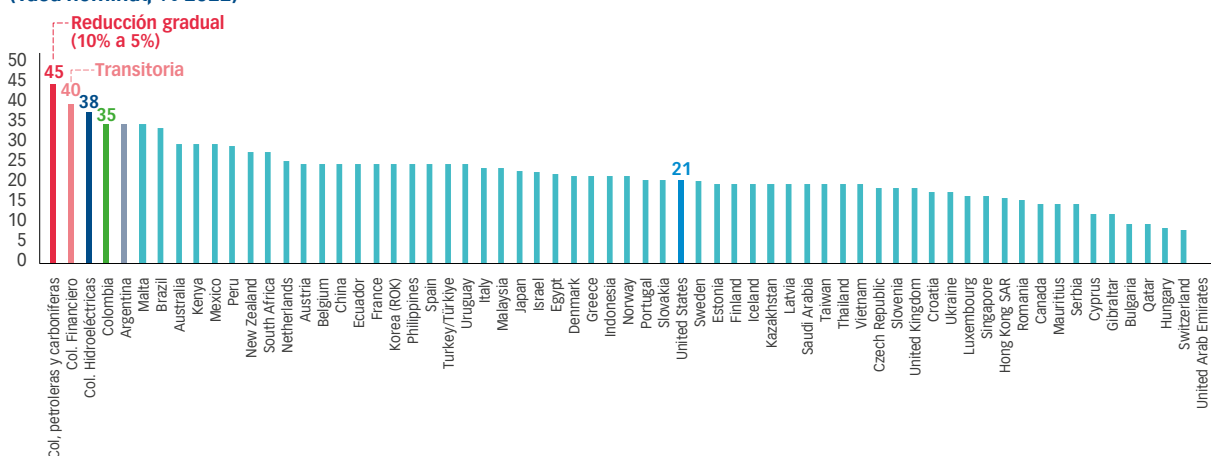
Ahora en cuanto a las personas jurídica. Positiva es la reducción de exenciones, como la eliminación del descuento del ICA y las reducciones de los topes nominales de rentas exentas y deducciones a individuos y empresas. Eliminar el trato diferencial entre sectores es un paso en la dirección correcta. También lo es el fortalecimiento del Régimen de Tributación Simple para micro y pequeñas empresas, una medida que puede aportarle a la formalización empresarial y laboral. Por el lado de los puntos que necesitan mayor reflexión está el aumento de las tasas de tributación efectiva para empresas y la sobretasa al sector financiero. Sobre este punto vale la pena recordar que la tasa de tributación corporativa en Colombia ya es muy alta en com-

paración con otros países. La renta combinada de impuestos a las utilidades de las empresas y posterior gravamen a los dividendos puede desincentivar la inversión y comprometer el crecimiento económico. Aumentar el recaudo es positivo. Sin embargo, recargar al sector corporativo es negativo para la generación del empleo formal y la creación de nuevo tejido empresarial. Ahora, en cuanto al sector financiero, inicialmente se planteó que la tasa adicional temporal de 3pp pasaría a ser permanente y se discutía un aumento de 2pp adicionales. Lo que quedó estipulado es que la tasa adicional de renta será transitoria y subirá 5pp. Con ese cambio, la tasa nominal de tributación para el sector financiero será de las más altas si lo comparamos con otros países del mundo.

Ahora, vale la pena analizar brevemente las cargas impositivas para el sector minero contempladas en la reforma tributaria. Inicialmente el proyecto de reforma incluía un Impuesto del 10% que gravara la proporción del valor de las exportaciones que superen

un umbral de US\$48 barril para la referencia WTI de crudo y de US\$87 de la referencia Newcastle de carbón. Esta medida inicial se eliminó pues los topes podrían traducirse en impuestos permanentes y generar un claro desincentivo a la inversión y las exportaciones. En reemplazo se estipuló una sobretasa al impuesto de renta en tres años de reducción gradual para las empresas extractivas. En el primer año una sobretasa del 10%, en el segundo del 7.5% y en el tercero del 5.0%. Además, se acordó que las regalías no serán descontables del impuesto de renta. En conjunto, consideramos que estas medidas sobre las actividades extractivas podrían dejar al país en una posición muy mala a nivel competitivo. Menos inversión y menos actividades mineras en el país harían caer los ingresos por regalías y los impuestos que se recaudan por estas actividades, lo que tendría, a su vez, un efecto negativo en los ingresos del país y su capacidad de gasto. Finalmente, sobre este punto, en últimas modificaciones se incluyó una sobretasa de 3% al impuesto de renta para las hidroeléctricas.

Impuesto de renta corporativa
(Tasa nominal, % 2022)



Fuente: ANIF con base en Deloitte.

Un último punto que vale la pena señalar es que llama la atención que ni siquiera se haya mencionado las exenciones del IVA en el proyecto inicial y en las discusiones subsecuentes. El costo fiscal de las exenciones por este concepto llegó a representar cerca del 5.8% del PIB en 2021, el más alto en relación con los demás impuestos. Solo para ponerlo en perspectiva, es más de lo que representa el gasto en salud para el Presupuesto General de la Nación en 2022 (5.6% del PIB). Este es, sin duda, uno de los puntos que deben discutirse a profundidad en el Congreso de la República.

Perspectivas

La situación fiscal en el país es apremiante más aún si se tiene en cuenta el complejo cuadro macroeconómico que está viviendo Colombia, una inflación disparada, un consumo interno que no da tregua, tasas de desempleo que permanecen sobre los dos dígitos, una moneda devaluada y una percepción del riesgo que crece, en parte alimentada por algunas salidas en

falso del Gobierno y sus funcionarios en los últimos meses. Además, el mundo atraviesa un complejo fenómeno inflacionario y de incertidumbre global. Con todo y en ese escenario, el trámite de la reforma con tanta prontitud fue un acierto y si se llegara al recaudo esperado (\$22 billones de pesos después de las modificaciones) el alivio para las cuentas nacionales no sería menor.

Bajo esa lógica en ANIF esperamos que al cierre del 2022 el balance del Gobierno Nacional Central llegue a -6% del PIB. Eso, teniendo en cuenta la paulatina estabilización de los ingresos tributarios que se ha dado después del choque de la pandemia, el crecimiento económico, los ingresos adicionales por cuenta de los precios altos que se mantendrán del petróleo. Para el 2023 esperamos un balance de -4% del PIB, asumiendo que se han estabilizado las fuentes de ingreso tributario generadas por la eventual aprobación de la reforma cuyas disposiciones empezarán a regir a partir del 2023, sumado a la normalización de la situación macroeconómica global.

