

PROYECCIONES
Económicas
OCTUBRE - DICIEMBRE DE 2022

ISSN 2745-0902



SALARIO MÍNIMO:
¿MÁS ALTO ES MEJOR?



PROYECCIONES ECONÓMICAS
DE ANIF



PROYECCIONES DEL MUNDO
Y LA REGIÓN

CONTENIDO



EDITORIAL 3



1. SALARIO MÍNIMO: ¿MÁS ALTO ES MEJOR? 4



2. PROYECCIONES ECONÓMICAS DE ANIF

- La economía pierde impulso a la espera del último trimestre del año 7
- Mercado Laboral 14
- Situación monetaria y financiera 22
- Análisis de la inflación cuarto trimestre 2022 27
- Análisis de la situación fiscal 32
- Resultados de la cuenta corriente al tercer trimestre de 2022 38
- Resultados de la cuenta de capitales al tercer trimestre de 2022 42
- Tasa de cambio 45
- Proyecciones económicas de ANIF para Colombia 51



3. PROYECCIONES DEL MUNDO Y LA REGIÓN 52

- 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.

Pedro Escobar

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
23 de diciembre 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 tercer trimestre de 2022 y las proyecciones de fin de año. Las cifras de la economía colombiana en 2022 sorprendieron. Pero la convulsión de las economías globales augura un panorama de decrecimiento para finales del 2022 y de complicaciones económicas para el 2023.

El mundo entero está atravesando una situación inflacionaria no vista en décadas. Los problemas logísticos que persisten de la pandemia, el conflicto ruso- ucraniano que no su brazo a torcer, las política COVID cero de China, entre otros factores, han desencadenado un alza en los precios a nivel global.

Sumado a eso y como consecuencia del fenómeno inflacionario las economías más importantes del globo han iniciado un proceso de normalización de la política monetaria, una situación que endurece las condiciones de crédito a nivel internacional y que tendrá efectos importantes sobre la economía colombiana, pues recordemos que dependemos, en buena medida, de los flujos de capital extranjero. La suma de estos efectos golpeará al país en el 2023, un año que se perfila difícil.

En vista del panorama que presentan las cifras, en ANIF cambiamos nuestras proyecciones de crecimiento para el 2022 (7.5%-7.9%). 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 entre 1.2% y el 1.6%, teniendo en cuenta una eventual caída del consumo interno y de la normalización del proceso de recuperación económica.

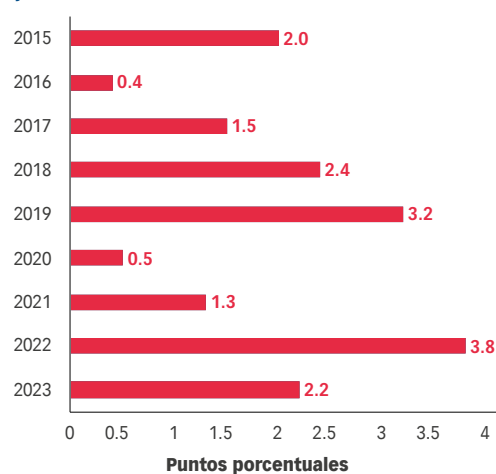
SALARIO MÍNIMO: ¿MÁS ALTO ES MEJOR?

La primera semana de cada diciembre, como es de costumbre, inicia la Mesa de Concertación del Salario Mínimo en cabeza del Ministerio del Trabajo. Allí se reúnen distintas entidades del gobierno, gremios y centrales de trabajadores, para fijar el incremento del salario mínimo. Si no se logra un acuerdo, el gobierno puede tomar la decisión de manera unilateral.

El pasado 15 de diciembre, luego de una conciliación entre las partes, se determinó un aumento del 16% para el salario mínimo de 2023 y del 20% para el auxilio de transporte. Si bien en un primer momento se pensaría que solo tiene efectos positivos, también tiene repercusiones negativas para los trabajadores y la economía.

El incremento salarial tiene como base la suma de la inflación año corrido hasta cuando se inician negociaciones¹ y el cálculo de la productividad total de los factores (PTF). No obstante, en los últimos años el aumento concertado o decretado ha sido superior a la línea base. Como se muestra en Gráfico 1, el salario estipulado se ha encontrado desde 0.4pp hasta 3.8pp por encima del cálculo técnico.

Gráfico 1. Brecha entre línea base (inflación + PTF) y aumento del salario mínimo



Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE.

Como se mencionó anteriormente, esta brecha sostenida tiene repercusiones importantes en términos agregados. Según la Organización Internacional del Trabajo (OIT), la indexación automática por encima de cierto nivel es arriesgada y puede desatar una espiral

¹ Usualmente hasta noviembre.

inflacionaria de precios y salarios, en escenarios que se caracterizan por un incremento drástico y sostenido de los precios². Esto se debe porque a medida que aumenta el poder adquisitivo de los hogares, la demanda se fortalece y presiona los precios al alza.

Otro efecto que vale la pena destacar es el rol que cumple este aumento como indexador de precios para ciertos bienes y servicios, como las pensiones mínimas, el precio de las Viviendas de Interés Social (VIS) y Prioritarias (VIP), y las multas, sanciones y peajes.

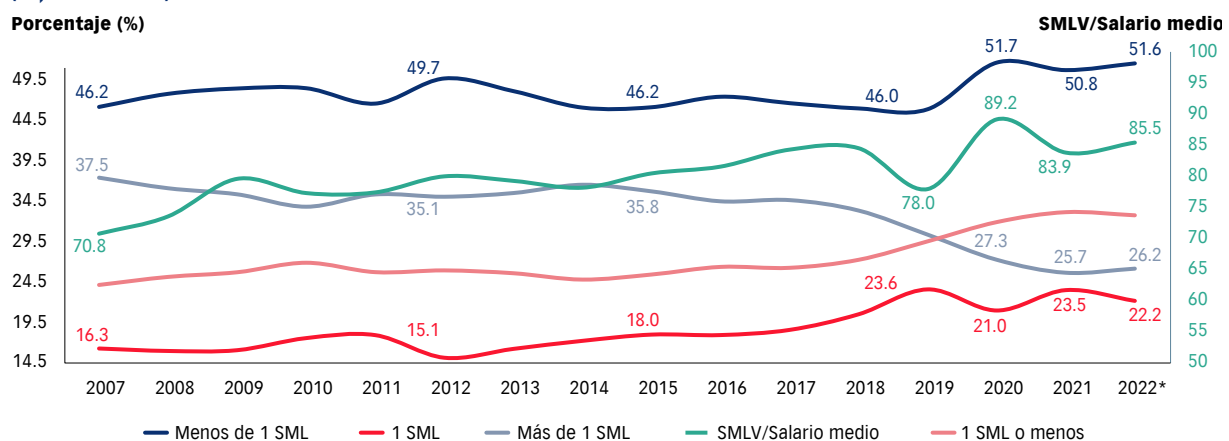
Por otro lado, desde la perspectiva de los empleadores, desincentiva la vinculación laboral formal, teniendo en cuenta el incremento de los costos de mano de obra, generando, en últimas, un crecimiento de los trabajadores informales y por cuenta propia. En este sentido, se resalta que el salario mínimo en Colombia se encuentra muy cercano al salario promedio, de manera que, cuando el primero se incrementa de forma significativa, hace que la proporción de personas

que tienen ingresos menores a este rango se aumente. Así las cosas, en el Gráfico 2 es posible notar cómo la cantidad de personas que ganaba más de un salario mínimo ha decrecido de forma abrupta, justamente porque al encarecer el trabajo, personas que antes percibían un monto mayor al mínimo, empiezan ahora a obtener como pago ese salario.

Así pues, se espera que en 2023 exista cierta presión en la tasa de desempleo. Realizando un ejercicio de escenarios, donde el salario mínimo hubiera aumentado solo la línea base técnica, es decir, 13.8% como resultado de la suma entre la inflación y la PTF, estaríamos hablando de una proyección del desempleo entre 10.8% y 11.3% a cierre del año. Por el contrario, con el crecimiento estipulado de 16%, se prevé que este indicador clave esté situado entre 11.5% y 12% (ver Gráfico 3), agudizando las condiciones

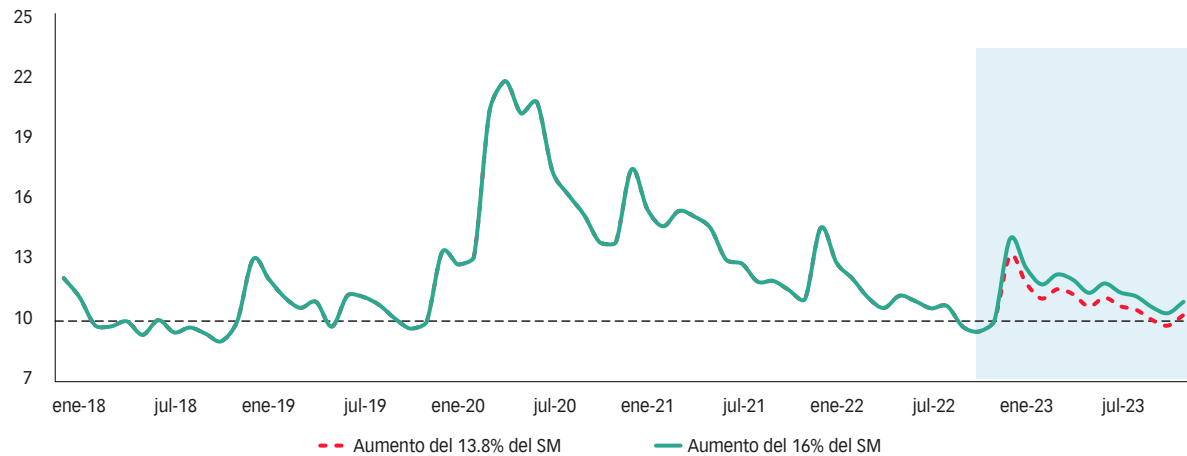
² Capítulo 5. Fijación y ajuste de los niveles de salario mínimo. Guía sobre políticas en materia de salario mínimo. OIT.

Gráfico 2. Distribución de los ingresos de la población ocupada con respecto al salario mínimo (% , 2007 - 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Gráfico 3. Escenarios de proyección tasa de desempleo (% , 2018 - 2023)



Fuente: elaboración ANIF con datos DANE.

económicas del país, ad- portas de una desacelera- ción económica.

A modo de conclusión, cabe resaltar que el salario mínimo genera impactos desiguales a lo largo y ancho del territorio nacional, al considerar las diferencias en los costos de vida y las particularidades del mercado laboral de cada departamento. En tan solo Bogotá, Antioquia y Valle del Cauca el salario promedio supera significativamente el mínimo, mientras que, en La Guajira, Sucre y Córdoba, se encuentra muy por debajo del mínimo, encrudeciendo la situación tanto para empleadores como para trabajadores en esas zonas. Esto sin desagregar las brechas urbano-rurales en cuanto a salario y tasas de informalidad.

Grosso modo el salario mínimo acentúa las dificultades de protección social de los trabajadores de ingresos bajos, pues profundiza las barreras de acceso y formalización ya existentes. A su vez, al ser una medida para indexar bienes y servicios, genera repercusiones inflacionarias de gran magnitud a nivel macroeconómico, sobre todo en situaciones de desaceleración como la que estamos percibiendo ahora.

Por otro lado, se condena a la mayoría de la fuerza de trabajo a marginarse de un derecho esencial como el de la salud y de una vejez digna que traería la cotización al sistema de pensiones, teniendo en cuenta la regresividad que tiene sobre los trabajadores con menores ingresos.

LA ECONOMÍA PIERDE IMPULSO A LA ESPERA DEL ÚLTIMO TRIMESTRE DEL AÑO

El DANE dio a conocer el dato del crecimiento de la economía durante el tercer trimestre de 2022, así como del Indicador de Seguimiento a la Economía del mes de septiembre. Esos resultados muestran una economía que empieza a reducir el ritmo de expansión y converge a crecimientos más moderados al descontar los efectos estadísticos de base de la primera mitad del año.

En ese sentido, en esta sección analizamos los principales resultados del ISE y del PIB que mostraron señales de lo que será el último trimestre del año. 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 4.2% en el mes de sep-

tiembre. Ese resultado es el menor crecimiento en lo que va corrido del 2022. Además, esa variación se tradujo en una contracción intermensual de 0.1%, la tercera de este año.

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



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

En lo referente a las contribuciones, la más alta al total del ISE provino de las actividades terciarias con 3.8pp que refleja un crecimiento de 5.1%. En términos intermensuales registró un crecimiento de 0.7%, con lo que continuó su senda de crecimiento del mes de agosto (1.5%). Al interior del sector, la agrupación de mayor crecimiento fueron las artísticas y de entretenimiento que se expandieron en 46.9%. Ese crecimiento obedece al aumento en la oferta de conciertos y eventos culturales

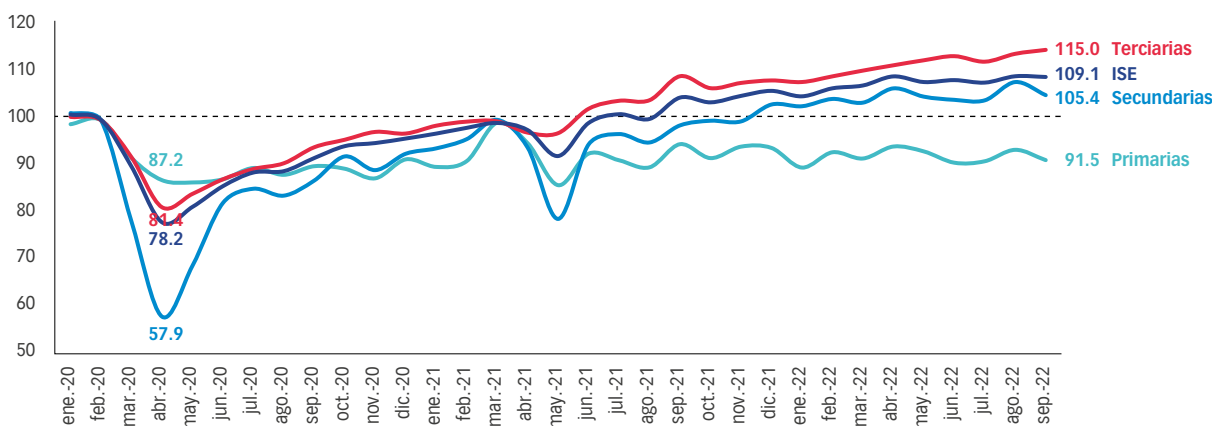
y deportivos que se dieron durante el mes. Además, esos eventos deportivos incentivan las apuestas en línea por lo que los juegos de azar también se vieron beneficiados. Por otro lado, la actividad de información y comunicaciones registró un crecimiento de 12.0%, a raíz del constante incremento en planes de telefonía móvil e internet. Así mismo, los servicios de soporte de aplicaciones de servicios financieros y compras por internet ayudaron a la expansión del sector.

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	Jul	Ago	Sep
Primarias Agricultura Minería (13%)	-9.4	-10.1	5.8	12.8	-0.6	6.0	2.0	1.9	5.2	2.7	8.0	2.8	-0.3	2.3	-4.9	-3.0	8.2	-2.3	-0.4	4.0	-3.7
Secundarias Industria y Construcción (19%)	-7.4	-5.5	23.8	79.6	14.0	15.3	14.3	12.8	12.9	8.5	10.4	11.3	11.5	9.6	6.8	11.3	32.1	10.0	7.5	12.6	6.1
Terciarias Resto de sectores (68%)	-2.1	-1.1	8.3	19.8	15.3	17.1	16.1	14.3	15.9	11.5	11.2	11.8	9.2	9.8	11.0	14.9	16.1	11.1	7.9	9.2	5.1
ISE	-4.0	-2.9	10.3	25.4	13.3	15.6	14.0	12.3	14.0	10.0	10.7	10.7	8.3	8.8	8.1	11.9	17.2	9.2	6.7	9.0	4.2

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.

Por su parte, las actividades secundarias registraron un crecimiento de 6.1% lo que representó una contribución de 0.9pp. La industria tuvo una dinámica favorable impulsada por los textiles y la refinación. En el caso de la construcción, las iniciaciones siguen impulsando el sector y lo llevan a terreno positivo.

Para este periodo, las malas noticias provinieron del sector primario que se contrajo 3.7% y contribuyó con -0.4pp. En particular, las actividades agropecuarias continúan con la mala racha en términos de crecimiento con caídas en la mayoría de los productos agrícolas como el arroz, el plátano y el banano.

Análisis por el lado de la oferta

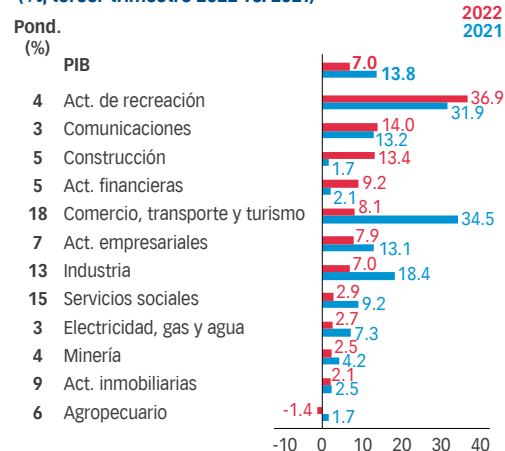
Para el tercer trimestre, el producto registró una expansión de 7.0%. 11 de las 12 actividades presentaron crecimientos positivos en las variaciones anuales, con excepción de la agricultura. En cuanto a las variaciones trimestrales, son 8 de las 12 las que registran expansión. Las actividades de mayor contribución a la variación del valor agregado fueron Comercio, turismo y restaurantes con 1.6pp, actividades artísticas y de entretenimiento con 1.1pp y las industrias manufactureras con 0.9pp.

