FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

PROSPECTIVA ECONÓMICA

Prospectiva Económica julio 2022

1. Análisis del crecimiento de Colombia
2. Contexto internacional: Desaceleración económica global e inflación internacional al alza
3. Actividad productiva: La economía colombiana mantiene un buen desempeño
4. Sector externo: Ampliación del déficit de ingreso primario
5. Política fiscal: Perspectivas de mediano plazo
6. Sector monetario: La inflación más alta de los últimos 22 años
7. Economía regional: Recuperación de la confianza del consumidor

ISSN: 1692-0341

Jul

PROSPECTIVA ECONÓMICA

Jul|| Prospectiva Económica – Julio 2022

FECHA PUBLICACIÓN

22 de julio de 2022

ISSN: 1692-0341

EDITORES

Luis Fernando Mejía

Director Ejecutivo

Sebastián Bernal

Carolina Celis

Diego Fernando Cuesta

Isabella García

Germán Rodriguez

Jesús Daniel Sarmiento

Felipe Anzola

Analistas económicos

DIAGRAMACIÓN

Lily Alejandra Tobo

FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social

Oficina Comercial

Tel.: (571) 325 97 77 | Ext.: 340

mruiz@fedesarrollo.org.co

Contenido

1. Análisis del crecimiento de Colombia

2. Contexto internacional: Desaceleración económica global e inflación internacional al alza

3. Actividad productiva: La economía colombiana mantiene un buen desempeño

4. Sector externo: Ampliación del déficit de ingreso primario

5. Política fiscal: Perspectivas de mediano plazo

6. Sector monetario: La inflación más alta de los últimos 22 años

7. Economía regional: Recuperación de la confianza del consumidor

Prospectiva Económica – Julio 2022

Contexto internacional: Desaceleración económica global e inflación internacional al alza

Los eventos que han transcurrido en el primer semestre de año han tenido un impacto desfavorable sobre las perspectivas de crecimiento a nivel internacional y al mismo tiempo han generado disrupciones severas en las cadenas de suministro globales. Para el segundo semestre del año, el panorama internacional se ha tornado más complejo al evidenciar que ha surgido un riesgo de estanflación global como consecuencia de las persistentes presiones inflacionarias que se han observado en lo corrido del año y la caída en las perspectivas de crecimiento mundial. Adicional a lo anterior, la Reserva Federal, en su objetivo de conducir la inflación a su objetivo meta de largo plazo de 2%, ha aumentado su tasa de política en sus últimas reuniones y ha iniciado un programa de venta de activos en su hoja de balance con el objetivo de retirar liquidez de la economía. Si bien el ajuste de la tasa de política por parte de la Reserva Federal era inminente, en la medida en que el mes de mayo registró el nivel de inflación más alto en los últimos 40 años, se teme que dicho ajuste pueda desencadenar en una posible entrada en recesión. En ocasiones pasadas, ajustes en la tasa de política por parte de la FED para combatir altos niveles de inflación han desencadenado en recesiones en los Estados Unidos.

Ante esta coyuntura, es importante analizar de qué forma algunas variables claves para el desempeño de la economía colombiana podrían verse afectadas. Lo primero, es el impacto que una reducción del crecimiento de los socios comerciales pueda tener sobre las exportaciones y el ingreso de divisas vía comercio, al tiempo que el alza en los precios del petróleo y el carbón también tendrían implicaciones sobre el crecimiento de las exportaciones y los ingresos fiscales del país. En segundo lugar, la incertidumbre y el nerviosismo de los inversionistas extranjeros puede conducir a reducciones en la entrada de flujos de capital al país, ya sea de inversión extranjera directa o de portafolio, lo que puede conducir a una desvalorización de algunos activos nacionales (como lo son los TES) y sobre todo a una depreciación del peso colombiano.

Actividad productiva: La economía colombiana mantiene un buen desempeño

En el primer trimestre de 2022 la economía colombiana registró un crecimiento de 8,2% real anual según la serie corregida por efectos estacionales y de calendario, teniendo en cuenta que en el mismo periodo de 2021 se observó una variación anual de 1,2% en el PIB. Este resultado, que representa el crecimiento más alto en un primer trimestre desde que se cuenta con información estadística, se ubicó por encima de las expectativas del mercado (6,9%) reportadas en la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) del mes de abril. De esta manera, asumiendo un nivel de producción real igual a 100% en 2019-IV, la actividad se incrementó desde un 106,8% en el cuarto trimestre del año pasado hasta un 107,9% en 2022-I, implicando así que el trimestre en mención registrara el mayor nivel del PIB en la historia económica del país.

A partir de los resultados más recientes de la dinámica productiva, el análisis de riesgos al crecimiento económico y los resultados de los modelos de análisis, aumentamos nuestro pronóstico de crecimiento frente a la edición anterior, en donde anticipábamos un crecimiento anual en el PIB de 4,6% en 2022 y lo actualizamos hasta un 5,5%. Con esto en mente, la actividad productiva se encontraría jalonada en mayor medida por el desempeño del consumo interno, los altos niveles de precios en los *commodities* con destino de exportación y otros factores que se abordarán de manera detallada en el análisis de crecimiento que se presentará en la primera sección.

Sector externo: Ampliación del déficit de ingreso primario

Los datos de primer trimestre de la cuenta corriente registraron un déficit como porcentaje del PIB de 6,4%, lo que representa un incremento de 2,3 puntos porcentuales (pps) frente al déficit observado en el mismo periodo de 2021 (4,1%). Lo anterior fue resultado principalmente de la ampliación del déficit en la balanza de renta factorial, y en menor medida del déficit de la balanza comercial, en donde los egresos del ingreso primario superaron considerablemente los ingresos y en el que el aumento de las importaciones de bienes y servicios superaron el progreso de las exportaciones, respectivamente. Teniendo en cuenta tanto el alto nivel de remesas registrado desde finales de 2021 como la esperada reducción del déficit de balanza comercial, gracias la mejoría en los términos de intercambio, esperamos para el final de 2022 una reducción del déficit hasta 5,1% como porcentaje del PIB. No obstante, este pronóstico sigue sujeto a una alta incertidumbre como consecuencia tanto del conflicto entre Ucrania y Rusia, como por la posibilidad de una recesión en Estados Unidos y sus efectos sobre los mercados globales.

Política fiscal: Perspectivas de mediano plazo

El pasado 14 de junio, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2022 (MFMP), en el cual se traza la hoja de ruta de la política fiscal y macroeconómica del país para los próximos diez años, y se presentan los escenarios de crecimiento económico, balance fiscal y deuda pública, así como las estrategias que conducirán a dichos resultados. De acuerdo con las proyecciones del MFMP, el déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) en 2022 se situaría en 5,6% del PIB ($75,7 billones), lo cual representa una disminución aproximada de 0,7 pps con respecto al déficit presentado en el Plan Financiero de 2022 (PF). Dicho ajuste obedece a un mayor recaudo derivado principalmente de un crecimiento económico superior al proyectado previamente (6,5% MFMP vs 5,0% PF).

Desde Fedesarrollo esperamos un panorama fiscal en el mediano plazo más favorable de lo que señalábamos en la anterior edición. No obstante, ese panorama depende en gran medida de factores que podrían variar, como el crecimiento económico o el precio internacional del petróleo. Por ende, en línea con el proceso de consolidación fiscal y el cumplimiento de la regla fiscal consideramos necesario tomar medidas que promuevan un ajuste en el gasto que se ha ampliado de manera significativa desde el inicio de la pandemia.

Sector monetario: La inflación más alta de los últimos 22 años

La economía colombiana continúa enfrentando fuertes presiones inflacionarias, como consecuencia tanto de factores internos, asociados al desequilibrio entre la oferta y la demanda interna dado el proceso dinámico de recuperación económica; como a factores externos, ligados a la ola inflacionaria global, la depreciación acumulada de la tasa de cambio, las presiones persistentes por cuenta de la lenta recuperación de las cadenas mundiales de suministro y la continuación del conflicto entre Ucrania y Rusia. En particular, la inflación anual de junio de 2022 se situó en 9,67%, manteniéndose por 11 meses consecutivos por encima del rango meta del Banco de la República y ubicándose como el máximo histórico de los últimos 22 años.

Este comportamiento responde principalmente a la evolución del componente de alimentos, el cual registró una inflación histórica de 23,6% para el mismo mes, a consecuencia de la persistencia de altos costos en insumos agrícolas. Asimismo, también ha contribuido una oferta limitada de productos como la carne, dado al incremento de las exportaciones ante un panorama internacional favorable por la alta tasa de cambio. Por el lado de la demanda, también se han registrado presiones inflacionarias, lo que ha mantenido la inflación básica SAR (sin alimentos y regulados) en una tendencia alcista desde cierre de 2021. En específico, lleva 6 meses consecutivos acelerándose y 5 meses seguidos por encima del rango meta del Banco de la República, cerrando en 6,06% durante junio.

En este contexto, el Banco de la República continúa en un proceso de normalización de la política monetaria, con el objetivo de contener la inflación y anclar las expectativas del mercado. Así, en la sesión del 31 de marzo, la JDBR aumentó la tasa de política monetaria en 100 pbs, situándola en 5,0% para el mes de abril. Posteriormente, en la reunión del 29 de abril la JDBR aumentó la tasa en 100 pbs, ubicándola en 6,0% para mayo y junio. Finalmente, en la última reunión de la JDBR llevada a cabo el 30 de junio se decidió incrementar la tasa en 150 pbs, lo que la situó en 7,5% para julio. Se espera que esta tasa continúe incrementándose en las próximas reuniones y en línea con esto que la inflación aminore a partir de agosto

Economía regional: Recuperación de la confianza del consumidor

La economía colombiana se encuentra en un período de crecimiento satisfactorio debido al aumento en la confianza de los consumidores tras haber superado la crisis, así como al efecto base por la pandemia que aún afecta algunos sectores productivos. En este sentido, la mayoría de los indicadores sectoriales demuestran que la economía se encuentra por encima de los niveles pre-pandemia y que la recuperación continúa dándose de forma efectiva. En este sentido, el sector del comercio, transporte y alojamiento sigue exhibiendo un crecimiento exponencial para todas las regiones del país, así como la industria manufacturera. Además, el comportamiento de la economía regional muestra un escenario alentador en cuanto a la heterogeneidad en las sendas de crecimiento, pues todas las regiones alcanzaron un crecimiento promedio alrededor del 15% frente al periodo prepandemia y el 2020. A pesar de lo anterior, la región Amazonía sigue teniendo un

crecimiento más atenuado que el resto de las regiones y su participación en el PIB nacional sigue siendo bajo.

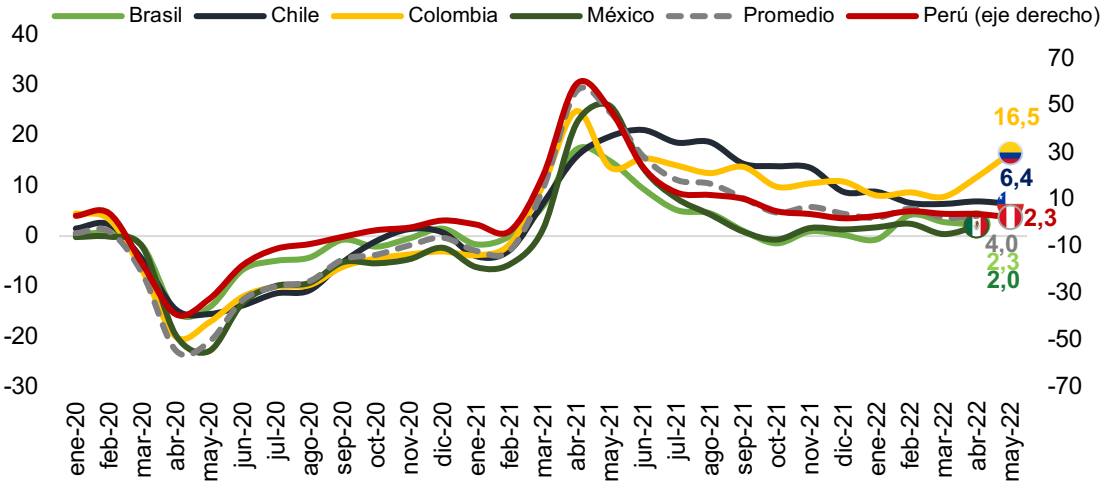
Es importante resaltar que la incertidumbre parece caracterizar el horizonte cercano del país en medio de presiones inflacionarias locales e internacionales, las amenazas constantes de una recesión global, y un conflicto en desarrollo que no ha podido resolverse aún en Europa Oriental. En este sentido, a pesar de que existe consenso con respecto al buen momento que atraviesa Colombia en el corto plazo, varias de las proyecciones optimistas que se tenían con respecto al crecimiento regional de mediano y largo plazo han tenido que ajustarse teniendo en cuenta, sobre todo, los posibles efectos de una posible recesión global.

1. Análisis del crecimiento de Colombia

Al comparar el crecimiento de Colombia con el de otros países de la región sobresale el hecho de que nuestra economía se encuentra en una mejor posición comparativamente. Si se tiene en cuenta el desempeño mensual de la actividad productiva a través de los distintos indicadores de seguimiento, para abril (último mes disponible en la mayoría de las economías) Colombia registró un desempeño económico (variación anual de 11,8%) que destaca en los pares regionales y que se ha mantenido en lo corrido de 2022 (Gráfico 1). Igualmente, si se considera el último dato disponible para Colombia (variación anual de 16,5% en mayo), la economía nacional sigue registrando un desempeño productivo por encima de sus pares regionales, aunque aún falta observar los resultados de Brasil y México.

La segunda economía que experimenta mejores dinámicas en la actividad productiva es Chile, que para abril y mayo del presente año registró una variación anual de 6,9% y 6,4% respectivamente. De esta forma, Chile, al igual que la evolución de la economía colombiana, ha venido convergiendo a crecimientos de un solo dígito después de observar variaciones anuales significativas en 2022.

Gráfico 1. Indicador de seguimiento económico para América Latina
(Variación anual, %)

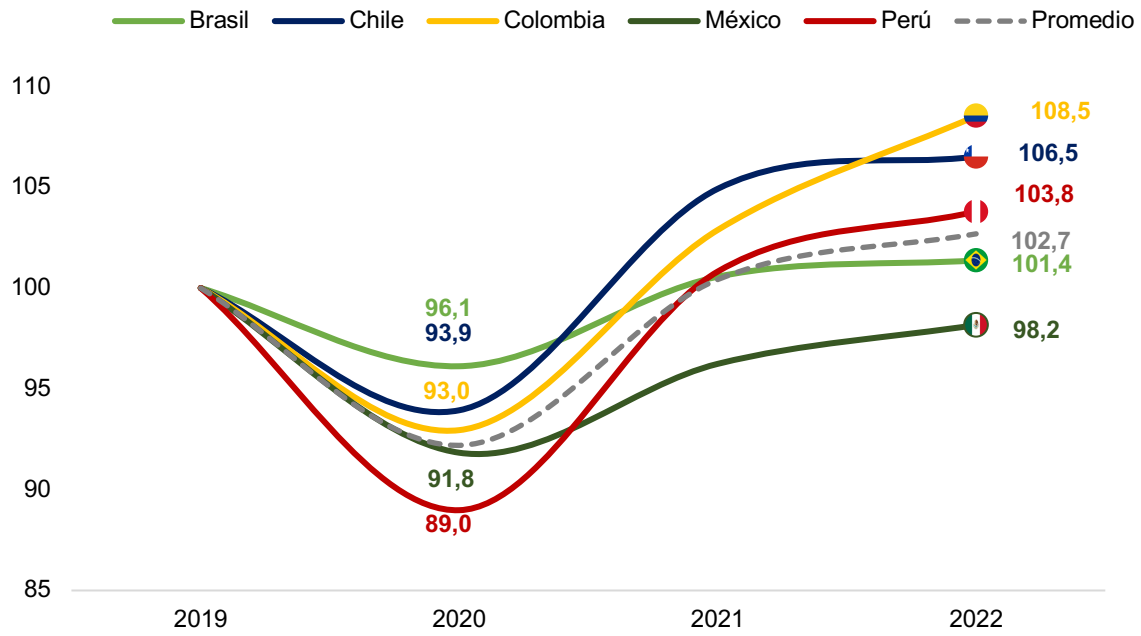


Fuente: Institutos de estadística de cada país.
*El promedio tiene en cuenta a los países presentados en la gráfica excepto Colombia.

Ahora bien, si se analiza el PIB anual y se utilizan los distintos pronósticos de crecimiento (incluido el de Fedesarrollo para Colombia), se puede concluir que para 2022 la economía nacional se ubicaría en la primer posición, registrando una variación de 8,5% respecto a la producción observada en 2019. Entre tanto, Chile y Perú experimentarían dinámicas

positivas en su actividad productiva del orden del 6,9% y 3,7% frente a 2019 respectivamente. De este análisis tambien destaca México, pues sería el único país en seguir por debajo de los niveles productivos prepandemia en 2022.

Gráfico 2. Índice de PIB
(2019 = 100)



Fuente: WEO y cálculos Fedesarrollo.
Nota: En 2022 para los países considerados se utilizó los pronósticos de crecimiento del WEO. En el caso de Colombia se usó el pronóstico de Fedesarrollo. El promedio tiene en cuenta a los países presentados en la gráfica excepto Colombia.

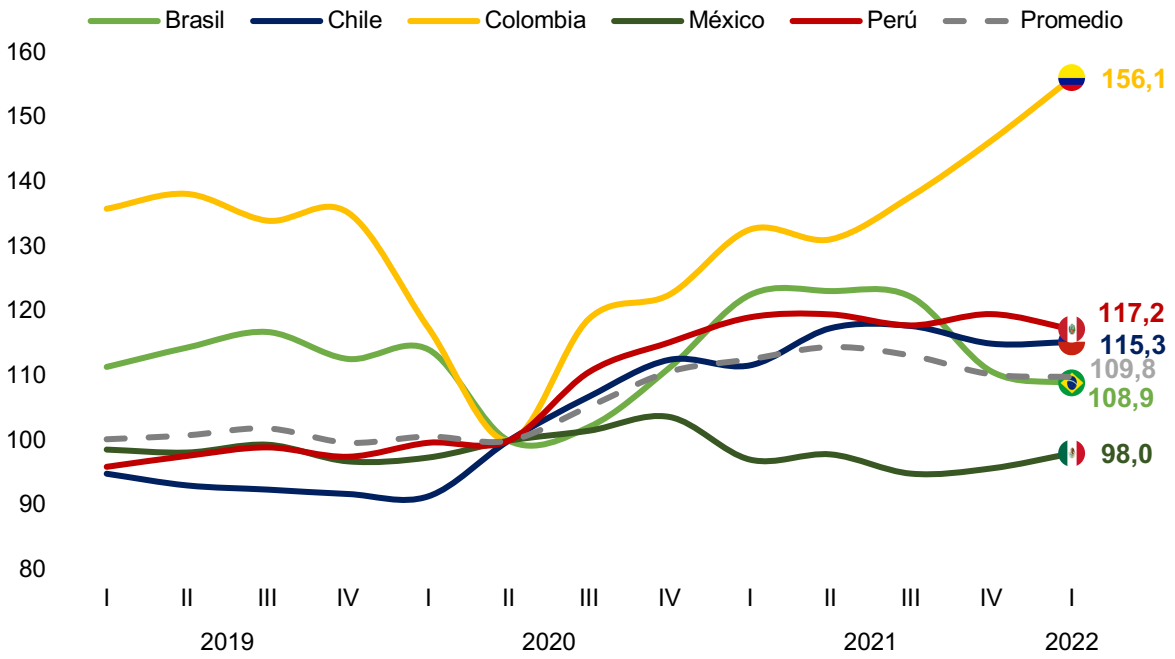
Teniendo en cuenta lo anterior, es importante tener presente los principales dinamizadores que estan impulsando la economia nacional por encima del desempeño de algunos países de la region. Por tanto, esta sección de prospectiva se centra en analizar cada uno de los factores que están impulsando dicho crecimiento. Especificamente, se abordarán los términos de intercambio, la política monetaria y la política fiscal demostrando de esta manera que Colombia registra un contexto positivo en estos tres aspectos, lo que podría estar jalonando la produccion nacional.

1.1 Términos de intercambio favorables

Uno de los principales motores de crecimiento económico en Colombia durante el segundo semestre de 2020, todo el 2021 y el primer trimestre del 2022 ha sido la dinámica de comercio exterior, en particular los favorables términos de intercambio que ha registrado el país durante este periodo. En general, se observa que a excepción de México, los países lideres en la región como lo son Brasil, Chile, Ecuador y Perú han exhibido un crecimiento favorable en sus términos de intercambio en comparación a los niveles registrados en el segundo trimestre de 2020. Sin embargo, Colombia se destaca por tener el repunte más

alto en sus términos de intercambio con relación a dicho trimestre si se compara con sus pares latinoamericanos (Gráfico 3).

Gráfico 3. Términos de intercambio
(2020 II = 100)



Fuente: BanRep, Banxico, Trading Economics, Banco Central de Chile, Banco Central Perú y cálculos Fedesarrollo. Nota: El promedio de la región no incluye a Colombia.

Se observa que después de una caída de 17,4 pps entre el primer y segundo trimestre de 2020 a causa de la pandemia, para el tercer trimestre de 2021 Colombia ya tenía los mismos niveles en sus términos de intercambio que los niveles que registraba prepandemia en el 2019. Para el cuarto trimestre de 2021 y el primer trimestre de 2022, los términos de intercambio del país han aumentado 18,3 pps en comparación con el tercer trimestre de 2021 donde se alcanzaron por primera vez los niveles prepandemia en este importante indicador económico.

Parte del buen desempeño de Colombia en sus términos de intercambio en los últimos dos trimestres está explicado por la composición de su canasta de exportación donde el 55% de su valor en el 2019 correspondió a petróleo y carbón. La actual coyuntura internacional, incluyendo los acontecimientos del conflicto en Ucrania, y la alta demanda a nivel internacional por *commodities* minero energéticos, ha hecho que el precio de éstos haya incrementado en un 189 % y 225 % desde el segundo trimestre de 2020, respectivamente. Los efectos de términos de intercambio más favorables para Colombia han generado un ingreso importante al país de recursos y divisas y al mismo tiempo han contribuido positivamente a las finanzas. Se espera que en el corto plazo dicha dinámica continue, si se tiene en cuenta el exceso de demanda sobre la actual oferta de petróleo y carbón, que se ha profundizado por el choque energético causado por las sanciones al gas y petróleo ruso.

Al comparar los términos de intercambio de Ecuador y de Colombia, se encuentra que en ambos casos se ve un claro repunte de este indicador desde el segundo trimestre de 2022, lo cual puede ser explicado porque en ambos países el crudo no refinado resulta ser su principal producto de exportación representando casi que el 24% del valor de sus exportaciones totales para el 2020. En los dos países, los altos precios del petróleo han tenido un efecto sustancial en mejorar sus términos de intercambio con los subsecuentes beneficios económicos generados por dicho aumento como el ingreso adicional de divisas y un mayor recaudo fiscal.

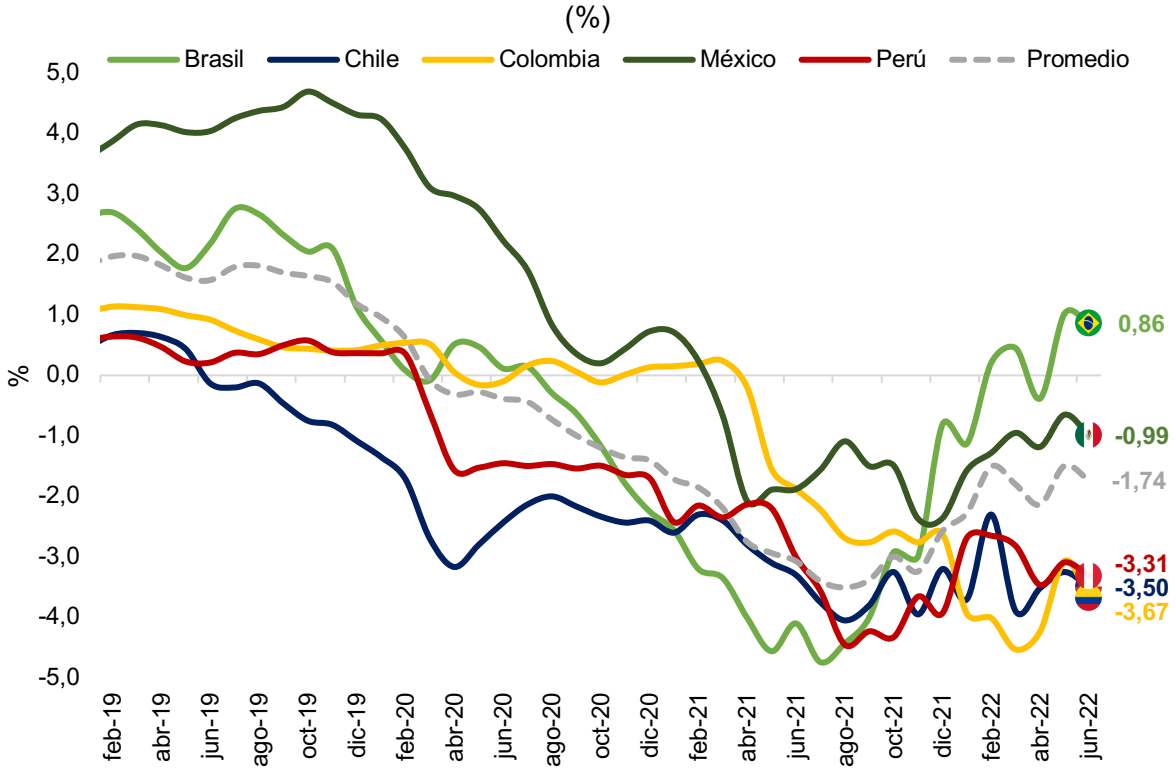
No obstante, dentro de la matriz exportadora colombiana también se encuentran otros *commodities* muy apetecidos internacionalmente hoy en día y que no hacen parte de la canasta exportadora del Ecuador como lo son el carbón y el oro. El carbón representa el 12,8% de la canasta exportadora colombiana y, como ya se mencionó previamente, ha exhibido un aumento del 225 % con relación al segundo trimestre de 2020, tendencia al alza que se espera que se siga manteniendo en el corto plazo, si se toma en consideración que muchos países han adoptado el carbón como fuente energética alternativa al sancionado gas ruso. En el caso del oro, que representa el 7,28% del valor de las exportaciones colombianas, también ha presentado un repunto en su precio pasando de un precio de 1.517 dólares la onza a principios de 2020 a un precio promedio de 1.823,6 dólares la onza en el periodo que va desde inicios del 2021 hasta finales de mayo del 2022. Se observa que tanto el carbón como el oro han sido una fuente importante de ingresos adicionales para el país y sus altos precios también permiten explicar parte de porque los términos de intercambio de Colombia han crecido más que los de Ecuador, a pesar de que éste último también tenga como principal producto de exportación el crudo no refinado.