RESULTADOS DE LA CUENTA CORRIENTE

AL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2022

Al igual que en 2020 y 2021 el contexto nacional e internacional actual presenta retos. En el frente externo, el incremento sostenido de precios que se registra desde finales de 2021 ha redundado en alzas relevantes en la inflación a lo largo del mundo. Con eso, las decisiones de política monetaria han sido inevitables. Sin embargo, estas se han tornado en amenazas para el consumo, que recordemos fue el motor de la reactivación económica en 2021. Sumado a eso, la guerra de Rusia y Ucrania ha puesto sobre la mesa una nueva presión. La escasez de combustibles y materias primas derivadas de la guerra han devuelto los precios de los *commodities* a niveles de 2007, generando un nuevo factor de inflación a nivel mundial. Además, la situación evidencia la dependencia y fragilidad energética de Europa. Con eso, la economía mundial atraviesa un nuevo año de incertidumbre.

Ahora, en el contexto nacional la situación no es muy distinta. El alza en la inflación junto con los incrementos en la tasa de intervención por parte del Banco de la República ha comenzado a presionar el consumo a la baja. Adicional a eso, el contexto de incertidumbre política en torno a las elecciones y las reformas anunciadas han elevado la percepción de riesgo del país y con eso la depreciación del peso frente al dólar. Estos escenarios a su vez se han dado en un contexto de mayores ingresos asociados a los altos precios de los combustibles. Cabe mencionar que la situación fiscal del país continúa siendo compleja y se ha profundizado con el alza en el precio de la gasolina (ver *Informe Semanal 1550*).

Esta conjugación de escenarios se tradujo en el segundo trimestre de 2022 en un déficit de la cuenta corriente de 5.7% del PIB equivalentes a -US\$5.039 millones.

Eso representa un incremento de 0.2pp frente al mismo trimestre de 2021 (-5.5% del PIB, -US\$3.998 millones), pero una disminución de 0.5pp respecto al resultado de los primeros tres meses del año (6.2% del PIB, -US\$5.159 millones).

Comparado con el primer trimestre del año, el déficit de la cuenta en el trimestre se explica en mayor medida por el incremento de US\$2.942 millones del balance deficitario de la renta de los factores ubicándolo en

5.3% del PIB, correspondientes a -US\$4.723 millones. En contraste, se observó una contracción de US\$ 1.806 millones en el déficit de la balanza comercial de bienes que lo ubicó en 2.0% del PIB (-US\$ 1.823 millones). La balanza de servicios, por su parte, registró un crecimiento de US\$74 millones con lo cual el déficit fue de 1.5% del PIB (-US\$ 1.336 millones). En cuanto a los ingresos netos de transferencias corrientes, durante el trimestre se registró una disminución de US\$334 millones, ubicando el superávit en 3.2% del PIB.

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

	2020 Ene - jun	2021 Ene - jun	2022 Ene - jun
Cuenta Corriente	-4.308	-7.015	-10.199
%PIB	-3.3	-4.7	-5.9
Bienes y servicios	-5.749	-8.707	-8.125
%PIB	-4.5	-5.9	-4.7
Bienes (Balanza Comercial)	-3.794	-6.136	-5.379
%PIB	-2.9	-4.1	-3.1
Exportaciones	15.916	18.821	30.253
Importaciones	19.710	24.957	35.632
Servicios	-1.955	-2.571	-2.746
%PIB	-1.5	-1.7	-1.6
Ingreso Primario (Renta de los factores)	-2.450	-3.385	-8.095
%PIB	-1.9	-2.3	-4.7
Ingreso Secundario (Transferencias corrientes)	3.890	5.077	6.021
%PIB	3.0	3.4	3.5
Remesas de trabajadores	3.117	4.116	4.463
Cuenta de Capital y Financiera	3.699	6.501	9.919
%PIB	2.9	4.4	5.7
Inversión Directa	3.675	2.502	6.972
%PIB	2.9	1.7	4.0
Inversión Extranjera Directa	4.546	4.355	9.846
%PIB	3.5	2.9	5.7
Inversión de cartera	3.597	4.771	-1.325
%PIB	2.8	3.2	-0.8
Activos	382	263	3.547
Pasivos	3.979	5.033	2.222
Otra Inversión	-1.135	-547	4.133
%PIB	-0.9	-0.4	2.4
Derivados Financieros	-19	139	341
%PIB	0.0	0.1	0.2
Variación activos externos *	-2.419	364	201
%PIB	-1.9	-0.2	-0.1
Saldo de Reservas Internacionales Netas	56.623	58.917	57.164
%PIB	17.5	21.7	18.2

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

La composición de la cuenta en el trimestre refleja las dinámicas a las que se enfrenta la economía. Por el lado de la renta de los factores, el incremento de los egresos se dio, principalmente, como resultado del aumento en los precios de los combustibles, que en el caso del petróleo alcanzó un valor promedio de US\$111 por barril en el trimestre. Eso estuvo acompañado a su vez del buen desempeño del resto de actividades productivas que en conjunto impulsaron el crecimiento del trimestre hacia el 10.6% anual. De esta forma, los mejores resultados del trimestre se tradujeron en mayores salidas de utilidades de la IED hacia sus casas matrices.

En el frente de la balanza comercial, la contracción en el déficit del comercio de bienes se explica por el mayor crecimiento de las exportaciones (73% anual) respecto al observado en las importaciones (39.9% anual). Ese cambio en la dinámica de crecimiento de las transacciones comerciales se origina en gran medida en la relevancia de las exportaciones de petróleo y sus derivados, así como de carbón durante el trimestre. Situación que no es ajena al contexto que se ha presentado, en tanto el crecimiento observado se explica tanto por un incremento en el valor exportado como por el volumen exportado.

Por su parte, la desaceleración en el ritmo de crecimiento de las importaciones comienza a dar indicios claves del efecto de la inflación y la devolución del peso colombiano en el consumo de los hogares y el nivel de producción nacional. Eso se hace evidente al tener en cuenta que en el segundo trimestre la tasa de cambio promedió \$3.915 (devaluación de 6.1% frente al mismo periodo de 2021) y la inflación se mantuvo por

encima del 9% durante los meses de abril y junio. Eso se traduce entonces en un encarecimiento de los bienes de consumo e insumos de producción que reduce el poder adquisitivo de los colombianos.