Por otro lado, las actividades que registraron el mayor crecimiento fueron las actividades de recreación con una variación anual de 36.9% (vs. 31.9% en 2021). Esa variación, al igual que en los resultados de septiembre, se fundamentan en un incremento sostenido en los eventos deportivos y culturales. Además, los juegos de azar sostienen el impulso desde periodos anteriores. Así mismo, el turismo tuvo un rol preponderante en el

periodo. Con eso, servicios como el de transporte, especialmente el aéreo y el alojamiento siguen mostrando fuertes señales de crecimiento. La ocupación hotelera es muestra de que el sector continúa liderando las preferencias de los hogares.

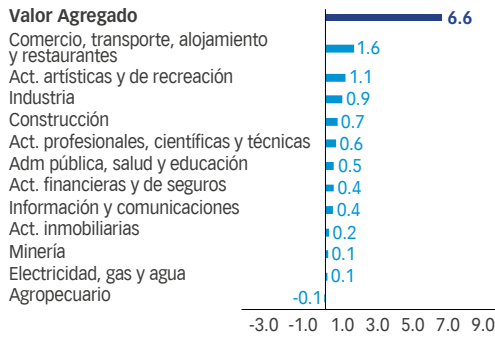
En lo referente al sector secundario, las industrias manufactureras crecieron 7.0% y encontraron en los textiles, sustancias químicas y los minerales no metálicos su principal motor. En efecto, para el caso de la hilatura, la demanda interna y la realización de eventos de amplia envergadura como las ferias textiles que incentivan la producción impulsaron el crecimiento. Para los químicos y farmacéuticos, los productos cosméticos estuvieron en auge en el trimestre y aumentaron su producción por mayores solicitudes. Finalmente, y gracias a la buena dinámica de la construcción, materiales como vidrio y cemento, que son claves para el sector, tuvieron importantes incrementos en su producción. En ese sentido, el sector edificador sorprendió por su buena dinámica con una expansión de 13.4%,

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



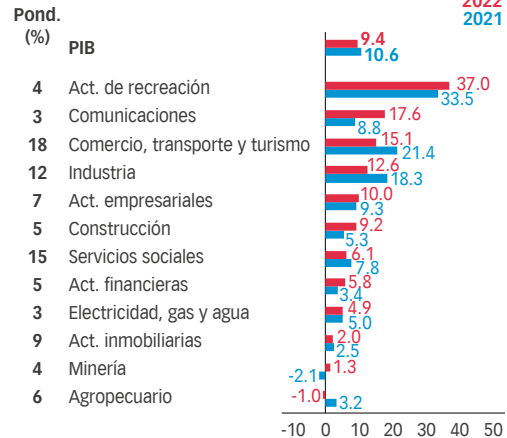
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

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.

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

derivado de crecimientos en edificaciones residenciales de 16.8% y no residenciales 25.2%. Además, las obras civiles presentan una variación de 1.5%.

De otro lado, el panorama gris corre por cuenta del sector agropecuario. La producción de café registra un decrecimiento asociado a las condiciones climáticas adversas al igual que arroz y el cacao. Además, en el sector pecuario la producción de leche y ganado bovino también registran variaciones negativas. En general, el fenómeno de la niña afecta los cultivos y rendimientos de algunos productos al momento de su cosecha lo que ha dificultado la recuperación del sector que sigue sin despegar.

Ahora, en las variaciones año corrido, las actividades de recreación son las de mejor desempeño, superando incluso el crecimiento del 2021. En efecto, esas actividades registran un crecimiento de 37.0% en lo que va del 2022. Caso similar sucede con la actividad de infor-

mación y comunicaciones que crecen 17.6%, con lo que duplican la variación de 2021 (8.8%), las actividades empresariales (10.0% en 2022 vs 9.3% en 2021), la construcción (9.2% vs 5.3%), las actividades financieras (5.8% vs 3.4%) y la minería (1.3% vs -2.1%). En general, el comportamiento de los servicios se ha visto favorecido por el fuerte desempeño de la demanda. Además, la penetración de servicios de internet y telefonía móvil ha incrementado de forma importante en el último año, lo que ha favorecido la dinámica de esas actividades. Así mismo, el sector asegurador ha tenido mejores desempeños en lo corrido del 2022 por cuenta de la menor incidencia de siniestros y mayor emisión de primas de seguros.

Análisis por el lado de la demanda

Desde la óptica del gasto, la demanda final interna registró un crecimiento de 9.8%, frente al 13.8% observa-

do en el mismo periodo de 2021. Esa dinámica obedece a la formación bruta de capital, seguido del crecimiento en el consumo, principalmente el privado.

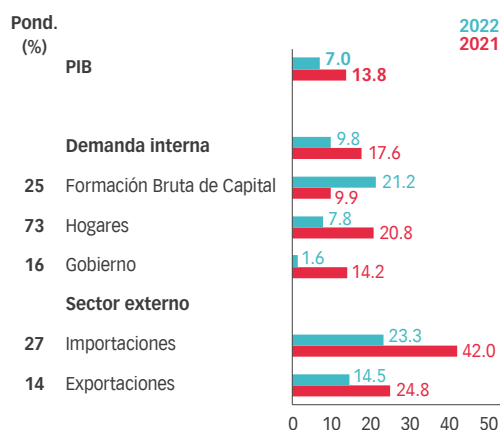
En lo referente a la inversión, la formación bruta de capital fijo se expandió 16.1%. El crecimiento responde al buen dinamismo de la maquinaria y equipo (22.3%) que, gracias a la producción nacional y la mayor importación de maquinaria especial y general, logra engrosar este componente. Además, por tipo de activo, la vivienda crece 15.3% en respuesta al favorable desempeño del sector constructor que encontró en las edificaciones residenciales su importante crecimiento.

En los referente al consumo total, registró una variación de 6.7%. Ese resultado se explica por un crecimiento del privado de 7.8% y del público de 1.6%. Para el primer caso, la fuerte demanda se concentra principalmente en los servicios con un crecimiento de 11.6%, especialmente en el caso de turismo y recreación. Como mencionamos en la óptica de la producción, esos servicios registran fuertes incrementos por el mayor apetito de ocio que vienen manifestando los hogares. Para el caso del consumo de gobierno, su menor tasa de crecimiento se explica por la caída en las transferencias en especie a los hogares. A medida que se fueron superando las dificultades que trajo la pandemia en términos económicos, el gobierno eroga menos recursos para ayudar a la población pues con la reinserción al mercado laboral pueden abastecerse por su cuenta.

En el campo de las cuentas externas, las importaciones continúan creciendo más que las exportaciones. Los productos derivados del petróleo, así como de equipo de transporte, maquinaria y equipo general li-

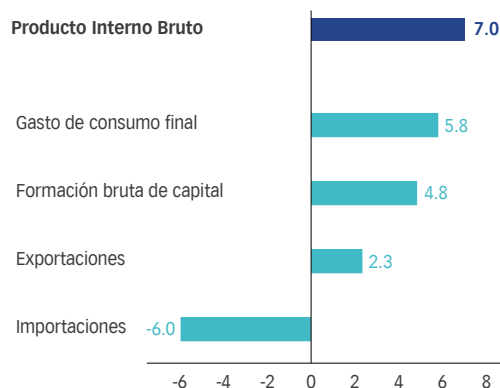
deran las compras al exterior. En lo referente a las exportaciones, los productos derivados del petróleo han registrado una importante dinámica en las ventas al mundo, en conjunto con el petróleo crudo. Además, los servicios de turismo también han crecido como consecuencia de la mayor cantidad de turistas que visitan el

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

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.

país igualmente motivados por los excesos de demanda que atraviesa el mundo.

Ahora, en las variaciones acumuladas del 2022, todos los componentes de la demanda registran un mejor desempeño comparado con el 2021 a excepción del consumo. Por el lado del público, su crecimiento año corrido de este año es de 4.5% mientras que para el mismo periodo del año anterior alcanzaba un 11.8%. Como se mencionó, la consolidación de la fase de recuperación económica que dejó atrás los efectos que dejó la pandemia, han llevado al gobierno a reducir el gasto estatal en las transferencias en especie lo que contrasta con lo observado un 2021. Para el caso del consumo privado, sigue registrando un fuerte dinamismo impulsado por los excesos de demanda que se abastecen de las importaciones que superan con creces lo observado en el 2021. De igual forma, las exportaciones recuperan terreno impulsadas por el impor-

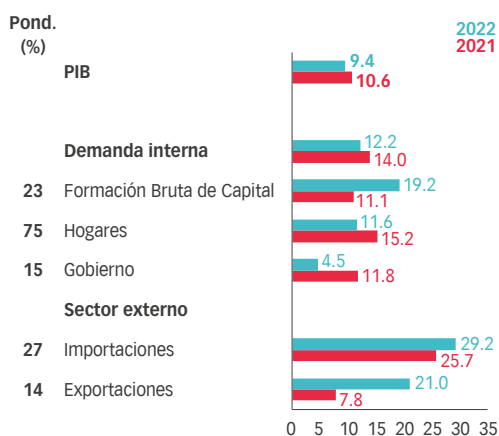
tante desempeño de la producción local y el apetito por productos locales por parte del resto del mundo.

Perspectivas

A cierre del tercer trimestre, la economía muestra señales de pérdida de ritmo de crecimiento. Como es de esperarse, una vez se dejan atrás los efectos estadísticos de base, las tasas de crecimiento se atenúan y convergen cerca al promedio histórico. Los menores crecimientos de sectores que venían siendo el motor de crecimiento como el comercio y la industria, dejan entrever que la economía se aleja de las variaciones de dos dígitos que se registraron desde hace unos trimestres. Además, la contracción intermensual de la economía en septiembre corrobora el endurecimiento de las condiciones de crecimiento. Como hemos referido, la constante preocupación a lo largo del año situación de las actividades agropecuarias. Las condiciones climáticas desfavorables han mermado la capacidad de generación de valor del sector. En lo corrido del año, es la única actividad que registra una tasa negativa, por lo que, de continuar con esa tendencia, es prácticamente un hecho que cerrará el 2022 con saldo rojo.

En el comercio exterior hay noticias agridulces. Derivado del importante crecimiento de la demanda interna, las importaciones mantienen una mayor expansión que las exportaciones lo que compromete el déficit de cuenta corriente. No obstante, vale mencionar que, por primera vez en lo corrido del año, la inversión fue la protagonista de las compras al exterior, pues gran parte de los productos que ingresaron al país fueron de

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

maquinaria y equipo, vehículos para usos especiales y tecnología agropecuaria. Así mismo, ese importante crecimiento ha apalancado la dinámica de servicios de ocio y productos textiles. El turismo, transporte y los servicios recreativos continúan siendo el eje central del consumo de los hogares.

Empero, los excesos de demanda seguirán presionando los precios al alza y el Banco Central podría tener espacio para seguir ajustando su política monetaria con consecuencias sobre el aparato productivo. Eso, de la mano de un entorno global incierto y de menores expectativas de crecimiento económico, auguran un panorama cuanto menos retador para el próximo año.

Con todo, los resultados del PIB están en línea con las previsiones de crecimiento que tenemos en ANIF, con lo cual ratificamos nuestro pronóstico en el cual esperamos que el producto se expanda entre 7.5% - 7.9% a cierre de 2022. Para el 2023, esperamos que el consumo privado caiga por debajo del crecimiento del producto a medida que las reservas de ahorro y condiciones de crédito se endurecen. Eso, llevará igualmente a una menor dinámica de los servicios que fueron los protagonistas en materia de crecimiento en el 2022. Así mismo y derivado de las condiciones externas adversas, algunos de nuestros productos tradicionales podrían sufrir variaciones en sus precios por lo que se desincentivaría su producción, lo que a su vez ralentizaría sectores como la minería. En suma, para el próximo año esperamos que el producto se expanda entre 1.2% y 1.4%.

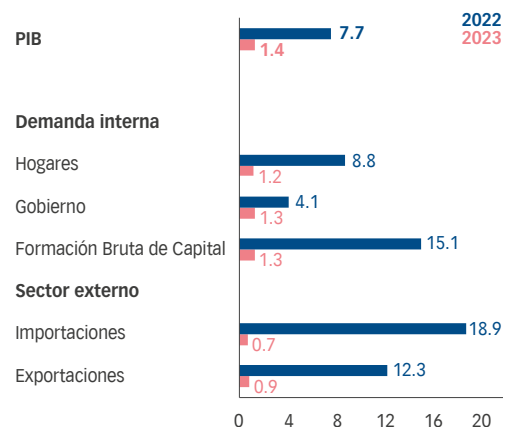
En ANIF mantenemos un constante monitoreo de las principales variables macroeconómicas y el contexto global para, de ser necesario, actualizar nuestras proyecciones de crecimiento.

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.

MERCADO LABORAL

En los últimos días del mes de noviembre se publicaron los datos de empleo para octubre de 2022. Para ese mes, la tasa de desempleo (TD) fue de 9.7%, lo cual representa una disminución de 1pp frente al mes de septiembre de 2022 (10.7%) y una disminución de 2.3pp frente al 12% observado un año atrás. Esa reducción se debe principalmente a lo sucedido en las 13 principales ciudades y también a factores estacionales y de calendario característicos del último trimestre del año.

Entre octubre de 2021 y octubre de 2022 la cantidad de ocupados aumentó en 1.5 millones de personas. Como compensación los inactivos disminuyeron en 536 mil personas y la cantidad de desocupados cayó 440 mil personas. Gran parte de ese aumento en la ocupación se concentra en las 13 principales ciudades del país.

En ese sentido, los resultados de octubre parecen ser muy positivos al ser la primera vez desde diciembre de 2019 en el que se alcanzan niveles de desempleo de un solo dígito. Pero hay que matizar esas disminucio-

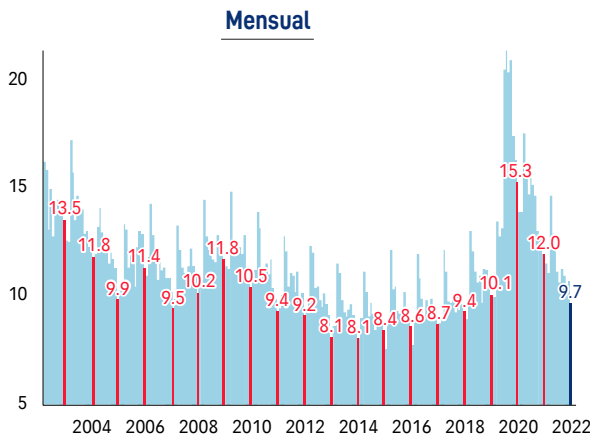
nes teniendo en cuenta que el efecto estacionario explica la mayoría de la reducción, lo que obedece a que el mes de octubre tiende a presentar los mejores resultados de empleo en el año. Prueba de eso que la TD desestacionalizada aún se ubica por encima del 10%. Lo anterior, sumado al aumento en la fuerza de trabajo potencial, muestra que los indicadores de empleo parecen estar mejorando de forma temporal, solo para encontrar aumentos en ese indicador en el 2023.

En el presente texto se presentan los principales resultados del mercado laboral para el mes de octubre, así como un análisis de la tasa de desempleo desestacionalizada, de la brecha de género, un análisis por posición ocupacional y por actividad económica.

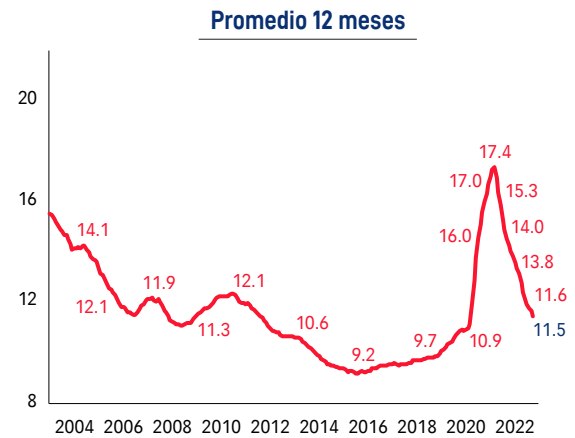
Principales resultados del mercado laboral

En primer lugar, la tasa de desempleo para el total nacional fue de 9.7% en octubre de 2022. En las 13

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



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.



principales ciudades y áreas metropolitanas, por su parte, la TD en el mes de octubre fue de 9.9%, que representa una disminución de 3pp frente al mismo mes del año anterior (12.9%).

En octubre de 2022 se observó un crecimiento de la población de ocupados que corresponde a 1.5 millones de nuevos puestos de trabajo frente a octubre de 2021. Con lo anterior, la población total de ocupados es de 22.6 millones de personas. 1 millón de esos nuevos puestos de trabajo se generaron en las 13 principales ciudades.