1.2 Política monetaria expansiva

En el último año se ha evidenciado un fenómeno inflacionario mundial que responde principalmente a dos factores: el desequilibrio sostenido entre la oferta y la demanda global, y los altos precios de los *commodities*. En primera instancia, se ha observado que la demanda ha registrado una recuperación dinámica en línea con los ahorros acumulados por los hogares entre 2020-2021 y los impulsos vigentes provenientes de políticas de apoyo estatales, mientras la oferta mundial ha mantenido una recuperación rezagada por cuenta de la pérdida de capacidad instalada, la persistencia de los problemas logísticos sobre las cadenas de suministros y una limitada mano de obra. En segundo lugar, las alzas en las cotizaciones internacionales de *commodities* como el gas natural y el petróleo, han impactado, además del precio de la energía, los precios de los insumos agropecuarios; estas alzas, aunadas a un proceso acumulado de depreciación sobre las tasas de cambio dado el carácter mayoritariamente importado de los insumos, han presionado la inflación a través del componente de alimentos de la canasta del consumidor. En adición, el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania agravó el aumento de dichos precios en el primer semestre del año tanto por la menor oferta disponible, como por las sanciones económicas impuestas a Rusia.

En este contexto, en los principales países de América Latina la inflación ha mantenido una tendencia ascendente y se ha ubicado en cada caso, fuera del rango meta de inflación definido por cada autoridad monetaria[1]. En particular, para el mes de junio de 2022 la inflación en Brasil fue 11,9%, en Chile 12,5%, en Colombia 9,7%, en México 8,0% y en Perú 8,8%. Asimismo, la inflación núcleo que excluye los componentes sujetos a alta volatilidad (tal como los alimentos) y los regulados por parte de los gobiernos, también sobrepasó el límite superior del rango meta en cada caso, ubicándose para Brasil en 10,7%, Chile 9,9%, Colombia 6,1%, México 7,5% y Perú 5,0% durante el mismo periodo (Ver capítulo 6, Sección 5). Dado este contexto, las autoridades en cada país han emprendido un proceso de normalización de la política monetaria para enfrentar la subida de precios y anclar nuevamente las expectativas de inflación en el rango meta en el mediano plazo.

Gráfico 4. Tasa de política monetaria real (inflación total)

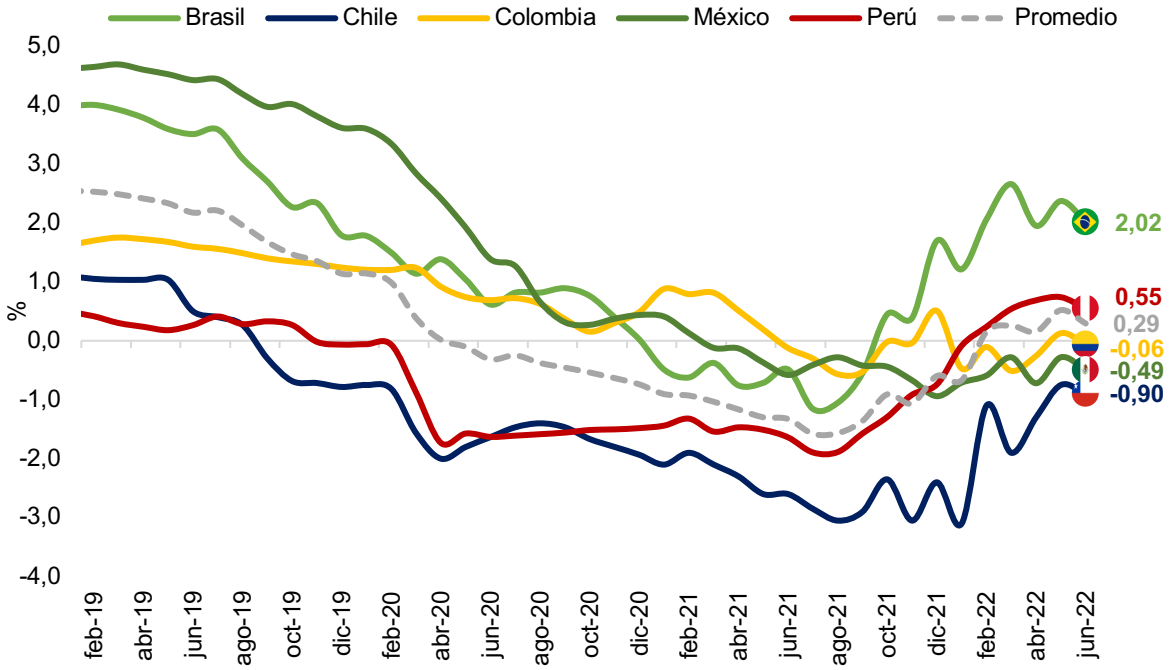


Fuente: Banco de la República (Colombia), Banco Central de Perú, Banco Central de Chile, INEGI (México), Banco Central de Brasil. Cálculos Fedesarrollo.
Nota: El promedio de la región no incluye a Colombia.

[1] En Brasil el objetivo de inflación en 2021 se ubicaba en 3,75% con un rango de tolerancia entre 2,25% y 5,25%. Para 2022 se situó en 3,5% con un rango de tolerancia entre 2,0% y 5,0%. En Colombia, Chile y México el objetivo es de 3,0% con un rango meta comprendido entre 2,0% y 4,0%. Por su parte, en Perú el objetivo es de 2,0% y el rango meta está comprendido entre 1,0% y 3,0%.

Gráfico 5. Tasa de política monetaria real (inflación básica)

(%)



Fuente: Banco de la República (Colombia), Banco Central de Perú, Banco Central de Chile, INEGI (México), Banco Central de Brasil. Cálculos Fedesarrollo. Nota: El promedio de la región no incluye a Colombia. En Brasil se usa la inflación core (excluye los grupos de Alimentos a Domicilio y Precios Administrados), en Chile la inflación SAE (Sin alimentos y energía), en Colombia la inflación SAR (Sin alimentos y regulados), en México la inflación subyacente (sin grupos administrados o sujetos a alta volatilidad) y en Perú la inflación sin alimentos y energía.

No obstante, pese a que en las últimas reuniones de política monetaria la tasa de intervención nominal ha experimentado incrementos en cada uno de los países analizados, es posible afirmar que salvo por Brasil, la postura de política monetaria en la región es aún expansiva a la luz del análisis de la tasa de interés real, una vez que estas se ubican en terreno negativo (Gráfico 4). En particular, se destaca que, pese a que en Colombia la Junta Directiva del Banco de la República incrementó la tasa de intervención en 100 pbs en cada una de las tres primeras reuniones del año[2], registra a corte de junio la tasa real más baja de la región (-3,57%). Le siguen en su orden Chile (-3,50%), Perú (-3,31%) y México (-0,99%). Por su parte, analizando la tasa de interés real calculada a partir de la inflación núcleo, en aras de identificar específicamente las presiones de demanda, Colombia se ubica como la tercera economía con la política monetaria más laxa con una tasa también en terreno negativo (-0,06%) y aún por debajo del promedio de sus pares (Gráfico 5). Se espera que, desde la perspectiva de este segundo indicador, Colombia experimente una postura menos laxa desde julio de 2022 a raíz de la más reciente decisión de política de incrementar la tasa de intervención en 150 pbs hasta 7,5%. Esto sería posible una vez que se espera un aumento de menor magnitud de la inflación núcleo para el mismo periodo.

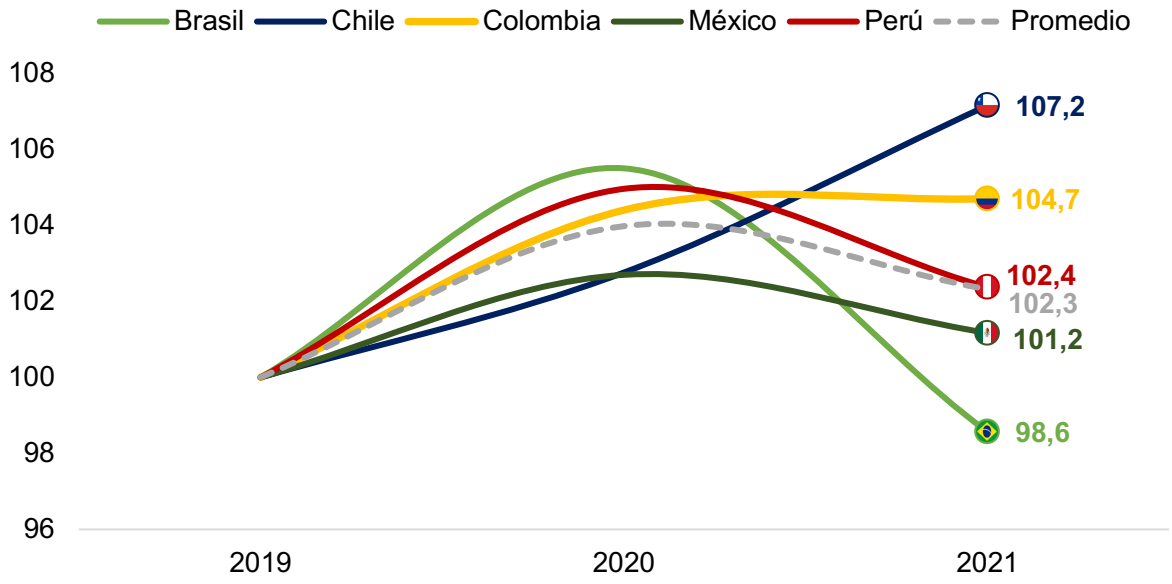
[2] La reunión más reciente (cuarta reunión agendada) se llevó a cabo el 30 de junio y en esta la Junta Directiva decidió incrementar para el mes de julio la tasa de intervención en 150 pbs hasta ubicarla en 7,5%.

1.3 Lento ajuste de la política fiscal

En 2020 como consecuencia de la pandemia se llevó a cabo una serie de medidas por parte del Gobierno en materia de salud pública, programas y transferencias para atender a la población más vulnerable, y en general para combatir las consecuencias de la pandemia en términos de actividad económica. Esto llevó a un incremento importante en el gasto del Gobierno Nacional Central (GNC) durante 2020, pasando de 18,7% del PIB en 2019 a 23,1% en 2020 (4,4 pps de variación). En 2021, el gasto continuó en niveles relativamente altos y no se realizó un ajuste en el gasto, por el contrario, este incrementó. En particular, el gasto ascendió a 23,4% del PIB y así la variación total fue de 4,7 pps entre 2019 y 2021. Al comparar el comportamiento en términos de gasto de Colombia con las demás economías de LAC-5, encontramos que, si bien Brasil es la única economía que presentó un gasto igual o menor al de 2019 durante 2021, el Gobierno Central de Colombia y Chile presentaron un aumento en su gasto como porcentaje del PIB frente a 2020 (Gráfico 6).

Gráfico 6. Índice de gastos totales*

(2019 = 100, variación en pps)



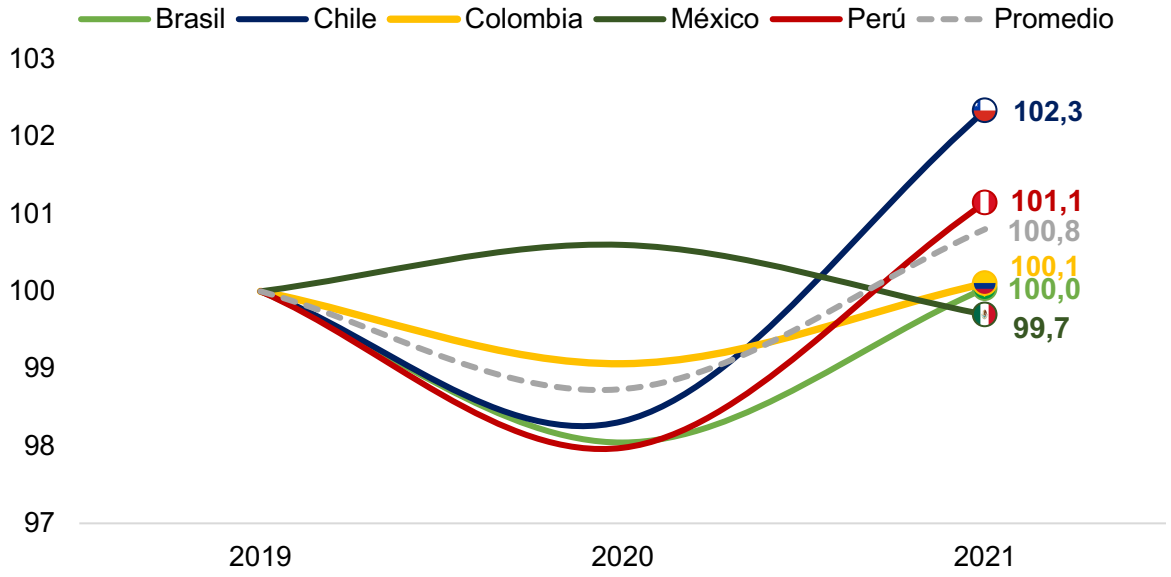
*Para el caso de Chile y Colombia se utilizan las cifras del Gobierno Central al ser las más relevantes en términos de finanzas públicas. Brasil: Sector Público No financiero. México: Sector Público. Perú: Gobierno General. Nota: promedio sin considerar Colombia.
Fuente: FMI, MHCP, DIPRES y cálculos Fedesarrollo.

En cuanto a los ingresos totales del GNC, durante 2020 estos cayeron en 0,9 pps (Gráfico 7), ubicándose en 15,3% del PIB. No obstante, esta reducción fue menor a la del promedio de LAC-5 que fue de 1,3 pps. Para 2021, Colombia logró recuperase en términos de ingresos e incluso presentó un leve incremento frente a 2019. En particular, los ingresos del GNC fueron del 16,3% del PIB versus un 16,2% de 2019. Al comparar la anterior dinámica con las otras economías analizadas encontramos que Chile y Perú presentaron una variación significativamente superior en términos de sus ingresos. Esto último es un elemento para consideración dado que, aunque Chile tuvo la mayor variación en el gasto agregado, también lo tuvo en sus ingresos.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Gráfico 7. Índice de ingresos totales*

(2019 = 100, variación en pps)

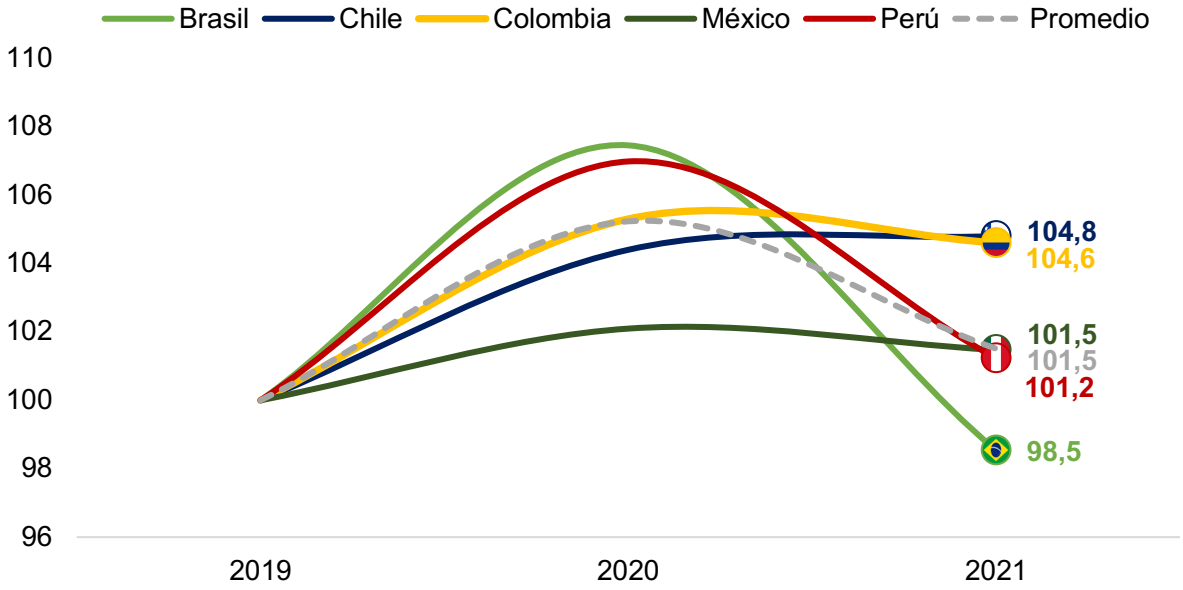


*Para el caso de Chile y Colombia se utilizan las cifras del Gobierno Central al ser las más relevantes en términos de finanzas públicas. Brasil: Sector Público No financiero. México: Sector Público. Perú: Gobierno General. Nota: promedio sin considerar Colombia.
Fuente: FMI, MHCP, DIPRES y cálculos Fedesarrollo.

En balance del comportamiento en los ingresos y gastos totales del GNC, el déficit total de este se situó en 7,8% para el cierre de 2020 y en 7,1% para 2021. De esta manera, el déficit incrementó en 5,3 pps durante 2020 y una contracción de 0,7 pps en 2021. Sin embargo, ese ajuste en el déficit, vía ingresos en vista de que el gasto incrementó, no fue lo suficiente para acercarse al déficit de 2019 (2,5%), y se mantiene aún una diferencia importante de 4,6 pps frente a dicho año (Gráfico 8). En comparación con las otras economías de LAC-5, el incremento en el déficit de Colombia se encuentra por encima del promedio de esas otras economías (1,5 pps) y únicamente cercano al de Chile (4,8 pps). Por lo tanto, se puede afirmar que el ajuste llevado a cabio por el GNC en 2021 fue lento o corto frente al de otras economías, lo que se suma a una de las razones que puede estar explicando el crecimiento económico de Colombia frente a otras economías de la región.

Gráfico 8. Índice del déficit fiscal*

(2019 = 100, variación en pps)



*Para el caso de Chile y Colombia se utilizan las cifras del Gobierno Central al ser las más relevantes en términos de finanzas públicas. Brasil: Sector Público No financiero. México: Sector Público. Perú: Gobierno General. Nota: promedio sin considerar Colombia.

Fuente: FMI, MHCP, DIPRES y cálculos Fedesarrollo.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

2. Contexto internacional: Desaceleración económica global e inflación internacional al alza

Después de un acelerado crecimiento económico a nivel mundial durante el 2021 en donde se observó una tasa de crecimiento de la economía global de 6,1%, organismos multilaterales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) proyectaban en enero del presente año tasas de crecimiento del PIB mundial de 4,4% y 4,1%, respectivamente. Dichas tasas de crecimiento, mostraban un panorama positivo de la economía global si se toma en consideración que la mayor parte de la recuperación económica y levantamiento de medidas sanitarias tuvo lugar en 2021. No obstante, los eventos que han transcurrido en el primer semestre del año han tenido un impacto desfavorable sobre las perspectivas de crecimiento a nivel internacional y al mismo tiempo han generado disrupciones severas en las cadenas de globales de suministro. Para el segundo semestre del año, el panorama internacional se ha tornado más complejo al evidenciar que ha surgido un riesgo de estanflación global como consecuencia de las persistentes presiones inflacionarias que se han observado en lo corrido del año y la caída en las perspectivas de crecimiento mundial. Como resultado de lo anterior, el BM para junio de 2022 anticipa un crecimiento de apenas 2,9% en 2022 mientras que prevé que en la siguiente década los niveles de crecimiento a nivel mundial serán mucho más bajos comparativamente con los de la década pasada, al tiempo que existe el riesgo de que persistan los altos niveles de inflación.

Adicional a lo anterior, la Reserva Federal, en su objetivo de conducir la inflación a su objetivo meta de largo plazo de 2%, ha aumentado su tasa de política en sus últimas reuniones y ha iniciado un programa de venta de activos en su hoja de balance con el objetivo de retirar liquidez de la economía. Si bien el ajuste de la tasa de política por parte de la Reserva Federal era inminente, en la medida en que el mes de mayo registró el nivel de inflación más alto en los últimos 40 años, se teme que dicho ajuste pueda desencadenar en una posible entrada en recesión. En ocasiones pasadas, ajustes en su tasa de política por parte de la FED para combatir altos niveles de inflación han desencadenado recesiones en los Estados Unidos. El nerviosismo asociado a ese riesgo de desaceleración y posible entrada en recesión de la economía más grande del mundo ha generado incertidumbre en los mercados financieros que se ha visto reflejado por aumentos en el VIX y que ha incentivado a los inversionistas a dirigir el capital hacia la compra de activos refugio, como lo es el dólar. Esto último, explica parte del fortalecimiento del dólar a nivel mundial evidenciado en el repunte del DYX.

La fuerte desaceleración del crecimiento económico a nivel internacional y el reajuste en los pronósticos de crecimiento para el 2022 y 2023, así como las persistentes presiones inflacionarias que se observa a nivel mundial tanto en economías desarrolladas como en vía de desarrollo, se debe principalmente a los efectos globales que ha tenido la guerra en Ucrania y a los persistentes problemas en la cadena de suministros. El conflicto en Ucrania ha generado alzas en los precios de *commodities* energéticos y en los alimentos, así como tensiones y afectaciones en el comercio internacional. Por su parte, algunos cierres que ha conducido el gobierno chino en su política de cero COVID también han intensificado los problemas logísticos en las cadenas de valor a nivel mundial.

Ante esta coyuntura, es importante analizar de qué forma algunas variables claves para el desempeño de la economía colombiana podrían verse afectadas. Lo primero, es el impacto que una reducción del crecimiento de los socios comerciales pueda tener sobre las exportaciones y el ingreso de divisas vía comercio, al tiempo que el alza en los precios del petróleo y el carbón también tendrían implicaciones sobre el crecimiento de las exportaciones y los ingresos fiscales del país. En segundo lugar, la incertidumbre y el nerviosismo de los inversionistas extranjeros puede conducir a reducción en la entrada de flujos de capital al país, ya sea de inversión extranjera directa o de portafolio, lo que puede conducir a una desvalorización de algunos activos nacionales (como lo son los TES) y sobre todo a una depreciación del peso colombiano.

2.1 Actividad económica global

En abril de 2022, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estimó que el crecimiento económico mundial fue de 6,1% en 2021, un ajuste de 20 pb frente a la cifra de enero que fue del 5,9%. Dentro de esta previsión, las economías avanzadas crecieron 5,2% vs. 5,0% en enero y las economías emergentes y en desarrollo 6,8% vs 6,5% en enero. Por su parte, el FMI pronóstica que el ritmo de crecimiento de la economía mundial se verá reducido a 3,6% y 3,6% para 2022 y 2023, respectivamente. Dichas cifras representan una reducción de 0,8 pps y 0,2 pps frente a los pronósticos realizados en enero por el FMI, lo que muestra que los eventos a nivel internacional durante el primer semestre de junio han tenido un efecto nocivo sobre el crecimiento económico.

En lo que respecta a las economías avanzadas, el FMI proyecta que tendrán ritmos de crecimiento de 3,4% y 2,4% para 2022 y 2023 respectivamente, lo que representa una reducción de 0,6 pps y 0,2 pps frente a los mismos pronósticos de enero. Por su lado, se espera que para las economías emergentes y en desarrollo se proyectan tasas de crecimiento del 3,8% y 4,4% para 2022 y 2023, respectivamente, lo que evidencia una disminución de 1,0 pps y 0,3 pps frente a las proyecciones de enero. Lo anterior, es un indicativo que tanto economías avanzadas como economías emergentes y en desarrollo se han visto negativamente impactadas, y en particular los resultados muestran que el impacto ha sido mayor en las economías emergentes.