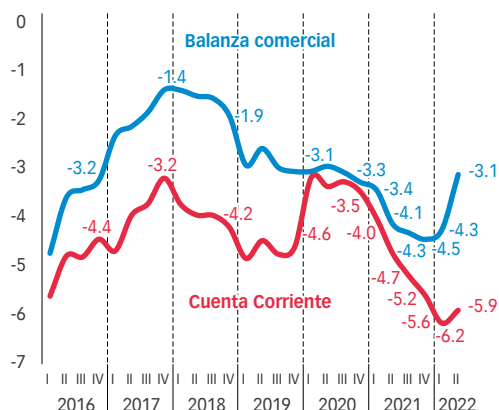
En cuanto a la balanza comercial de servicios la recuperación de la actividad económica se tradujo en el aumento de las exportaciones jalonadas por el incremento de turistas extranjeros y los crecimientos observados en los servicios de informática, contact center, y de consultoría. Por su parte, las mayores importaciones se explican por el incremento en los servicios de transporte como resultado de las mejores condiciones logísticas globales y el incremento en viajes por parte de residentes.

En el frente de las transferencias corrientes continúan mostrando un buen desempeño a pesar de la reducción experimentada en el trimestre. Estas continuaron jalonadas por las remesas de trabajadores que representaron el 80.9% de los ingresos corrientes del país.

De esta forma, con los resultados del segundo trimestre del año, el déficit de la cuenta se ubicó en 5.9% del PIB en lo corrido del año al primer semestre (-US\$10.199 millones), superior en 1.2 pp al observado en el primer semestre de 2021 (-4.7% del PIB, correspondientes a -US\$7.015 millones).

La dinámica del semestre resulta ser muy similar a la observada en el trimestre. La principal explicación del déficit en los primeros seis meses de 2022 se deriva, en primer lugar, por el balance deficitario de la renta de los factores. A eso le siguen los déficits de la balanza de comercial de bienes y de servicios. Rubros que estuvie-

Cuenta corriente y balanza comercial acumulada (% del PIB)



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

ron parcialmente compensados por las transferencias corrientes. Siendo así, como habíamos mencionado, el balance deficitario del primer semestre de 2021 resulta ser superior al registrado un año atrás. Explicado este por los crecimientos observados en el déficit de la renta de los factores (139.1% respecto al primer semestre de 2021) y de la balanza comercial de servicios (6.8%), mientras que, la balanza comercial de bienes experimentó una contracción de 12.3% en el déficit.

De esta forma, el déficit de la cuenta corriente en lo corrido a junio de 2022 se compuso por: (i) el déficit de la balanza comercial de bienes (-US\$5.379 millones), equivalente al -3.1% del PIB (vs. -4.1% del PIB presentado un año atrás); (ii) el déficit de la balanza comercial de servicios (-US\$2.746 millones), equivalente a -1.6% del PIB (vs. -1.7% del PIB); (iii) el déficit de la renta de los factores (-US\$8.095 millones), el cual se ubicó en -4.7% del PIB (vs. -2.3% del PIB); y (iv) el superávit en las trans-

ferencias corrientes (US\$6.021 millones), correspondiente al 3.5% del PIB (vs. 3.4% del PIB).

Perspectivas

Teniendo en cuenta el panorama de la cuenta corriente en lo corrido del año a junio de 2022 y el comportamiento de los rubros que la componen, para el cierre del año ANIF proyecta una disminución del déficit, con lo cual se ubicaría en -5.0% del PIB en 2021 (equivalentes a US\$16.679 millones), frente al -5.7% del PIB en 2021. Ese panorama se plantea teniendo en cuenta que para el segundo trimestre del año se espera que se sigan registrando niveles altos en los precios de los *commodities*, con lo cuál la renta de los factores continuaría siendo el rubro que más contribuiría a déficit de la cuenta. Situación que contrarrestaría, de forma parcial, los efectos que se esperan de la disminución del déficit de la balanza comercial de bienes. El cual estaría asociado a la moderación de las importaciones, en respuesta a la menor capacidad de consumo de la economía nacional y la disminución en el ritmo de crecimiento de la actividad productiva del país, y el crecimiento de las exportaciones por la escasez de combustibles en el mercado internacional.

Ahora, para 2023 se prevé una mayor corrección del déficit de la cuenta corriente hacia el rango de 4.4% y 4.2% del PIB. En este escenario la disminución de los egresos de la renta factorial sería el principal determinante. Ahí la disminución de los precios del petróleo y el cambio en la política energética del país apalancada por los desincentivos a las actividades minero-energéticas

jugarán un pa- pel determinante. De igual forma, la corrección en la dinámica de consumo interno junto con los me- nores costos de transporte marítimo impulsaría la corrección del déficit de la balanza comercial. Dinámica que se frenaría por las menores exporta-

ciones de combustibles y la menor demanda global. En el frente de las transferencias corrientes se espera un menor dinamismo en las remesas de trabajadores, en respuesta a la desaceleración en el crecimiento de los países a nivel mundial.

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

	2019	2020	2021	2022*	2023*
Cuenta Corriente	-14.808	-9.347	-17.621	-16.679	-15.272
% del PIB	-4.6	-3.5	-5.6	-5.0	-4.3
I. Bienes y Servicios	-14.146	-13.089	-20.047	-14.479	-16.010
% del PIB	-4.4	-4.8	-6.4	-4.3	-4.5
Bienes (Balanza Comercial)	-9.863	-8.870	-13.984	-9.229	-10.210
% del PIB	-3.1	-3.3	-4.5	-2.8	-2.9
II. Renta de los factores	-9.717	-5.046	-8.349	-12.150	-9.200
% del PIB	-3.0	-1.9	-2.7	-3.6	-2.6
III. Transferencias	9.055	8.788	10.775	9.950	9.938
% del PIB	2.8	3.2	3.4	3.0	2.8

*Proyectado.

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

RESULTADOS DE LA CUENTA DE CAPITALES AL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2022

En el segundo trimestre de 2022, el déficit de la cuenta corriente que se analizó en el apartado anterior, se fondeó con un superávit en la cuenta de capitales de 5.8% del PIB (equivalentes a US\$5.164 millones). Superior en 0.7pp al superávit registrado un año atrás, que fue de 5.1% del PIB (US\$3.372 millones). Con eso,

en el primer semestre de 2022 el superávit de la cuenta de capitales sumó US\$9.919 millones, correspondientes al 5.7% del PIB. Lo que representa un incremento frente a los US\$6.501 millones registrados en el mismo periodo en 2021 (equivalentes a 4.4% del PIB).