Como contraparte, se redujo el número de desocupados en 440 mil personas. En las 13 principales ciudades la reducción correspondió a 266 mil personas, por lo que tanto el aumento de ocupados como la disminución de desocupados se concentra en estos dominios geográficos, lo que hace claro el tamaño limitado del mercado de trabajo en el resto del país. Es de resaltar que todos los dominios geográficos pre-

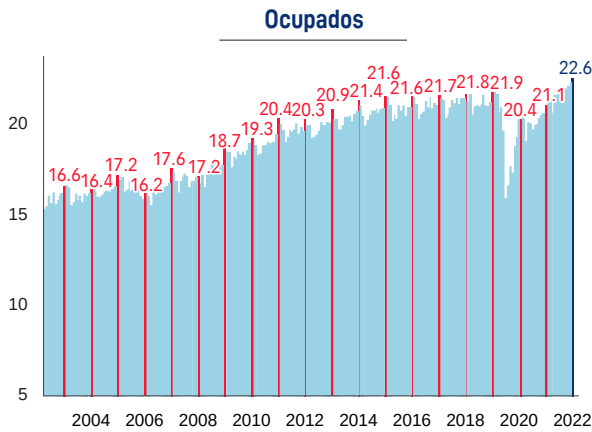
sentaron disminuciones anuales, aunque con diferentes magnitudes respecto a su población.

La TGP en octubre de 2022 fue de 64%, 1.9pp mayor a lo registrado en octubre de 2021 (62.1%). En consecuencia, la población por fuera de la fuerza laboral, antes llamados inactivos, disminuyó en 536 mil personas (489 mil en las 13 principales ciudades). No obstante, aún hay 14.1 millones de personas por fuera de la fuerza de trabajo.

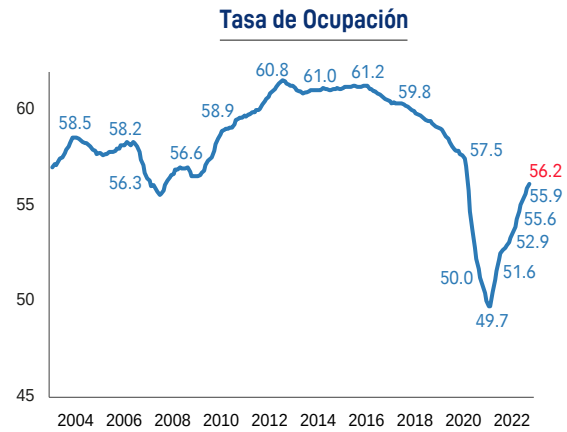
De manera adicional, cuando se contempla la medida combinada de subutilización de la fuerza laboral que incorpora la Fuerza de Trabajo Potencial¹ (FTP) a la ta-

¹ La fuerza de trabajo potencial incluye a aquellas personas que no tienen trabajo, aunque quisieran tener uno. Sin embargo, no se clasifican como desempleados debido a que tampoco buscan empleo. Lo anterior ocurre principalmente por falta de disponibilidad de tiempo (e.g, por labores de cuidado del hogar) o por motivos válidos de desaliento (e.g, no contar con dinero suficiente para abrir un negocio o no haber podido encontrar un empleo en su área geográfica en búsquedas pasadas).

**Ocupación - Total Nacional
(a octubre de 2022)**



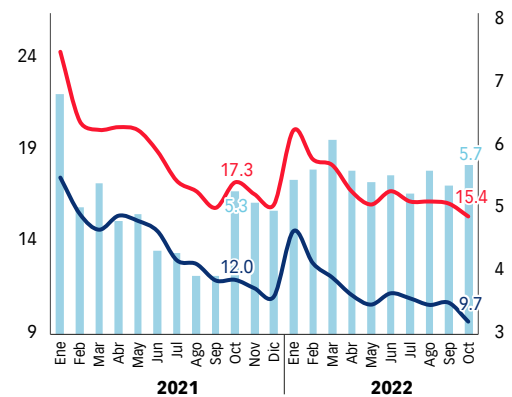
Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.



sa de desempleo, se observa un incremento de la brecha entre ambas tasas que implica un mayor número de personas que aun queriendo trabajar no lo hacen por razones de indisponibilidad o desaliento. Principalmente, la gente aqueja la falta de recursos para instalar un negocio o la ausencia de puestos de trabajo en la ciudad o región para su oficio o profesión. La acumulación de personas en la FTP podría explicar parte de la disminución de la tasa de desempleo e imponer eventualmente presiones adicionales al alza.

A pesar de la elevada tasa de desempleo y de una fuerza de trabajo potencial creciente, las empresas tampoco consiguen llenar fácilmente sus vacantes. En términos técnicos, el Banco de la República ha resaltado que el mercado laboral colombiano actual es cada vez más estrecho. En otras palabras, hay una gran cantidad de vacantes disponibles que no ha sido posible cubrir, aun cuando muchas personas tienen deseos de trabajar.

TD vs Medida combinada de subutilización de la fuerza de trabajo (TD+FTP)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Por tanto, son evidentes los problemas estructurales del mercado laboral, en especial la existencia de grandes brechas de calidad, cantidad y pertinencia educativa y de formación para el trabajo. De no solucionarlos, los empleadores seguirán sin encontrar trabajadores con el perfil que requieren y para los

colombianos continuará siendo complejo conseguir un empleo.

Análisis de la tasa de desempleo desestacionalizada

La TD desestacionalizada en octubre se redujo 0.7pp con respecto a septiembre (10.4% vs. 11.1%).

Ese dato muestra que, a pesar de que el dato general de desempleo haya bajado de un dígito, si aislamos los efectos de calendario que son propios del último trimestre del año por la activación del comercio y las festividades que son características de esos meses, vemos que el empleo tiene una recuperación cada vez menos acentuada, lo cual es consecuente con la desaceleración de la economía en el tercer trimestre del año. En ese sentido, al no tener más factores que impulsen la reducción del desempleo en el corto plazo, lo que tendremos en los próximos meses será una

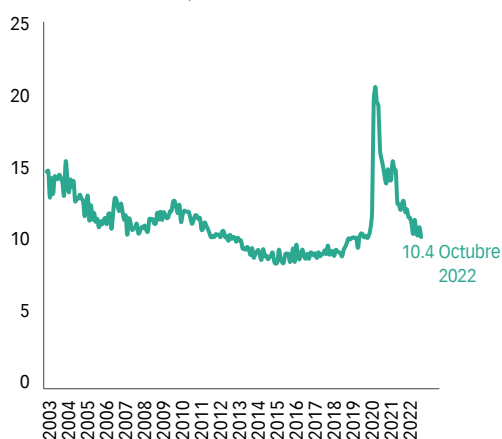
estabilización del indicador e incluso aumentos en los primeros meses de 2023.

Análisis de brecha de género

Para octubre de 2022, la TD de los hombres fue de 7.6% y la de las mujeres del 12.6% (brecha de 5pp). En octubre de 2021 la TD masculina fue de 9.8% y la femenina de 15.2% para una brecha de 5.4pp. A pesar de que se presenta una ligera disminución de la brecha de género, el panorama en el mercado de trabajo continúa siendo mucho más complejo para las mujeres.

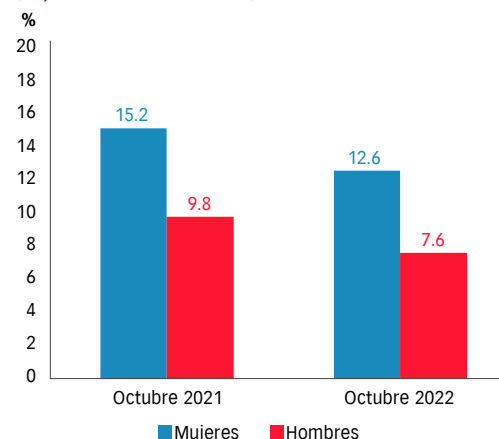
En primer lugar, desde una visión optimista, de los 1.5 millones de nuevos puestos de trabajo 1 millón fueron para mujeres. Es decir, que aproximadamente por cada hombre que ingresó la población ocupada, 2 mujeres lo hicieron. En total, hay 13.4 millones de hombres ocupados y 9.2 millones de mujeres.

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Tasa de desempleo por Género (% , octubre 2021 - 2022)



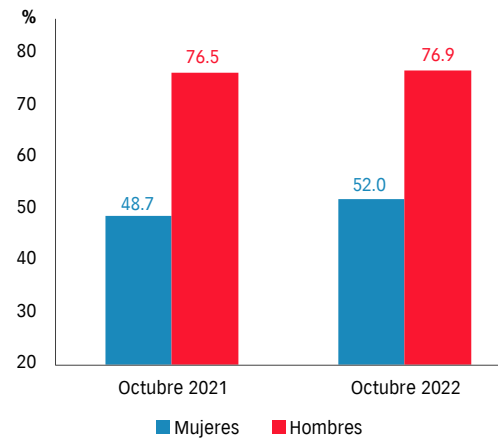
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

El gran número de mujeres que salió durante la pandemia del mercado de trabajo para dedicarse principalmente a los cuidados del hogar no remunerados y que ahora está volviendo a hacer parte de la fuerza laboral, explica el incremento significativo de mujeres ocupadas. En específico, la población femenina por fuera de la fuerza laboral se redujo en 515 mil personas, mientras la población masculina cayó en tan solo 20 mil personas. En contraste, el número de hombres que sale del desempleo (293 mil) es mucho mayor al número de mujeres (147 mil). Se debe tener en cuenta además que hay 1.1 millones de hombres desocupados y 1.3 millones de mujeres en el desempleo. Por tanto, medidas de discriminación positiva en favor de una mayor generación de empleo femenino pueden ser útiles.

Por otro lado, de los 14.1 millones de personas que hay por fuera de la fuerza de trabajo 9.8 millones son mujeres y 4.3 millones son hombres y hay más mujeres dedicadas a las labores de oficios del hogar no remunerado (6.8 millones) que el total de hombres por fuera de la fuerza de trabajo. Lo anterior resalta la necesidad de políticas enfocadas hacia una mayor paridad en los oficios del hogar y en el cuidado de los hijos que permita liberar un mayor tiempo de las mujeres para que puedan ingresar a la fuerza laboral y también puedan capacitarse. Como hemos mencionado en varios de nuestros análisis, para las mujeres es más complejo ingresar a la fuerza laboral y, una vez logran ingresar, es más probable que se enfrenten al desempleo.

Para concluir, en octubre de 2022 la Tasa General de Participación de los hombres fue de 76.9% mientras

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

que la de las mujeres fue de 52%. Esto significa una brecha de 24.9pp, que es 2.9pp menor a la brecha presentada en octubre de 2021 (27.8pp), cuando la TGP de los hombres era de 76.5% y la de las mujeres 48.7%.

Desempleo en las principales ciudades

La tasa de desempleo en las 13 principales ciudades para octubre de 2022 fue del 9.9% lo que representa una reducción de 3pp frente al 12.9% que se tuvo en octubre de 2021. Al analizar las cifras desestacionalizadas se observa una disminución de 13.8% a 10.7% en ese mismo periodo de tiempo. Se puede ver que la TD en las 13 ciudades continúa siendo mayor que en el promedio nacional, así sean esos territorios los que mayor aumento de ocupados aportan al agregado total. Eso obedece a que el desaliento que se detalló anteriormente se presenta en mayor medida en las 13 principales ciudades que en el resto del país.

Durante el trimestre móvil de agosto a octubre de 2022 se observó una tasa de desempleo de 10.4% 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 9.6% en ese mismo trimestre móvil.

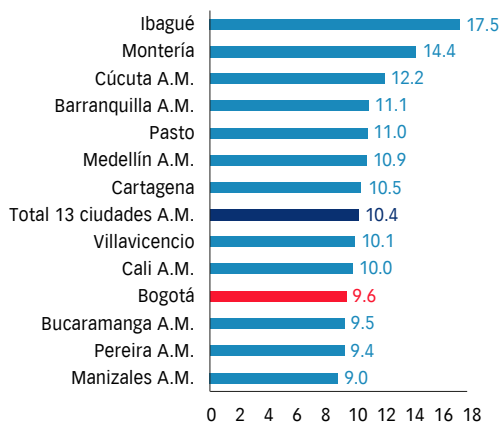
Se destacan los resultados de Manizales (9%), Pereira (9.4%) y Bucaramanga (9.5%) como las ciudades principales con menor desempleo en el trimestre móvil, mientras que Cúcuta (12.2%), Montería (14.4%) e Ibagué (17.5%) presentaron las tasas de desempleo más altas en el último trimestre móvil. Preocupa particularmente el caso de Ibagué. La capital del Tolima fue la ciudad que reportó el mayor dato de desempleo en la coyuntura de la pandemia (37.6% en el trimestre móvil abril – junio de 2020), sólo ha presentado registros por debajo del 15% en dos trimestres móviles desde que comenzó la emergencia sanitaria y actualmente cuenta con un registro 7.1pp por encima del promedio y 3.1pp por encima de

Montería, la siguiente ciudad con mayor desempleo en el trimestre móvil.

Análisis por posición ocupacional

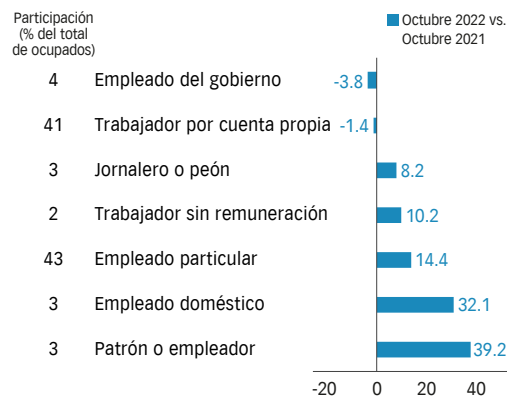
De los nuevos ocupados por posición ocupacional se observa que 1.2 millones son empleados particulares mientras que los trabajadores por cuenta propia se redujeron en 134 mil, lo cual supone un nuevo empujón al empleo particular, que es mayoritariamente formal, sobre el empleo por cuenta propia. La categoría de patrón o empleador muestra una recuperación relevante con un aumento de 39.2pp frente a octubre de 2021 (191 mil nuevos ocupados), lo cual es una buena señal para la generación de empleo en los meses subsecuentes. Vemos también que los jornaleros o peones aumentan su número de ocupados por segundo mes consecutivo (57 mil nuevos ocupados), lo cual muestra una recuperación en el sector agrícola que se vio fuertemente afectado por factores climáticos durante los primeros meses del segundo semestre del año.

Tasa de desempleo 13 principales ciudades
(%, trimestre móvil agosto – octubre 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Análisis por actividad económica

Por su parte, a excepción de las Actividades empresariales (-19 mil ocupados) y la Información y comunicaciones (-36 mil empleados), todas las ramas de actividad económica presentaron aumentos en su número de ocupados. El Comercio (345 mil), el Entretenimiento (277 mil) y la Industria (237 mil) fueron las que más crecieron en ocupación. En concordancia con lo analizado en el párrafo anterior, también vemos cómo el número de ocupados en el sector de la Agricultura aumentó en 130 mil con respecto a octubre de 2021, lo cual refuerza el argumento de que el sector se encuentra en una importante senda de recuperación.

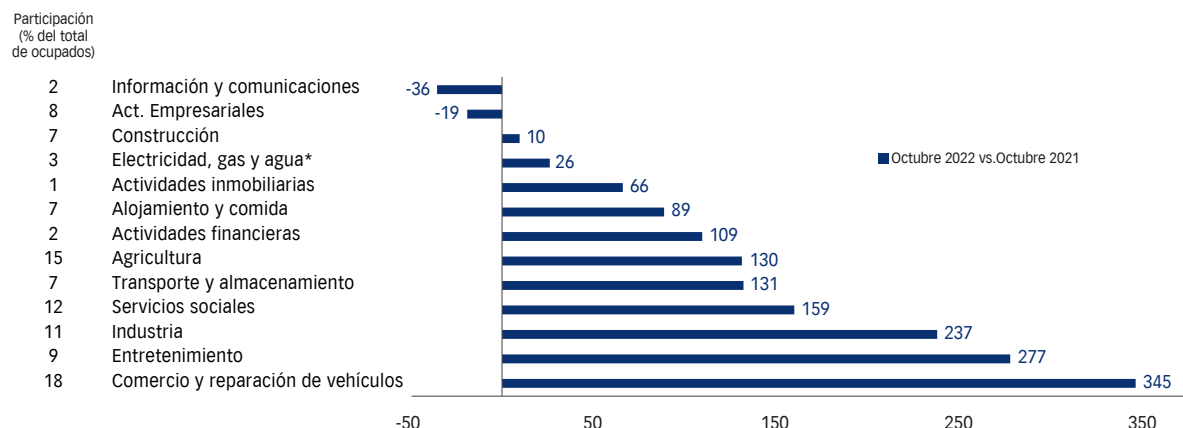
Es importante resaltar que el aumento en el crecimiento de ocupados en el sector comercio se debe principalmente a los factores estacionales particulares del último trimestre del año, obedeciendo al aumento de la demanda de los hogares por las festividades que hay en esos meses.

Proyecciones

El desempleo en el mes de octubre de 2022 se redujo nuevamente a cifras de un solo dígito. Algo que no sucedía desde diciembre de 2019. Esa disminución en el décimo mes del año está impulsada principalmente por lo ocurrido en las trece principales ciudades del país. Ahora bien, aunque es una buena noticia que el desempleo haya alcanzado esos registros, hay que matizar ese logro entendiendo que una gran parte de esa reducción se debe a factores estacionales y calendario que son característicos del último trimestre del año. Prueba de eso es que la tasa de desempleo desestacionalizada aún se encuentra por encima del 10%.