Cuadro 1. Pronósticos de crecimiento económico mundial FMI

	Crecimiento económico			Diferencia WEO octubre	
	2021	2022p	2023p	2022p	2023p
Economía Mundial	**6,1**	**3,6**	**3,6**	**-0,8**	**-0,2**
Economías avanzadas	**5,2**	**3,3**	**2,4**	**-0,6**	**-0,2**
Estados Unidos	5,7	3,7	2,3	-0,3	-0,3
Zona del Euro	**5,3**	**2,8**	**2,3**	-1,1	-0,2
Alemania	2,8	2,1	2,7	-1,7	0,2
Italia	6,6	2,3	1,7	-1,5	-0,5
España	5,1	4,8	3,3	-1,0	-0,5
Economías emergentes y en desarrollo	**6,8**	**3,8**	**4,4**	**-1,0**	**-0,3**
China	8,1	4,4	5,1	-0,4	-0,1
India	8,9	8,2	6,9	-0,8	-0,2
América Latina y el Caribe	**6,8**	**2,5**	**2,5**	**0,1**	**-0,1**
Colombia	10,6	5,8	3,6	1,3	-0,1
Brasil	4,6	0,8	1,4	0,5	-0,2
Chile	11,7	1,5	0,5	-0,4	-1,4
México	4,8	2,0	2,5	-0,8	-0,2
Perú	13,3	3,0	3,0	0,2	0,0

Fuente: FMI – World Economic Outlook – Abril 2022.

Ahora bien, observando los resultados más recientes del Banco Mundial (BM) para junio del presente año, se observa que la tendencia a la baja en las proyecciones de crecimiento para el 2022 no solo ha continuado, sino que se han recrudecido frente a las proyecciones que se esperaban a inicios de año. El Banco Mundial, ahora proyecta un crecimiento global de 2,9% y 3,0% para 2022 y 2023, respectivamente, valores muy desfavorables en comparación con las expectativas de crecimiento de principios de año. La situación es más desalentadora si se observa el comportamiento de las economías avanzadas que tendrán un crecimiento de 2,6% y 2,2% para 2022 y 2023, respectivamente, mientras las economías emergentes tendrán un crecimiento de 3,4% y 4,2% para 2022 y 2023, respectivamente.

Cuadro 2. Pronósticos de crecimiento económico mundial BM

	GEP Junio	
	2022p	2023p
Economía Mundial	**2,9**	**3,0**
Economías avanzadas	**2,6**	**2,2**
Estados Unidos	2,5	2,4
Zona del Euro	**2,5**	**1,9**
Economías emergentes y en desarrollo	**3,4**	**4,2**
China	4,3	5,2
India	7,5	7,1
América Latina y el Caribe	**2,5**	**1,9**
Colombia	5,4	3,2
Brasil	1,5	0,8
Chile	1,7	0,8
México	1,7	1,9
Perú	3,1	2,9

Fuente: BM – Global Economic Prospects – Junio 2022.

Diversos factores han explicado la fuerte caída en las proyecciones de crecimiento para 2022 y 2023 por parte de los organismos multilaterales como lo son el FMI y el BM. Por un lado, la guerra en Ucrania ha tenido una duración mayor de lo que se esperaba inicialmente y sus consecuencias se han hecho sentir a nivel mundial tanto en la actividad económica global como en el nivel de precios y alimentos y es una de las principales razones de la caída tan fuerte en las proyecciones de crecimiento para el 2022. Por otro lado, ante el choque energético que ha ocurrido internacionalmente, las economías avanzadas han presentado fuertes incrementos en los precios de los combustibles, específicamente Europa ha presentado incrementos en el gas y Estados Unidos en la gasolina. A esto se suma un incremento del nivel general de precios de sus economías, que ha conducido a que los bancos centrales del mundo empiecen una política de ajuste de tasas de interés al alza con consecuencias sobre la producción tanto de dichas economías como de las economías emergentes y en desarrollo. Finalmente, las políticas de cero COVID que ha conducido el gobierno chino han forzado que empresas y fabricas enteras hayan cerrado temporalmente para cumplir las estrictas medidas de confinamiento lo que ha encrudecido aún más los problemas en la cadena de suministros que se han venido presentado desde el 2021.

Todo lo anterior, indica que la agenda internacional se concentra en dos frentes principalmente: las consecuencias de la guerra en Ucrania sobre la economía global y el riesgo de estanflación a nivel global que cada vez se hace más probable. Si bien el

cubrimiento en medios frente al conflicto en Ucranio ha mermado desde que empezó la guerra, los efectos del conflicto a nivel internacional aún persisten. Las sanciones impuestas por la Unión Europea y los Estados Unidos sobre la energía fósil producida por Rusia han generado un shock energético de tal magnitud que se espera que los precios energéticos aumenten en un 50% para el 2022, reflejando un aumento de 81% en los precios de carbón, 74% en el precio de gas natural y 42 % en el precio de la gasolina. Comparado con las proyecciones del BM para enero, se espera un aumento del 46% en promedio para los *commodities* minero-energéticos en el 2023. Si se le suma las disrupciones que las sanciones han generado en algunos *commodities* energéticos claves, se puede esperar una fuerte afectación a sectores industriales de alimentos, construcción, petroquímicos y transporte que dependen de dichos *commodities.*

En lo que respecta al riesgo de estanflación, cada vez se ve con mayor preocupación la posibilidad de que los altos niveles de inflación y bajo crecimiento perduren por un tiempo más prolongado de lo que se anticipó inicialmente. Tanto el BM como el FMI esperan que las tasas de crecimiento de la siguiente década sean considerablemente menores en comparación a las dos décadas pasadas. Si bien se proyecta que la inflación mundial vuelva a niveles del 2019 para alrededor del 2024, existe el temor de que inflación perdure a niveles relativamente altos más allá de 2024 en tanto las disrupciones en la cadena de suministros perduren.

Se teme la posibilidad de que se experimente un caso de estanflación global similar al que ocurrió en 1970, donde los más perjudicados fueron las economías emergentes que en muchos casos entraron en recesión o crisis financieras. Si bien existen similitudes en lo que se está viviendo hoy en día a nivel internacional con el periodo de estanflación de los 70s, en particular las prolongadas tasas de interés negativas en ambos periodos, hay diferencias importantes como lo son la forma de conducir política monetaria, así como unas expectativas de inflación de largo plazo más estables hoy en día a comparación de estas para 1970. Por ahora, los mercados financieros esperan que la inflación en un futuro cercano decrezca, aunque permaneciendo en niveles relativamente altos, a medida que se enfría el crecimiento mundial, se ajusta más la política monetaria de los bancos central y se empieza un proceso continuo de alza en las tasas de política y mermen algunos problemas en la cadena global de suministros.

El comercio internacional, por su parte, ha disminuido en su volumen de transacción en la primera mitad del 2022 a causa de las persistentes afectaciones en la cadena de suministros que aún continúan luego de la pandemia y que se han intensificado por el cierre de fábricas y puertos en ciudades claves de China. Adicionalmente, la invasión de Rusia a Ucrania aún genera repercusiones tanto a nivel físico como logístico en el comercio internacional de bienes lo que magnifica aún más los cuellos de botella que se ven en el suministro de las cadenas de valor internacionales. Se espera que el crecimiento en el comercio internacional se reduzca a 1% para el 2022 como consecuencia que las disrupciones del conflicto en Ucrania en las cadenas de valor globales y por un aumento en los costos de transporte también asociados a esas disrupciones en la cadena de suministros. Adicionalmente, de ocurrir nuevos cierres prolongados en ciudades claves de

China, se tendría como consecuencia una afectación en la producción y actividad de otros países que dependan de sus importaciones o dependan de las exportaciones que realicen con el gigante asiático.

Los precios de los *commodities* siguen al alza como reflejo de la invasión de Rusia a Ucrania y una tendencia al alza en general de dichos bienes que empezó a mediados de 2020. Los *commodities* energéticos y algunos alimentos claves, como lo son el trigo, producidos tanto por Ucrania como por Rusia, se han visto fuertemente afectados en su nivel de precios. De persistir el conflicto en Ucrania y las sanciones impuestas por la Unión Europea y Estados Unidos, la Agencia Internacional de Energía espera que haya una caída de 2,5 millones de barriles al día en la producción de petróleo ruso, alrededor del 30 % de su exportación de petrolea diaria actual. No obstante, el uso de reservas estratégicas de petróleo, así como un aumento en la producción de petróleo por parte de la OPEC, que ya ha empezado a darse, podría ser suficiente para mermar la caída en la producción rusa. Finalmente, el aumento global de las tasas de inflación ha impulsado a que los mercados financieros anticipen o esperen un ajuste mucho más apretado de la política monetaria por parte de los bancos central y aumentos mayores de las tasas de política por parte de éstos de lo que previamente tenían presupuestado. Las tasas de los bonos soberanos de las economías avanzadas han ido en aumento progresivo, así como un aumento en la volatilidad de las principales acciones que cotizan en las bolsas estadounidenses y europeas. A lo anterior, se suma una caída de 13% y 12% en los principales indicadores accionarios de Estados Unidos y de Europa, respectivamente, desde comienzos del año. Esto ha generado un aumento en el nerviosismo internacional que ha desembocado en una fuerte apreciación internacional del dólar inclusive mayor a la que se presentó en el 2013 cuando la reserva federal provisionalmente empezó su plan de venta de bonos que había acumulado desde la crisis del 2008. Los eventos recientes, han aumentado un más la apreciación del dólar lo que aumenta el costo de endeudamiento internacional denominado en dólar a nivel internacional.

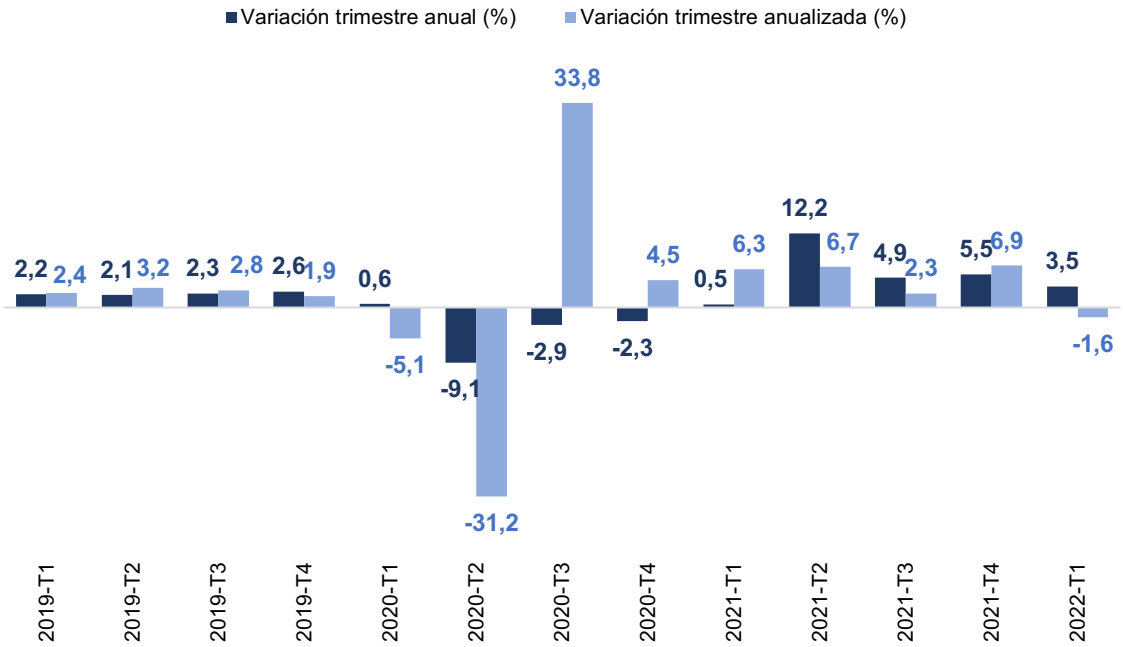
2.1.1 Estados Unidos

En 2021, la economía estadounidense creció 5,7%, lo cual refleja la fuerte y rápida recuperación de la economía de Estados Unidos luego del impacto que tuvo la pandemia en su producción en el año 2020, explicado en gran medida por los estímulos fiscales y monetarios por parte del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos y la Reserva Federal. No obstante, para lo que ha transcurrido del 2022, las condiciones económicas de los estados Unidos ya no son tan alentadoras como lo eran el año pasado.

Para el primer trimestre del 2022, el crecimiento interanual fue 3,5%, mientras que el crecimiento trimestral actualizado fue -1,6%. Esta última cifra indica que la economía de Estados Unidos presentó una desaceleración de 8,5 pps en comparación con el trimestre anterior (ver Gráfico 1). La industria de producción de bienes privada (- 6.9 %) y la industria de producción de servicios privados (- 0.8 %) contribuyeron negativamente al crecimiento, mientras el gasto del gobierno (2 %) impulsó el crecimiento, pero no alcanzó a compensar la caída en el sector privado. Las industrias que más contribuyeron en la caída fueron los bienes manufactureros no durables, en especial el petróleo y el carbón, que en el sector de

servicios la caída se presentó primordialmente en el sector de comercio al por menor y el sector financiero según el último informe del *Bureau of Economic Analysis* (BEA).

Gráfico 1. Crecimiento económico trimestral de Estados Unidos



Fuente: U.S Bureau of Economic Analysis - BEA
*Datos ajustados estacionalmente

El informe también menciona un aumento en el déficit comercial estadounidense. La caída en las exportaciones es explicada primordialmente por la caída en el consumo y exportación de bienes no durables, mientras que el aumento de las importaciones es explicado por el aumento del consumo de bienes extranjero por parte del país norteamericano de bienes de consumo distinto a alimentos y sector automotriz. A lo anterior, se suma una caída en la inversión privada en inventarios explicada primordialmente por una caída en el comercio al por mayor, así como una caída en el sector de minería y construcción.

Ahora bien, los resultados desfavorables en términos de crecimiento por parte de la economía estadounidense en el primer trimestre de 2022 contrastan fuertemente con las bajas tasas de desempleo que se han observado en la economía estadounidense a lo largo del año. Según, las cifras del *Bureau of Labor Statistics* (BLS) la tasa de desempleo de los Estados Unidos ha permanecido por debajo del 4 % en lo corrido del año y desde marzo en adelante ha mantenido tasas de 3.6 %. De igual forma, la oficina de trabajo estadounidense en sus más recientes cifras mostró que por cada persona desempleada hay 1,9 puestos de trabajo ofertados lo que, junto a lo anterior, evidencia que la caída en la producción estadounidense aún no se ha visto reflejado en las cifras de empleabilidad en su mercado laboral. Powell, presidente de la Reserva Federal, ofrece como explicación a lo anterior que la disminución del crecimiento económico de la economía estadounidense puede estar es

disminuyendo el número de vacantes para puestos de trabajo en lugar de los empleos como tal, de ahí que las cifras de desempleo permanezcan relativamente bajas.

Al analizar las cifras reportadas por BLS con más detalle, el salario promedio semanal de los 117,5 millones de trabajadores asalariados de tiempo completo para el primer trimestre de 2022 fue de $1.037 lo que representa un crecimiento de 4.9 pps frente al trimestre de 2021. Esto indica una caída en el poder adquisitivo del trabajador asalariado promedio estadounidense toda vez que la inflación promedio en los Estados Unidos medida por IPC fue de 8 % para el primer trimestre de 2022.

Otro tema de preocupación reciente y que cada vez alarma más a las autoridades estadounidenses es el tema de inflación. Estados Unidos alcanzó una tasa de inflación anual de 7,0% en 2021, siendo el nivel más alto observado desde 1981 (8,9%). Para el 2022, las presiones inflacionarias han sido aún mayores que la inflación promedio en el 2022 dado que en lo corrido el año la inflación anual promedio ha sido 8,2 %, 1,2 % por encima del promedio de 2021. Aún más agravante, desde marzo de 2022 la inflación ha registrado niveles por encima de 8,2 % y en mayo registró una inflación de 8,6 %, la inflación más alta que se ha registrado en los últimos 40 años en los Estados Unidos.

Las altas tasas de inflación que se han registrado recientemente generan fuertes presiones a la reserva federal en su accionar de política monetaria. Dichas cifras de inflación están muy por encima del rango de inflación meta de la Reserva presupuestado en 2 % anual, lo que los conduciría a subir su tasa de política y ajustar las condiciones monetarias para controlar la inflación. En contraposición, en estos momentos la economía de Estados Unidos está presentando una desaceleración por los resultados de crecimiento del primer trimestre, por lo que un ajuste muy fuerte de tasas por parte de la FED podría conducir a una recesión económica, tema del que se profundizará más adelante con más detalle.

En línea con lo anterior, dado que las presiones inflacionarias han continuado por un periodo de tiempo prolongado y existe el riesgo de que se desanclen las expectativas de inflación y en víspera de que el mercado laboral aún presenta cifras positivas, la Reserva Federal en sus reuniones del 4 de mayo y del 15 de junio ha decido subir su tasa de política 0,5 y 0,75, respectivamente. La última cifra resulta ser la cifra más alta en subida de tasas de interés desde 1994 cuando Alan Greenspan, antiguo director de la FED, también lo hizo. Eso muestra el temor que tiene la Reserva Federal de no poder anclar las expectativas de inflación y tampoco conducir la senda de inflación a su rango meta en un futuro prudencial (Gráfico 3). El incremento en la tasa de interés viene acompañado de una menor provisión de liquidez, en la medida en que la FED ya empezó su proceso de venta de activos desde el primer de junio con una venta mensual de bonos del tesoro y activos respaldados en hipotecas por un valor de 47,5 billones de dólares. Se espera que a mediados de septiembre la venta de activos en posesión de la reserva aumenta a un valor de 95 billones de dólares mensuales.

Asimismo, la FED anunció que en las próximas reuniones habrá nuevos incrementos en su tasa de interés, lo cual está alineado con las expectativas de los agentes del mercado

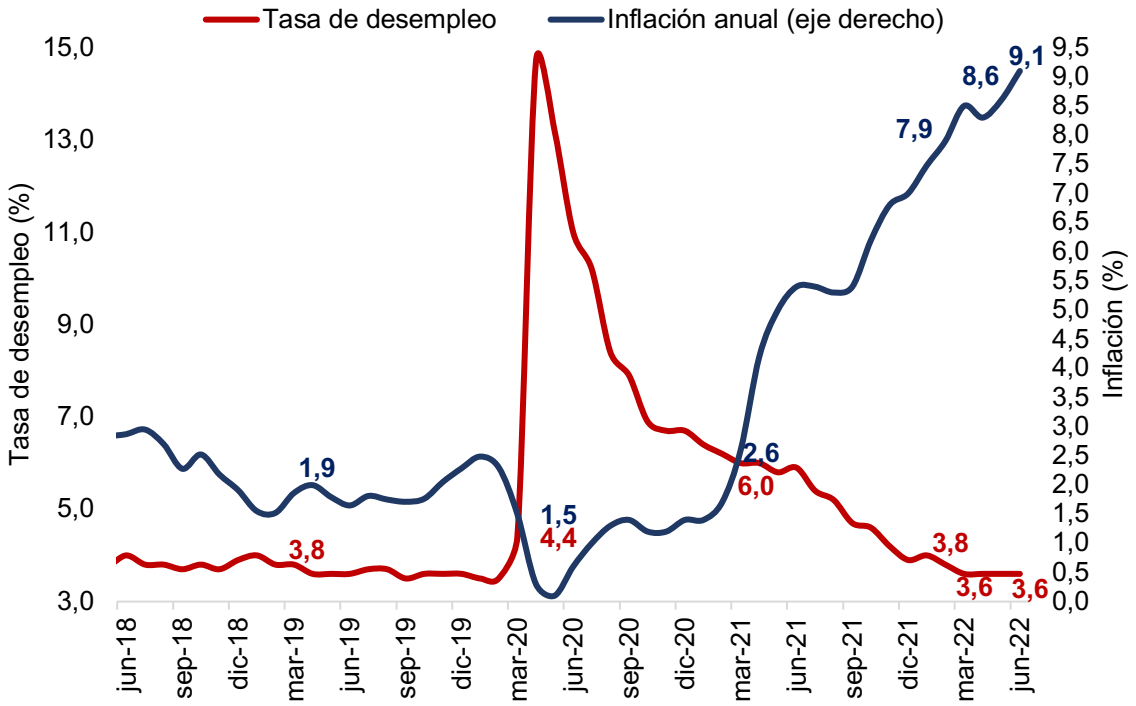
quienes esperan que el rango de la tasa de interés de intervención cierre el 2022 en 3,13% (Gráfico 5). La última cifra no es una cifra menor en la medida que las expectativas del mercado en el mes de marzo de este año eran de 1,6 %, lo cual muestra la preocupante situación en materia inflacionaria que está presentando el gigante estadounidense en los últimes meses. De continuar los niveles altos de inflación, se espera que la FED continue subiendo las tasas entre 5 a 7,5 pps en su próxima reunión del 27 de julio.

En su último comunicado, el FOMC resaltó que el conflicto entre Rusia y Ucrania ha desencadenado fuertes presiones inflacionarias a la laza y desencadenado una desaceleración a nivel global que ha afectado a Estados Unidos y al resto del mundo como lo muestran las cifras recientes del FMI y del BM en sus pronósticos recientes de crecimiento. De hecho, el comité publicó su pronóstico de crecimiento para 2022 y 2023, en donde esperan que la economía de Estados Unidos crezca 1,7% para el 2022, una cifra muy por debajo del pronóstico de crecimiento de 2,8% de la reunión del 16 de marzo. La reducción en el pronóstico de crecimiento y la subida en 75 pbs de la tasa de política por parte de la FED da muestra que, a pesar de que la reserva tiene como objetivo conducir lo antes posible la senda de inflación a su rango objetivo de 2%, en su accionar podría inducir una recesión en la economía estadounidense para antes de finales del 2024.

En este sentido, el pronóstico contempla el efecto negativo de los altos precios de los *commodities* sobre algunas actividades y sectores de la economías norteamericana, una desaceleración prevista en el crecimiento de los socios comerciales y mayores cuellos de botella en las cadenas globales de valor y suministro a causa del conflicto y las sanciones económicas sobre Rusia, sumado a unas condiciones financieras mucho más estrechas en respuesta a los aumentos en las tasas de interés para hacer frente a las presiones inflacionarias.

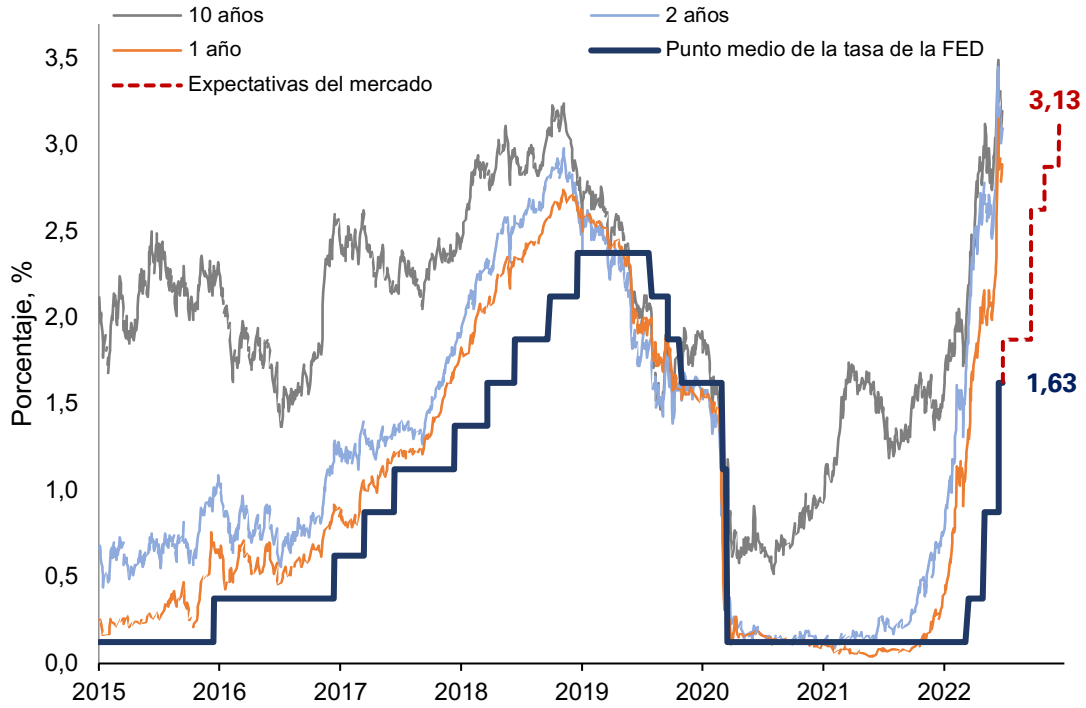
Finalmente, la mediana de proyecciones de los miembros del FOMC se situó en 3,25%, un nivel sustancialmente más alto en comparación al nivel de 1,9% de la mediana de proyección en la junta de marzo 16. El comité prevé que la inflación total para 2022 será de 5,2%, incrementándose 0,9 pps frente a la proyección de marzo (4,3%). Aun así, en respuesta a una postura de política monetaria mucho más ajustada y a una perspectiva de crecimiento económico más desfavorable, el FOMC en su resumen de proyecciones económicas de su reunión del 15 de junio proyecta que la inflación iniciaría su proceso de convergencia hacia el objetivo de 2,0% en 2023 y 2024, ubicándose en 2,6% y 2,2%, respectivamente.