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	15.575
% del PIB	4.1	3.0	5.3	5.0	4.3
Inversión directa	10.836	5.773	6.546	7.450	6.900
% del PIB	3.4	2.1	2.1	2.2	1.9
Inversión Extranjera Directa	13.989	7.459	9.727	10.800	10.900
% del PIB	4.3	2.8	3.1	3.3	3.0
Inversión de cartera	-24	1.768	4.621	3.700	3.050
% del PIB	0.0	0.7	1.5	1.1	0.8
Otra inversión	5.904	4.435	6.409	5.850	6.500
% del PIB	1.8	1.6	2.0	1.8	1.8
Activos de Reservas	3.333	4.328	654	500	1.180
% del PIB	1.0	1.6	0.2	0.2	0.3
Saldo Reservas Internacionales Netas	53.167	59.031	58.579	59.079	60.259
% del PIB	16.5	21.8	18.6	17.8	16.8

* Proyectado

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

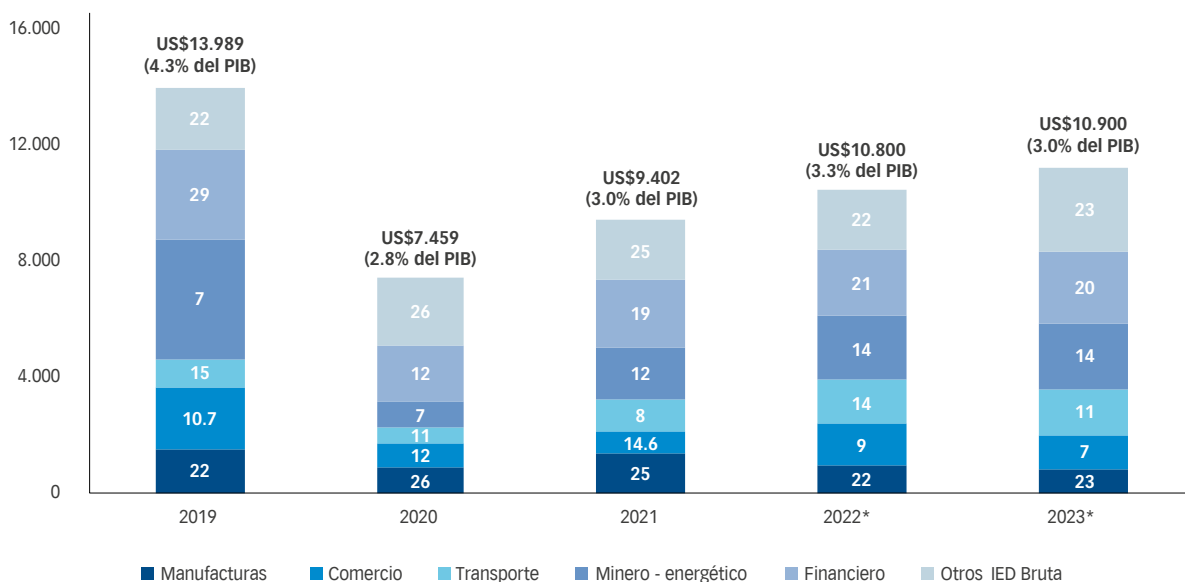
El desempeño de la cuenta de capitales a lo largo del segundo trimestre de 2022 se explica por el aumento en los ingresos de capital extranjero (US\$8.861 millones vs. US\$8.389 millones en 2021) y en la disminución de las salidas de capital colombiano hacia el exterior (US\$3.587 millones vs. US\$4.301 millones) y el pago de derivados financieros por parte de residentes a no residentes (US\$36 millones vs. US\$182 millones). Lo que estuvo acompañado por un aumento e las reservas internacionales por un valor de US\$74 millones.

Con eso, el desempeño de la cuenta de capitales entre enero y junio de 2022 se explica por el aumento de los ingresos de capital extranjero (US\$16.853 millones vs. US\$8.683 millones), de las salidas de capital

colombiano hacia el exterior (US\$7.073 millones vs. US\$1.958 millones) y en la venta de derivados financieros que resultó en un aumento en el pago de no residentes a residentes por este concepto (US\$341 millones vs. US\$139 millones). De igual forma, se registró un incremento de las reservas internacionales por un valor de 201 millones.

Por componentes sobresalen los flujos de: (i) inversión directa (US\$6.972 millones), equivalentes al 4.0% del PIB (vs. 1.7% del PIB en 2021); (ii) inversión de cartera (-US\$1.325 millones), correspondientes al -0.8% del PIB (vs. 3.2 del PIB); y (iii) "otras inversiones" (US\$4.133 millones), equivalentes a 2.4% del PIB (vs. -0.4% del PIB). Todo eso es consistente con acumulaciones de Reser-

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



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

vas Internacionales Brutas por US\$201 millones (0.1% del PIB), con un saldo neto de RIN (Reservas Internacionales Netas) de US\$57.164 (18.2% del PIB).

Al interior del rubro de inversión directa, la Inversión Extranjera Directa (IED) bordeó los US\$9.846 millones correspondientes al 5.7% del PIB, monto 166.1% superior al registrado en el primer semestre de 2021. Por actividad económica, los servicios financieros fueron los que mayor IED registraron (41% del total), seguidos por minería y petróleo (30%), transporte y comunicaciones (12%), electricidad (5%), industria manufacturera (3%) y comercio y hoteles (3%).

Perspectivas

Los mencionados déficits externos nos llevan a pronosticar un superávit de la cuenta de capitales de 5.0% del

PIB para el año 2022 (vs. 5.3% del PIB en 2021), incluyendo los activos de reserva. En esa línea por la composición por flujos que proyectamos sería una: (i) IED neta, que pasaría de 2.1% del PIB en 2021 al 2.2% del PIB en 2022 (US\$7.450 millones); (ii) inversión de cartera, que disminuiría de 1.5% del PIB en 2021 hacia un 1.1% del PIB en 2022 (US\$3.700 millones); y (iii) otras inversiones, que registrarían una reducción del 2.0% del PIB en 2021 al 1.8% 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 (17.8% del PIB) en 2022. Para 2023, se prevé superávit en la cuenta de capitales de 4.3% del PIB (US\$15.575 millones), con acumulaciones de Reservas Internacionales Netas (RIN) equivalentes al 0.43% del PIB, contabilizando un saldo total de US\$60.259 millones.