Como aspectos positivos del mes de octubre se ve un aumento en la ocupación de empleados particulares frente a los empleados por cuenta propia, aspecto que se ha presentado de manera sostenida en los últimos meses y representa una buena noticia para la

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



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

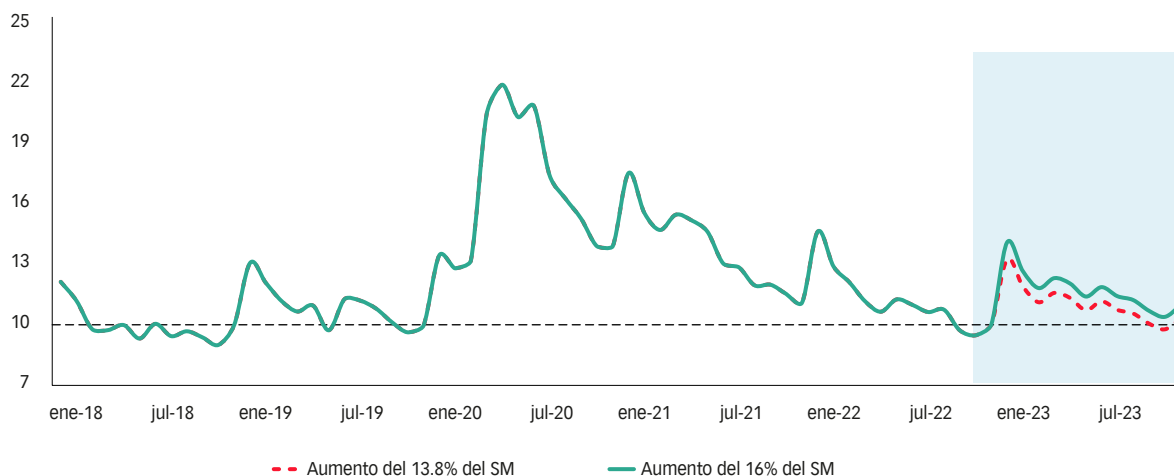
formalidad en el país. También es importante destacar el aumento en la ocupación en el sector agrícola que muestra una recuperación del sector luego de las afectaciones que dejó la ola invernal en el país.

En ese sentido, y como lo veníamos anunciando en ANIF desde hace algunos meses, el desempleo continuará su recuperación en lo que resta del año, aunque en menor medida en comparación a meses anteriores. Las moderaciones de crecimiento económico y la falta de medidas para atacar los problemas estructurales del mercado laboral, así como también el fin del efecto rebote del empleo que se dio después de la pandemia, son factores que frenarán la reducción del desempleo e incluso se verán algunos aumentos en el 2023, sobre todo en aquellos meses que históricamente son de alto desempleo (enero, febrero y julio). Concretamente, esperamos que el 2022 cierre con una TD promedio de alrededor del 11.3%, mientras que para 2023 el desempleo aumentará levemente y se ubicará en el rango del 11.5-12%.

Finalmente, teniendo en cuenta los resultados en el trabajo de Arango et al (2022)² la gráfica de arriba muestra 2 escenarios probables de la tasa de desempleo para el año 2023. La línea continua muestra el pronóstico de la tasa de desempleo total nacional, en un contexto de desaceleración económica como el esperado en 2023 y con el actual incremento del salario mínimo de 16%. Por su parte, la línea punteada toma como referencia el incremento en la renta básica de la regla técnica de IPC + PTF (13.8%). En consecuencia, la distancia entre ambas líneas muestra el efecto esperado de haber incrementado el salario mínimo de forma discrecional por encima de la fórmula técnica. En caso de haber optado por un incremento basado en la regla técnica (escenario contrafactual o mundo paralelo), se podría obtener una cifra promedio anual entre 10.8% y 11.3% en el 2023 para la tasa de desempleo nacional.

² Arango, L., Botero, J., Dávalos, E., Gallo, E., & Hernández, E. (2022). Efectos Fiscales del Salario Mínimo en Colombia. Borradores de Economía. Banco de la República.

TD y aumentos del salario mínimo



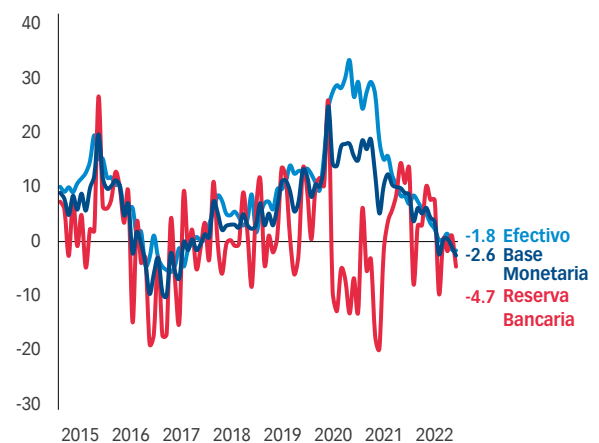
Fuente: elaboración ANIF con datos DANE.

SITUACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

Agregados Monetarios y Cartera de Crédito

Con corte a octubre de 2022 la base monetaria, que se compone del efectivo y las reservas bancarias, registró una variación real anual de -2.6%, frente a una expansión de 8.9% observada en octubre 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. A diferencia de la edición anterior de panorama, en la presente ya se observa en términos reales una reducción de la base monetaria.

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



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

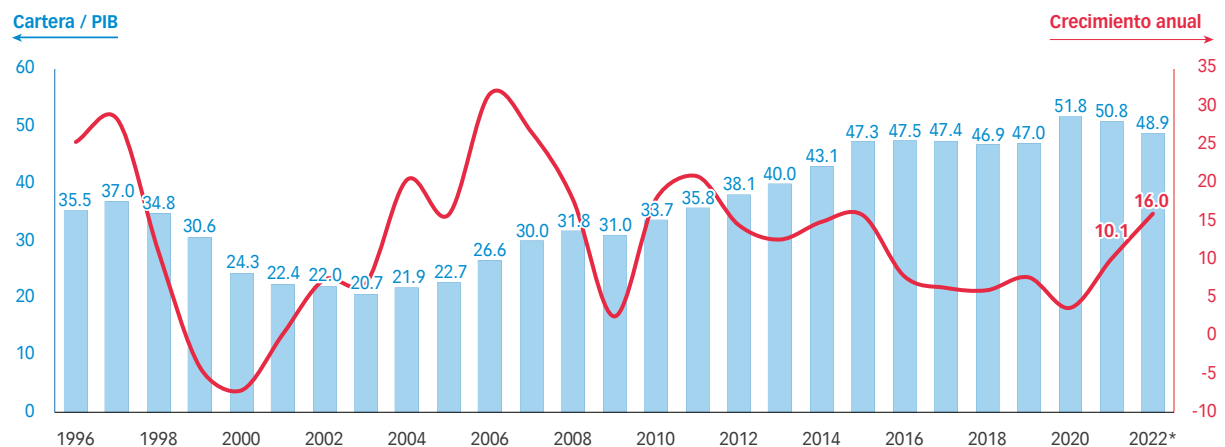
El componente de efectivo presentó una reducción de 1.8% real anual en el mes de octubre de 2022 (vs. 8.2% un año atrás), resultado que confirma no solo una fuerte reducción del crecimiento de este componente de la base monetaria, sino una reducción en términos reales en línea con el objetivo central de la junta del banco central de frenar la inflación. De forma paralela, las reservas bancarias decrecieron un -4.7%, confirmando esta tendencia de reducción que viene desde junio de 2022. Dicho comportamiento está en línea con lo observado en la reducción de la creación de cuentas de ahorro y cuentas corrientes, dados los incentivos de tasas presentes en el mercado y una inflación de dos dígitos. Lo anterior tiene incidencia tanto en los depósitos de los bancos, así como en el crecimiento de las reservas bancarias.

Ahora por el lado de la cartera de crédito, se tiene que esta reportó un crecimiento anual real de 5.0%

en el mes de septiembre, frente a un crecimiento del 2.1% 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. Sin embargo, sigue siendo un crecimiento acelerado, dinámica que ha sido constante en todo el 2022 como se ha resaltado en Panorama y en otros informes y comentarios por parte de ANIF.

En un análisis por componentes, el comportamiento de la cartera total viene siendo explicado por el quiebre de la aceleración de la colocación de los últimos meses en todas las modalidades crediticias, apuntando a que la tasa de intervención de política y de usura están comenzando a tener un impacto en este canal. La tasa de crecimiento del crédito de

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



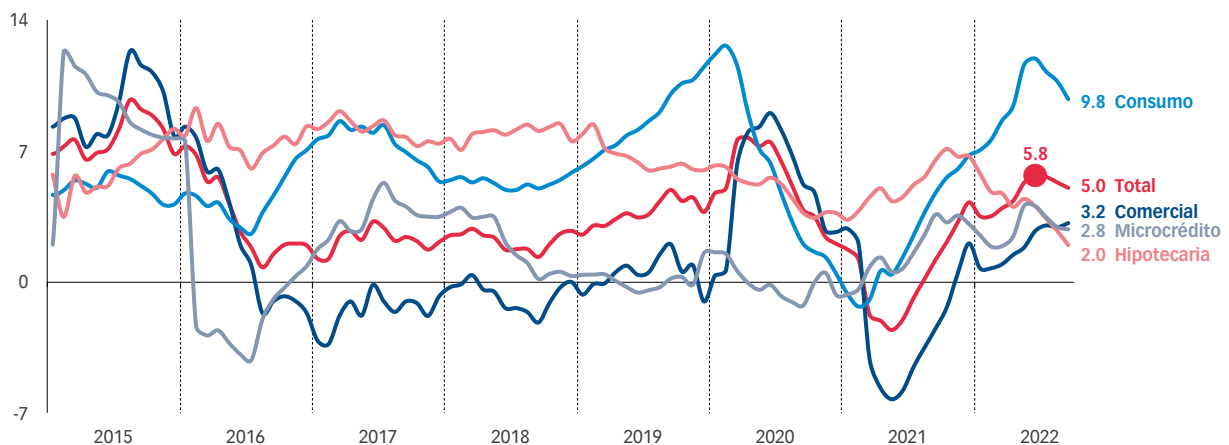
Fuente: cálculos ANIF con base en Superintendencia Financiera, Titularizadora Colombiana y DANE.

consumo que consistentemente se mantuvo por encima de los dos dígitos ya se encuentra en niveles de crecimiento real de un dígito (9,8%). También se destaca 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 3.2%, consolidando ya su recuperación. 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. Así, se tiene que la modalidad con el crecimiento más alto fue la de consumo, seguida por la modalidad comercial, de microcrédito (2.8%) y finalmente la hipotecaria (2.0%). Para esta última, se continúa observando un deterioro en su crecimiento explicada en parte por una tendencia a la desaceleración consistente con restricciones por el lado de la oferta y la demanda, incluyendo además el anuncio del gobierno nacional de la finalización de entrega

de subsidios en el presente año. Como se mencionó en la entrega anterior de Panorama y de los RASEC, se había alertado de un deterioro del mercado de vivienda el cual comienza a mostrar fuertes síntomas de deterioro.

Por otro lado, el indicador de calidad de cartera (ICC) continúa exhibiendo un comportamiento favorable en todas las modalidades aunque comienza a observarse un ligero aumento en la modalidad de consumo. De manera transversal se ha observado una reducción en el indicador de calidad de cartera con corte a septiembre de este año. Frente al año anterior donde el indicador se ubicó en 4.3%, se registra una mejora de 0.7 p.p. ubicándose a nivel general en 3.6%. 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

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



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

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, el nivel de ICC que se ubicó en 4.9% (frente a un 5.1% en septiembre del 2021), reflejando una moderación en la caída de la cartera vencida, lo que debería ser monitoreado de manera constante 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 11.0% y 41.5%. En el resto de las modalidades, se observó una reducción del riesgo crediticio ubicándose el ICC en la modalidad comercial en un 3.0% (frente a un 4.0% en 2021), y en la cartera hipotecaria en un 2.6% (frente a un 3.2% en 2021), siendo esta última la modalidad de mejor desempeño.

Calidad de la cartera
(variación % anual, septiembre 2022)



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

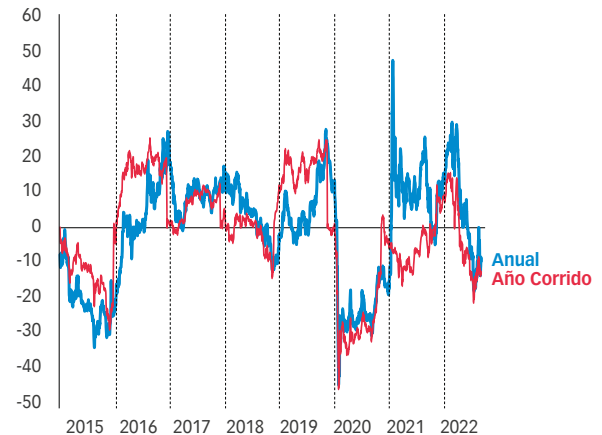
Mercado de Renta Variable

Por el lado del mercado de renta variable, encontramos que tanto en Colombia como en el resto del mundo continúa la incertidumbre actual que se deriva de la continuación del conflicto entre Rusia y Ucrania, las presiones inflacionarias y la situación en China. Sin embargo, en un marco un poco más positivo, comienza a observarse una moderación y reducción de la inflación en Estados Unidos, lo cual puede incidir en la moderación de los aumentos de las tasas de intervención de la FED. Durante las últimas semanas las principales bolsas accionarias han visto sus principales acciones recuperarse frente a las fuertes reducciones del mes de octubre.

En Estados Unidos, el S&P 500 continúa su recuperación en el último trimestre del año aunque perdiendo casi 800 puntos frente al máximo alcanzado en diciembre 2021, ubicándose así en niveles cercanos a 4,050 puntos a principios de diciembre. Este comportamiento, sigue enmarcado en las preocupaciones de los analistas y mercados del inicio de una posible recesión en ese país, y de la expectativa del desempeño de la inflación y las de las señales que transmita la FED en este apartado. De forma similar, el Eurostoxx 50, que agrupa las 50 empresas listadas en bolsa más importantes de Europa, se encuentra cerca de los 4,000 puntos, lo que implica una caída de casi 8.5% frente al máximo de 4,370 de noviembre de 2021 aunque ha cerrado fuertemente la brecha existente en octubre donde este porcentaje rondaba el 21%. El Nikkei 225 no es ajeno a esta recuperación generalizada de las bolsas de los países desarrollados cerrando la brecha pronunciada del mes octubre respecto frente al máximo de noviembre de 2021 de un 6,7%, ubicándose en diciembre en niveles cercanos al 1.7%.

En el frente local, el COLCAP continúa reflejando la incertidumbre acumulada del año electoral, de la transición de gobierno, la reforma tributaria y las decisiones recientes en materia energética y en el gobierno corporativo de Ecopetrol. Frente a los niveles de 1,600 a finales de junio, el COLCAP ha caído un 25% ubicándose a comienzos de diciembre en niveles cercanos a los 1,200 puntos. Dada la incertidumbre en el marco de las acciones del nuevo gobierno y la nueva estructura tributaria, la recuperación local del mercado se ha mostrado mucho más lenta. No se vislumbra un cambio en el ritmo de recuperación en el corto plazo.

Evolución COLCAP
(Variación % a diciembre de 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en BVC.

Evolución COLCAP
(a diciembre 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en BVC.

ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN

CUARTO TRIMESTRE 2022

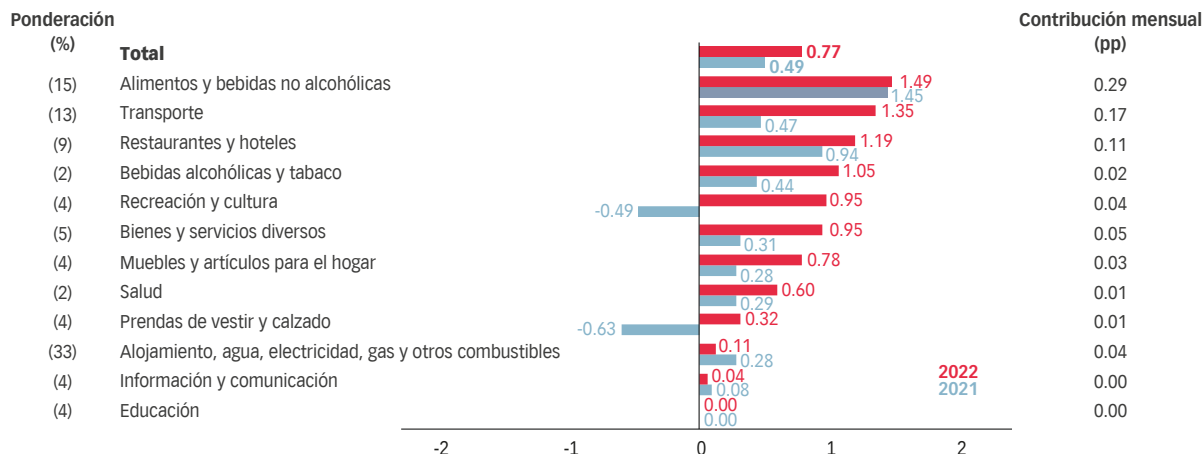
El nivel de precios es uno de los indicadores más importantes de una economía. A pesar de su importancia, mientras el tema este controlado parece perder relevancia. Lo contrario sucede en episodios de alzas en precios, pues los diarios económicos parecen no tocar otro tema e incluso los ciudadanos sin antecedentes en la economía están al tanto de la situación. Pues bien, este año la inflación ha retomado su papel protagónico en el campo económico, lo que solo puede significar una cosa: el nivel de precios se encuentra al alza.