Gráfico 2. Inflación y desempleo en Estados Unidos



Fuente: U.S. Bureau of Labor Statistics – BLS
*La tasa de desempleo está ajustada por efectos estacionales

Gráfico 3. Tasa de interés FED y tasas de rendimiento de los Bonos del Tesoro

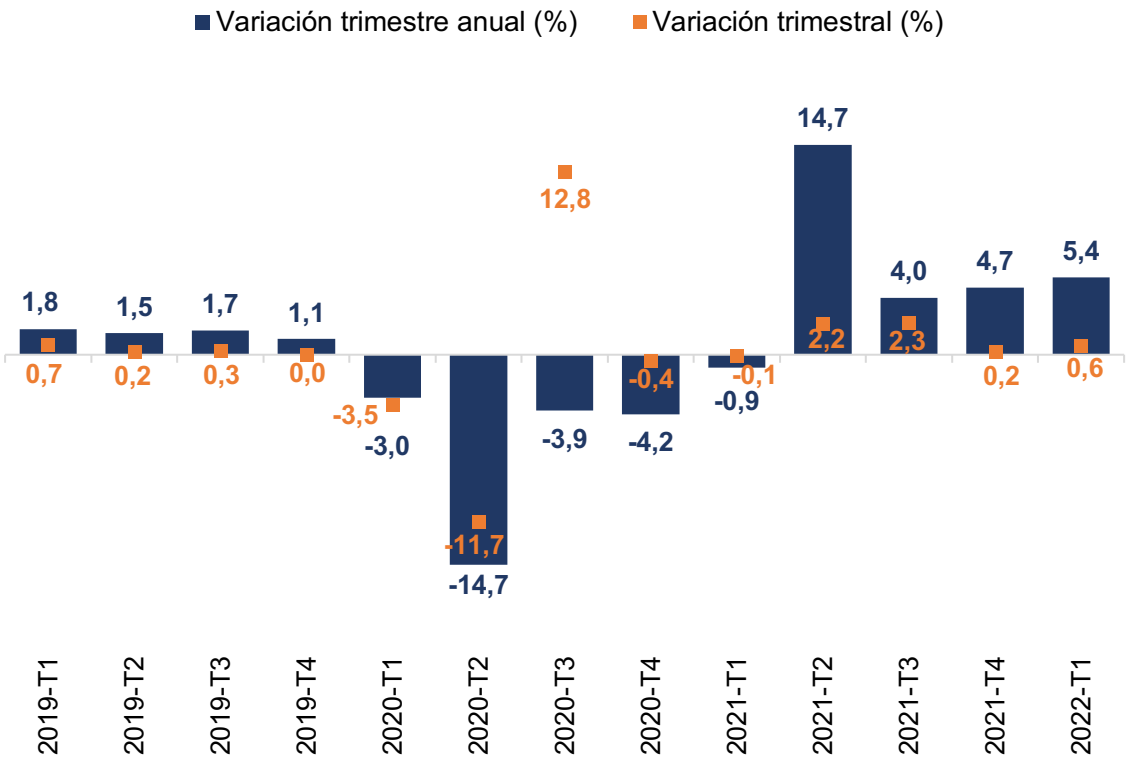


Fuente: Reserva Federal – CME Group

2.1.2. Zona Euro

La Zona Euro registró una buena recuperación y una tasa de crecimiento de 5,3% para el año 2021, con una tendencia de crecimiento que ha continuado en el primer trimestre de 2022 en contraste a la economía estadounidense. El PIB de la Zona Euro en este primer trimestre del año registró una variación trimestral de 0,6 % en su serie desestacionalizada, lo cual es superior en 0,4 pps al resultado alcanzado en cuarto trimestre de 2021(0,2%). Comparado con el mismo trimestre del año pasado, se ve un crecimiento de las economías de la Zona Euro de 5,4% lo cual es una cifra de crecimiento anual más alta en comparación de los dos últimos trimestres del 2021 y refleja que, pese a las afectaciones y dificultades económicas que ha generado la proximidad de la guerra en Ucrania, la economía de la Zona Euro se encuentra en una senda de crecimiento económico positiva en estos momentos (ver Gráfico 4).

Gráfico 4. Crecimiento económico de la Zona Euro



Fuente: Eurostat
*La variación trimestral está ajustada por efectos estacionales

El crecimiento en la Zona Euro también ha venido acompañado de un buen desempeño de su mercado laboral registrado por las últimas cifras de desempleo. Según la oficina estadística de la Unión Europea, el desempleo desestacionalizado en mayo fue de 6,6%, reduciéndose 0,1% y 1,4 pps frente a lo registrado en abril de 2022 y mayo de 2021, respectivamente. Un nivel de desempleo de 6,6% para la Zona Euro representa 11,004 millones de desempleados, una reducción de 2,165 millones frente a mayo de 2021.

No obstante, como es la tendencia predominante actual alrededor del mundo, la Zona Euro está experimentando una persistente inflación al alza. En el último reporte *flash* Eurostat presentó una inflación anual de 8,6% en junio, el nivel más alto desde que empezó el uso del euro en dicha zona económica. Dicha cifra se debe primordialmente por un aumento brusco en los costos energéticos causada en gran medida por el conflicto en Ucrania y por un aumento también en los precios de los alimentos. La inflación anual corresponde a una senda de inflación que se ha mantenido alta y muy por encima del objetivo de inflación del 2% del Banco Central Europeo (BCE), considerando que la inflación anual registrada para los meses de mayo y abril fue de 8,1% y 7,4% respectivamente. Al analizar la subida de precios de manera desagregada para el mes de junio de este año, se observa que el principal componente al alza en la subida de precios es el componente energético que registró un aumento de 41,9% (vs. 39,1% de mayo), seguido por el componente de comida, alcohol y tabaco que registró aumentos de 8,9% (vs. 7,5% en mayo), sector no industrial energético que mostró aumentos de 4,3% (vs. 4,2% en mayo), a pesar de que en lo relacionado a servicios el aumento fue de 3,4% menor al aumento del mes de mayo el cuál fue de 3,5% . La inflación núcleo (excluyendo energía, comida, bebidas y tabaco) fue de 3,7% en junio, número que supera en 1,7 pps a la meta puntual de inflación del 2,0% establecida por el Banco Central Europeo (Gráfico 5).

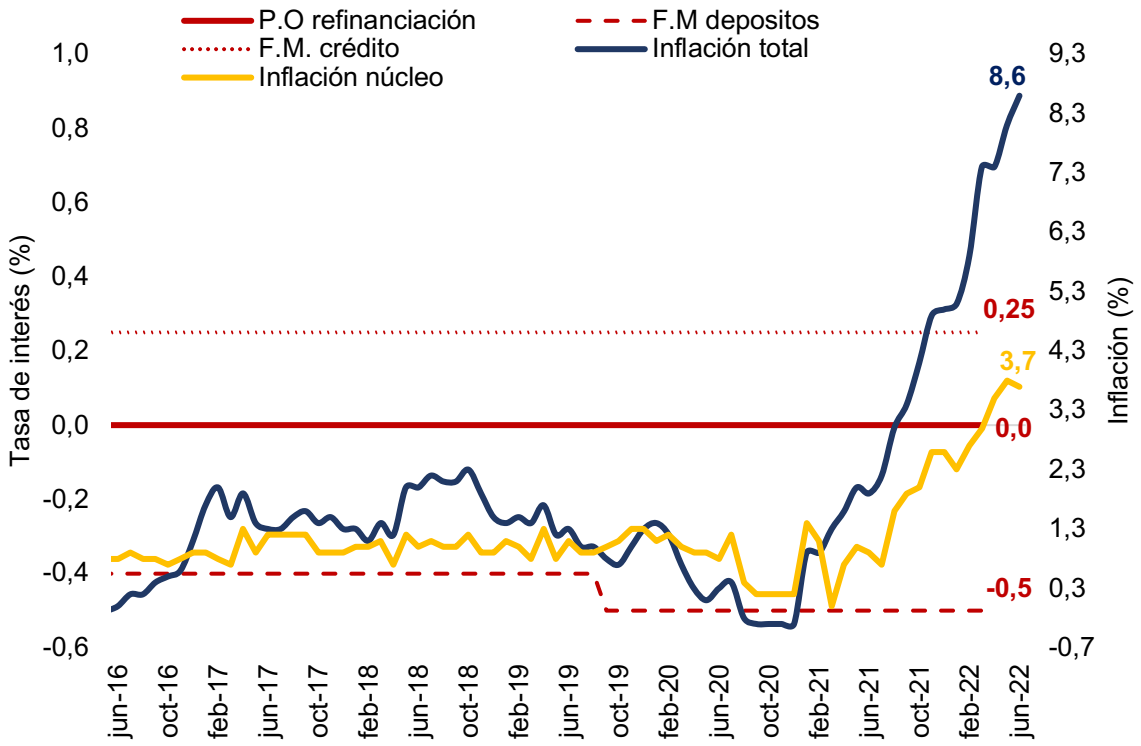
Si bien para el mes de junio la tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo permaneció en 0,0% y las tasa de crédito y depósito en el mercado monetario permanecieron en 0,25 y -0,50%, se espera que, ante el relativo buen comportamiento en el primer trimestre de año en crecimiento y mercado laboral, y ante los niveles históricos en materia de inflación desde que se empezó a usar el euro, el BCE realice su primer aumento de tasas de interés en 11 años para su próxima reunión en Frankfurt el 21 de Julio. Se espera un aumento de 25 pbs e inclusive no se descartan aumentos mayores. Además, se proyecta que para la siguiente reunión del 8 de septiembre vuelva a ver otro aumento de su tasa de referencia por parte del BCE.

También es importante destacar que el Consejo de Gobierno del BCE en su pasada reunión del 9 de junio ha tomado la decisión de poner fin a las compras netas de activos en el marco del programa de compra de activos (APP) a partir del primero de julio de 2022. En su comunicado de prensa oficial, la presidente del BCE Christina Lagarde ha manifestado que el Consejo de Gobierno prevé seguir reinvirtiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de amplia liquidez y una orientación adecuada de la política monetaria. En ese mismo comunicado de prensa, la presidenta del BCE también manifestó el optimismo que tiene el BCE de traer de vuelta a la inflación a su objetivo de inflación de mediano plazo de 2,0% con las subidas de tasa que se esperan para las reuniones de julio y septiembre.

Adicionalmente, en su reunión del 9 de junio el BCE presentó la actualización de sus proyecciones económicas, en las que cuales espera que la Zona Euro crezca 2,8% en 2022 y 2,1% en 2023, difiriendo en -0,9 pps y -0,7 pps con sus pronósticos anteriores,

respectivamente. Lo anterior muestra una revisión a la baja considerable causada principalmente por los efectos del conflicto entre Rusia y Ucrania sobre la economía europea. En este escenario de crecimiento se espera que el conflicto tenga efectos de mediano plazo sobre los precios de la energía y los indicadores de confianza, pero se espera que para el 2024 en adelante se pueda volver a los niveles de precios de energía e indicadores de confianza previos al conflicto. Además, se espera que la demanda doméstica sólida, un mercado laboral que se fortalece y una mejor adaptación al choque energético que ha representado el conflicto en Ucrania contribuyan a que la Zona Euro pueda seguir en una senda positiva de crecimiento.

Gráfico 5. Inflación y tasas de interés[3] en la Zona Euro*



Fuente: Banco Central Europeo y Eurostat
*P. O refinanciación (principales operaciones de refinanciación). F.M (Facilidad marginal de crédito y depósitos).

[3] Tasa de las principales operaciones de refinanciación: tasa de interés que las entidades financieras pagan cuando toman prestado dinero del BCE a una semana. Facilidad marginal de crédito: tasa de interés que las entidades financieras pagan por préstamos a un día del BCE. Facilidad marginal de depósito: interés que reciben o pagan (cuando la tasa de interés es negativa) por depositar dinero en el BCE a un día (Banco Central Europeo, 2018).

2.1.3. América Latina

2021 fue un año de reactivación en materia de crecimiento y otros indicadores económicos en las principales economías de la región, como lo demuestra que según cifras del FMI las economías de América Latina y el Caribe crecieron 6,8% en 2021. Para el 2022, también se espera una senda de crecimiento positiva en la región, pero con una desaceleración frente al año anterior. El FMI en abril tenía presupuestado una tasa de crecimiento de 2,5% para la región y en sus últimos pronósticos de junio de este año el BM ha ratificado dicha cifra. No obstante, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) pronóstico en sus más recientes cifras un crecimiento de 1.5% para la región. Según la última entidad, la baja tasa de crecimiento irá acompañada de niveles de inflación más altos y una demorada recuperación en el nivel de empleo.

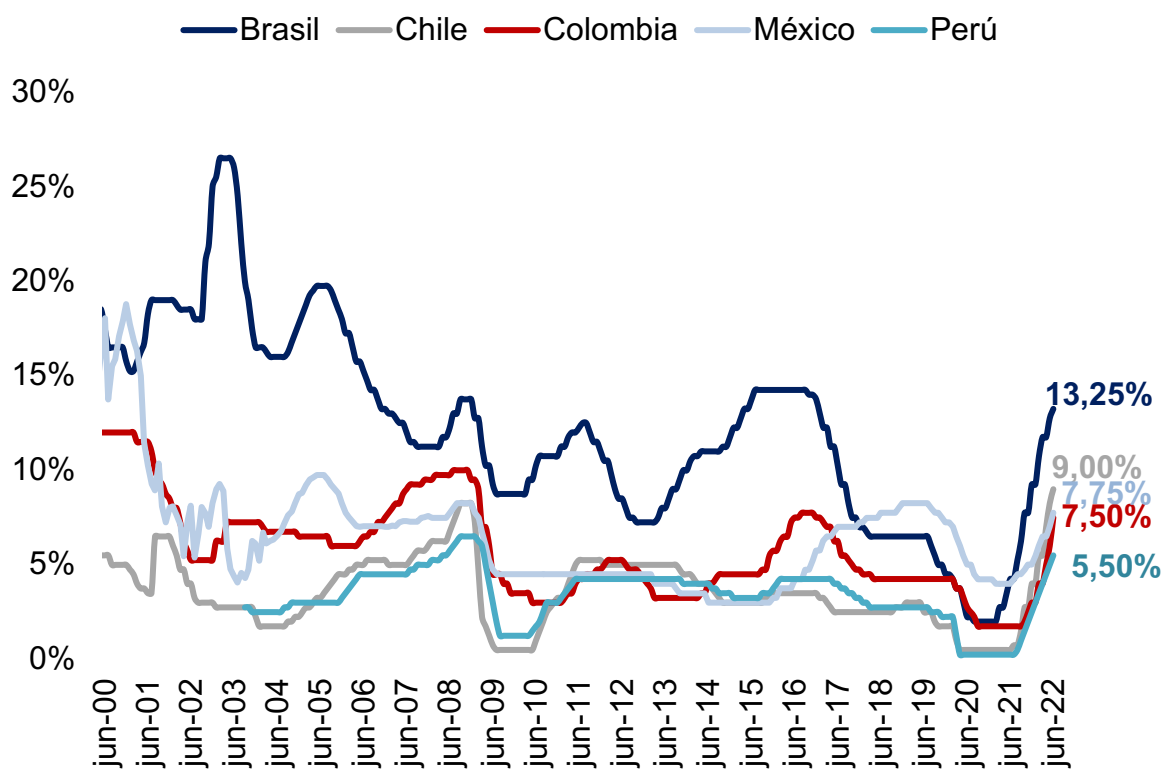
Según la CEPAL, el conflicto en Ucrania ha tenido efectos negativos en materia de crecimiento económico a nivel mundial y en particular en América Latina y el Caribe. Se espera que el conflicto afecte a la baja la dinámica de comercio internacional, causando una caída en la demanda extranjera por bienes de exportación latinoamericanos. Según las cifras de la CEPAL, se espera que los principales socios comerciales de América Latina tengan caídas tasas de crecimiento de 2,8% en el caso de Estados Unidos, 5% en el caso de China y 2,8% en el caso de Europa, lo que representan caídas de 1,2%, 0,7% y 1,4% frente a los pronósticos anteriores, respectivamente.

Ahora bien, la región en su conjunto está experimentando altas tasas de inflación en lo que lleva corrido del año. Para mayo del presente año, México registró una inflación anual de 7,5%, Perú de 8,4%, Colombia de 9,1%, Chile de 11,5%, Brasil de 12,1% y Argentina de 60,7%. Dichas cifras, muestran sendas de inflación muy por encima del rango de inflación objetivo de los bancos centrales de los mencionados países. Se destaca, por ejemplo, que para Chile esta es la cifra más alta de inflación desde julio de 1994, en México desde diciembre de 2000 y Argentina desde 1992. Ante las altas sendas de inflación que está experimentando la región, los bancos centrales de estas economías han empezado un proceso de alza en sus tasas de interés con el objetivo de poder contener y guiar la inflación a su rango meta (Gráfico 6). Dicho gráfico pone en evidencia como en lo corrido del año los bancos centrales han tomado una política de endurecimiento en su política monetario y un aumento sustancial en sus tasas de política para hacer frente a la inflación.

Por otro lado, el fenómeno de inflación como ya se ha mencionado no es algo que solo experimenta la región de América Latina y el Caribe sino es un fenómeno global que ha impactado las economías avanzadas de Europa y Norteamérica. Si bien el BCE aún no ha empezado una movida en su tasa de política, la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco de Inglaterra ya lo hicieron registrando tasas de 1.63% y 1.25%, respectivamente. Para Latinoamérica, es de principal interés las decisiones de política monetaria por parte de la Reserva Federal en la medida de que dichas decisiones tienen efectos sobre el rendimiento y precios de sus bonos soberanos y por tanto sobre el costo de su deuda externa. En este aspecto, como ya se mencionó, en su reunión del 15 de junio la Reserva

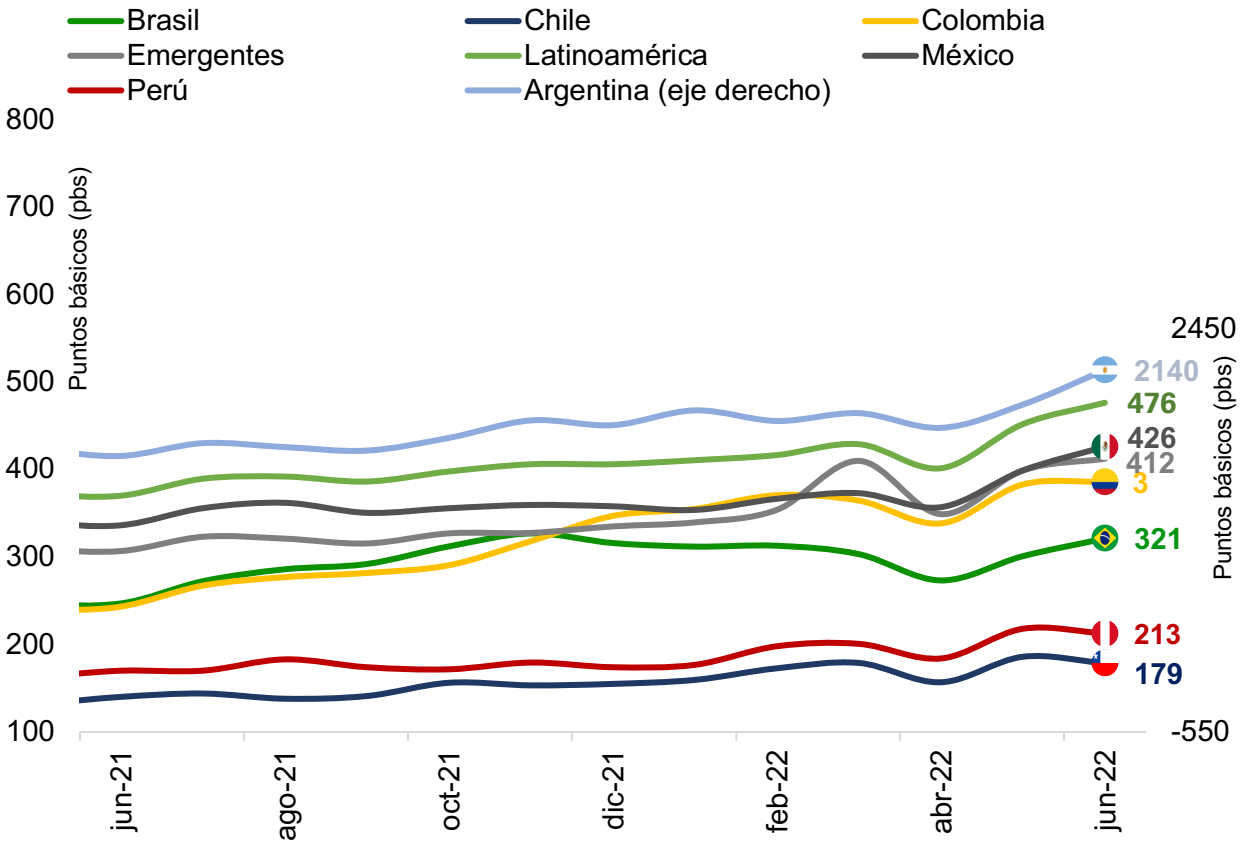
Federal aumentó su tasa de política en 75 puntos básicos y aumentó sus expectativas de cierre de su tasa a una mediana de 3.25 % por parte de miembros de lo FOMC, lo cual tiene un efecto de aumentar el rendimiento de los bonos del tesoro y a partir de dicho aumento se prevé una disminución por el apetito del inversionista institucional extranjero sobre los bonos de los países emergentes, como lo son los de América Latina y el Caribe. A lo anterior, se suma el inicio de la venta de bonos soberanos y otros activos de la hoja de balance de la Reserva Federal lo cual también tiene un efecto de aumentar las tasas de los bonos del tesoro, en particular las tasas de largo plazo. Combinando todo lo anterior, se espera una reducción flujos de capital que entran a las economías emergentes, y en particular a América Latina y el Caribe, con los subsecuentes efectos sobre el valor de la deuda de estos países. Los efectos de las medidas de política monetaria, junto con el nerviosismo global, ya se empieza ver reflejado en el valor de la deuda latinoamericana con los aumentos del *spread* entre las tasas de los bonos soberanos latinoamericanos respecto a los bonos del tesoro de Estados Unidos (ver Gráfico 7).

Gráfico 6. Tasas de política monetaria de los bancos centrales
(Porcentaje, %)



Fuente: Banco centrales de cada país.

Gráfico 7. Emerging Market Bond Index Global (EMBIG)
(Puntos básicos)



Fuente: Banco Central de Perú.

2.2 Riesgo de estanflación mundial, recesión económica en Estados Unidos e implicaciones para Colombia

Los recientes acontecimientos mundiales y el desenvolvimiento de varias variables macroeconómicas de interés en ciertas regiones económicas claves, ha generado un ambiente de incertidumbre y zozobra frente a las perspectivas de crecimiento a nivel mundial en lo que queda del año y sobre todo lo que pasará en el 2023. Hay razones para tener preocupación sobre el desenvolvimiento económico a nivel mundial, especialmente si se tiene en cuenta las altas sendas de inflación que se han visto en el presente año en Estados Unidos y Europa, la desaceleración de la economía estadounidense en el primer trimestre del año, los cuellos de botella que aún persisten y que recientemente se han intensificado en la cadena de suministros, los continuos cierres de China en ciudades importantes que afectan la demanda global y a su vez agravan más los problemas logísticos en las cadenas de valor globales y el conflicto en Ucrania que a pesar de sus graves repercusiones económicas pareciera no tener una fecha de conclusión pronta ni un acuerdo

a la mano, lo que da entender que será un conflicto que puede perdurar por un buen periodo de tiempo. Si se tiene en cuenta todo lo anterior, se explica porque las proyecciones de crecimiento a nivel mundial pasaron de ser 4,4% y 3,8% para 2022 y 2023, respectivamente en enero según el FMI a 2,9% y 3,0% para los mismos años, pero usando los pronósticos del BM para junio del presente año.

Para entender que es lo está pasando y cuáles podrían ser sus posibles consecuencias, en esta edición de *prospectiva* analizaremos tres temas relacionados con la coyuntura actual: 1) riesgo de estanflación mundial, 2) riesgo de recesión económica en los Estados Unidos y 3) las implicaciones que pueden tener una desaceleración ya sea mundial o de los Estados Unidos sobre Colombia en materia económica. En cada caso se analizará que está generando el riesgo de desaceleración económica y las posibles consecuencias de que se materialice.

2.2.1. Riesgo de estanflación mundial

El riesgo de una posible estanflación a nivel mundial cada vez no solo es un tema de discusión entre analistas económicos, sino que ya hace parte de los reportes económicos de instituciones multilaterales como lo es el BM. Según este organismo, si bien se espera que se llegue a un tope de inflación a mediados del 2022, la inflación permanecerá alta inclusive después de que sean superados los choques en el nivel de precios generados por la invasión a Ucrania o por los cierres de ciudades enteras por la política de COVID cero de china y se haya apretado las condiciones monetarias de los países. El crecimiento económico, va en dirección opuesta según este organismo y se espera que en lo que queda de la presente década se obtengan niveles de crecimiento debajo de los registrados en la década pasada. Para analizar la posibilidad de un riesgo de estanflación mundial, vamos a analizar la evolución tanto de la inflación como el crecimiento económico.

Desde un análisis del comportamiento histórico de la inflación, se ha visto que en el periodo subsecuente ala periodo de estanflación de 1970s ha habido una caída de la inflación en las últimas 5 décadas hasta la pandemia. La inflación global cayó de un máximo de 16,9% en 1974 a 2,3% en el 2019, incluyendo tanto economías desarrolladas como economías emergentes. Entre 1974 y 2019, la inflación en economías avanzadas se redujo de 15,3% en 1974 a 1,3% en 2019, mientras que en las economías emergentes y en desarrollo hubo una disminución de 17,5% a 2,6%.