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

Sector	2019	2020	2021	2022*	2023*
Minero - energético	4.117	896	1.744	2.268	1.853
Manufacturas	1.499	894	1.345	1.188	1.308
Comercio	2.125	847	755	1.512	1.199
Financiero	3.132	1.920	2.305	2.376	2.453
Transporte	1.006	538	1.045	1.512	1.526
Otros	2.109	2.364	2.115	1.944	2.562
IED Bruta	13.989	7.459	9.310	10.800	10.900
IED Bruta (% del PIB)	4.3	2.8	3.0	3.3	3.0
IED Colombiana en el extranjero	3.153	1.686	3.162	3.350	4.000
IED Neta	10.836	5.773	6.148	7.450	6.900
IED Neta (% del PIB)	3.4	2.1	2.0	2.2	1.9

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

TASA DE CAMBIO

Desde que inició la pandemia, el dólar ha registrado importantes movimientos en su cotización. Los temores por una recesión mundial con los que inició la emergencia sanitaria en todo el globo, profundizadas por la casi inmediata disminución del precio del crudo como consecuencia de la contracción de su demanda, dispararon la divisa, especialmente en los países emergentes. En el caso de Colombia, poco más de un año después, la inestabilidad social generada por el paro nacional que condujo la posterior retirada de reforma tributaria resultó en la pérdida de calificación crediticia del país. Eso, aumentó los temores de los inversionistas por la delicada situación fiscal que se vivió en medio de la pandemia e impactó de igual forma la senda de devaluación que venía transitando nuestra moneda. Además de eso, el viro político que dio el país en las elecciones del

pasado mes de junio dio paso a una nueva fuente de incertidumbre, principalmente por las reformas y posiciones que abanderaron la campaña del actual gobierno y que han empezado a tomar forma en los primeros meses del periodo presidencial.

La llegada de la pandemia promovió la salida masiva de capitales que buscaban, en un entorno lleno de incertidumbre, refugiar sus inversiones en economías más seguras, devaluando nuestra moneda. A raíz de lo sucedido en los primeros meses de la emergencia sanitaria, el dólar se ubicó alrededor de los \$4.000 y se mantuvo así a lo largo del 2020.

Ya para el 2021, la tasa de cambio promedió \$3.743, lo que significó una devaluación de 1.35% frente al 2020. El comportamiento de la TRM a lo largo de 2021 se ca-

racterizó por una alta volatilidad, que como se analizará más adelante, estuvo asociada a factores internos de índole social y económicos y a factores externos en materia de suministros y precios. De esta forma, los meses más críticos frente a la dinámica de la divisa fueron mayo, junio y julio. No obstante, el peso mostro un deterioro progresivo frente al dólar durante todo el año.

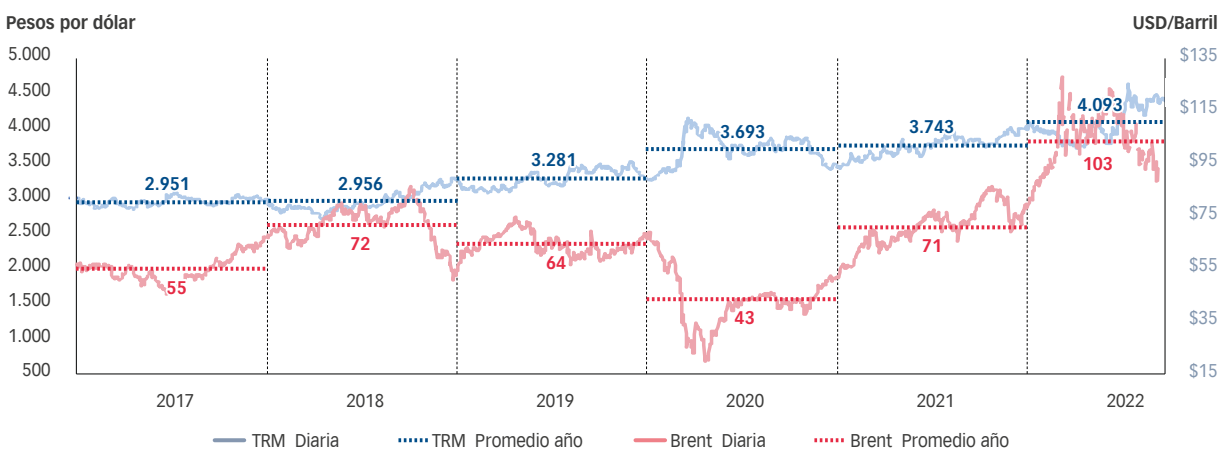
Ahora, en 2022 la divisa norteamericana ha tenido un comportamiento impredecible. En efecto, solo en julio, el dólar pasó de \$4.151 a \$4.627. Eso representa una devaluación de 11.5% en solo 12 días, periodo en el cual también se batieron máximos históricos día tras día desde el 9 de julio. Desde entonces la divisa ha mantenido su proceso de devaluación. Tal es así que a corte del 11 de octubre la TRM ha mantenido por más de cinco días cotizaciones superiores a los \$4.600. Es decir, esta vez a diferencia de

lo experimentado en julio, todo parece indicar que el peso ha alcanzado una nueva base de cotización.

Lo anterior demuestra que la devaluación parece haber vuelto y esta vez para quedarse. Eso se evidencia en la devaluación anual que ha alcanzado variaciones superiores al 23%. De esta forma, en lo corrido del año la TRM promedia un valor de \$4.093, superior en \$350 al promedio de 2021. Con eso la devaluación en el periodo enero-octubre se ubica en 10.6%.

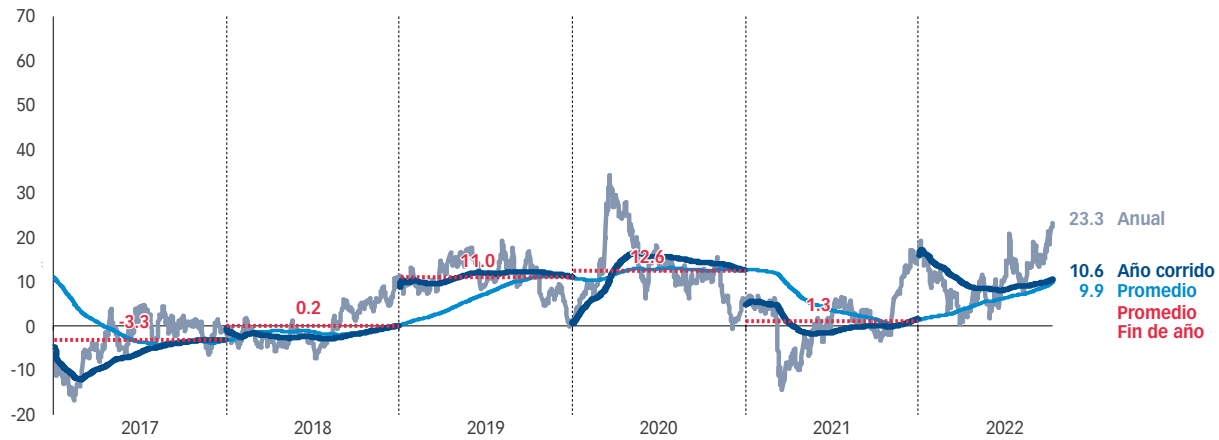
Como hemos señalado en varios de nuestros *Informes Semanales*, el comportamiento del peso colombiano frente al dólar encuentra explicación en fenómenos externos e internos. En el frente externo, las condiciones internacionales han hecho que la moneda estadounidense se fortalezca en todas las latitudes y frente a casi todas las divisas del mundo.