Durante los últimos doce meses el nivel de precios en la economía ha incrementado en 12.5%, el registro más alto para inflación anual desde marzo de 1999. Durante todo el segundo semestre la variación anual del IPC fue de dos dígitos. En noviembre la variación mensual se ubicó en 0.77%, lo cual supone un au-

mento de 27pb con respecto a la variación mensual del mismo mes en 2021. Adicionalmente, la inflación año corrido se encuentra en 11.7% y es más del doble de lo acumulado en los once meses del 2021, además de encontrarse casi 7pp por encima del rango meta del Emisor.

La desagregación por divisiones de gasto muestra que los niveles de inflación fueron elevados en la mayor parte de los rubros para una variación total de 0.77%. En la variación mensual siete divisiones se ubicaron por encima del promedio nacional. El registro es elevado para un mes de noviembre, pues entre 2014 y 2021 el registro promedio para este mes fue de 0.2%. Alimentos y bebidas no alcohólicas continúa liderando el aumento de precios, con una variación de 1.5% para una contribución a la inflación total de 29pb.

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



Fuente: elaboración ANIF con cifras del DANE.

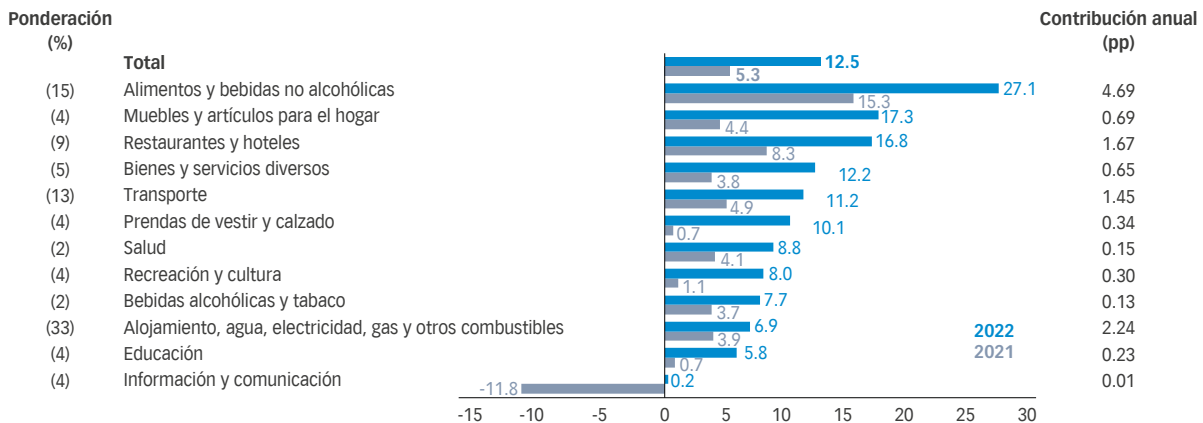
En segundo lugar, se encuentra la división de Transporte con una variación de 1.4% para la segunda contribución más elevada a la inflación total (17pb). El incremento en precios de la categoría se explica principalmente por dos factores: el alza en los precios en combustibles para vehículos (2.8%) y la mayor demanda de tiquetes aéreos para fiestas de fin de año. La división de Restaurantes y hoteles también presentó una variación superior al promedio (1.9%) y corresponde a la tercera categoría con mayor peso en la inflación total (12pb). Para el incremento en los precios de la división fueron determinantes las comidas en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio, que registraron una variación de 1.04%, y las comidas preparadas fuera del hogar para consumo inmediato, con una variación de 1.6%. La división de Bebidas alcohólicas y tabaco (1.1%) completa el grupo de categorías de gasto con una variación mensual superior al 1%. El aumento en precios de esta división

corresponde a las compras que se hacen para las fiestas de final de año, por lo que el registro no es atípico para este periodo.

Notoriamente, la división de Alojamiento y servicios públicos registró una variación mensual de 0.11%, que se encuentra considerablemente por debajo de las cifras que venía registrando en lo corrido del año. De hecho, en ningún otro mes del año la inflación mensual de la división se situó por debajo de 0.4%, para un promedio de 0.61% en los primeros diez meses del año. El comportamiento de la división contiene de manera no despreciable el registro agregado de la inflación mensual, al ser la categoría de mayor importancia en la canasta básica con una participación del 33%.

Ahora bien, en términos anuales, la inflación en noviembre alcanzó un registro de 12.53%. Noviembre su-

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



Fuente: elaboración ANIF con cifras del DANE.

pone el quinto mes consecutivo en el que la inflación anual es de dos dígitos, ya que desde junio no se observa una cifra por debajo del 10%. En cuanto al análisis por divisiones de gasto vemos que tres de las divisiones se ubican por encima del promedio nacional.

En la comparación anual de los precios es posible observar la importancia del rubro Alimentos y bebidas alcohólicas como motor del incremento en el costo de vida. Durante los últimos 12 meses la división ha aumentado sus precios en 27.1% y contribuye en 4.69pp, correspondientes al 37% de la inflación total. El fenómeno inflacionario en los alimentos se explica por productos como la carne de res y derivados, con una variación de 21.6%, el arroz (48.8%) y la leche (34.7%). El nivel de precios de la división se separa del resto de categorías, superando por 10pp la variación en cualquiera de las categorías.

En segundo lugar, se encuentra la división de Bienes para el hogar y su conservación, con un incremento en los precios de 17.3%, para una contribución a la inflación total de 0.69 pp. En noviembre de 2022 los mayores incrementos de precios se registraron en las siguientes subclases: productos de limpieza y mantenimiento (35.7%), equipo de iluminación (23.1%) y elementos de aseo (18.6%). Por último, la división de Restaurantes y hoteles completa los rubros con variaciones superiores al promedio, al registrar un incremento en sus precios de 16.8%, impulsada en gran parte por las comidas en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio (17%) y las comidas preparadas fuera del hogar para consumo inmediato (19.4%). Cerrando el análisis por divisiones de gasto, los precios del Alojamiento y los servicios públicos registran un aumento cercano al 6.9% para una contribución al agregado de 2.2pp. Específicamente, la electricidad

ha mantenido una tendencia al alza con un incremento en sus precios de 25.8%.

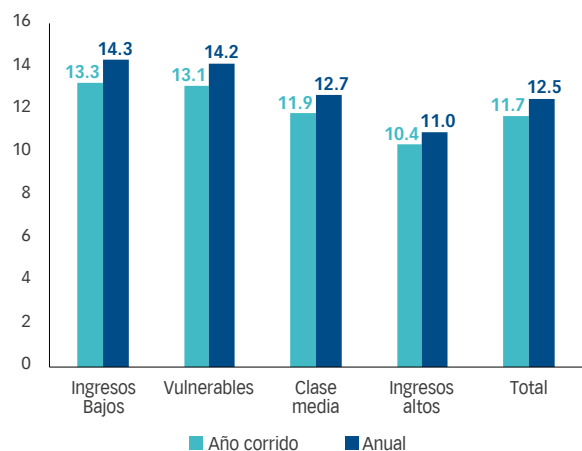
Si bien la variación en esa última categoría no es de las más altas, su comportamiento es determinante para el nivel de precios que enfrenta cada hogar dependiendo de sus ingresos. Para los hogares de ingresos bajos los gastos en alojamiento y servicios públicos representan más del 40% de su canasta básica, mientras que para los hogares de ingresos altos la cifra apenas supera el 30%. El fenómeno es aún más marcado en la división de alimentos, que representa el 24% del gasto para los hogares de ingresos bajos y tan solo el 8% para los hogares de ingresos altos. Teniendo en cuenta que la inflación en alimentos se separa claramente del resto de las divisiones, es de esperarse que el costo de vida enfrentado por los hogares de menos recursos haya subido en una mayor medida. Efectivamente, si ana-

lizamos la inflación por nivel de ingreso vemos que el costo de vida para los hogares pobres ha subido en más de 14.3% en lo corrido del año, mientras que la inflación que han enfrentado los hogares de ingresos altos ronda el 11%.

En respuesta al fenómeno inflacionario, el Banco de la República se ha movido acertadamente para cumplir a cabalidad su mandato constitucional y velar por el poder adquisitivo de la moneda desde la política monetaria. La tasa de intervención ha subido en 9pb en lo corrido del año, pasando del 3% en diciembre del año pasado a 12%. Los movimientos corresponden a una de las políticas monetarias contra cíclicas más agresivas de la historia reciente.

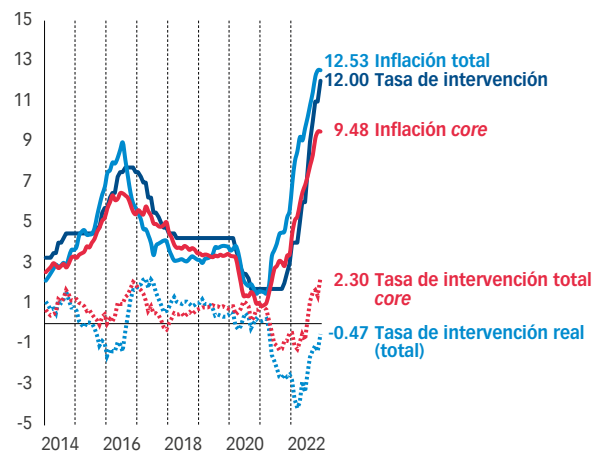
Sin embargo, al considerar la tasa de interés real vemos que aún hay espacio para continuar con la senda al alza de la tasa de referencia. Considerando la última tasa

Inflación por nivel de ingreso
(%, a noviembre de 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

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

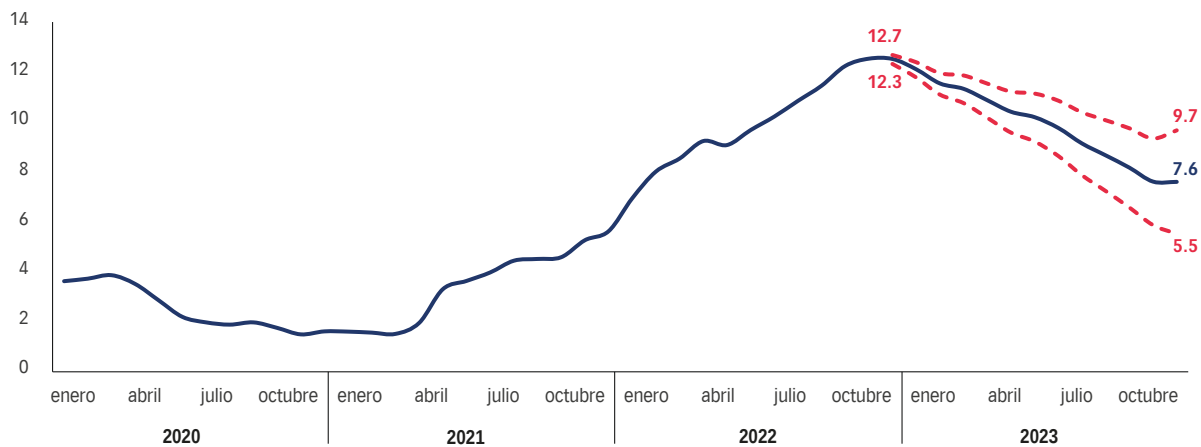


Fuente: cálculos ANIF con base en DANE y Banco de la República.

estipulada por el Emisor y el último dato de inflación encontramos que la tasa real aún se ubica en terreno expansionista, pues la inflación anual continúa siendo más alta que la tasa nominal. En ese sentido. Por ese motivo consideramos que el próximo año la Junta Directiva del Banco de la República permanecerá en la línea alcista hasta que la inflación empiece a ceder.

Teniendo en cuenta el escenario actual, en ANIF proyectamos una inflación anual del orden de 12.5% 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 7.6%.

**Pronóstico de inflación
(%, variación anual)**



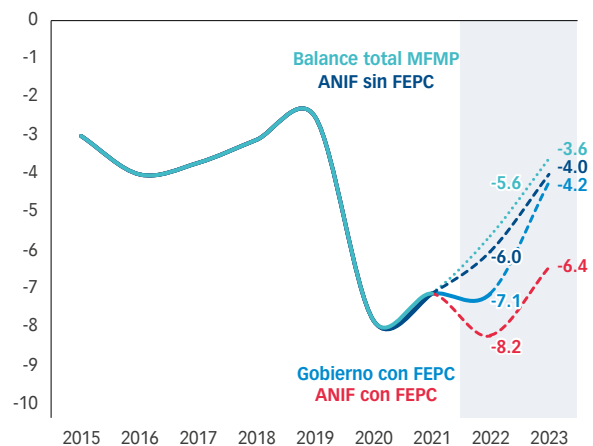
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE y Banco de la República.

ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FISCAL

El país enfrenta una situación fiscal compleja desde hace muchos años que la pandemia profundizó. De acuerdo con el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) La deuda del Gobierno Nacional Central (GNC) en este momento (a cierre de 2021) 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. La senda de reducción, según el Gobierno Nacional, espera que el 2022 cierre con un déficit el 5.6% y en 2023 del 3.6%. En ANIF consideramos que la senda de reducción es muy ambiciosa y proyectamos un déficit del 6.0% para el 2022 y del 4% en 2023.

Sumado a eso, y tal como lo muestra el gráfico, hay que contemplar las presiones fiscales por cuenta de la deuda acumulada por el Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC). Según cálculos de ANIF a cierre de 2022 el Fondo llegará a un déficit acumulado de \$31.4 billones y de \$22.1 billones en 2023. Eso significa más de 2 puntos del

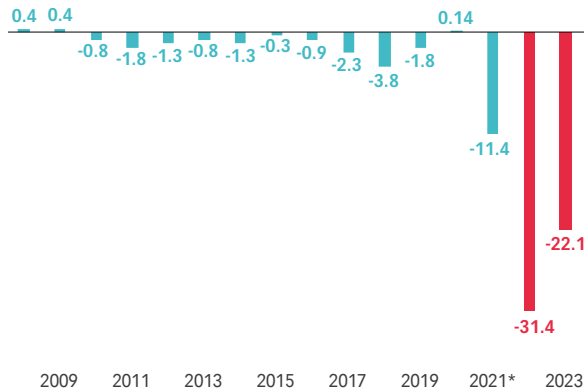
**Balance del GNC + FEPC
(% PIB)**



Fuente: MFMP, MinHacienda y cálculos ANIF.

PIB adicionales en términos de déficit. Teniendo en cuenta el FEPC el gobierno estima un déficit acumulado de 7.1% en 2022 y de 4.2% en 2023. En ANIF el pronóstico es más reservado, el balance del Gobierno Nacional Central sumado al FEPC significará un

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: MFMP, MinHacienda y cálculos ANIF.

déficit del 8.2% para 2022 y una corrección en 2023 hacia el 6.4%.

Esta situación particular obligó al nuevo Gobierno a tramitar una reforma tributaria en los primeros días de administración y a iniciar una necesaria y gradual subida de precios de la gasolina, \$200 pesos mensuales empezando en octubre de 2022. Se espera que el aumento continúe en 2023 con subidas más agresivas en las tarifas de los combustibles. Ambas decisiones son correctas y dan cuenta del entendimiento de la situación que atraviesa el país en términos fiscales. Sin embargo, hay que analizar algunos puntos que quedaron en la reforma y que merecen revisión.

La reforma y el nuevo estatuto tributario

Como ya se mencionó antes, el Gobierno acertó en presentar en los primeros días de la administración

que se aprobó en Congreso. Del primer proyecto, que se radicó en agosto, muchas cosas cambiaron, empezando por el recaudo estimado. Con las modificaciones que se hicieron en las discusiones en el legislativo, el proyecto aprobado rondaría entre los \$20 y los \$19 billones de recaudo anual, cifra muy inferior a la propuesta inicial (\$25 billones). Ahora bien, de dónde proviene ese recaudo

En primer lugar, en cuanto a personas naturales se estipula una cédula única de tributación que incluya renta, dividendos y patrimonio. La nueva estructura de recaudo aumenta el monto gravable, pero no amplía la base de personas naturales que declaren y paguen renta. Es decir, en primer lugar, se limitó el monto total de las deducciones y excepciones para el ingreso gravable. El monto deducible de renta permanece en el 40%, sin embargo, el tope de deducciones, que era de 5.040 UVT, pasó a las 1.340 UVT. Por ejemplo, una persona con ingreso mensual de \$8 millones mensuales (\$96 millones anuales), con el estatuto anterior tendría un monto deducible de \$38.4 millones (el 40%). Con el estatuto actual permanecería igual, \$38.4 millones. Ahora bien, una persona con ingreso de \$30 millones mensuales (\$360 millones anuales), con el estatuto anterior tendría una deducción de \$144 millones, con la reforma la deducción llega apenas a los \$50.9 millones.

En segundo lugar, se estableció que el impuesto a los dividendos mantendrá una estructura progresiva, pero con tarifas que van del 0% al 20%. Ahora, para el impuesto al patrimonio se establecieron tarifas que van del 0,5% para patrimonios mayores a los \$3.000 millones de pesos, hasta el 1.5% para patrimonios mayores a los \$10.000 millones (ver Tabla 1).

Tarifas Impuesto al patrimonio

Patrimonio (millones)	Tarifa
>\$3.000	0.5%
>\$5.000	1.0%
>\$10.000 Temporal 4 años	1.5%

Fuente: Reforma tributaria para la igualdad y la justicia social.