Ahora bien, desde principios de 2020 la inflación global ha sido bastante volátil. En los primeros meses de la pandemia, entre enero y abril de 2020, la inflación global cayó un 1% por el colapso en la demanda y el declive en los precios del petróleo. En mayo de 2020, sin embargo, la inflación global empezó a tener un repunte por el aumento en los precios del petróleo y los alimentos y una recuperación de la actividad productiva luego de que se levantaran algunas medidas de confinamiento. El aumento del precio de *commodities* clave en el mercado global que ha resultado del conflicto en Ucrania, disrupciones en la cadena de suministros (profundizados por nuevas restricciones en China en su política de COVID

cero) han impulsado aún más al alza los precios de los alimentos y la energía, y en general la inflación mundial.

Los datos para abril de 2022, muestra los niveles de inflación más altos en los últimos años, con una inflación global de 7,8%, su nivel más alto desde 2008. La inflación en las economías avanzadas se encuentra en sus niveles más altos desde 1982, mientras que la inflación en las economías emergentes y en desarrollo se encuentra en 9,4%, su nivel más alto desde 2008. Para inflación del presente año, la inflación se encontraba por encima de sus niveles objetivos en todas las economías avanzas y alrededor del 90 % de las economías emergentes con esquemas de inflación objetivo. En particular, Europa ha tenido un aumento sustancial en su inflación dado por el *shock* energético que generó el conflicto en Ucrania y el subsecuente aumento de los *commodities* a nivel mundial.

Según investigaciones conducidas por el BM, los principales impulsores de la inflación han cambiado desde que inició la pandemia de manera generalizada en varios países alrededor de enero de 2020. Mientras los *shocks* de demanda fueron la fuerza dominante en empujar la inflación hacia abajo en el primer semestre de 2020, *shocks* en los precios petróleo y en la oferta han sido más influentes en empujar la inflación global hacia arriba desde principios de 2021, en específico *inflación núcleo* y artículos al consumidor (IPC). Desde mediados de 2021, con el repunte en crecimiento de las economías en el 2021, aumento en los precios del petróleo y con choques de oferta causado principales por cuellos de botella en la cadena de suministros, se ha visto un aumento tanto de precios de *commodities* como artículos de la canasta básica e inclusive presiones al alza de los salarios, y desde el conflicto en Ucrania, un aumento generalizado de la inflación vía aumentos de los precios del petróleo. Diferentes medidas de inflación han sido susceptibles a diferentes tipos de *shocks,* donde la inflación núcleo se ha visto más fuertemente afectada a los *shocks* de oferta relacionados con cuellos de botella de la cadena de suministros, mientras que los precios al productor han estado más relacionados con *shock* energéticos y choques globales de demanda.

Por su parte, se espera que la inflación futuro cercano la inflación global alcancé sus máximos a mediados de 2022 y caiga a valores del 3 % alrededor de mediados de 2023, lo que representa 100 pb por encima del promedio en 2019. La invasión a Ucrania ha resultado en ser una fuente importante de aumentos de precios a nivel internacional en la medida de que tanto Rusia como Ucrania son países con altos volúmenes de exportación de *commodities.* A lo anterior, se suma que aún siguen siendo persistentes los problemas en la cadena de suministros lo que sigue influenciando de manera significativa el aumento de precios en el corto plazo. Lo anterior, ha conducido a las autoridades monetarias en la mayoría de las economías avanzadas y muchas de las emergentes a tomar posturas más estrictas frentes a su política monetaria, incluyendo el aumento de tasas de interés. Sin embargo, a pesar del aumento de las tasas de política, para mayo de 2022, las tasas *reales* de política permanecieron negativas en promedio en las economías avanzadas (-5,2%) y el promedio en las economías emergentes y en desarrollo de dichas tasas reales ha sido de (-3.2%).

No obstante, todavía existente un riesgo bastante latente de que se materialicen niveles de inflación por encima de lo que actualmente proyectan organismos multilaterales como el banco mundial. Si los problemas en las cadenas de suministros continúan o continua el aumento de los precios de *commodities* clave (ya sea por el conflicto en Ucrania o por niveles excesivamente altos en la demanda de éstos por encima de los niveles de oferta), es posible que la inflación permanezca por encima del rango objetivo de muchos bancos centrales. Si la inflación permanece elevada por un importante periodo de tiempo, ésta se puede ver reflejada en aumento de los salarios, así como derivar en comportamientos de fijación de precios. Las expectativas de los mercados financieros frente a la inflación han ido en aumento desde que el conflicto en Ucrania inició y aún continúan los problemas de suministros, en particular en países donde todavía hay rebrotes de pandemia, lo que hace temer a muchos de que pueda haber un desenclave de las expectativas de inflación en el futuro que pueda conducir a que varias autoridades monetarias suban sus tasas de política por encima de lo previamente anticipada, y conduzcan a una caída del crecimiento e inclusive llevar a algunas economías a la recesión.

Así como es importante realizar un análisis del comportamiento de la inflación, cuando se habla de estanflación también es importante entender el comportamiento de la desaceleración del crecimiento económico. Ahora bien, en la década pre-pandemia el crecimiento promedio mundial tuvo un valor de 3% al año, menor al crecimiento promedio mundial de 3,4% que se observó en la década anterior de los 2000s. Para el 2019, se tuvo la tasa de crecimiento más bajo en la década a un nivel de 2,6%, que es aproximadamente 80 pb por debajo del crecimiento en el 2011. Entre algunas de las razones que explican el menor crecimiento en la década de 2010s frente a la década anterior están la crisis de la deuda en la Zona Euro entre 2010-2012, el *taper tantrum* que tuvo lugar en el 2013 y afectó algunas economías emergentes, aumentó sustancial del precio internacional de *commodities* entre el 2011-2016, desaceleración en el crecimiento de China que afectó la exportación de muchas economías emergentes y tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.

Luego de la caída en el crecimiento económico en el 2020 inducida por la pandemia, el crecimiento mundial repuntó un 5,7% en el 2021, reforzado por sustanciales estímulos fiscales y monetarios por parte de los gobiernos. No obstante, pesé a ese fuerte repunte del año pasado, los pronósticos de crecimiento del BM para junio del presente año indican una desaceleración y una tasa de crecimiento a nivel mundial de apenas de 2,9% en el 2022 y 3,0% en el 2023, respectivamente. Dicha caída en el crecimiento se explica en parte por el conflicto en Ucrania, la caída en la demanda que se ha visto por los altos niveles de inflación y altos precios internacionales de los *commodities,* y la retirada paulatina de los programas de apoyo fiscal y monetaria por parte de los gobiernos dado los altos niveles de inflación que se están presentando. El BM espera que para el 2024, el crecimiento económico mundial sea de 3,0%, explicado en gran medida por la expectativa de que las economías avanzadas retornen a su senda de crecimiento prepandemia. No obstante, se espera que la recuperación vaya a tomar más tiempo en las economías emergentes, donde se espera que el crecimiento del producto permanezca 5 pp por debajo de sus niveles pre-pandemia inclusive en el 2024. Las anteriores proyecciones, claramente muestran una

caída significativa en las proyecciones de crecimiento económico respecto a las proyecciones realizadas seis meses antes hechas por el FMI que proyectaban crecimientos mundiales de 4,4% y 3,8% para el 2022 y 2023, respectivamente. De igual forma, los pronósticos de crecimiento actuales están sujetas a una incertidumbre sustancial, con un fuerte riesgo a que haya tasas de crecimiento aún menores a las proyectadas actualmente.

Más allá del futuro próximo, se espera que el crecimiento global se desacelere en la década de 2020s, reflejando una tendencia de debilitamiento en algunos aspectos fundamentales de crecimiento. Por un lado, se encuentra la transición demográfica que ha sido un proceso que inició con el declive de la población en edad de trabajar a mediados de 1980 en las economías avanzadas y que para las economías emergentes y en desarrollo inició en 2010 y que se espera que continue a lo largo de la siguiente década. Por otro lado, se espera que la elevada incertidumbre en el comercio internacional y en las redes de inversión que ha generado la pandemia junto con el conflicto en Ucrania hagan que el crecimiento en inversión a nivel internacional permanezca relativamente débil. También, se espera que la desaceleración en el crecimiento de la productividad global que se ha visto desde inicios de 2010s continue a lo largo de la década de 2020s dado la disminución gradual de los efectos positivos en el mejoramiento de las condiciones de educación y salud en el crecimiento, en especial en algunas economías emergentes y en desarrollo donde dichas mejoras empiezan a tener un impacto cada vez menor en la productividad de los trabajadores. Es por la anterior, que el BM proyecta que el crecimiento potencial global, es decir la tasa de crecimiento de la economía mundial en plena utilización de la capacidad instalada y en ausencia de choques cíclicos, para el 2020s será 0,6 pp al año menor que las tasas de crecimiento para la década de 2010s. Los pronósticos más recientes, lo que muestran es el reconocimiento de un debilitamiento en los motores principales del crecimiento y paulatinamente han reducido sus proyecciones de crecimiento en el largo plazo al menos en los próximos 10 años. Las más recientes proyecciones han mostrado que para las economías avanzadas, ha habido una caída en las expectativas de crecimiento económico que se esperaba para la década de 2020s en 0,6 pp, mientras que para las economías emergentes y en desarrollo ha habido una disminución de hasta 1,8 pp en las proyecciones de crecimiento esperadas para dicha década.

Si bien se espera que haya una ralentización generalizada en el crecimiento económico mundial en la década de 2020s a comparación de la década de 2010s por factores estructurales como lo son el envejecimiento de la población y la reducción de la población mundial en edades productivas, tanto en economías avanzadas como en economías emergentes y en desarrollo, así como reducciones en las ganancias de productividad asociadas a los avances en educación y salud, acompañadas de bajos niveles de inversión a nivel internacional que se pueden dar si persiste al alto nivel de incertidumbre y nerviosismo internacional aún no es incierto como se va a comparta la inflación global en el largo plazo. Lo que es cierto, es que los bancos centrales en estos momentos se encuentran en una posición mucho más fuerte que la que se encontraban en 1970s con mejores instrumentos y experiencia acumulada de cómo tratar este tipo de episodios y enfrentan expectativas de inflación mejor ancladas que las que enfrentaron en los 70s que hace que

el riesgo de estanflación para esta década que viene sea menor o más leve que el que se presentó en 1970s.

Finalmente, de materializarse el riesgo de estanflación mundial en la década que viene, las economías que más se van a ver afectadas van a ser las economías emergentes. Por ende, es fundamental que éstas mejoren sus vulnerabilidades macroeconómicas, en particular en muchos casos disminuir sus actuales niveles relativamente altos de déficit fiscal y en cuenta corriente, y así mismo mantengan niveles sostenibles de deuda externa, de tal forma que puedan mitigar los shocks externos que puedan generar un período prolongado de estanflación. De igual forma, resalta la importancia de tener bancos centrales independientes y reglas de política, tanto fiscales como monetarias, claras para tener un mejor anclaje de expectativas y por ende un mayor control en su inflación.

2.2.2. Riesgo de recesión económica en los Estados Unidos

Otro tema de relevancia en la agenda internacional, y que cada vez toma más cubrimiento por parte de medios de comunicación y a su vez toma mayor pertinencia en la actualidad, es el riesgo de recesión por parte de la economía de los Estados Unidos que se prevé antes de comienzos del 2024 e inclusive ya hay analistas que prevén que el gigante norteamericano entre en recesión a comienzos de 2023. La principal razón por la que existe un riesgo muy grande de que la economía de los Estados Unidos entre en recesión está relacionada con la fuerte, y en cierta medida agresiva, subida de tasas de interés por parte de la FED que puede desencadenar en un drástico encarecimiento del crédito, tanto de consumo como de inversión, y generar un choque negativo profundo en la demanda, ya sea por reducción en el consumo de los hogares o reducción en la inversión de las empresas.

Hay varias razones que generan intranquilidad y nerviosismo tanto a *policy makers* como a los agentes de mercado. Las perspectivas actuales de la economía estadounidense no son buenas, y más si se tiene en cuenta que el trimestre anterior tuvo una caída en su tasa de crecimiento de 8,5 pps en comparación con el trimestre anterior, lo que hizo que registrara un crecimiento trimestral de -1,6% en el primer trimestre del presente año. A lo anterior, se destaca que en los últimos tres meses se han registrado inflaciones anuales de 8,5%, 8,1% y 8,6% para los meses de marzo, abril y mayo, respectivamente, lo que representa una inflación anual promedio para el trimestre de 8,4%. Inclusive la inflación anual del mes de mayo representa la inflación más alta en los últimos 40 años en los Estados Unidos. No obstante, hay que resaltar frente al sombrío escenario que muestran los dos anteriores agregados macroeconómicos, el buen desempeño del mercado laboral estadounidense donde se han registrado tasas de desempleo de 3,6% desde marzo del presente año.

Ahora bien, una primera señal de preocupación está en la tasa de crecimiento negativo que se registró durante el primer trimestre del año 2022 en la medida de que el trimestre inmediatamente anterior el crecimiento económico fue de 6,9%. Lo que genera aún más intriga, es que se esperaba una desaceleración del crecimiento económico luego del aumento de tasas de interés por parte de la FED, pero la desaceleración que se observó

en el primer trimestre de este año ocurrió en un trimestre donde la tasa se mantuvo prácticamente a 0,13% durante la mayor parte del trimestre hasta la reunión del 5 de marzo donde la FED aumento su tasa de política en apenas 25 pb dejándola en 0,33 para final de semestre, que sigue siendo una tasa indudablemente baja. Aún más inquietante, está el hecho de que durante dicho trimestre el desempleo promedio fue de 3,8% y se caracterizó por ir a la baja pasando de un desempleo del 4% en enero a 3,6% en marzo, lo cual no va en la misma dirección del crecimiento del PIB del trimestre. Parte de la desaceleración, puede ser explicada por los efectos económicos que ha dejado el conflicto en Ucrania, en especial el *shock* energético, pero aun así el conflicto inició el 24 de febrero, lo que lo hace altamente improbable que explique toda la caída en el producto a lo largo del trimestre y más teniendo en cuenta el buen desempeño del trimestre anterior de la economía estadounidense. Parte de la explicación de la caída en el producto en el primer trimestre del año que da el BEA está relacionado con el aumento en el déficit comercial estadounidense causada por una caída en el consumo y exportación de bienes durables y un aumento de las importaciones de bienes no alimentarios y sector automotriz, y adicional a lo anterior, se suma una reducción en la inversión privada en inventarios explicada por una caída en los sectores del comercio al por mayor, el sector de minería y la construcción.

Ahora bien, mirando hacia el futuro las perspectivas de crecimiento y las condiciones económicas de los Estados Unidos no son muy alentadoras. *Policy makers* y analistas económicos consideran que la Reserva Federal pudo haberse demorado mucho en intervenir y hacer frente a la inflación, lo que podría conducir a la FED a hacer mayores ajustes en su tasa de política de los que hubiera tenido que hacer si hubiera realizado una intervención más oportuna meses antes. Revisando las minutas y los comunicados oficiales del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC)[4] en las reuniones que han tenido lugar este año, se ve una transición y un cambio de postura por parte de la Reserva Federal frente a las condiciones económicas de los Estados Unidos y la ejecución de política monetaria.

En la primera reunión del año que tuvo lugar el 26 de enero el FOMC decidió mantener la tasa de política en 0,13 en su objetivo de alcanzar el máximo nivel de empleo y tener un nivel de inflación del 2% en el largo plazo, pese a las presiones inflacionarios que se venían registrando desde mayo de 2021. En sus declaraciones el FOMC si bien reconoció niveles altos de inflación, prepondero más el buen desempeño de la actividad económica y el mercado laboral y concluyó que con las reducciones en las restricciones de oferta en la economía a causa de la apertura de más sectores económicos los altos niveles de inflación que es estaban registrando mermarían. También, en dicha reunión tomó la decisión de reducir la velocidad de su compra de activos, reduciendo la compra de bonos del tesoro estadounidense (T-Bonds) a 20 billones de dólares al mes y de activos respaldados en hipotecas (MBS)[5] en 10 billones de dólares al mes y dando indicios de que suspendería su programa de compras para el mes de marzo.

[4] FOMC por sus siglas en ingles.
[5] MBD por sus siglas en inglés

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Para la reunión del 16 de marzo, si bien el FOMC reconoció presiones inflacionarias altas y a pesar de manifestar que desconocían el alcancé económico que tendría el conflicto en Ucrania sobre los Estados Unidos más allá de un efecto al alza sobre los precios, el comité en dicha reunión decidió subir su tasa de política en 25 pbs y anticipando posibles subidas de su tasa de política en las próximas reuniones. Cabe aclarar que no ocurría una subida en su tasa de política por parte de la FED desde la reunión de marzo 17 de 2021 donde se estableció la tasa de política a 0,13. En su decisión de subir su tasa de política en apenas 25 pbs tuvo en cuenta el buen desempeño de los indicadores de actividad económica y empleo y la confianza en poder conducir la inflación a su objetivo de 2% en el mediano plazo.

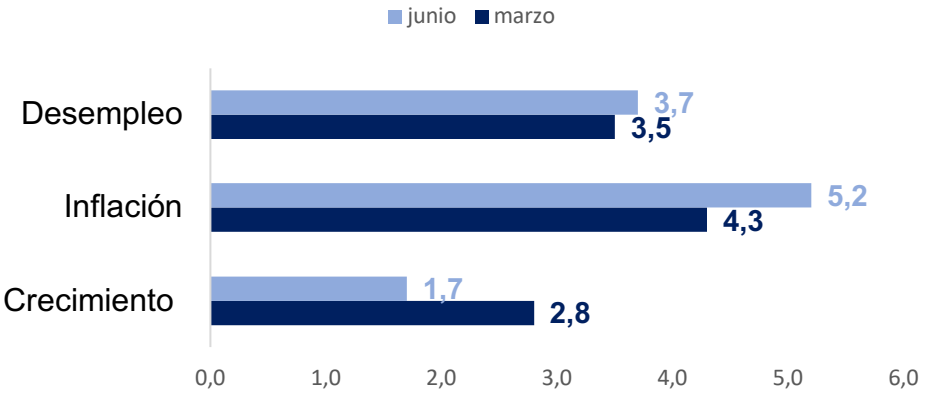
Ahora bien, el primer cambio de postura notorio por parte del FOMC ocurrió en la reunión de mayo 4 en donde ya se tenía conocimiento de las cifras de crecimiento económico negativo en el primer trimestre del año de la economía estadounidense y una inflación anual promedio de 8% de enero a abril de 2022. En esta misma reunión, el FOMC reconoció que el conflicto en Ucrania y los cierres relacionados con los brotes de COVID en China y sus consecuencias sobre la cadena de suministros estaban teniendo efectos sobre el desempeño económico y la inflación en los Estados Unidos. Dadas las persistentes altas cifras de inflación, el FOMC decidió aumentar su tasa de política en 50 pbs conduciendo su tasa de política a 0,88.

Para la última reunión que ha tenido hasta el momento el FOMC el 15 de junio, las perspectivas económicas de los Estados Unidos ya mostraban ser mucho más adversas, en particular en materia de inflación. Con una inflación anual del 8,6% registrada para el mes de mayo de 2022, el nivel más alto registrado en los últimos 40 años, y un promedio de inflación anual de 8,2% en lo corrido del año hasta dicho mes el FOMC tomó una postura más severa frente a su política monetaria y aumentó en dicha reunión su tasa de política en 75 pbs, lo que representa el incremento más grande desde que Greenspan lo hizo en 1994. En sus declaraciones de prensa, Powell reconoció la posibilidad, aunque aún baja, de recesión en la economía de Estados Unidos inducida por la subida de tasas. Al mismo tiempo reiteró el compromiso de la FED de conducir la inflación a su objetivo de largo plazo de 2% y dio indicios de que em las próximas reuniones el FOMC continuaría subiendo la tasa de política con expectativas de aumentos de 50 pbs e inclusive nuevamente de 75 pbs para la próxima reunión del 27 de julio.

En dicha reunión del 15 de junio, el FOMC actualizó sus proyecciones en materia de crecimiento económico, desempleo e inflación de la economía estadounidense. En sus proyecciones actualizadas, el FOMC pronóstico crecimientos de 1,7%, 1,7% y 1,9%, para 2022, 2023 y 2024, respectivamente. Tasas de desempleo de 3,7%, 3,9% y 4,1%, para 2022, 2023 y 2024 respectivamente y tasas de inflación de 5,2%, 2,6% y 2,2% para 2022, 2023 y 2024, respectivamente (Gráfico 8). En relación con las expectativas de cierre de su tasa de política por parte de los miembros del FOMC, se espera una tasa de cierre de 3,4 y 3,8 para 2022 y 2023, respectivamente como lo muestral del *Dot Plot* de la reunión del mes de junio (Gráfico 9). El valor mediano de cierre de 3,4 muestra lo mucho que ha cambiado la postura de la FED frente a la senda de inflación para el segundo semestre de

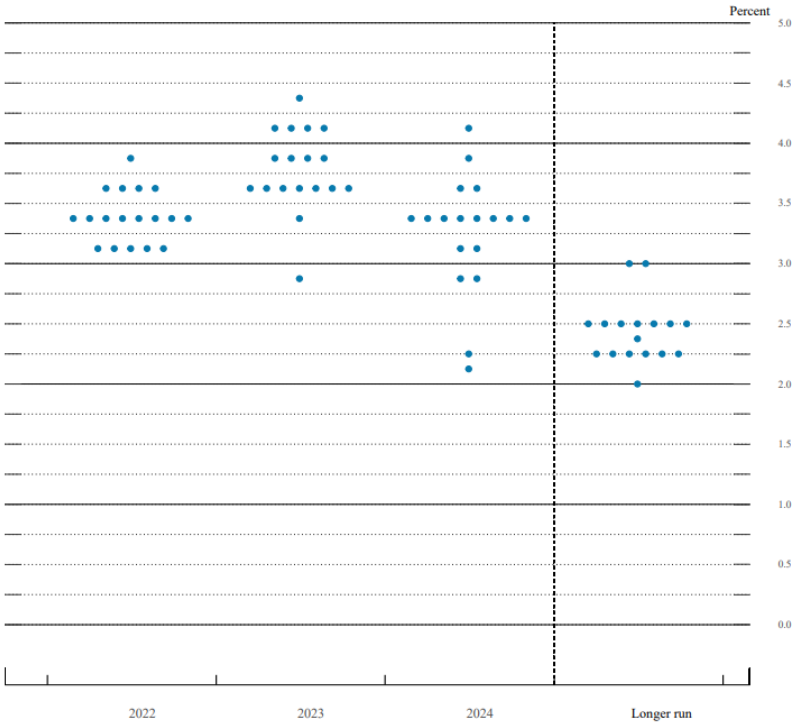
2022 y da un mensaje contundente a los mercados que las condiciones financieras se van a ajustar mucho más de lo que previamente estaba proyectado en marzo, donde el valor mediano de cierre en la tasa de política fue de 1,9.

Gráfico 8. Comparación de proyecciones de crecimiento económico, desempleo e inflación por parte de la Reserva Federal



Fuente: Resumen de proyecciones económicas reunión del 16 de marzo y 15 de junio del FOMC.

Gráfico 9. Dot Plot de la tasa de interés de la Reserva Federal según las consideraciones de los miembros del FOMC (%)
(Reunión junio 2022)



Fuente: Resumen de proyecciones económicas reunión del 15 de junio del FOMC.

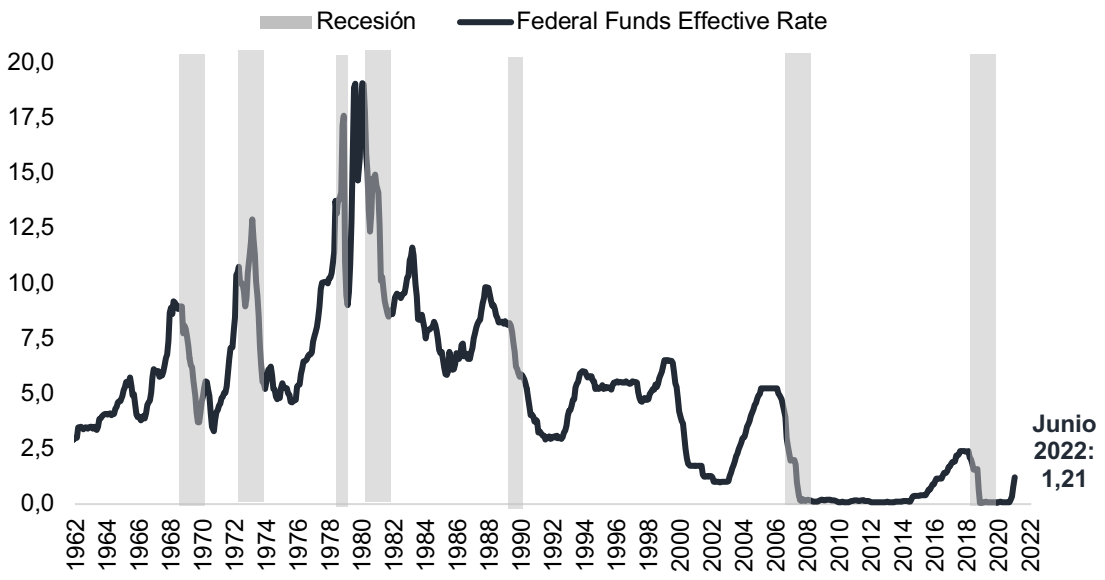
FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

En esa misma reunión, el FOMC comunicó que desde el primero de junio del presente año empezó su política de reducción de su hoja de balance en donde prevé vender alrededor de 47.5 billones de dólares en valor de bonos del tesoro y MBS al mes. De igual forma, prevé que para el mes de septiembre aumente su programa de venta de activos para un valor de 95 billones de dólares al mes. Por otro lado, hay otro indicador preocupante en materia de inflación y es el relacionado con las expectativas de inflación a más largo plazo. En un estudio realizado por la Universidad de Michigan, las expectativas de inflación de los consumidores aumentaron a 5,4% para el 2023, el valor más alto que registra el estudio desde 1981. Adicionalmente, las expectativas de inflación de más largo plazo también aumentaron en el mencionado estudio.