**Evolución de la TRM, el Brent y promedios anuales
(Pesos por dólar - USD/Barril. al 11 de octubre. 2022)**



Fuente: cálculos ANIF con base Banco de la República.

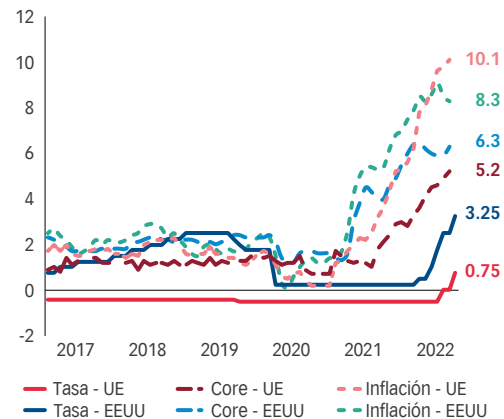
**Evolución de la TRM y Promedios anuales
(%, a octubre 11 de 2022)**



Fuente: cálculos ANIF con base Banco de la República.

Tras los efectos de la pandemia sobre la economía norteamericana, en 2021 se dio una acelerada recuperación de la economía de la mano de la intervención de las autoridades. Eso explica el desbalance en precios que se registró en Estados Unidos durante el año pasado. En efecto, la inflación alcanzó el 7% a finales de 2021, hasta ese momento, el registro más alto desde 1982. Esa situación no se dio únicamente en esta economía. A nivel mundial, el nivel de precios desde 2021 ha incrementado debido a los estímulos otorgados por los gobiernos durante la pandemia y el encarecimiento de los fletes en el comercio internacional. A esos factores, la recientemente crisis en Ucrania y su impacto sobre el mercado de los *commodities* han presionado aún más los precios en las economías alrededor del mundo. Eso se ve reflejado en Estados Unidos y Europa que han sido de las regiones más afectadas por la coyuntura, registrando recientemente variaciones anuales en sus precios del orden de 8.3% y 10.1%, respectivamente.

**Inflación y tasas de interés en EEUU y UE
(%)**



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

Ante esta situación, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED, por sus siglas en inglés) y el Banco Central Europeo (BCE) han elevado sus tasas de referencia en el marco de una política monetaria contracíclica que busca contener la inflación por medio de in-

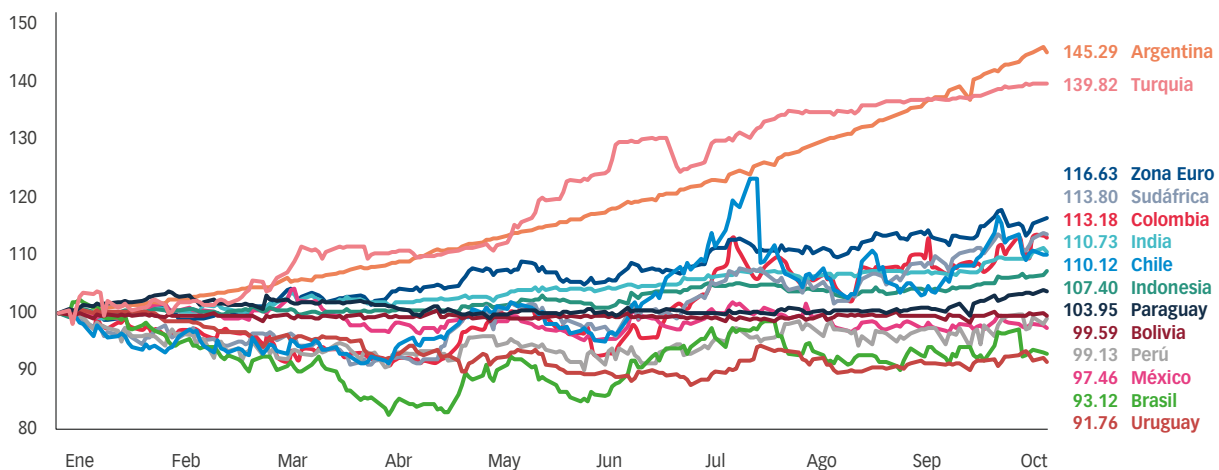
crementos en las tasas de intervención, para así propiciar el ahorro y encarecer el crédito. El comportamiento *hawkish* de la FED - jerga económica que se utiliza para referirse a subidas en la tasa de interés - ha sido más pronunciado que el de la ECB, que apenas inició sus ajustes de tasa en julio y lo ha hecho en una menor medida, pasando de una tasa en terreno negativo del -0.5% a una tasa del 0.75% (un incremento acumulado de 125pb en las últimas dos reuniones). Lo anterior explica, al menos en parte, la revaluación del dólar frente al euro, intercambio que alcanzó por primera vez la paridad e incluso por momentos registró superioridad del dólar. Tasas más altas en EE.UU. llevan a retornos más altos que en Europa, lo que lleva a inversionistas a preferir el dólar sobre el euro. El fenómeno no solo está presente en el tipo de cambio del euro, sino frente a todas las divisas del mundo. Inversionistas que sacan su dinero de EE.UU. en busca de retornos más altos se ven tentados a llevar

nuevamente su capital a EE.UU., generando presiones al alza del dólar.

También se debe considerar el factor riesgo, que es más marcado en unas economías que en otras. En el caso europeo la incertidumbre es evidente ante el riesgo geopolítico de un escalamiento del conflicto en Ucrania y la débil recuperación económica de la Zona Schengen. A diferencia del factor interés, el factor riesgo no se ve igual en todas las economías, ya que problemáticas particulares de cada país amenazan con pasar factura sobre las respectivas economías. En América Latina el riesgo está más ligado a factores políticos lo que lleva a que al percibir un mayor riesgo los agentes económicos prefieren tener su capital en dólares, el activo refugio por excelencia.

La combinación de ambos frentes — interés y riesgo — ha llevado a que muchas de las monedas del mun-

Devaluaciones de las principales monedas frente al dólar
(precio registrado a cierre de 2021 = 100)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Yahoo Finance.