Por su parte, las ganancias ocasionales no harán parte de la cédula única, pero tendrán una tarifa fija del 15% a excepción de las loterías (tarifa del 35%). Finalmente, los impuestos a las pensiones quedaron totalmente excluidos.

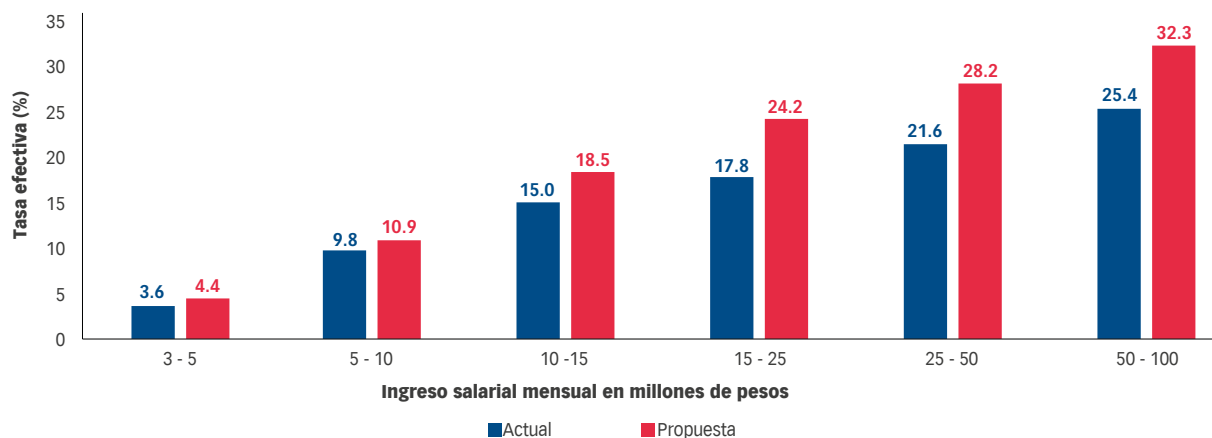
Si bien aumentar el recaudo a través de impuestos a personas y simplificar el sistema son pasos en la dirección correcta, nuestros cálculos apuntan al que el crecimiento en tasas efectivas de tributación para perfiles de ingreso entre los \$15 y los \$100 millones

de pesos mensuales es significativamente alto. Además, la medida no avanza en un problema estructural del estatuto tributario colombiano, la base gravable es muy pequeña. Aumentar la base de contribuyentes es clave para que la carga tributaria esté mejor repartida.

Ahora en cuanto a las personas jurídicas. Se redujeron los topes nominales de rentas exentas y deducciones a empresas. La eliminación del trato diferencial entre sectores es esencial para evitar complejidades y distorsiones. Por otra parte, el fortalecimiento del Régimen de Tributación Simple para micro y pequeñas empresas es una medida que puede aportar-le a la formalización empresarial y laboral.

Ahora bien, de acuerdo con cálculos hechos en ANIF las medidas de la renta combinada de impuestos a las utilidades de las empresas y posterior gravamen a los dividendos puede significar un aumento en las tasas

Tasa efectiva de tributación personas naturales (Actual y reforma)

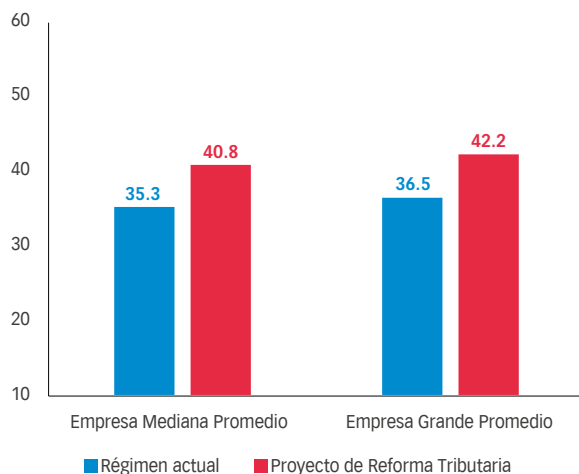


Fuente: cálculos ANIF.

efectivas de tributación para empresas que, a la larga, desincentivan 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.

Por otra parte, finalmente se estipuló una sobretasa adicional transitoria (hasta 2027) de renta de 5pp adicionales (40%) para el sector financiero. Se incluyó también una sobretasa para el sector hidroeléctrico, incremento de 3pp (38%) hasta 2026. Con esos cambios, la tasa nominal de tributación para los dos sectores será de las más altas si lo comparamos con otros países del mundo. Otra de las medidas que quedaron consignadas en el nuevo estatuto es el régimen mixto de tributación para las zonas francas. Se planteó una tarifa de renta del 20% por productos de exportación y una del 35% por productos de mercado interno.

Tasas efectivas del impuesto de renta para accionistas



Fuente: cálculos ANIF.

Ahora, vale la pena analizar brevemente las cargas impositivas para el sector minero contempladas en la reforma tributaria, pues buena parte del recaudo proviene de estas actividades. En primer lugar, se pactó una sobretasa del impuesto renta a empresas extractivas de petróleo y carbón que dependiera del precio promedio internacional de los últimos 10 años.

Tarifas Impuesto al patrimonio

Precio	Sobretasa
Por debajo del percentil 30	0%
Entre el percentil 30 y el 45	5%
Entre el percentil 45 y el 60	10%
Por encima del percentil 60	15%

Fuente: Reforma tributaria para la igualdad y la justicia social.

Si tomamos como ejemplo el precio del petróleo en los últimos 10 años, lo primero que vale la pena señalar es que el precio internacional ha estado por debajo del percentil 30 en solo unos cuantos años. Para el otro año es probable que los precios se mantengan por encima del percentil 60, eso significa una sobretasa adicional del 15% para llegar a una tarifa nominal del 50%. Si a eso se suma que, de acuerdo con el nuevo estatuto tributario, las regalías no serán descontables del impuesto de renta, en conjunto, consideramos que estas medidas 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. Además, el sector ex-

tractivo es el principal generador de divisas en el país, de este depende la sostenibilidad del déficit externo que, vale la pena recordar, se amplió al 7.1% según las últimas cifras del Banco de la República.

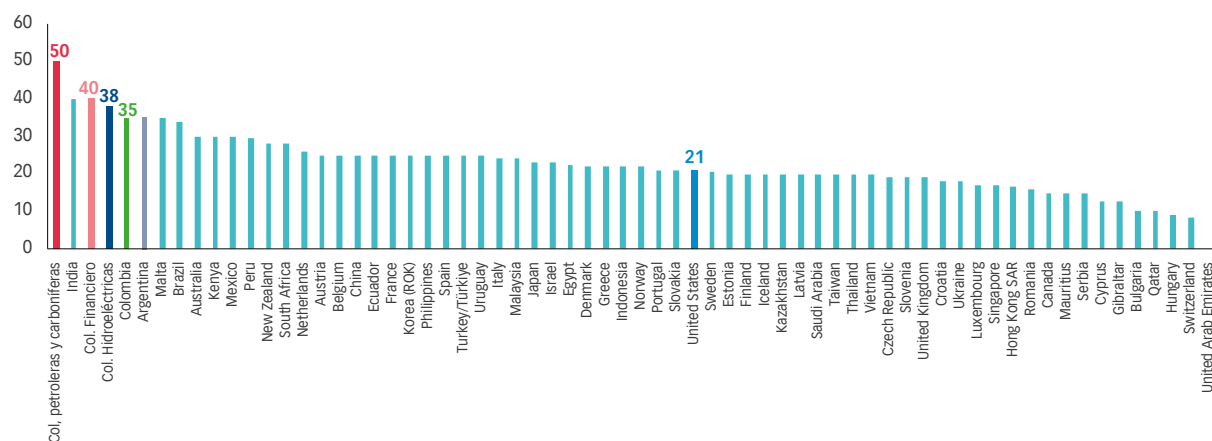
Completado el panorama, las tasas nominales de tributación para personas jurídicas, si incluimos al sector hidroeléctrico, el financiero y las actividades extractivas serán de las más altas del mundo.

Precios del petróleo – Brent
(USD, 2012 - 2022)



Fuente: ANIF con base EAI.

Impuesto de renta corporativa
(Tasa nominal, % 2022)



Fuente: ANIF con base Deloitte.

Perspectivas

La situación fiscal en el país es apremiante más aún si se tiene en cuenta el difícil cuadro macroeconómico que está viviendo Colombia y el hecho de que el mundo atraviesa un complejo fenómeno inflacionario y de incertidumbre global. El gobierno no solo se enfrenta a problemas de vieja data, como el déficit fiscal y el de cuenta corriente, también a algunos que han asomado en el 2022 y que amenazan con generar mayores presiones fiscales, como la inflación que no da tregua, la devaluación de la moneda, el endurecimiento de las condiciones de crédito a nivel mundial y una creciente percepción de riesgo del país.

Bajo esa lógica y teniendo en cuenta el panorama macroeconómico global, en ANIF esperamos que al cierre del año el balance del Gobierno Nacional Central llegue a -6% del PIB, una protección menos optimista que la del Gobierno (5.6%). 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 que entrará en vigor en la siguiente vigencia, sumado a la relativa normalización de situación macroeconómica global. En cuanto al FEPC y los puntos adicionales que aporta al déficit del país, consideramos que el endurecimiento en el alza de los precios de los combustibles tendrá un efecto en 2023 y permitirá recortar el saldo que hoy presenta el fondo.

Sumado a eso, el Plan Financiero 2023 (PF) estipula que los ingresos totales del Gobierno Nacional Central aumentarán en 29.5 billones para la siguiente vigencia, gracias a los recursos adicionales de la reforma tributaria. Así mismo, el déficit total disminuiría 0.2 pp hasta 3.8% del PIB, con lo cual se espera un superávit primario 0.6% del PIB. Además, el PF establece el pago completo del déficit del FEPC entre el segundo y el cuarto trimestre del 2022. En siguientes publicaciones se hará un análisis riguroso del Plan Financiero 2023.

RESULTADOS DE LA CUENTA CORRIENTE

AL TERCER TRIMESTRE DE 2022

La cuenta corriente del país registró un déficit de 7.2% del PIB durante el tercer trimestre de 2022 (equivalente a -US\$6.177 millones), lo que representa un aumento de 1.1pp respecto al déficit de -6.1% del PIB presentado un año atrás (-US\$4.857 millones). Con eso, el déficit de cuenta corriente se ubicó en -6.4% del PIB (-US\$16.453 millones) en lo corrido a septiembre de 2022, frente al -5.3% del PIB registrado en enero-septiembre 2021 (-US\$12.008 millones).

Los resultados del trimestre revierten la tendencia del primer semestre de 2022 en la que el déficit venía presentando correcciones. Siendo así, la ampliación del déficit de la cuenta en el tercer trimestre de 2022 se explica, en términos contables, por el aumento en dólares de la cuenta (+1.5pp), seguido de los efectos de la depreciación del peso frente al dólar sobre el valor

nominal de la cuenta (+0.7pp). Esas ampliaciones fueron contrarrestadas de forma parcial por el crecimiento nominal del PIB del trimestre (-0.4pp). Ahora por componentes de la balanza, el resulta del tercer trimestre se desprende de los mayores egresos registrado en el rubro de renta de los factores, el incremento del déficit de la balanza comercial tanto de bienes como de servicios. El crecimiento de los balances deficitarios se vio parcialmente compensado por el incremento de los ingresos por transferencias corrientes.

Como se mencionó, los resultados del trimestre le dieron un giro la dinámica que la cuenta registraba hasta el segundo trimestre. De esta forma el incremento de 1.1pp frente al resultado de 2021 se explica por el aumento de 1.9pp del déficit en dólares, así como por el efecto de 0.4pp de la depreciación del

peso sobre el PIB nominal. Estos dos efectos se vieron compensados de forma parcial por el crecimiento del PIB nominal (-1.1pp). En cuanto a la explicación por componentes, los resultados acumulados se explican por la ampliación del balance deficitario de la renta de los factores (120.3% frente a 2021). Por el contrario, la balanza comercial de bienes y la de servicios registraron reducciones que ayudaron a contrarrestar la dinámica del ingreso primario (-8.8% y -9.3%, respectivamente).

Ahora bien, el déficit de la cuenta corriente para el periodo enero-septiembre de 2022 se compuso de la siguiente forma: (i) el déficit de la balanza comercial, bienes y servicios, (-US\$12.734 millones), equivalente al -4.9% del PIB (vs. -6.2% del PIB presentado un año atrás); (ii) el déficit en la renta de los factores (-US\$ 12.906 millones), correspondiente al -5.0% del PIB (-2.6% del PIB); y (iii) el superávit en las transferencias corrientes (US\$9.187 millones), con lo cual se ubica en el 3.6% del PIB (vs 3.4% del PIB).

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

	2020 Ene - mar	2021 Ene - mar	2022 Ene - mar
Cuenta Corriente	-6.341	-12.008	-16.453
%PIB	-3.2	-5.3	-6.4
Bienes y servicios	-9.012	-13.990	-12.734
%PIB	-4.6	-6.2	-4.9
Bienes (Balanza Comercial)	-5.998	-9.828	-8.960
%PIB	-3.1	-4.3	-3.5
Exportaciones	23.829	29.897	46.032
Importaciones	29.827	39.725	54.991
Servicios	-3.014	-4.162	-3.774
%PIB	-1.5	-1.8	-1.5
Ingreso Primario (Renta de los factores)	-3.642	-5.858	-12.906
%PIB	-1.9	-2.6	-5.0
Ingreso Secundario (Transferencias corrientes)	6.313	7.840	9.187
%PIB	3.2	3.4	3.6
Remesas de trabajadores	4.991	6.285	6.873
Cuenta de Capital y Financiera	5.566	10.873	15.447
%PIB	2.9	4.8	6.0
Inversión Directa	3.944	4.799	10.383
%PIB	2.0	2.1	4.0
Inversión Extranjera Directa	5.390	6.831	13.489
%PIB	2.8	3.0	5.2
Inversión de cartera	3.274	3.920	-908
%PIB	1.7	1.7	-0.4
Activos	2.664	1.956	3.774
Pasivos	5.938	5.876	2.866
Otra Inversión	1.020	2.890	6.479
%PIB	0.5	1.3	2.5
Derivados Financieros	-48	-217	-146
%PIB	0.0	-0.1	-0.1
Variación activos externos *	-2.624	519	360
%PIB	-1.3	-0.2	-0.1
Saldo de Reservas Internacionales Netas	56.978	58.721	56.326
%PIB	17.6	21.7	17.9

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

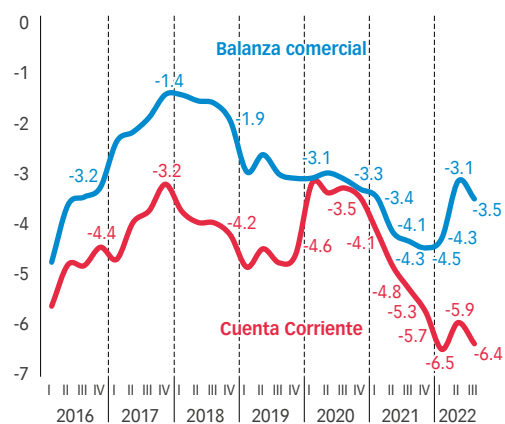
Al interior de la balanza comercial de bienes, las exportaciones se expandieron un 54.0% anual en los tres primeros trimestres de 2021 hacia niveles de US\$46.032 millones (vs. US\$29.897 millones un año atrás). Ese incremento se originó en su mayoría por el incremento en el valor del petróleo y sus derivados y del carbón (49.1% y 127.8%, respectivamente), así como por el volumen exportado de petróleo y carbón (7.2% y 5.6%). A esto le siguieron las exportaciones de productos industriales y de café.

Las importaciones, por su parte, registraron durante enero-septiembre un crecimiento de 38.4%, con lo cual se llegó a US\$54.991 millones (vs. US\$39.725 millones). En este caso, el incremento se dio de forma generalizada. Sin embargo, las importaciones que terminaron por jalonar el crecimiento fueron las de los insumos y bienes de capital (crecimiento de 28.3%), los combustibles y lubricantes (133.8%) y los bienes de consumo (25.4%).

Por el lado de la balanza de servicios, las exportaciones totalizaron US\$3.774 millones. Lo anterior se deriva de las mayores exportaciones de servicios tradicionales (124.1%) y modernos (16.8%). En cuanto a las importaciones, los servicios tradicionales jalonaron el crecimiento al registrar una expansión de 72.6%, seguida de los modernos con un incremento de 18.0%. El mayor déficit del rubro de la renta de los factores se explica, en mayor medida, por el incremento en los egresos por utilidades asociadas a la Inversión Extranjera Directa (IED) en Colombia (66% de los egresos del rubro) y en menor al pago de dividendos e intereses (21.1%) y pagos de intereses (12.6%). Mientras que, se disminuyó el pago de los intereses de créditos con el extranjero. En cuanto a las utilidades derivadas de la IED, se destaca las actividades de minas y cantera, explotación petrolera, establecimientos financieros y servicios empresariales, industria y comercio, restaurantes y hoteles.

Frente a las transferencias corrientes, se registró un crecimiento de 17.2% frente al superávit de US\$7.840 millones registrado en enero-septiembre de 2022. El incremento de las transferencias se desprende de aumento de las remesas (9.4% anual), provenientes de Estados Unidos y Reino Unido, y los ingresos por otras transferencias (38.7%). Los cuales ayudaron a compensar el crecimiento de 20% anual que se registró en los egresos por transferencias al exterior.