Por lo expuesto anteriormente, la Reserva Federal se encuentra en una posición bastante compleja en la medida que la economía de los Estados Unidos desde principios de 2022, antes de su intervención en su tasa de política, registra una desaceleración en su producto y adicional a lo anterior tiene como objetivo reducir la inflación de un nivel que a mayo se encontraba más de tres veces por encima de su meta de 2%. La dificultad se encuentra en hacer el ajuste en su política monetaria sin causar en el proceso una recesión económica en un contexto internacional donde no se ve una solución pronto al conflicto en Ucrania ni a los persistentes problemas en la cadena de suministros.

Entonces, ¿Qué se puede esperar de una subida de tasas de interés por parte de la reserva federal en la economía de Estados Unidos? Lo primero, es que el mercado espera que en las próximas reuniones del FOMC haya una tendencia a subir en cada reunión la tasa de política entre 50 a 75 puntos básicos hasta alcanzar un rango a cierre de 2022 entre 3,25% a 3,5%, lo cual va en línea con las expectativas del FOMC. Este ajuste en tasas mayor al previamente proyectado por el FOMC a principios de año puede ser la antesala a una recesión económica como ha sido el caso en recesiones pasadas en los Estados Unidos. Las recesiones asociadas al COVID en el 2021, a la crisis financiera del 2008, y la recesión de los 90, así como las generadas por el choque del petróleo de los 70 estuvieron todas antecedidas por subidas en la tasa de política unos meses antes (Gráfico 10). La preocupación de inversionistas y *policy makers* se centra en que entre más se vea forzada a subir las tasas de política este año la Reserva Federal para contener la inflación y anclar las expectativas a largo plazo, mayor será el incremento en el costo del crédito y por ende la caída tanto en el consumo como la inversión, en un momento donde la economía estadounidense ya está mostrando signos de desaceleración.

Gráfico 10. Tasa efectiva de política de la Reserva Federal
(En gris se encuentran los periodos de recesión)

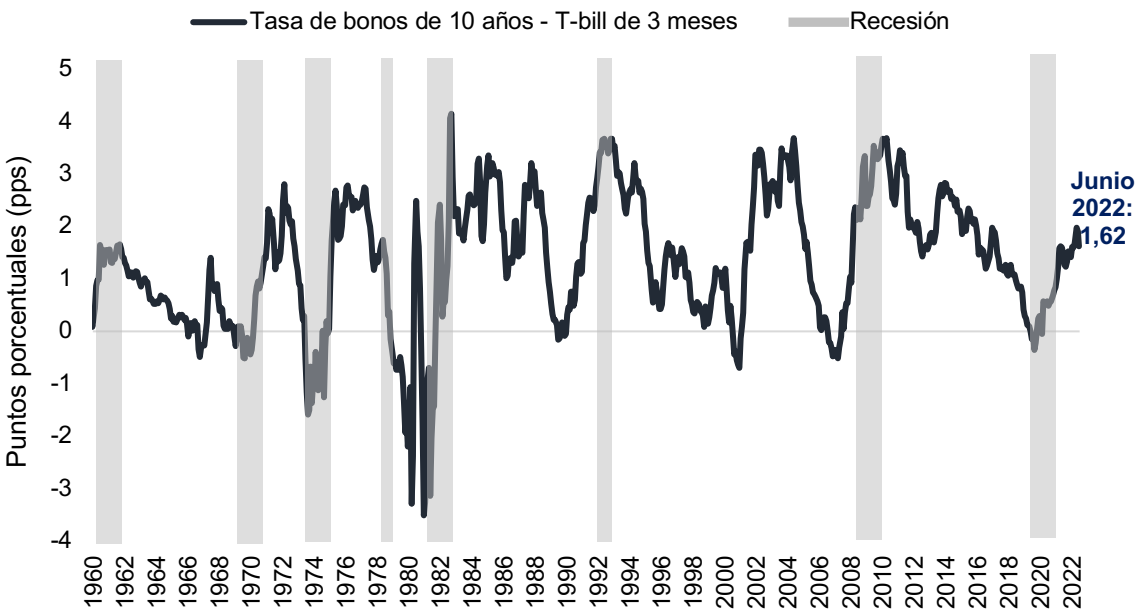


Fuente: Federal Reserve Economic Data (FRED)

Hay otros dos indicadores que son ampliamente usados para mirar la posibilidad de recesión de la economía estadounidense. Por un lado, está el *spread* entre los bonos del Tesoro a 10 años y los T-Bills a 3 meses en donde se presupone que cuándo este *spread* se torna negativo, es decir se invierta la curva de cero cupón[6], la economía de los Estados Unidos puede entrar en recesión. Si bien la curva cero cupón se invirtió en algunos meses del 2019, para el 2021 y 2022 los valores del *spread* han permanecidos positivos, aunque pequeños, lo cual no muestra al menos por este indicador un riesgo de recesión próximo (Gráfico 11). Otro indicador que calcula la Reserve Federal de Nueva York consiste en calcular la probabilidad de recesión 12 meses en el futuro utilizando como insumo el *spread* previamente mencionado. Teniendo que, para mayo del 2022, el *spread* registraba un valor de 1,9%, la probabilidad de recesión para mayo del 2023 estuvo en 4,11%, valor muy cercano al que ha registrado este indicador en los últimos meses (Gráfico 12). Por tanto, al menos basando únicamente el riesgo de recesión utilizando el *spread* de tasas de los bonos, el riesgo de recesión permaneció es relativamente bajo. No obstante, hay que observar estos resultados con cuidado en la medida que ya se han presentado varias recesiones en donde no se ha invertido la curva cero cupón con antelación e inversiones en la curva cero cupón que tampoco han desencadenado en una recesión.

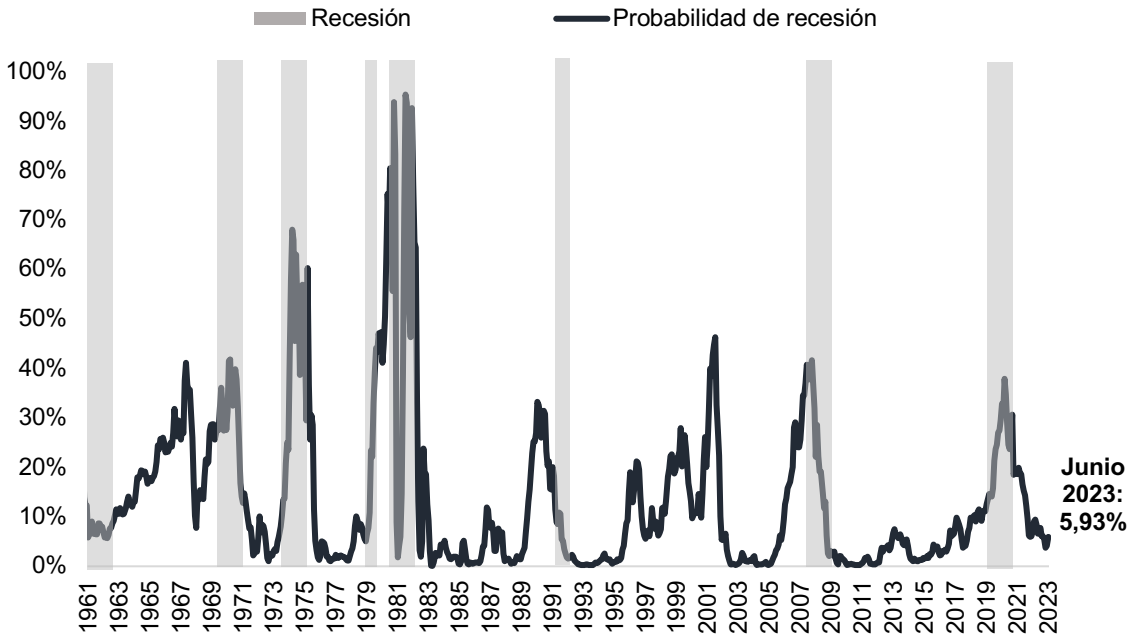
[6] Conocida en la literatura económica y financiera también como *yield curve*, denota la tasa de rendimiento de los bonos soberanos de un país de diferente madurez.

Gráfico 11. *Spread* entre los bonos del tesoro a 10 años y los T-bills a 3 meses
(En gris se encuentran los periodos de recesión)



Fuente: Reserva Federal de Nueva York

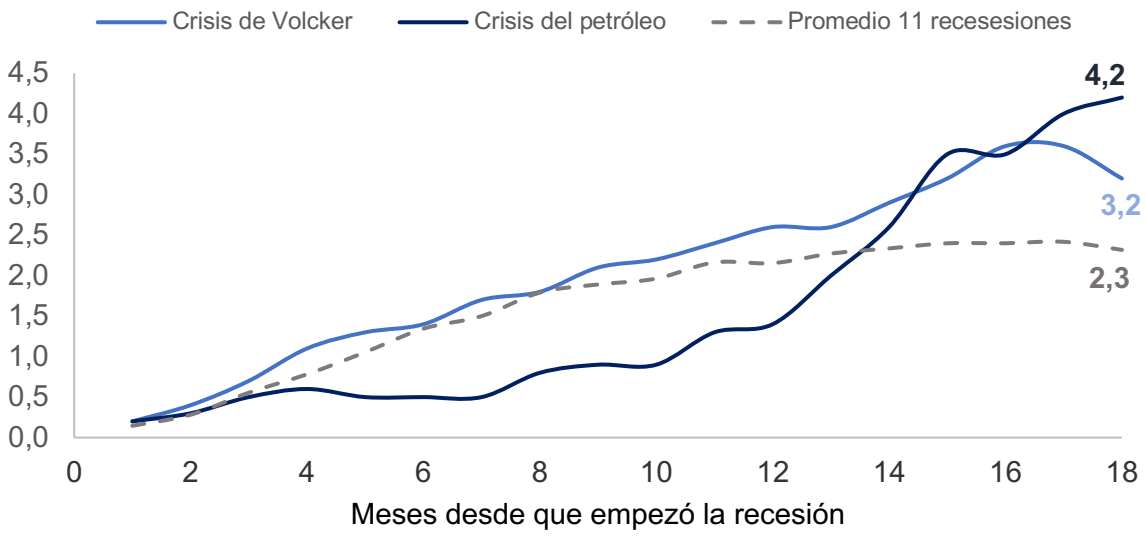
Gráfico 12. Probabilidad de recesión usando como indicador el *spread* entre los bonos del tesoro a 10 años y los T-bills a 3 meses
(En gris se encuentran los periodos de recesión)



Fuente: Reserva Federal de Nueva York

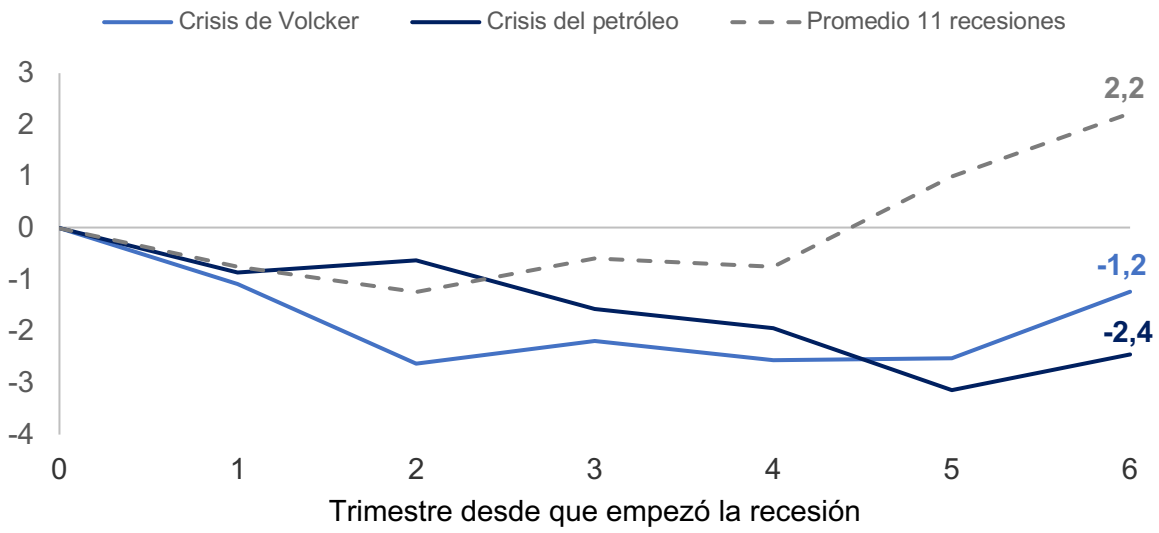
En caso de entrar en recesión, ¿Qué se puede esperar del comportamiento de la economía estadounidense? De las 11 recesiones que se han presentado en Estados Unidos desde 1945 hasta hoy (sin incluir la recesión causada por la pandemia del COVID-19), se observa que en todas hay un deterioro rápido en las condiciones del mercado laboral y una caída del producto. Si se toman en cuenta el comportamiento de la *mediana* de las 11 recesiones previas que ha habido desde 1945, se observa un aumento en el nivel de desempleo llegando 1 año después a un 2% por encima del valor de desempleo en el periodo justo antes de iniciar la recesión y luego manteniendo ese nivel de desempleo al menos por seis meses más (Gráfico 13). De igual forma, se observa que en dicha *mediana* que hay un deterioro en las condiciones económicas de manera inmediate a partir del momento que inicia la recesión, llegando 2 trimestres después a un nivel de PIB 1,2% menor al nivel de PIB en el periodo justo antes de inicias la recesión y permaneciendo en cifras negativas al menos dos meses más, es decir presentando una caída en el PIB por 4 trimestres desde que inicia la recesión (Gráfico 14).

Gráfico 13. Tasa de desempleo luego de una recesión
(En puntos porcentuales)



Fuente: Federal Reserve Economic Data (FRED)

Gráfico 14. Cambio GDP luego de una recesión
(En porcentaje)



Fuente: Federal Reserve Economic Data (FRED)

Finalmente, hay que ser mención de dos temas adicionales: 1) el nerviosismo que se observa hoy en día en la economía global por parte de los inversionistas y 2) el fortalecimiento global del dólar. Lo primero, se da por la coyuntura actual del contexto internacional relacionado con aumentos en las proyecciones de inflación a nivel internacional, reducción en las perspectivas de crecimiento global, un conflicto en Ucrania que no parece dar tregua en un futuro cercano, problemas en las cadenas de suministro que parecen que persistirán a lo largo del año, un endurecimiento de las condiciones financieras a causa del aumento de las tasas de interés a nivel mundial por parte tanto de economías desarrolladas como emergentes, un riesgo de estanflación mundial y un riesgo de recesión económica en la economía más grande del mundo. Para cuantificar un poco el grado de nerviosismo a nivel internacional basta con observar el comportamiento reciente del VIX[7] (Gráfico 15). Desde finales de abril ha habido un aumento en este indicador sobrepasando en varias ocasiones el *umbral* de 30, que es un indicativo de que la incertidumbre en los mercados es bastante alta y eso se traduce en mayor volatilidad y mayor comportamiento averso al riesgo a nivel internacional, que puede conducir a salidas

[7] El *Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX)* es una medidad de la volatilidad del mercado accionario de los Estados Unidos. El valor del índice depende de los precios de las *opciones* del índice S&P500, por ende es una medidad comúnmente usada para medir que tanto los inversionistas esperen que fluctue el S&P500. En términos generales, el VIX es un medidor que *mide* el miedo del mercado, donde valores altos implican que la volatilidad del mercado aumentará y por ende el riesgo. En general, valore mayores a 30 indican alta volatilidad y por ende alta incertidumbre en los mercados financieros.

de capitales de inversiones *más* riesgosas como lo son activos e inversiones en economías emergentes en dirección a activos refugio como lo son el dólar o el oro[8].

Gráfico 15. *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX)
(Indicador de volatilidad de las opciones del S&P500)

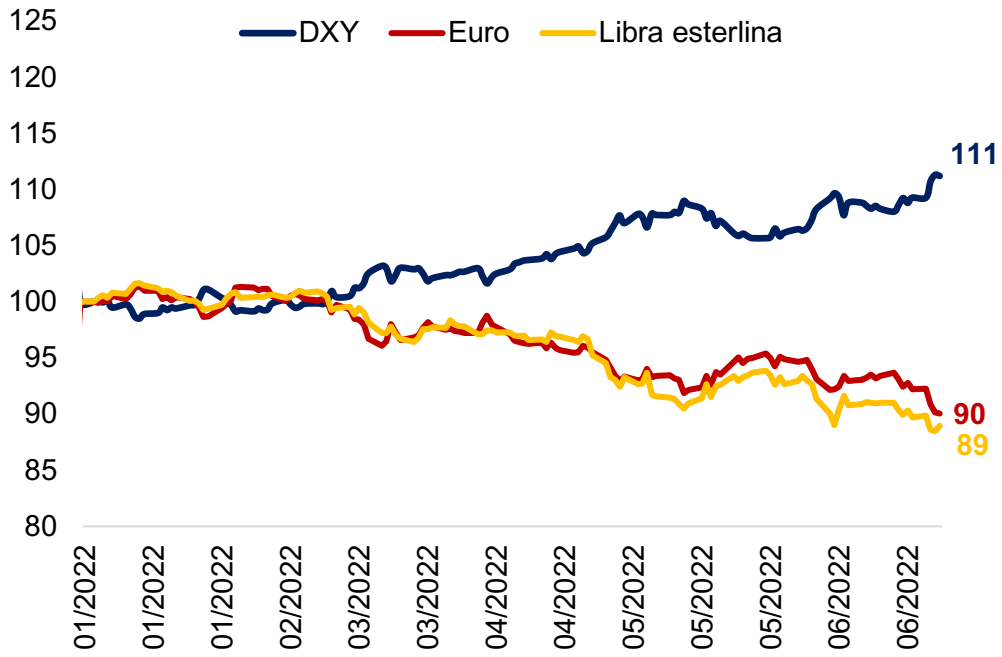


Fuente: Bloomberg.

Dicho nerviosismo internacional, se ha visto reflejado recientemente en el fortalecimiento mundial del dólar. El riesgo a una disminución en el crecimiento mundial combinado con los altos niveles de inflación que se han registrado a lo largo del año ha incentivado a muchos inversionistas a *proteger* sus inversiones en activos refugios, los cuáles en el contexto internacional son el dólar y el oro. En el caso del dólar, se observa que ha habido un fortalecimiento de éste a lo largo del 2022, lo cual muestra un aumento en el apetito internacional por este activo. Si se toma el primero de enero del presente año como base, se observa un aumento del 11% del DXY[9] a fecha del 7 de julio y una devaluación del euro y la libra esterlina de 10% y 11%, respectivamente. Lo anterior indicia, que la devaluación de las monedas nacionales no es solo un fenómeno interno sino global que ha afectado tanto a las economías desarrolladas (ej. Zona Euro e Inglaterra) como a las economías emergentes (ej. Colombia) (Gráfico 16).

[8] Cuando la migración de flujos de capital de activos más riesgosos a activos refugio ocurre en manada (Herd Behaviour) se le conoce como *flight to quality.*
[9] El DXY es un índice que mide el valor del dólar estadounidense frente a una canasta de monedas extrajeras. El 57,6% del peso del índice lo compone el euro, el 13,6% el yen japones, el 11,9% la libra esterlina, el 9,1% el dólar canadiense, el 4,2% la corona sueca y el 3,6% el franco suizo. Cuando el índice aumenta de valor significa que el dólar se está *apreciando* o *fortaleciendo* frente a otras divisas.

Gráfico 16. DXY, libra esterlina y euro
(Normalización a un valor de 100 para el primero de enero de 2022)



Fuente: Bloomberg

2.2.3. Implicaciones para Colombia de la desaceleración económica mundial y la posibilidad de que Estados Unidos entre en recesión

En esta sección analizaremos el impacto que tendría una desaceleración económica mundial y una posible entrada en recesión de Estados Unidos sobre la economía colombiana. Básicamente, hay dos canales por medio del cual una desaceleración económica, ya sea mundial o de Estados Unidos, impactaría la economía colombiana: 1) El *canal financiero* reflejado en el precio de los activos y movimiento de los flujos de capital y 2) El *canal real* reflejado en el comercio.

En el canal financiero, una desaceleración de la economía mundial o estadounidense tiene efectos sobre los flujos de capital que ingresan al país, en particular la inversión extranjera directa (IED) y los flujos de portafolio. Los flujos de portafolio, que provienen principalmente de inversionistas institucionales como lo son fondos de pensiones y aseguradoras, son muy sensibles al movimiento de tasas por parte de la Reserva Federal y a su percepción de riesgo de los activos que componen sus inversiones. Como se ha visto, dada la coyuntura internacional, se espera un alza de tasas tanto en economías avanzadas como en economías emergentes, no obstante, si bien esa alza de tasas tiene efectos opuestos sobre el movimiento en los flujos de portafolio, el efecto preponderante es el alza de las tasas de las economías avanzadas por lo que se espera un flujo de dichas inversiones de las economías emergentes a las avanzadas. Una salida de flujos de portafolio del país tiene efectos sobre las finanzas públicas, en la medida que el principal activo de inversión por

parte de los inversionistas institucionales extranjeros en Colombia son los TES por lo que una venta masiva de éstos puede generar una desvalorización de estos títulos, aumentando sus tasas y encareciendo la deuda pública. Por su parte, si aumenta la aversión al riesgo a nivel mundial (como lo está mostrando en estos momentos el VIX), existe el riesgo de que haya una disminución de la inversión extranjera en el país con las implicaciones que eso tiene como disminución en la tasa de crecimiento y formación bruta de capital.[10]

El otro canal donde Colombia se puede ver afectado por una desaceleración de la economía global, y en particular de Estados Unidos, es el canal real del comercio. El principal socio comercial de Colombia es Estados Unidos tanto en exportaciones totales (26,6%) como en exportaciones no tradicionales (28,8%) para 2021 (Gráfico 18). Una desaceleración de nuestro mayor socio comercial implicaría una reducción en la demanda de exportaciones y por tanto un menor ingreso de divisas al país por este medio, así como una reducción en el PIB por este rubro. Adicionalmente, en riesgo de caer en una estanflación, otra economía que se vería fuertemente impactad sería China, el segundo socio comercial de Colombia en exportaciones tradicionales (8,9%). Una desaceleración de China implicaría una reducción en la demanda y exportación de *commodities* como petróleo y carbón por parte de los países emergentes incluyendo a Colombia.

Dado lo anterior, Colombia debe tener especialmente cuidado en su sector externo, dado que, a cifras de hoy, Colombia presenta un déficit en cuenta corriente del 5% del PIB. El déficit en este rubro representa una vulnerabilidad de la economía colombiana en la medida que en caso de sufrir una desplome en los flujos de capital, dado el contexto internacional actual, Colombia se vería fuertemente impactado y tendría que hacer un ajuste muy fuerte en dicha componente de la balanza de pagos. Se ha visto que las economías con déficit en su cuenta corriente han tenido los impactos más fuertes en situaciones de estrés financiero mundial, por lo que Colombia tiene que hacer un esfuerzo importante en reducir sus actuales niveles en déficit de cuenta corriente.

2.3 Principales supuestos

En la medida en que Colombia es una pequeña economía abierta, su dinámica de corto y mediano plazo se ve fuertemente influenciada por los ciclos reales y financieros internacionales. En este sentido, en esta sección se abordarán algunos de los supuestos que sirven de insumo para los pronósticos de mediano plazo de Fedesarrollo, entre los cuales se destaca el crecimiento de los socios comerciales, la producción y precio internacional del petróleo y el carbón térmico, y la tasa de cambio.

[10] En el caso de que haya una interrupción severa de los flujos de capital hacia Colombia, puede ocurir lo que se conoce como un *sudden stop,* teorizado por Guillermo Calvo. En un *sudden stop* dejan de ingresar flujos de capital a la economía de un país lo cual tiene efectos como devaluación de su moneda, caídas en la inversión y crecimiento económico y una posible reversión severa del déficit en cuenta corriente. En el peor de los casos, puede ocurrir una *crisis de balanza de pagos* donde no solo dejan de entrar capitales al país sino los que están adentro empiezan a salir.

2.3.1. Socios comerciales

Para esta edición de *Prospectiva,* el pronóstico de crecimiento externo relevante para el país se realiza en función de la participación de los 21 socios comerciales más importantes dentro de las exportaciones totales y las exportaciones no tradicionales. Según el primer criterio y siguiendo los pronósticos de crecimiento del FMI publicados en el mes de abril, los socios comerciales crecerían 3,8% en 2022 y 2,9% en 2023, año a partir del cual los niveles de crecimiento rondarían entre el 2,6% al 2,7% entre 2024 al 2026. De acuerdo con las exportaciones no tradicionales, los socios comerciales crecerían 3,2% en 2022 y 2,6% en 2023. La desaceleración prevista en la demanda externa obedece al menor crecimiento de los Estados Unidos, la Unión Europea, China y algunos países de la región (Gráfico 17).