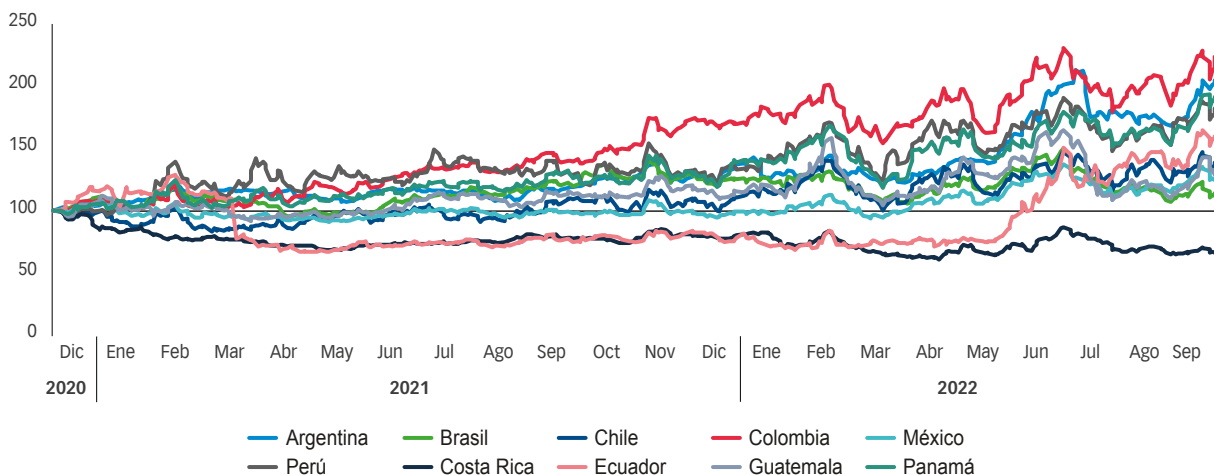
do se hayan devaluado en lo corrido del año. De 14 monedas que se presentan en el gráfico, 9 registran una pérdida de valor frente al dólar. Pese a esa realidad, la atención que la devaluación del peso colombiano sea notoriamente más alta. En efecto, nuestra divisa es la más devaluada del mundo en lo corrido del año. Incluso, si se acota el periodo de estudio al tercer trimestre del año, el peso se convierte en la moneda más devaluada. Lo anterior puede indicar dos cosas: las ganancias relativas del interés en dólares frente al interés en pesos son más altas que para el resto de las monedas, o el riesgo de la economía colombiana es mayor.

La crisis inflacionaria no ha sido ajena a nuestro país, la variación anual en precios alcanzó el 11.4% en el mes de septiembre. En respuesta a la preocupante senda de los precios, el Banco de la República emprendió un camino de subidas a su tasa de intervención, que hace un año se ubicaba en 2% y hoy alcan-

za el 10%. El incremento de 8pp en un espacio tan corto de tiempo corresponde a una de las políticas monetarias más pronunciadas del siglo. Esas decisiones se desprende de que en el caso colombiano el flujo de capitales es aún más volátil a cambios en la tasa de interés, ya que también está presente el riesgo cambiario. Lo que implica que la subida de tasas en EE.UU puede ocasionar una posible salida de capitales hacia ese país.

Como mencionamos, además del factor interés, está presente el factor riesgo. En el caso de Colombia el EMBI, que a manera de medir el riesgo comparar la tasa de interés que pagan los bonos emitidos en dólares por países en desarrollo frente a los bonos del Tesoro de Estados Unidos, ha mostrado los crecimientos más pronunciados de la región. Ese incremento ya no es atribuible al factor de interés, sino a factores adicionales para el caso colombiano que llevan a una mayor devaluación al peso.

Cambio en el EMBI
(spread a cierres de 2020 = 100)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Invenomica.

Los factores adicionales se relacionan con la situación fiscal del país y la incertidumbre que se desprende de las decisiones y menciones que se han dado desde la presidencia de la república y su gabinete de ministros.

Como hemos mencionado en repetidas ocasiones, Los retos en materia de déficit se mantienen y eso es algo que preocupa a los mercados internacionales y afecta la percepción de riesgo que tienen de Colombia. Para hacerle frente a la situación, el gobierno, en cabeza del ministro Ocampo, ha tratado de solventar parte del problema con la presentación de una reforma tributaria con una meta de tributación de \$22 billones anuales. Con eso se esperaría un déficit cercano al 6% del PIB para el cierre de 2022. Cabe mencionar que eso es sin tener en cuenta los dos puntos adicionales que se esperan de la deuda acumulada del FEPC para el final del año.

Pese a las distintas medidas que se han empezado a incorporar en el frente fiscal, las políticas sociales que el nuevo gobierno planteó en campaña y que ha comenzado a estructurar ponen nuevas presiones de gasto sobre la mesa. Las cuales requieren de más ingresos, tanto tributarios como no tributarios. Esa intención de dar vía a incrementos en el gasto contrasta con algunas de las ideas que el Gobierno Nacional ha dado a conocer con respecto al sector minero energético para los próximos cuatro años. El freno o los desincentivos a la exploración y explotación de estas materias primas puede llevar a una disminución relevante de los ingresos de la nación, lo que ampliaría la brecha aún más entre los ingresos y los gastos del Gobierno Nacional Central. Visto así, no se puede obviar que ese ambiente de incertidumbre es un factor determinante en la volatilidad del peso colombiano.

En esa misma línea, los distintos anuncios e intervenciones que se han manifestado desde la presidencia y las distintas carteras del gobierno, junto con las fallas de comunicación de los miembros de la nueva administración, han acrecentado esa percepción de incertidumbre por parte de los mercados. Los comentarios en materia del control de capitales, la regla fiscal, la independencia del Banco de la República, entre otros, se han traducido en los mercados en un incremento del riesgo que ha debilitado la cotización de los bonos y activos nacionales. Eso, en materia cambiaria, se traduce en nuevas devaluaciones que han resultado en valoraciones por encima de los \$4.600.

Perspectivas

Al tener en cuentas los distintos frentes que han llevado a la materialización de un escenario devaluacionista pronunciado en el país, Para 2022, en ANIF prevemos una devaluación promedio en el año de 11.7% que tendrá como resultado un dólar con precio promedio de \$4.180. En lo que resta del año las señales que se den desde el gobierno serán claves para reducir o incrementar el riesgo que perciben los inversionistas de la economía nacional en el corto, lo que lo hace el principal factor de definición del escenario planteado. En esa misma línea se espera que las decisiones de política monetaria empiecen a tener efectos sobre el consumo interno del país y de esta forma sobre el incremento de los precios. No es bastante, el efecto sobre el nivel de consumo de los hogares todavía es bajo y da margen para nuevos aumentos en la tasa de interés. Cabe mencionar que el frente externo continuará ejerciendo presiones sobre la divisa local en lo que resta del año.