Cuenta corriente y balanza comercial acumulada (% del PIB)



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

Perspectivas

Teniendo en cuenta el panorama de la cuenta corriente en lo corrido del año a septiembre de 2022, para el

cierre del año ANIF proyecta una expansión del déficit, con lo cual se ubicaría en -6.0% del PIB en 2021 (equivalentes a -US\$ 20.076 millones). Resultado que contrasta con el déficit de -5.7% del PIB registrado en 2021. Ese reajuste de las proyecciones se deriva de la reciente ampliación del déficit como resultado de los mayores egresos de utilidades de la IED, relacionadas de forma directa con los altos precios de los combustibles. De igual forma se tiene en cuenta el nivel de consumo que han mantenido los hogares hasta el tercer trimestre, así como depreciación del peso y el incremento generalizado de precios a nivel mundial.

Bajo ese panorama, el déficit de cuenta corriente para 2021 obedecería principalmente a la expansión del

balance deficitario de la renta de los factores (-4.4% del PIB en 2022 vs. -2.8% del PIB en 2021), balanza comercial (-5.0% del PIB en 2022 vs. -6.4% del PIB en 2021). Los cuales estarían parcialmente compensados por las transferencias corrientes (3.3% del PIB vs. 3.4% del PIB).

Ahora, para 2023 se prevé una disminución en el valor del déficit de la cuenta corriente hacia -US\$ 14.414 millones, con lo cual el peso porcentual del déficit se ubicaría en -4.4% del PIB. Ese resultado va de la mano del crecimiento proyectado de la economía de 1.4% por ANIF y de la devaluación del peso frente al dólar (proyección de \$3.790 promedio para 2023, correspondiente a una devaluación de 12.4%).

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

	2019	2020	2021	2022*	2023*
Cuenta Corriente	-14.808	-9.347	-17.997	-20.076	-14.414
% del PIB	-4.6	-3.5	-5.7	-6.0	-4.4
I. Bienes y Servicios	-14.146	-13.090	-20.048	-16.609	-15.152
% del PIB	-4.4	-4.8	-6.4	-5.0	-4.7
Bienes (Balanza Comercial)	-9.863	-8.870	-13.984	-12.359	-9.652
% del PIB	-3.1	-3.3	-4.5	-3.7	-3.0
II. Renta de los factores	-9.717	-5.044	-8.723	-14.667	-9.200
% del PIB	-3.0	-1.9	-2.8	-4.4	-2.8
III. Transferencias	9.055	8.788	10.775	11.200	9.938
% del PIB	2.8	3.2	3.4	3.3	3.1

*Proyectado.

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

RESULTADOS DE LA CUENTA DE CAPITALES AL TERCER TRIMESTRE DE 2022

En el tercer 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 6.6% del PIB (equivalentes a US\$5.662 millones). Superior en 1.0pp al superávit registrado un año atrás, el cual se ubicó en 5.7% del PIB (US\$4.504 millones). Con

eso, en los tres primeros semestres de 2022 el superávit de la cuenta de capitales sumó US\$15.447 millones, correspondientes al 6.0% del PIB. Lo que representa un incremento de 1.1pp frente al 4.8% del PIB registrado en el mismo periodo en 2021, equivalentes a US\$10.873 millones.

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	20.110	14.365
% del PIB	4.1	3.0	5.3	6.0	4.4
Inversión directa	10.836	5.772	6.201	12.200	9.900
% del PIB	3.4	2.1	2.0	3.6	3.0
Inversión Extranjera Directa	13.989	7.459	9.381	15.750	13.900
% del PIB	4.3	2.8	3.0	4.7	4.3
Inversión de cartera	-24	1.768	4.595	300	1.550
% del PIB	0.0	0.7	1.5	0.1	0.5
Otra inversión	5.904	4.435	6.736	8.250	4.420
% del PIB	1.8	1.6	2.1	2.5	1.4
Activos de Reservas	3.333	4.328	654	500	1.250
% del PIB	1.0	1.6	0.2	0.1	0.4
Saldo Reservas Internacionales Netas	53.167	59.031	58.579	59.079	60.329
% del PIB	16.5	21.8	18.6	17.6	18.5

* Proyectado

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

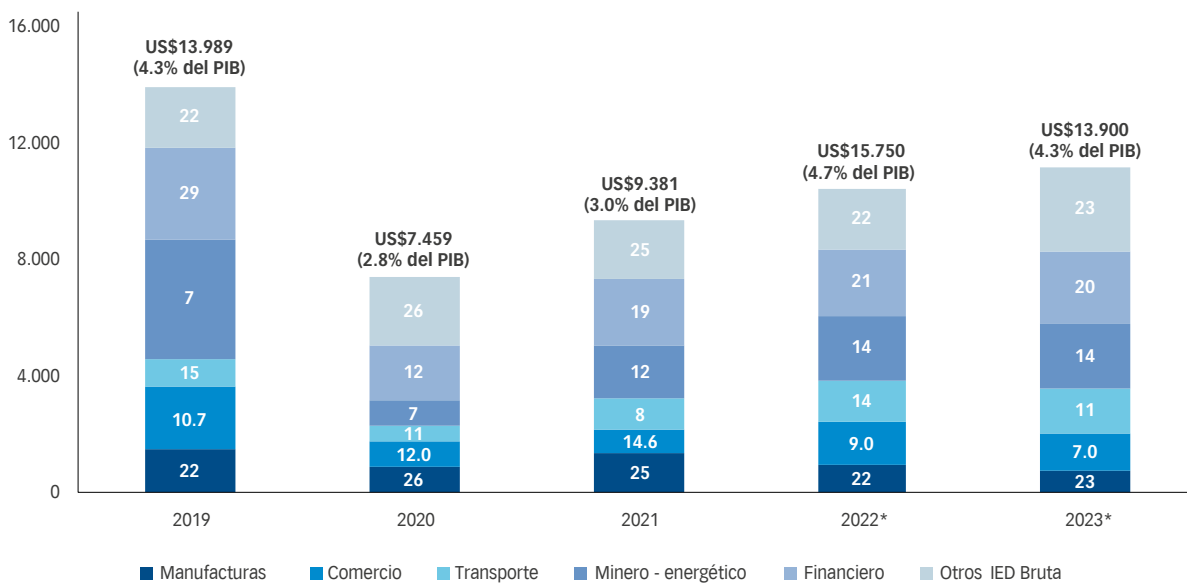
El desempeño de la cuenta de capitales entre enero y septiembre de 2022 se explica por el aumento en los ingresos de capital extranjero (US\$24.205 millones vs. US\$19.874 millones), de salidas de capital colombiano hacia el exterior (US\$8.251 millones vs. US\$5.265 millones) y en el pago de derivados financieros por parte de residentes (US\$146 millones vs. US\$217 millones). De igual forma, se registró un aumento de las reservas internacionales por un valor de US\$360 millones.

Por componentes sobre salen los flujos de: (i) inversión directa (US\$10.383 millones), equivalentes al 4.0% del PIB (vs. 2.1% del PIB en 2021); (ii) inversión de cartera (-US\$908 millones), correspondiente al -0.4% del PIB (vs. 1.7% del PIB); y "otras inversiones" (US\$6.479

millones), equivalentes a 2.5% del PIB (vs. 1.3% del PIB). Todo eso es consistente con una acumulación de Reservas Internacionales por US\$360 millones (0.1% del PIB), llevando a un saldo neto de RIN (Reservas Internacionales Netas) de US\$56.326 millones.

Al interior del rubro de inversión directa, la Inversión Extranjera Directa (IED) bordeó los US\$13.489 millones correspondientes al 5.2% del PIB. Monto superior a los US\$6.831 millones registrados un año atrás. Por actividad económicas, los servicios financieros fueron los que mayor IED registraron (34% del total), seguidos por minería y petróleo (25%), transporte y comunicaciones (11%), industria manufacturera (10%), comercio y hoteles (8%) y electricidad (5%).

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



* Proyectado

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

Perspectivas

Los mencionados déficits externos nos llevan a pronosticar un superávit de la cuenta de capitales de 6.0% del PIB para 2022 (vs. 5.3% del PIB en 2021), incluyendo los activos de reserva. En esa línea proyectamos una recomposición en cuanto a los flujos de: (i) IED neta, que pasaría de 3.0% del PIB en 2022 al 3.6% del PIB en 2022 (US\$15.750 millones); (ii) inversión de cartera, que disminuiría de 1.5% del PIB en 2021 hacia 0.1% del PIB en 2022 (US\$300 millones); y (iii) otras

inversiones, que se espera registren una expansión del 2.1% del PIB en 2021 al 2.5% del PIB en 2022 (US\$8.250 millones).

Ese panorama es consistente con un escenario de expansión de Reservas Internacionales Brutas, por un valor de US\$500 millones. Lo que dejaría al país con un saldo total de US\$59.079 millones en 2022. De cara a 2022, se prevé un superávit en la cuenta de 4.4% del PIB (US\$ 14.365 millones), con acumulaciones de RIN equivalentes al 0.4% del PIB (US\$1.250 millones).

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

Sector	2019	2020	2021	2022*	2023*
Minero - energético	4.117	896	1.744	3.938	2.780
Manufacturas	1.499	894	1.345	1.575	1.390
Comercio	2.125	847	755	1.260	1.251
Financiero	3.132	1.920	2.305	4.725	3.475
Transporte	1.006	538	1.045	1.733	1.529
Otros	2.109	2.364	2.115	2.520	3.475
IED Bruta	13.989	7.459	9.381	15.750	13.900
IED Bruta (% del PIB)	4.3	2.8	3.0	4.7	4.3
IED Colombiana en el extranjero	3.153	1.686	3.162	3.550	4.000
IED Neta	10.836	5.773	6.220	12.200	9.900
IED Neta (% del PIB)	3.4	2.1	2.0	3.6	3.0

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

TASA DE CAMBIO

En años recientes, el dólar ha mostrado una volatilidad que ha tenido efectos sobre las tasas de cambio en todo el mundo. Si bien la TRM es usualmente cambiante, en los últimos tiempos sus grandes variaciones tienen varias razones. Primero, la pandemia del COVID-19 dejó un panorama sumamente incierto, con recesiones, devaluaciones, etc. Esto llevó a problemas como la disminución en el precio del petróleo. Además de esto, a mediados del año 2021, Colombia perdió la calificación de BBB- y pasó a un grado menor, de BB+. La pérdida de la calificación de riesgo del país tuvo grandes impactos en la economía; el bajo grado implica un menor apetito por inversión, tanto nacional como extranjera, que afecta las tasas de interés, entre otros, que son determinantes en el análisis de las fluctuaciones de la tasa de cambio. Por otro lado, la posesión del nuevo gobierno en agosto de

este año trajo consigo incertidumbre política, que rápidamente se tradujo en incertidumbre económica gracias a las intenciones de reforma tributaria (que ya fueron aprobadas), las nuevas propuestas de reformas y promesas de campaña que han puesto sobre la mesa nuevas presiones fiscales.

Todo lo anterior, y un deseo de llevar las inversiones a países con un futuro menos incierto, llevó a una salida de capitales del país que devaluó la moneda local en una medida significativa. Por causa de la pandemia, la tasa de cambio de 2020 estuvo la mayor parte del año rondando un rango cercano a los \$3.690. Para el siguiente año, 2021, el promedio del dólar se ubicó en \$3.743; en otras palabras, una devaluación de 1.35% frente a lo visto en el año anterior. Estas devaluaciones y volatilidades se explican con factores so-

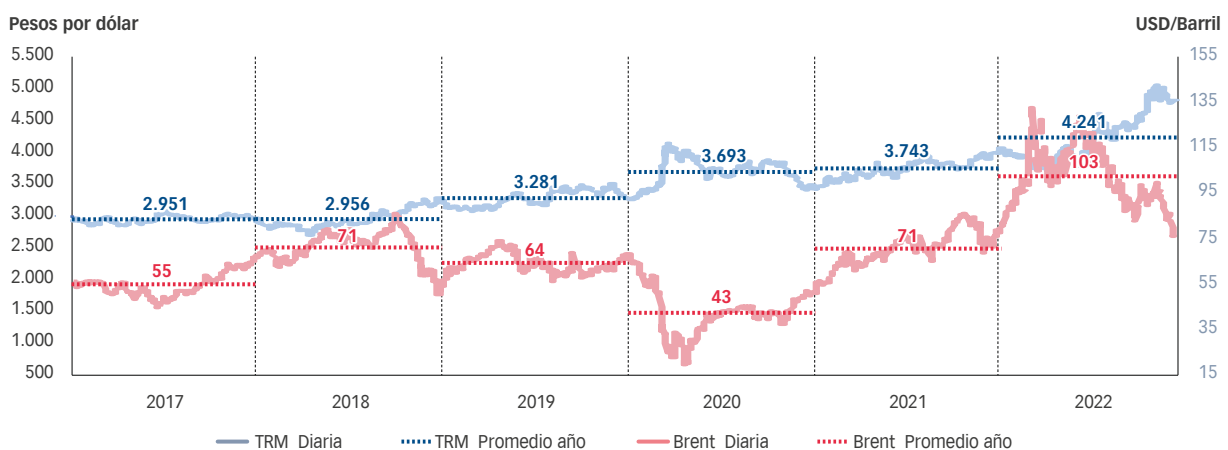
ciales y económicos al interior del país, así como por los precios registrados en el resto del mundo, como se analizará más adelante. La mitad del 2021 fue el momento más pronunciado en la devaluación en esa época, continuando con la tendencia que había seguido la TRM el resto del año. Se puede notar que el promedio anual de la tasa de cambio ha venido subiendo constantemente desde hace cuatro años.

En 2022, la tasa ha visto sus movimientos más drásticos debido a volatilidades tanto del peso como del dólar. El año comenzó con la tasa en casi \$4.000 (\$3.981 puntualmente) y alcanzó por primera vez el nivel histórico de \$5.000. Después de este pico el dólar estuvo relativamente más estable, manteniéndose todo el resto del año entre \$4.780 y \$5.070. A pesar de esto, la TRM observó una devaluación anual del 19.5%. El valor promedio de la tasa de cambio se ubica hasta el 20 de diciembre en \$4.241, que supera en

\$498 lo visto en 2021 y sitúa la devaluación año a año en 13.4%. Las variaciones en el último trimestre de 2022 tuvieron dos lados importantes. En la primera mitad del trimestre, la moneda se devaluó en un 9.4%, siguiendo todas las tendencias que había mostrado hasta el momento, acordes con el panorama geopolítico y nacional de recesión e incertidumbre. Sin embargo, en la segunda mitad del trimestre, se recuperó en promedio en un 5%, con una volatilidad mucho más controlada, pero manteniendo niveles más altos que los vistos en todo el resto del siglo.

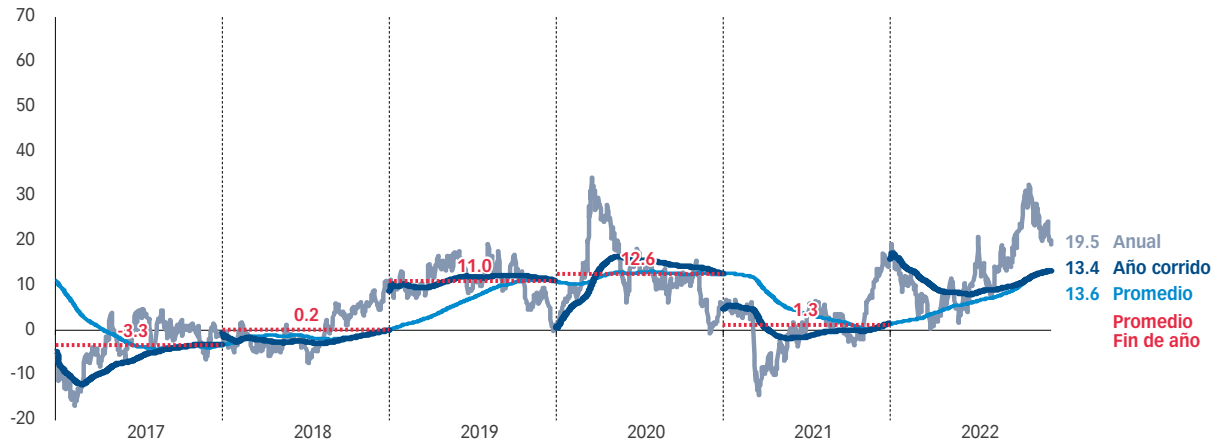
Lo anterior se demuestra revisando las variaciones de la tasa de cambio a lo largo del año. La variación acumulada en el primer mes del año se ubicó por encima del 14%. Mas adelante, en lo corrido a julio la devaluación registro correcciones ubicándola para ese entonces en 8.1% con respecto al año anterior. Desde entonces, hasta lo corrido a diciembre la TRM

**Evolución de la TRM, el Brent y promedios anuales
(Pesos por dólar – USD/Baril, al 20 de diciembre, 2022)**



Fuente: cálculos ANIF con base Banco de la República.

**Evolución de la TRM y Promedios anuales
(%, a diciembre 20 de 2022)**



Fuente: cálculos ANIF con base Banco de la República.