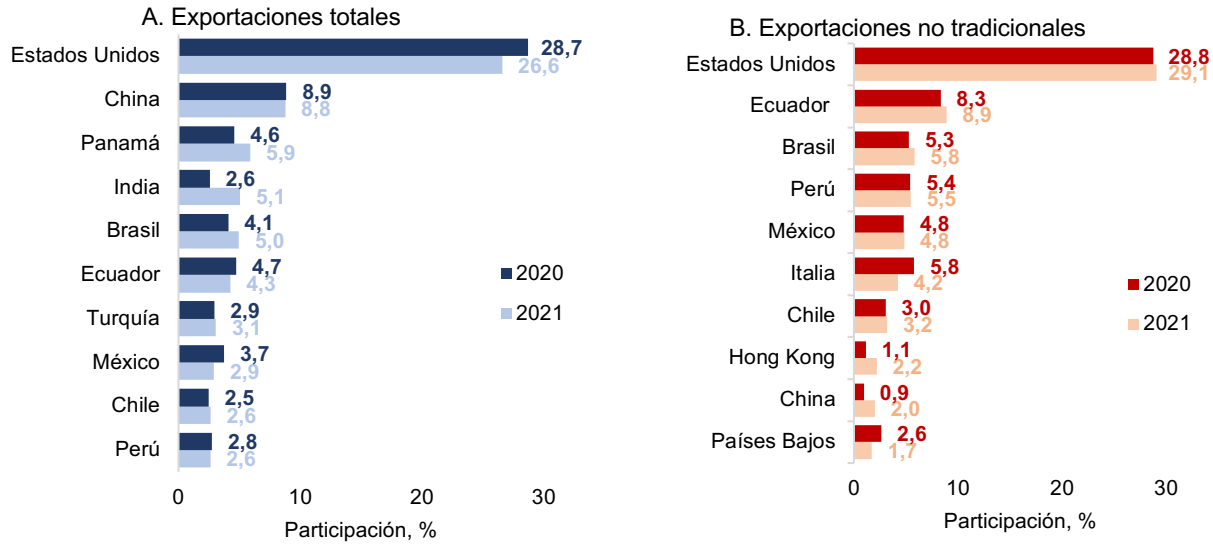
Gráfico 17. Crecimiento externo relevante para Colombia*
(Porcentaje, promedio con los primeros 21 socios comerciales ponderado por las exportaciones totales y no tradicionales de Colombia en dólares)



Fuente: FMI – World Economic Outlook. Cálculos Fedesarrollo
*No incluye a Venezuela

Para el 2020 y el 2021, los socios comerciales principales para Colombia en exportaciones totales fueron Estados Unidos, seguido de China, Panamá, India y Brasil. Por su parte, en exportaciones no tradicionales los principales socios fueron nuevamente Estados Unidos seguido de Ecuador, Brasil, Perú y México (Gráfico 18). Se espera que para el 2022, se mantenga una proporción similar de socios comerciales para Colombia que la que se registró en el 2020 y 2021.

Gráfico 18. Participación de los 10 socios comerciales principales en exportaciones totales y no tradicionales 2020 - 2021



Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo

2.3.2. Petróleo

El 2021 fue un año de recuperación en la economía y los mercados mundiales de *commodities*. En el año anterior, el barril de petróleo tipo Brent alcanzó un precio promedio anual de 70,7 dólares y un precio promedio en el cuarto trimestre de 79,6 dólares, incrementándose 69% y 91% frente al precio promedio observado en 2020, respectivamente. Este incremento en los precios tuvo como principal determinante un exceso de demanda promedio de 1,96 millones de barriles por día (mbpd) que condujo a una importante desacumulación de inventarios y reservas de crudo en la economía mundial, en tanto el crecimiento en la producción mundial de 1,7% no compensó el crecimiento en la demanda de 5,5%.

Si en el 2021, hubo un claro repunte del precio del petróleo de referencia Brent frente a sus niveles de 2020, en 2022 este aumento ha sido aún mayor llegando a niveles muy por encima de los precios anticipados previamente. Por un lado, la continuación de la reactivación económica mundial en el 2022 ha tenido como pilar a las manufacturas intensivas en energía, el transporte de carga, la agroindustria y la minería, las cuales demandan petróleo y otros *commodities* en grandes proporciones.

Adicionalmente, unas condiciones de oferta adversas también han jugado un rol importante en el aumento de los precios del petróleo, tanto por aspectos fundamentales como coyunturales. En primer lugar, la producción global ha enfrentado dificultades para responder en el corto plazo a los incrementos en la demanda y los precios, tendencia que se observó a lo largo del 2021 y que ha continuado durante lo que lleva corrido del 2022. A lo anterior, se encuentra el choque energético que ha causado el conflicto en Ucrania sobre

el suministro de petróleo y gas a Europa y al resto del mundo. Si bien ya algunos países empezaron a liberar algunas de sus reservas estratégicas de petróleo y la OPEP ya cedió un poco a las demandas de Estados Unidos y otros países occidentales en aumentar sus niveles de producción de crudo, lo que se ha visto es que aún los intentos por suplir el petróleo que Rusia ha dejado de exportar a causa de las sanciones económicas han sido insuficientes para satisfacer la demanda mundial actual de petróleo.

A lo largo del primer trimestre de 2022, se vio un sustancial repunte de los precios del petróleo, continuando la tendencia creciente que venía dándose desde el cuarto trimestre de 2021, registrándose en el primer trimestre del presente año un precio promedio de 97,9 dólares que lo ubicó 60,2% y 38,3% por encima del precio promedio del primer trimestre y la totalidad del año 2021, respectivamente. El aumento sustancial se explica primordialmente por la postura que tuvo la OPEP+ de continuar con un modesto aumentó de la producción de crudo en 400.000 barriles diarios durante cada mes y las dificultades de algunos de sus miembros para cumplir con sus cuotas de producción y sumando a lo anterior que fue durante este trimestre del año que estalló el conflicto en Ucrania. Si bien el precio promedio del barril de petróleo de referencia Brent estuvo alrededor de 94.6 dólares durante febrero de 2022, fue luego de que Rusia iniciara su ofensiva en territorio ucraniano el 24 de febrero que el precio del petróleo llegó por primera vez a niveles superiores a 100 dólares el barril el 28 de febrero, lo que muestra el profundo impacto que ha tenido el conflicto en precio internacional de este importante *commodity.*

El primer trimestre de 2022 reflejó una clara postura de la OPEP+ en mantenerse firme en no modificar su plan de aumento gradual de producción pese a la coyuntura y al choque energético que generó el conflicto en Ucrania, sumado a algunos incumplimientos en sus cuotas de producción por algunos países miembros del cartel. De dicho trimestre, es destacable la dinámica del mes de marzo donde se registró un precio promedio de 112,4 dólares que se dio principalmente porque los anuncios de la Agencia Internacional de Energía (IEA, por sus siglas en inglés) de liberar 2 millones de barriles diarios durante 30 días así como el llamado de algunos países miembros de la OPEP+ no fueron suficientes para aumentar la producción de tal forma que pudiera contrarrestar el choque energético del conflicto en Ucrania y la persistente alta demanda mundial de petróleo.

Para el mes de abril, la producción de petróleo ruso disminuyó cerca de 9% respecto al mes anterior, como consecuencia de las sanciones económicas a dicho país a causa del conflicto en Ucrania. La producción de petróleo ruso alcanzó 9,16 millones de barriles en abril, lo que implica una disminución de 860.000 bpd frente a su producción de marzo y cercano a una de producción 1,2 millones de bpd por debajo de Arabia Saudita. La caída en la producción de petróleo ruso representa la caída más grande en producción de este *commodity* desde el colapso de la Unión Soviética en 1990.

Por la reducción en la producción de petróleo ruso, el suministro mundial de petróleo disminuyó en aproximadamente 710.000 bpd llevando a la oferta mundial a 98,1 millones de barriles al día. No obstante, a pesar de la caída de la caída aproximada de 45 millones de barriles de inventarios durante el mes de marzo que suma a una caída de más de 1,2

billones de barriles que ha disminuido los inventarios desde junio de 2020, para el mes de abril hubo un aumento de 77 millones de barriles en inventarios. Durante dicho mes, los precios internacionales del petróleo estuvieron alrededor de 110 dólares el barril. En general, la producción de la OPEP+ estuvo 2,6 millones de barriles por debajo de sus objetivos de producción de abril. Se destaca que nuevamente Angola y Nigeria están teniendo problemas en su capacidad instalad de producción de petróleo, lo que ha implicado que produzcan 413.000 bpd y 290.000 bpd por debajo de sus objetivos de producción para dicho mes.

Para el mes de mayo, la producción de OPEP+ estuvo 2,695 millones de barriles por debajo de sus objetivos de producción para el mes de mayo. Lo anterior, se debe a problemas de producción en varios de sus miembros que aún tienen dificultades en alcanzar sus cuotas de producción. Lo anterior, sumado a la caída en producción por parte de Rusia dadas las sanciones que se le han impuesto paulatinamente después del conflicto en Ucrania, ha hecho que los precios de petróleo Brent en mayo ronden alrededor de los 123 dólares el barril, el precio promedio más alto que se ha registrado de este *commodity* en la última década. Lo anterior muestra que la demanda global aún se encuentra por encima de la capacidad de los países de la OPEP+ de suplir dicho exceso de demanda con aumentos en producción. Para el mes de mayo, Rusia tuvo en repunte en su producción de petróleo alcanzando niveles de 9,273 millones de barriles al día en dicho mes frente a los 9,16 millones de barriles al día que produjo en abril, aun así, su producción se encuentra 1,28 millones de barriles por debajo de su objetivo de producción para el me pasado.

Con todo esto, el barril de petróleo tipo Brent ha registrado un precio promedio de 104,4 dólares en lo corrido del año y, según nuestros pronósticos, alcanzaría un precio promedio anual de 101 dólares en 2022. Esta revisión al alza en el pronóstico frente a la anterior edición de *Prospectiva* (96 dólares) responde a unas condiciones de oferta menos favorables, en donde las sanciones económicas aplicadas a Rusia y la incapacidad de algunos miembros de la OPEP+ en aumentar su capacidad de producción han hecho que la demanda mundial de petróleo permanezca por encima de la oferta lo que ha contribuido a nuestro aumento en los pronósticos de petróleo. En el corto plazo, se espera que tanto los países de la OPEP+ como Estados Unidos tengan dificultade en aumentar su producción para suplir el exceso de demanda existente. En nuestro segundo escenario, de haber un recorte mayor en la producción rusa a causa de las sanciones y de continuar los actuales altos niveles de demanda mundial de petróleo, se podrían alcanzar niveles hasta de un precio promedio anual de 106 dólares en 2022 como lo muestra el segundo escenario (ver Gráfico 19).

Por último, esperamos que en los próximos años el precio del petróleo inicie una tendencia decreciente conforme a una mayor respuesta de la oferta a los altos precios y las inversiones realizadas en años de alta rentabilidad, a la vez que el retorno del crecimiento económico mundial hacia su tendencia de largo plazo y la moderación en el incremento de la demanda se reflejen en una acumulación de inventarios y excesos de oferta que reduzcan los precios. Por consiguiente, el petróleo tipo Brent cotizaría entre 92 y 97 dólares en 2023 y entre 74 y 79 dólares en 2026.

En cuanto a la producción nacional de crudo, Colombia registró una producción promedio diaria de 736,3 barriles de petróleo por día (kbpd), disminuyendo 5,8% frente a la producción promedio del año 2020 (781,3 kbpd). La caída en la producción respondió, principalmente, a la caída en las inversiones en exploración y explotación en 2020 y parte de 2021 debido a la menor rentabilidad esperada en las actividades petroleras, asociada con periodos de bajos precios e incertidumbre sobre la evolución de la pandemia. De igual manera, la producción se vio afectada por las interrupciones a la operación de algunos campos de explotación petrolera durante los bloqueos viales en el Paro Nacional. De hecho, cuando se excluye los meses de mayo, junio y julio donde se presentaron tales afectaciones, la producción promedio fue de 745,2 kbpd, ubicándose casi 9000 barriles diarios por encima del promedio del año total. Finalmente, la producción también se vio afectada por choques transitorios asociados con cortes de electricidad, fallas mecánicas y problemas de orden público.

Entre enero y febrero de 2022 se registró una producción promedio de 740 kbpd, la cual es 0,72% inferior a la observada en el mes de diciembre (745,3 kbpd). Si bien la producción de los dos primeros meses del año tiende a estar afectada por cierto tipo de estacionalidad, según Campetrol se presentaron fallos eléctricos y mecánicos en explotaciones de los departamentos del Meta y Casanare, mientras en Putumayo y Santander las operaciones se vieron afectadas por problemas de orden público. No obstante, la producción preliminar del mes de marzo, de aproximadamente 753 kbpd, indica que dichos factores que afectaron la producción fueron coyunturales y que la capacidad productiva de Colombia empieza a responder de mejor manera a los precios de los últimos meses.

Para marzo la producción estimada fue de 754.2 kbpd lo cual supone un aumento de 1,17% frente a los 754 kbpd producidos en febrero, aunque sigue estando 12% por debajo de la producción del mismo año anterior. Según el informe de Campetrol, el aumento de la producción frente al mes anterior se explica por aumento en siete equipos de taladros activos en el país lo que representa un total de 111 taladros activos para el mes de marzo. Para los meses de abril y mayo se registraron producciones de 751,3 kbpd y 746,1 kbpd, respectivamente. Según los informes de la mencionada entidad, para el mes de mayo se registraron caídas en la producción en campos de los departamentos del Meta, Santander y Putumayo, debido principalmente a problemas de orden público, fallas eléctricas mecánicas y facilidades.

Por todo lo anterior, y la reciente coyuntura a nivel internacional en donde se prevé una desaceleración de la economía mundial causada por el conflicto en Ucrania y las subidas de tasas de interés que se esperan por parte de la FED y el BCE lo que generará una disminución en la demanda agregada internacional por petróleo pero aun así manteniéndose por encima de lo que los productores pueden suplir de petróleo actualmente en el corto plazo, en esta edición de *Prospectiva* se ha revisado levemente al alza el supuesto de producción de petróleo crudo para Colombia, alcanzando los 754 kbpd para el año 2022 e iniciando una senda creciente hasta el 2026, año en el cual se ubicaría entre 809 y 828 kbpd (ver Gráfico 20). Pese a que la demanda caerá a causa de las menores perspectivas de crecimiento global, se espera que los altos precios del petróleo se

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

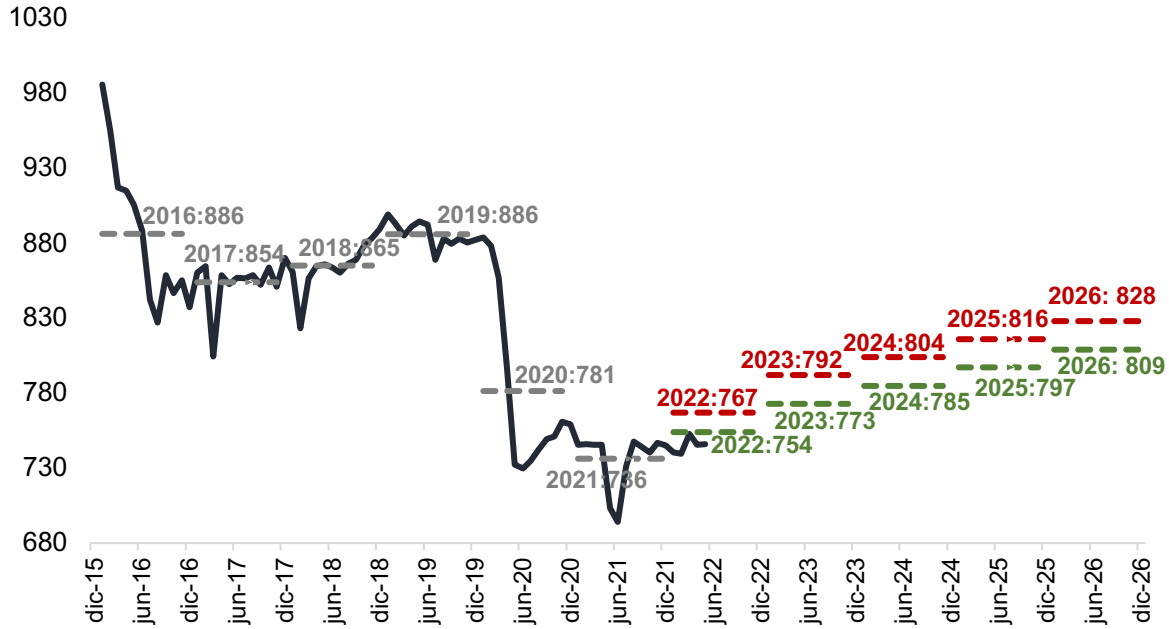
mantengan lo que promoverá el leve aumento de producción como se ha descrito anteriormente.

Gráfico 19. Precio del petróleo tipo Brent* (Dólares por barril)



Fuente: Bloomberg. Cálculos Fedesarrollo.
Actualizado hasta el mes de junio 2022
*Los valores corresponden al precio promedio del Brent del año.

Gráfico 20. Producción de petróleo (Miles de barriles por día, kbpd)



Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH). Cálculos Fedesarrollo
Actualizado hasta el mes de junio 2022

2.3.3. Carbón

El 2021 fue un año que permitió que los precios del carbón se recuperaran de la fuerte caída sufrida en 2020 a causa de la pandemia, las restricciones a la movilidad y la consecuente ralentización de la economía mundial. Así pues, el precio promedio del carbón en 2021 aumentó 140% frente al año anterior, ubicándose en 120,8 dólares por tonelada. Dentro de las principales razones de este incremento destaca el repunte de la demanda mundial, especialmente en China, India y algunos países del hemisferio norte.

En lo que lleva corrido del presente año 2022, el carbón térmico ha registrado un precio promedio de 294,66 dólares por tonelada, situándose 116,1% por encima por encima del precio promedio de 2021 (136,3). Aparte de una demanda que se ha mantenido sólida en las economías asiáticas, de una evolución favorable de la pandemia que no ha generado fuertes disrupciones en la oferta de los principales países productores y del mayor consumo durante el invierno, los precios del carbón también se han visto principalmente afectados por el conflicto entre Rusia y Ucrania. Europa, y en general la economía global, está experimentando un fuerte choque energético a causa de las sanciones a Rusia y en particular las afectaciones en el suministro de gas natural. Sin ser un sustituto perfecto al gas natural, el carbón recientemente ha repuntado como una fuente alternativa de energía en el corto plazo mientras Europa y otras economías puedan dar una solución a largo plazo frente al *shock* energético que enfrenta actualmente.

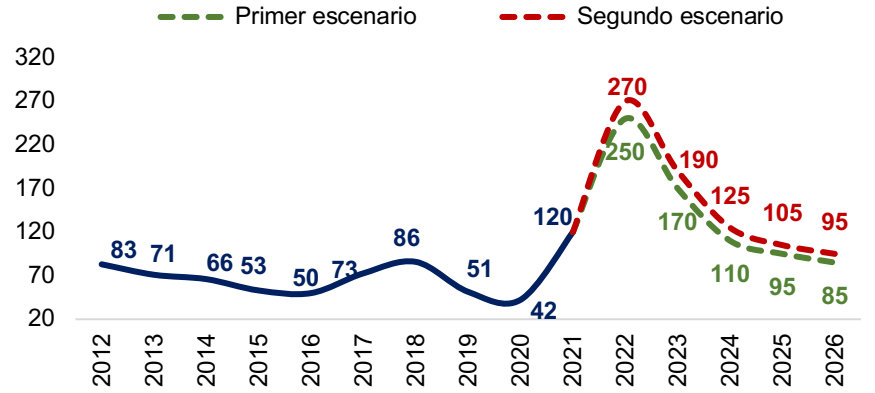
En línea con el anterior contexto, en esta edición de *Prospectiva* hemos revisado al alza nuestro supuesto de precio promedio del carbón térmico para 2022, ubicándolo en 250 dólares por tonelada (ver Gráfico 21). Este supuesto está alineado con las perspectivas de un mercado mundial del carbón mucho más estrecho en respuesta a una demanda que se mantendría sólida, e incluso incrementaría a causa de los efectos del conflicto y las sanciones económicas a Rusia sobre el suministro de gas natural, y por las rigideces de la oferta para incrementar la oferta en el corto plazo. Aun así, esperamos que el precio internacional del carbón inicie una senda decreciente a partir de 2023 como consecuencia de un crecimiento en la oferta, menor incertidumbre sobre el suministro de gas y la introducción de una matriz energética en Europa para sustituir su dependencia en el gas ruso sin recurrir al carbón u otras fuentes de energía altamente contaminantes. De este modo, los precios del carbón se ubicarían entre 85 y 95 en el año 2026 cuando ya se ponga en funcionamiento fuentes alternativas de energía renovable en Europa y otras partes del mundo.

En cuanto a la producción de carbón en Colombia, las cifras preliminares indican que fue de 56,1 millones de toneladas en 2021, lo cual representó un incremento 7,3% frente a la producción de 2020 (52,3). La oferta colombiana en 2021 se vio disminuida por la caída en las inversiones durante 2020 y parte de 2021 por la incertidumbre sobre la evolución de los precios y la pandemia, la suspensión de operaciones de las compañías *Colombian Natural Resources (CNR)* y Prodeco, los bloqueos viales durante el Paro Nacional, algunos cortes de energía y problemas mecánicos que afectaron las operaciones en algunas minas, y las

manifestaciones de algunas comunidades y trabajadores en el Cerrejón. Con todo esto, la producción en 2021 se ubicó aún por debajo de los niveles pre-pandemia, cuando la producción fue de 85,2 millones de toneladas.

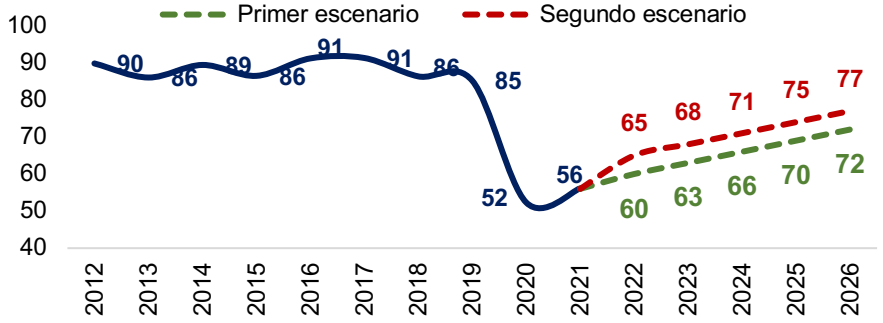
Ahora bien, para el año 2022 esperamos que la producción de carbón se ubique entre los 60 y 65 millones de toneladas, el mismo valor que se dio en la anterior edición de *Prospectiva* por lo que para esta edición nuestras proyecciones de producción de carbón no cambian (ver Gráfico 22). No obstante, pese a que la producción tendría un crecimiento entre 6,9% y 16,0%, aun no retornaría a sus niveles pre-pandemia. Este supuesto toma en cuenta la baja elasticidad precio-producción que dificulta incrementar la capacidad productiva en el corto plazo (y que justifica en parte porque mantenemos los mismos supuestos de producción de carbón que la edición pasada), especialmente después de la caída en las inversiones a causa de la pandemia y el tiempo que toma reactivar algunas explotaciones que fueron parcialmente cerradas el año pasado. Aun así, consideramos que en el mediano plazo la capacidad productiva aumentará gradualmente ante la mayor sensibilidad de las inversiones a la coyuntura de precios altos, alcanzando los 72 millones de toneladas en 2026, siguiendo los mismos pronósticos de la anterior edición de *Prospectiva* en términos de producción de carbón.

Gráfico 21. Precio del carbón térmico colombiano (Dólares por tonelada)



Fuente: Unidad de Planeación Minero-Energética (UPME). Cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 22. Producción de carbón colombiano (Millones de toneladas)



Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH). Cálculos Fedesarrollo

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

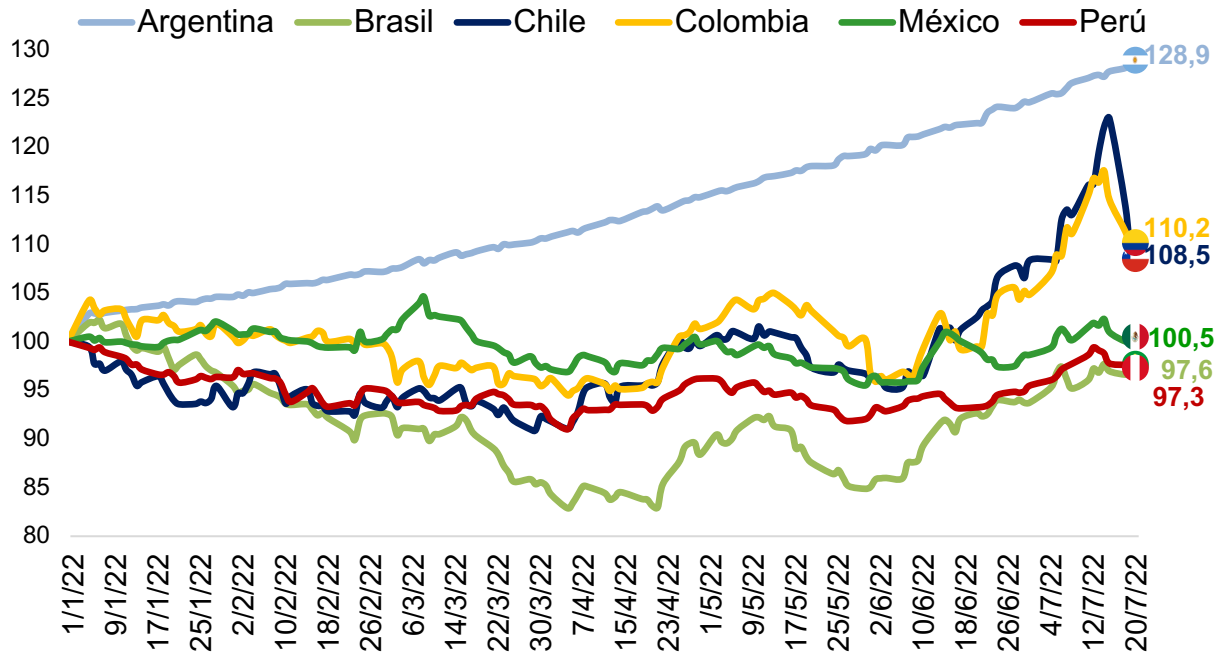
2.3.4. Tasa de cambio

Al cierre de junio de 2022, la tasa de cambio promedio se ubicó en $4.103 pesos por dólar, cifra superior en 3,1% a la tasa de cambio de cierre del 2021 ($3.981). En líneas generales, el peso colombiano ha mostrado un comportamiento volátil con periodos de apreciación, pero también periodos de depreciación como el que se ha registrado en el último mes y medio (Gráfico 23). Así pues, la tasa de cambio promedio ha tenido un promedio mensual de 3994,5 en el mes de enero, 3930,2 en el mes de febrero, 3793,2 en el mes marzo, 3798,7 en el mes de abril, 4016 en el mes de mayo y 3935,1 en el mes de junio.