Para el 2023 esperamos que continúe la devaluación y llegue al 1.1%, ubicando el precio promedio en \$4.225. La menor dinámica de la economía nacional y de las principales a nivel internacional será un aspec-

to a tener en cuenta. Además la materialización de varias de las reformas que el Gobierno Petro adelante en distintos sectores jugará un papel determinante en la materialización de este escenario.

Proyecciones económicas de ANIF para Colombia

COLOMBIA (PROYECCIONES ANIF)	OBSERVADO			PROYECTADO	
	2019	2020	2021	2022	2023
PRODUCCIÓN (VARIACIÓN % ANUAL)					
Producto Interno Bruto	3.3	-7.0	10.7	7.0	1.5
COMPONENTES DE PRODUCCIÓN DEL PIB					
Agropecuario	2.3	2.0	3.1	0.1	-0.4
Minas y canteras	1.7	-15.6	0.2	0.9	-0.1
Industria	1.2	-9.8	16.4	8.3	1.7
Electricidad, gas y agua	2.5	-2.6	5.1	4.0	1.5
Construcción	-1.9	-26.8	5.7	4.4	0.5
Comercio, transporte y turismo	3.7	-13.7	20.9	13.3	2.3
Comunicaciones	1.1	-2.6	11.4	13.7	0.9
Actividades financieras	6.3	2.3	3.4	3.1	1.9
Actividades inmobiliarias	3.3	1.5	2.5	2.0	1.3
Actividades empresariales	3.4	-5.5	9.8	8.2	0.7
Servicios sociales, comunales y personales	5.1	0.1	7.6	4.4	2.0
Actividades de recreación	13.0	-11.4	33.1	20.7	1.3
COMPONENTES DE GASTO DEL PIB					
Consumo de los hogares	3.9	-5.0	14.8	7.6	1.3
Consumo del gobierno	5.3	-0.6	10.3	6.0	1.7
Inversión	3.8	-20.5	12.2	14.1	1.3
Exportaciones	3.1	-22.7	14.8	12.3	0.9
Importaciones	7.3	-20.5	28.7	18.9	0.6
DESEMPLEO					
Tasa nacional de desempleo (promedio)	10.5	16.1	13.8	11.2 - 11.7	10.5 - 11.0
Tasa de desempleo trece ciudades (promedio)	11.2	18.4	15.2	11.3 - 11.8	10.7 - 11.2
INFLACIÓN (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)					
IPC total nacional	3.8	1.6	5.6	10.8 - 11.3	6.0 - 6.5
TIPO DE CAMBIO Y DEPRECIACIÓN					
TRM (promedio año)	3.281	3.693	3.743	4.180	4.225
Depreciación nominal anual del peso (promedio)	11.0	12.6	1.3	11.7	1.1
SECTOR EXTERNO (US\$ MILES DE MILLONES)					
Exportaciones de Bienes FOB	40.7	32.3	42.7	59.4	50.8
Importaciones de Bienes FOB	50.5	41.2	56.7	68.6	61.0
Balanza Comercial de Bienes FOB	-9.9	-8.9	-14.0	-9.2	-10.2
Cuenta Corriente	-14.8	-9.2	-17.8	-16.7	-15.3
Reservas Internacionales Netas	53.2	59.0	58.6	59.1	60.3
SECTOR EXTERNO (% DEL PIB)					
Cuenta corriente	-4.6	-3.4	-5.7	-5.0	-4.3
Balanza comercial	-3.1	-3.3	-4.4	-2.8	-2.9
Cuenta de capital	-4.1	-3.0	-5.3	-5.0	-4.3
IED Bruta	4.3	2.8	3.0	3.3	3.0
IED Neta	3.4	2.1	2.0	2.2	1.9

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	1.6	1.0
China	6.0	2.2	8.1	3.2	4.4
Zona Euro	1.5	-6.5	5.2	3.1	0.5
Japón	0.0	-4.5	1.7	1.7	1.6
México	-0.2	-8.1	4.8	2.1	1.2
Colombia	3.2	-7.0	10.7	7.6	2.2
Perú	2.2	-11.0	13.5	2.7	2.6
Chile	0.8	-6.0	11.7	2.0	-1.0
Ecuador	0.0	-7.8	4.2	2.9	2.7
Brasil	1.2	-3.9	4.6	2.8	1.0

Fuente: World Economic Outlook.

CUENTA CORRIENTE

Cuenta Corriente (% del PIB)

	Observado			Proyección	
	2019	2020	2021	2022	2023
Estados Unidos	-2.2	-2.9	-3.7	-3.9	-3.1
China	0.7	1.7	1.8	1.6	1.3
Zona Euro	3.0	2.8	2.5	1.0	1.4
Japón	3.4	2.9	2.9	1.4	2.2
México	-0.3	2.3	-0.4	-1.2	-1.2
Colombia	-4.6	-3.4	-5.7	-5.1	-4.4
Perú	-1.0	0.8	-2.5	-3.0	-2.1
Chile	-5.2	-1.7	-6.7	-6.7	-4.4
Ecuador	-0.1	2.6	2.9	2.4	2.1
Brasil	-3.5	-1.6	-1.7	-1.5	-1.6

Fuente: World Economic Outlook.

INFLACIÓN

Inflación (Variación porcentual anual)

	Observado			Proyección	
	2019	2020	2021	2022	2023
Estados Unidos	1.8	1.2	7.4	6.4	2.3
China	2.9	2.5	1.8	2.7	1.8
Zona Euro	1.3	0.3	5.0	8.8	4.5
Japón	0.5	0.0	0.5	2.4	1.2
México	2.8	3.2	7.4	8.5	4.8
Colombia	3.8	1.6	5.6	11.0	6.0
Perú	1.9	2.0	6.4	6.8	3.0
Chile	3.0	3.0	7.1	12.2	6.2
Ecuador	-0.1	-0.9	1.9	3.8	1.4
Brasil	4.3	4.5	10.1	6.0	4.7

Fuente: World Economic Outlook.

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	3.7	4.6
China	3.6	4.2	4.0	4.2	4.1
Zona Euro	7.6	8.0	7.7	6.8	7.0
Japón	2.4	2.8	2.8	2.6	2.4
México	3.5	4.4	4.1	3.4	3.7
Colombia	10.4	15.7	13.8	11.3	11.1
Perú	6.6	13.9	10.9	7.6	7.5
Chile	7.2	10.7	8.9	7.9	8.3
Ecuador	3.8	5.3	4.2	4.0	3.8
Brasil	12.0	13.8	13.2	9.8	9.5

Fuente: World Economic Outlook.