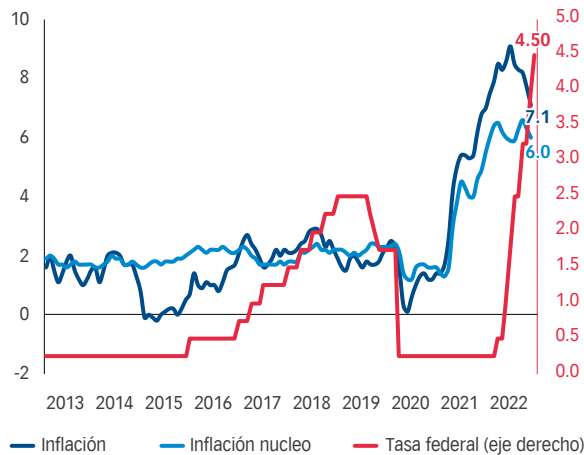
acumuló una variación de 13.4%. La tendencia que se observó a lo largo del 2022 fue un comienzo con valores muy elevados, luego se redujo continuamente hasta llegar al nivel mencionado de mediados del año, solo para volver a crecer constantemente hasta mediados de diciembre.

Estados Unidos ha presentado tendencias similares a las de Colombia. La guerra en Ucrania ha llevado a un alza en los precios de suministros, de gas, de petróleo, y demás, para todo el mundo y esto ha tenido su marca en la economía norteamericana. La inflación se situó en 7.1% para el mes de noviembre, siguiendo lo que se venía viendo a lo largo del año y situando al 2022 como el año con más inflación en casi cuatro décadas. Los precios no solo de Estados Unidos y Colombia han estado subiendo de manera muy marcada, sino también para el resto del mundo. La vasta mayoría de los países han estado estimu-

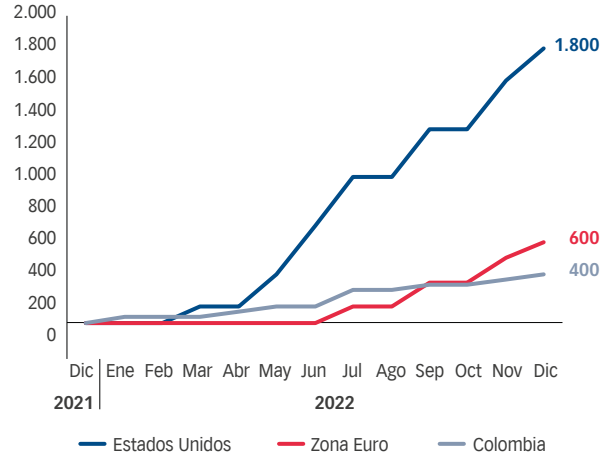
lando la economía para buscar recuperarse de la recesión de los últimos años y que se ha pronunciado aún más en 2022. Para corregir esto, tanto Estados Unidos como Europa han subido las tasas de interés, si bien los americanos la elevaron con diferencia por encima del resto.

El riesgo de inversión se encuentra en todo el mundo debido a los riesgos geopolíticos a los que se enfrenta el área europea en este momento. Además, los países tienen particularidades que los vuelven más o menos atractivos para el capital. Por ejemplo, América del Sur ha visto grandes incertidumbres por las transiciones políticas que se presentan en la mayor parte de los países del continente. El refugio de todo este capital que prefiere no involucrarse con problemas políticos y guerras es, evidentemente, el dólar. Esto ha llevado a que las monedas del mundo se hayan devaluado con respecto a la estadounidense.

**a. Inflación y tasas de interés en EEUU y UE
(%, noviembre - diciembre 2022)**

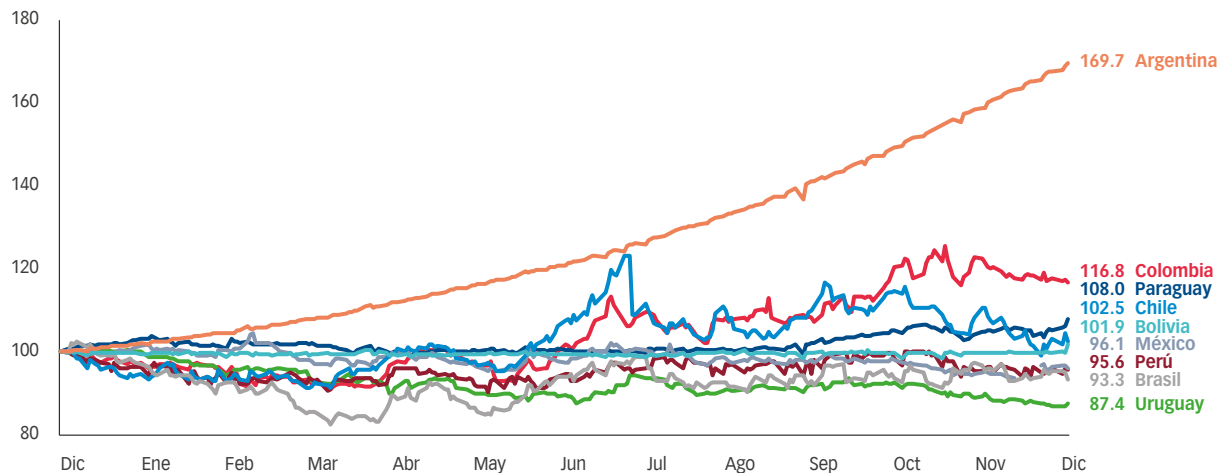


**b. Índice de la tasa de interés
(valor en diciembre de 2021 = 100)**



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

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



Fuente: elaboración ANIF con datos de Yahoo Finance.

Se evidencia, sin embargo, que Colombia está por arriba de la mediana, situándose en segundo lugar con 116.8 (siendo el índice igual a 100 al cierre de 2021), solo superado por Argentina.

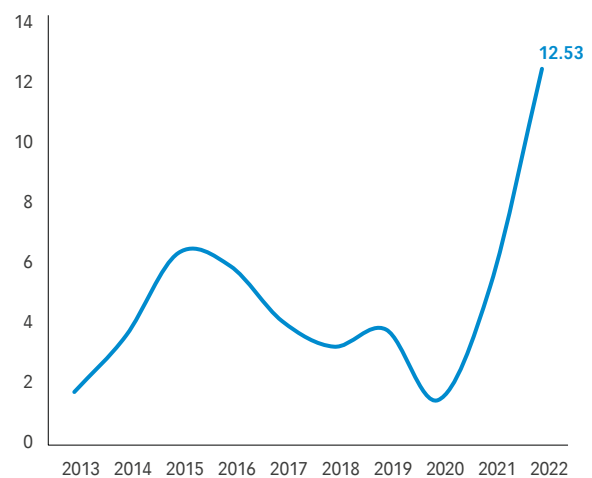
Otro factor que contribuye a la devaluación del peso colombiano es la inflación, que está en niveles máximos en este siglo. El último dato de noviembre de 2022 fue de 12.53%. La respuesta a las alzas de precios es

que el Banco de la República ha venido subiendo constantemente la tasa de interés; en diciembre el Banco escaló la tasa en 100 pb, dejándola en 12% y podría volver a subir en el mes de enero de 2023. Con las tasas de interés tan elevadas, llega un importante incentivo a reemplazar inversión con ahorro y menos inversión resulta en lo que se ha estado viendo: salida de capital que devalúa la moneda. Lo que se ve con esta política monetaria tan pronunciada, si bien es necesaria para controlar la inflación, es que volatiliza aún más las tasas y por consiguiente la TRM.

El riesgo de la inversión en Colombia, el EMBI, que mide el riesgo haciendo una comparación de las tasas a las que se emiten bonos del tesoro en dólares de los países en desarrollo con las de los bonos de Estados Unidos, tiene el crecimiento más elevado de la región. Esto pinta un panorama que no es atractivo para inversionistas, puesto que el riesgo tiene que ver más con factores internos del país que con los que comparte con el mundo. Los factores en cuestión son

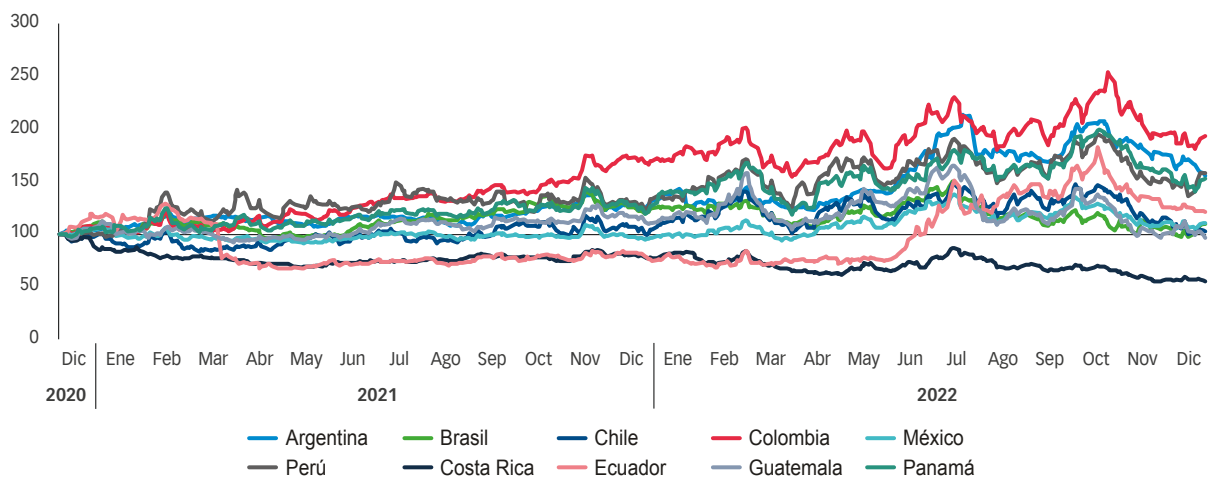
la situación fiscal de Colombia, la inflación, la tasa de interés, la nueva presidencia, la reforma tributaria, y demás. Retos el déficit por cuenta de todo lo mencionado continúan, y eso es algo que preocupa a los mercados del resto del mundo y aumenta la percepción del riesgo poner dinero en el mercado colombiano. Para intentar remediar estos problemas, el gobier-

Inflación en Colombia



Fuente: cálculos ANIF con base en Dane.

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



Fuente: elaboración ANIF con datos de Invenomica.

no, en cabeza del ministro José Antonio Ocampo, pasó una reforma tributaria que proyecta recaudar \$19.73 billones en 2023.

Perspectivas

Teniendo en cuenta todo lo mencionado, así como proyecciones en los otros frentes de la economía, se evidencia que Colombia sigue en una tendencia de devaluación marcada. Para el año 2023, ANIF prevé una tasa de cambio promedio de \$4.790 pesos por dólar, resultante de una devaluación del 12.4% con respecto al promedio de 2022 que se estima cierre en 4.260. El desempeño del Gobierno Nacional en meses

y años a venir será determinante en lo que suceda con la TRM; políticas fiscales y monetarias cuidadosas y bien estructuradas son necesarias para traer confianza a la economía de Colombia, controlar los precios, el consumo, etc, y así regular la volatilidad del peso. El nivel de la tasa de interés, sin embargo, podría subir a principios del 2023 y luego estabilizarse. De esta manera se mantiene a raya la inflación y se ayuda al consumo de los hogares, pero volviendo a la gradualidad que ha caracterizado a Colombia en materias fiscales y monetarias en el pasado. Se debe tener en cuenta que los factores externos al país son de gran impacto en la devaluación de la moneda local, por lo que parte de la volatilidad de la tasa de cambio es imprevisible.

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	7.5-7.9	1.2 - 1.6
COMPONENTES DE PRODUCCIÓN DEL PIB					
Agropecuario	2.3	2.0	3.1	-0.8	-0.4
Minas y canteras	1.7	-15.6	0.2	0.8	0.2
Industria	1.2	-9.8	16.4	2.0	1.3
Electricidad, gas y agua	2.5	-2.6	5.1	4.0	1.5
Construcción	-1.9	-26.8	5.7	4.0	1.9
Comercio, transporte y turismo	3.7	-13.7	20.9	4.6	1.4
Comunicaciones	1.1	-2.6	11.4	6.8	0.5
Actividades financieras	6.3	2.3	3.4	8.1	0.7
Actividades inmobiliarias	3.3	1.5	2.5	12.0	1.7
Actividades empresariales	3.4	-5.5	9.8	12.3	2.3
Servicios sociales, comunales y personales	5.1	0.1	7.6	14.4	0.9
Actividades de recreación	13.0	-11.4	33.1	28.1	1.8
COMPONENTES DE GASTO DEL PIB					
Consumo de los hogares	3.9	-5.0	14.8	8.8	1.2
Consumo del gobierno	5.3	-0.6	10.3	4.1	1.3
Inversión	3.8	-20.5	12.2	15.1	1.3
Exportaciones	3.1	-22.7	14.8	12.3	0.9
Importaciones	7.3	-20.5	28.7	18.9	0.7
DESEMPLEO					
Tasa nacional de desempleo (promedio)	10.5	16.1	13.8	11 - 11.5	11.5 - 12
Tasa de desempleo trece ciudades (promedio)	11.2	18.4	15.2	11.1 - 11.6	11.6 - 12.1
INFLACIÓN (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)					
IPC total nacional	3.8	1.6	5.6	12.5-12.9	7.0 - 7.5
TIPO DE CAMBIO Y DEPRECIACIÓN					
TRM (cierre año)	3.277.1	3.432.5	3.981.2	4.825.0	4.825.0
Depreciación nominal anual del peso (cierre año)	0.8	4.7	16.0	21.2	0.0
TRM (promedio año)	3.281	3.693	3.743	4.260	4.790
Depreciación nominal anual del peso (promedio)	11.0	12.6	1.3	13.8	12.4
SECTOR EXTERNO (US\$ MILES DE MILLONES)					
Exportaciones de Bienes FOB	40.7	32.3	42.7	60.6	50.9
Importaciones de Bienes FOB	50.5	41.2	56.7	73.0	60.6
Balanza Comercial de Bienes FOB	-9.9	-8.9	-14.0	-12.4	-9.7
Cuenta Corriente	-14.8	-9.2	-17.8	-20.1	-14.4
Reservas Internacionales Netas	53.2	59.0	58.6	59.1	60.3
SECTOR EXTERNO (% DEL PIB)					
Cuenta corriente	-4.6	-3.5	-5.7	-6.0	-4.4
Balanza comercial	-3.1	-3.3	-4.5	-3.7	-3.0
Cuenta de capital	4.1	3.0	5.3	6.0	4.4
IED Bruta	4.3	2.8	3.0	4.7	4.3
IED Neta	3.4	2.1	2.0	3.6	3.0

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

PROYECCIONES

PRODUCTO INTERNO BRUTO

Producto Interno Bruto (Var. Porcentual anual)

	Observado			Proyección	
	2019	2020	2021	2022	2023
Estados Unidos	2.3	-3.4	5.7	2.0	1.0
China	6.0	2.2	8.1	2.9	4.3
Zona Euro	1.5	-6.5	5.2	3.3	0.5
Japón	0.0	-4.5	1.7	1.2	1.6
México	-0.2	-8.1	4.8	3.1	1.8
Colombia	3.2	-7.0	10.7	8.0	0.9
Perú	2.2	-11.0	13.5	2.5	2.3
Chile	0.8	-6.0	11.7	2.7	-1.2
Ecuador	0.0	-7.8	4.2	2.2	2.3
Brasil	1.2	-3.9	4.6	3.0	0.2

Fuente: JP Morgan Markets.

CUENTA CORRIENTE

Cuenta Corriente (% del PIB)

	Observado			Proyección	
	2019	2020	2021	2022	2023
Estados Unidos	-2.2	-2.9	-3.7	-3.6	-3.1
China	0.7	1.7	1.8	2.2	1.3
Zona Euro	3.0	2.8	2.5	0.9	2.2
Japón	3.4	2.9	2.9	0.9	1.0
México	-0.3	2.3	-0.4	-1.2	-2.3
Colombia	-4.6	-3.4	-5.7	-6.5	-5.5
Perú	-1.0	0.8	-2.5	-5.1	-3.2
Chile	-5.2	-1.7	-6.7	-8.6	-4.5
Ecuador	-0.1	2.6	2.9	2.6	1.9
Brasil	-3.5	-1.6	-1.7	-1.7	-1.9

Fuente: JP Morgan Markets.

INFLACIÓN

Inflación (Variación porcentual anual)

	Observado			Proyección	
	2019	2020	2021	2022	2023
Estados Unidos	1.8	1.2	7.4	7.2	2.6
China	2.9	2.5	1.8	1.9	2.5
Zona Euro	1.3	0.3	5.0	10.0	2.8
Japón	0.5	0.0	0.5	3.7	2.7
México	2.8	3.2	7.4	8.1	5.4
Colombia	3.8	1.6	5.6	12.4	7.5
Perú	1.9	2.0	6.4	8.0	3.8
Chile	3.0	3.0	7.1	12.8	5.0
Ecuador	-0.1	-0.9	1.9	3.8	2.4
Brasil	4.3	4.5	10.1	6.0	5.0

Fuente: JP Morgan Markets.

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	4.0
China	3.6	4.2	4.0	5.5	5.2
Zona Euro	7.6	8.0	7.7	6.7	6.9
Japón	2.4	2.8	2.8	2.6	2.4
México	3.5	4.4	4.1	3.6	3.8
Colombia	10.4	15.7	13.8	11.0	10.5
Perú	6.6	13.9	10.9	7.0	7.5
Chile	7.2	10.7	8.9	7.7	8.1
Ecuador	3.8	5.3	4.2	4.2	4.3
Brasil	12.0	13.8	13.2	9.5	9.6

Fuente: JP Morgan Markets.