Las presiones al alza sobre el tipo de cambio se han relacionado, principalmente, con el fortalecimiento del dólar. Por un lado, la incertidumbre mundial, enmarcada por el mayor riesgo de estanflación mundial, la continuación del conflicto en Ucrania y el riesgo de recesión por parte de la economía de los Estados Unidos han hecho que los inversionistas busquen en el dólar un activo refugio para sus inversiones y como medio seguro para continuar efectuando sus transacciones sin incurrir en pérdidas de su capacidad de compra. Por otro lado, el apetito por el dólar también ha aumentado por los recientes cambios en la postura de política monetaria en Estados Unidos para hacer frente a las presiones inflacionarias, en donde evidentemente se esperan ahora tasas de política mucho más altas a las previamente predichas a comienzos de año. Por último, el tipo de cambio enfrentó ligeras presiones alcistas en los días previos a las elecciones presidenciales en Colombia y pese a que ya hay claridad sobre el nombramiento de algunos ministros claves del nuevo gobierno como el ministro de Hacienda, aún persiste cierto nerviosismo por parte de los inversionistas frente a las medidas de política que adoptara el nuevo gobierno y como estas impactaran la inversión.

No obstante, el incremento continuado en las cotizaciones del petróleo y las expectativas de que los precios se mantengan altos durante 2022 han actuado como un contrapeso a la fortaleza global del dólar. Tras el desencadenamiento del conflicto armado entre Rusia y Ucrania, y pese a la incertidumbre sobre sus impactos en la economía mundial, ha aumentado la confianza en el desempeño macroeconómico de las economías exportadoras de *commodities*, especialmente las latinoamericanas, en medio de una coyuntura de precios altos y del menor incentivo a invertir en Rusia y otras economías emergentes más expuestas a los efectos del conflicto. Adicional a unos precios de los productos de exportación en máximos históricos, el incremento en la tasa de interés de intervención del Banco de la República a 7,5% también se ha traducido en una mayor rentabilidad y demanda de TES por parte de extranjeros y ha contribuido a una importante entrada de inversión de portafolio que ha compensado las presiones al alza del peso dada la coyuntura internacional.

Gráfico 23. Índice de tipo de cambio (31 de diciembre de 2021 = 100)



Fuente: Pacific Exchange Rates & IMF International Financial Statistics (IFS). Cálculos Fedesarrollo.

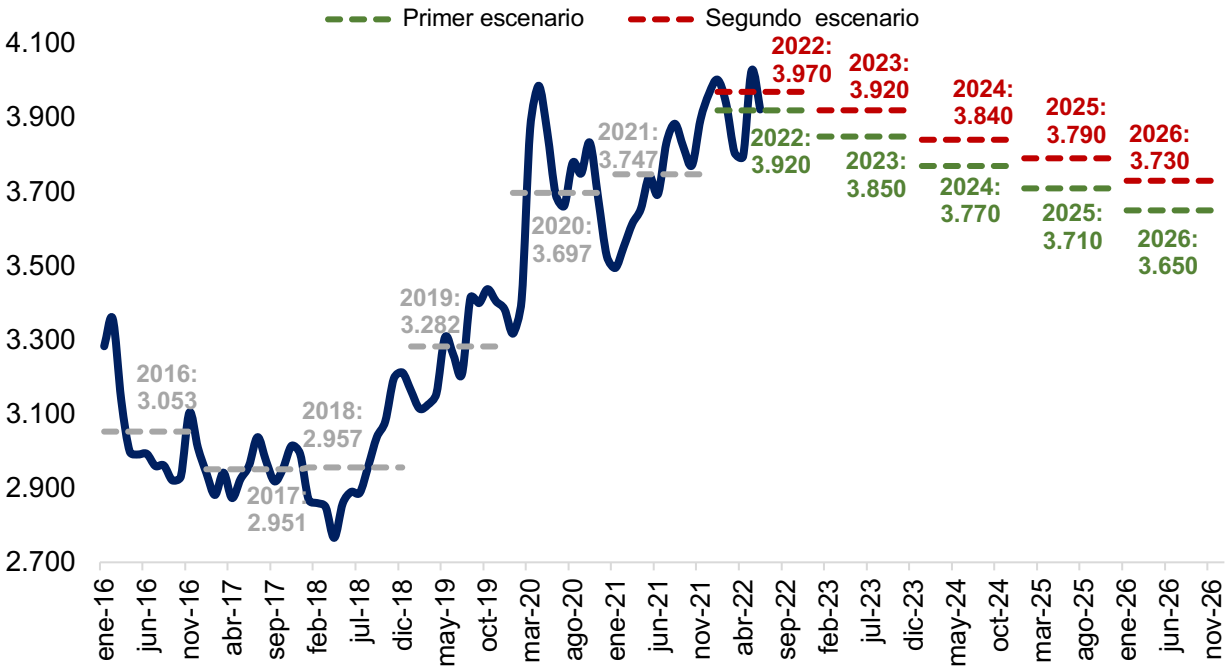
Pese a la alta volatilidad que ha registrado el peso colombiano anteriormente descrita, en esta edición de *Prospectiva* hemos revisado al alza el supuesto de tasa de cambio promedio para 2022, esperando que se ubique en $3.920 pesos por dólar, aunque se espera que mantenga el comportamiento altamente volátil que ha registrado a lo largo del año.

En primer lugar, el proceso de normalización de tasas de interés que ya inició Estados Unidos e Inglaterra y la futura normalización de tasas de otras economías avanzadas como lo son la Unión Europea hará que los inversionistas tengan una mayor preferencia por activos denominados en moneda divisa, como los bonos del tesoro estadounidense, limitando los flujos de inversión, especialmente los de portafolio, hacia los activos de las economías emergentes. En segundo lugar, continuara la alta volatilidad asociada a las nuevas medidas que implemente el nuevo gobierno pese a los anuncios que ya ha habido frente al gabinete presidencial. En tercer lugar, la evolución de la pandemia, la duración del conflicto y los efectos de las sanciones económicas sobre la economía mundial constituyen factores de volatilidad sobre el tipo de cambio. Finalmente, el riesgo de estanflación mundial y desaceleración de la economía estadounidense ha aumentado el nerviosismo internacional e incrementado el apetito por activos refugios como el dólar lo que ha causado un fortalecimiento de esta divisa.

Aun así, esperamos que el incremento en la tasa de interés de intervención por parte del Banco de la República y su transmisión a las tasas de mercado, las proyecciones favorables en términos de crecimiento económico y unos precios del petróleo que se mantengan altos generen presiones a la baja sobre el tipo de cambio, compensando parcialmente las

presiones al alza anteriormente mencionadas. Por último, también esperamos que el tipo de cambio se aprecie ligeramente en el mediano plazo, ubicándose entre $3.650 y $3.730 pesos por dólar en 2026 (ver Gráfico 24).

Gráfico 24. Tasa de cambio*



Fuente: Banco de la República. Cálculos Fedesarrollo.
Actualizado hasta el mes de junio 2022
*Los valores corresponden a la TRM promedio del mes.

Finalmente, el Cuadro 3 presenta el resumen de los principales supuestos bajo el escenario central, los cuales sirven de insumo para llevar a cabo las proyecciones de corto y mediano plazo de la economía colombiana.

Cuadro 3. Resumen de los principales supuestos

Variables macroeconómicas	Unidad	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tasa de cambio (Pesos/US$)	Promedio anual	3.055	2.951	2.956	3.282	3.694	3747	3920	3850	3770	3710	3650
Precios y producción												
Producción petrolera	Miles de barriles por día	886	854	864	886	781	736	754	773	785	797	809
Precio del petróleo (Brent)	USD/barril	42	54	71	64	43	71	101	92	83	78	74
Producción colombiana de carbón	Mill. Tn	91	90	85	84	49	56	60	63	66	70	72
Precio del carbón colombiano	USD/Tn	50	73	86	51	42	120	250	170	110	95	85
Economía mundial												
Crecimiento económico mundial	Crecimiento anual (%)	3,4	3,8	3,6	2,8	-3,1	6,0	3,6	3,6	3,4	3,4	3,3
Crecimiento socios comerciales - Total exportaciones	Crecimiento anual (%)	2,5	3,3	3,1	2,2	-5,0	7,0	3,8	2,9	2,6	2,7	2,7
Crecimiento socios comerciales - Exportaciones no tradicionales	Crecimiento anual (%)	1,7	2,5	2,7	1,6	-5,8	6,7	3,2	2,6	2,2	2,3	2,3

Fuente: MHCP, UPME, EIA, FMI, Banco Mundial. Cálculos Fedesarrollo

3. Actividad productiva: La economía colombiana mantiene un buen desempeño

En el primer trimestre de 2022 la economía colombiana registró un crecimiento de 8,2% real anual según la serie corregida por efectos estacionales y de calendario, teniendo en cuenta que en el mismo periodo de 2021 se observó una variación anual de 1,2% en el PIB. Este resultado, que representa el crecimiento más alto en un primer trimestre desde que se cuenta con información estadística, se ubicó por encima de las expectativas del mercado (6,9%) reportadas en la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) del mes de abril. A su vez, el PIB presentó incrementos en su variación trimestral anualizada[11] creciendo a un ritmo del 4,0%, considerando que el cuarto trimestre del año anterior estuvo marcado por un acelerado proceso de recuperación a partir de octubre, donde el avance del Plan Nacional de Vacunación y los 3 días sin IVA (28 de octubre, 19 de noviembre y 3 de diciembre) impulsaron el consumo interno.

Por el lado de la oferta, diez de las doce actividades económicas registraron variaciones positivas frente al primer trimestre de 2021. Los sectores que más contribuyeron a la variación anual del PIB (serie corregida por efectos estacionales y de calendario) fueron el comercio, transporte y alojamiento (2,5 puntos porcentuales - pps), las industrias manufactureras (1,1 pps) y las actividades artísticas y de entretenimiento (1,0 pps). De manera similar, las actividades artísticas y de entretenimiento y la industria fueron los sectores que más impulsaron el crecimiento frente al cuarto trimestre de 2021.

Desde la perspectiva del gasto, el comportamiento de la demanda interna frente a 2021-I se explicó principalmente por el desempeño del consumo privado que contribuyó con 8,7 pps a la variación anual, y el consumo público que aportó 1,5 pps. Entre tanto, la formación bruta de capital aportó 3,5 pps y las exportaciones contribuyeron con 2,1 pps al crecimiento anual. Por otro lado, el incremento de las importaciones implicó un aporte de -8,0 pps.

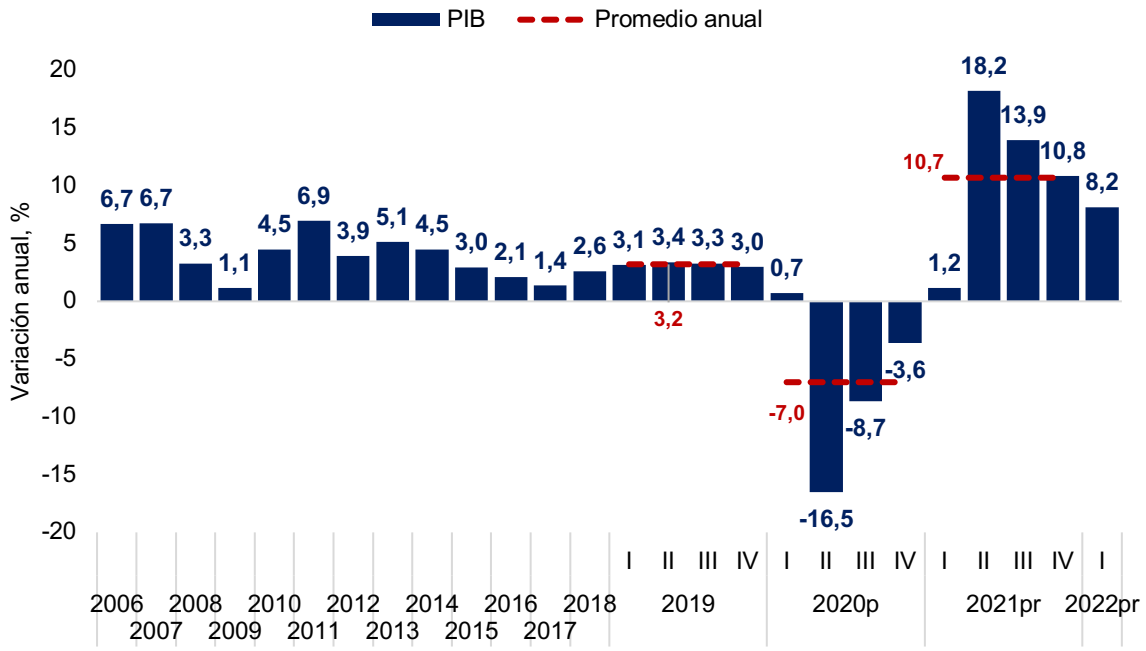
El desempeño económico observado en el primer trimestre de 2022 evidencia una alta dinámica productiva que se mantiene aún posterior al cuarto trimestre de 2021, donde los niveles de actividad de la mayoría de los sectores económicos ya habían superado los registros prepandemia. Así pues, asumiendo un nivel de producción real igual a 100% en 2019-IV, la actividad se incrementó desde un 106,8% en el cuarto trimestre del año pasado hasta un 107,9% en 2022-I, implicando así que el trimestre en mención registrara el mayor nivel del PIB en la historia económica del país.

A partir de los resultados más recientes de la dinámica productiva, el análisis de riesgos al crecimiento económico y los resultados de los modelos de análisis, aumentamos nuestro

[11] La tasa de crecimiento trimestral anualizada muestra cuál sería el cambio porcentual si la tasa trimestral continuara durante cuatro trimestres (BEA, 2006). Se calcula como (((nivel del trimestre en t / nivel del trimestre t-1) ^ 4) -1) * 100.

pronóstico de crecimiento frente a la edición anterior, en donde anticipábamos un crecimiento anual en el PIB de 4,6% en 2022 y lo actualizamos hasta un 5,5%. Con esto en mente, la actividad productiva se encontraría jalonada en mayor medida por el desempeño del consumo interno, los altos niveles de precios en los *commodities* con destino de exportación y otros factores que se abordarán de manera detallada en el capítulo 1 de la presente publicación.

Gráfico 1. Dinámica reciente del crecimiento del PIB



Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.
Nota: Se utilizó el PIB corregido por efectos estacionales y de calendario.

3.1. Dinámica reciente del crecimiento del PIB y otros indicadores

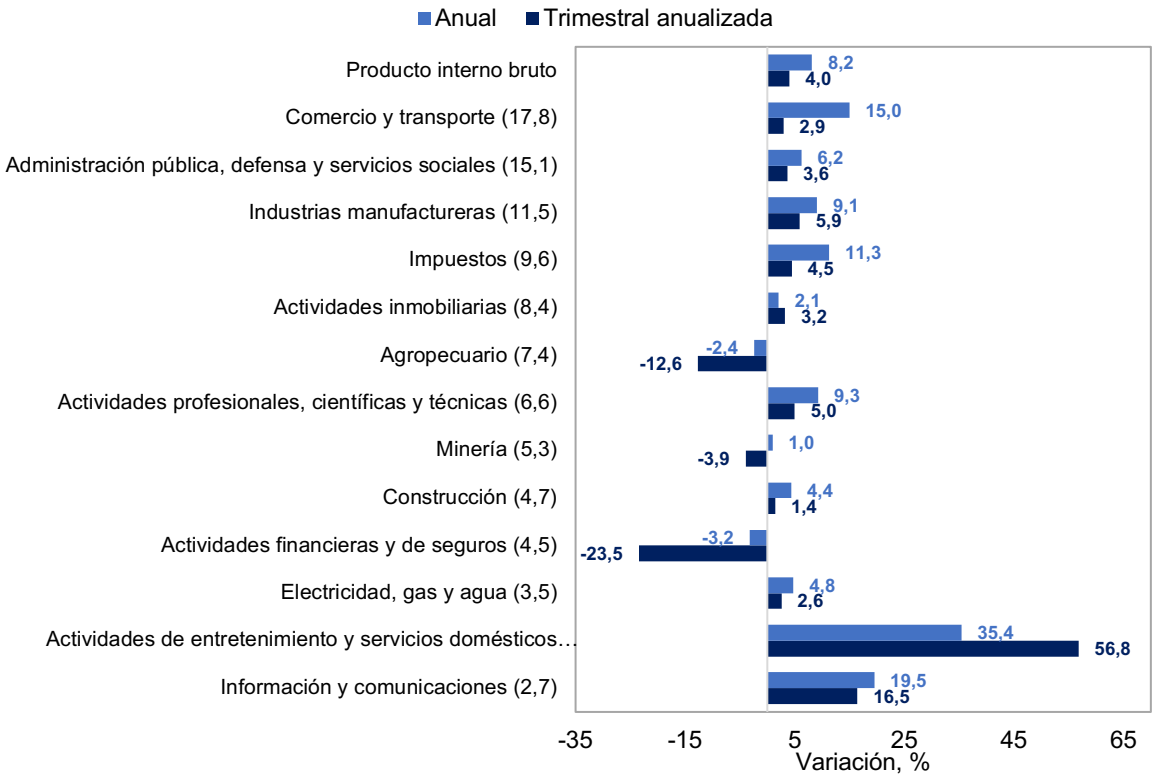
3.1.1 PIB 2022-I: Dinámica de los componentes de oferta del PIB

El crecimiento anual en el primer trimestre de 2022 estuvo impulsado principalmente por los sectores de comercio, transporte y alojamiento, industrias manufactureras y actividades artísticas y de entretenimiento, que en conjunto contribuyeron con 4,7 pps a la variación anual del PIB (8,2%). Por su parte, siete de los nueve sectores restantes de la economía también aportaron positivamente al incremento anual del producto en 2022-I. En términos de variación trimestral anualizada, el PIB creció 4,0%, donde nueve de los doce sectores presentaron un mejor comportamiento relativo al cuarto trimestre de 2021.

El buen desempeño de la actividad productiva se ha reflejado en el incremento del valor agregado sectorial, donde 10 de las 12 ramas de actividad ya superaban en 2021-IV los registros prepandemia. Solamente la construcción y la extracción de minas y canteras se encontraban por debajo de los niveles de 2019. Para 2022-I el sector financiero y los dos

mencionados anteriormente se encontraron por debajo de los niveles prepandemia, sin embargo, para el caso de las actividades financieras esta condición es consecuencia de un suceso atípico que se explicará más adelante.

Gráfico 2. Variación del PIB en 2022-I por sectores de actividad económica



Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.
Nota: Se utilizaron las cifras corregidas por efectos estacionales y de calendario. Organizado de mayor a menor participación en el PIB nominal de 2021.

Desagregando mes a mes el incremento anual del PIB de 2022-I, el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) desestacionalizado registró crecimientos anuales de 8,1% en enero, de 8,8% en febrero y de 7,8% en marzo. En términos mensuales se observó una importante contracción en enero (-1,2%), seguido de un crecimiento en febrero (1,7%) y un ligero impulso durante marzo (0,2%). Durante los tres meses en mención se presentaron niveles del ISE superiores al registro más alto antes de la pandemia (enero de 2020), siendo el mes de marzo aquel con el mayor nivel en la historia del indicador, que fue creado en 2005.

El sector de **comercio, reparación, transporte, alojamiento y servicios de comida** se incrementó 15,0% anual en el primer trimestre de 2022 (vs -1,5% en 2021-I). El comportamiento del trimestre se encuentra explicado por una baja base de comparación estadística producto de las restricciones a la movilidad experimentadas en el primer trimestre del 2021, mientras que en el presente año se aceleró la actividad gracias a la celebración del día sin IVA (11 de marzo) y la temporada de vacaciones en enero que se llevó a cabo con normalidad, lo que implicó que el sector continuara por encima de los

registros de 2019. Específicamente, en el primer trimestre el nivel de actividad del sector se ubicó en 112,9% tomando como referencia 2019-IV como un índice igual 100% (Gráfico 3).

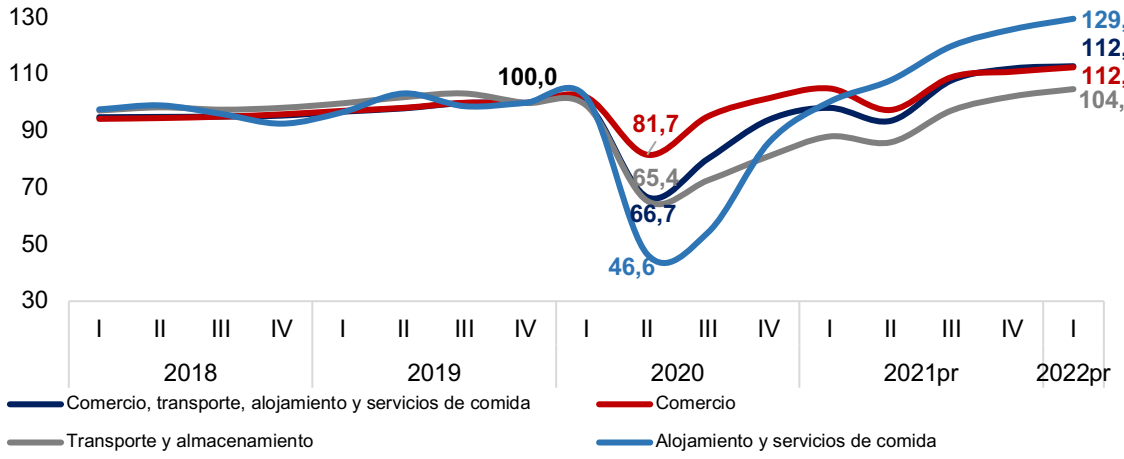
Por orden de contribución a la variación anual del sector, las actividades de alojamiento y servicios de comida fueron las que presentaron un mayor dinamismo en el trimestre al crecer 29,1% en términos anuales (vs -1,4% en 2021-I). Este resultado se encuentra explicado por un efecto base que hace que las actividades de servicios de comida registren un importante incremento anual. Por el lado del alojamiento y servicios hoteleros, el comportamiento positivo estuvo ligado al fortalecimiento del turismo interno el cual se vio impulsado por menores medidas de restricción de aforo y horarios. Igualmente, la realización de eventos culturales, musicales y deportivos de manera presencial jalonaron la ocupación hotelera que en el primer trimestre de 2022 se ubicó en 52,1%, representando un nivel superior a la ocupación observada en 2019-I (47,5%).

Entre tanto, las actividades asociadas al transporte y almacenamiento presentaron un incremento anual de 19,0% en el primer trimestre del año (vs -11,0% en 2021-I). La variación anual del subsector se explica por un crecimiento del valor agregado de todas sus subramas, excepto la de transporte acuático que registró una contracción de 9,5%. Las actividades de almacenamiento y servicios complementarios al transporte fueron las que más contribuyeron a la variación del sector (crecimiento anual del 38,4%) viéndose afectadas por un incremento de los servicios auxiliares del transporte aéreo de pasajeros que demandó una mayor asistencia de viajeros, logística de equipajes, asistencia en zonas de parqueo y otro tipo de actividades.

De igual forma el transporte aéreo también se incrementó (variación anual de 81,6%) en línea con un mayor transporte de pasajeros gracias a la reactivación de rutas nacionales e internacionales. Por su parte, el transporte terrestre y por tuberías experimentó una variación anual de 8,9% que se encuentra explicado por la dinámica del transporte terrestre de carga y el transporte terrestre urbano de pasajeros que experimentó una mayor demanda como consecuencia del retorno a la presencialidad. Con todo lo anterior, el subsector de transporte y almacenamiento se ubicó en un nivel de 104,9% en 2022-I, ubicándose por encima de los niveles de 2019-IV (100%).

Por su parte, el subsector de comercio y reparación de vehículos y motocicletas presentó un crecimiento anual de 7,1% en el primer trimestre del año (vs 3,0% en 2021-I). En este periodo, la comercialización de artículos relacionados con vestuario y calzado, equipo de informática, electrodomésticos y libros experimentó un mayor dinamismo, lo cual se encuentra en función de una recomposición del gasto de los hogares, el impulso que generó la vuelta a la presencialidad, la celebración en condiciones normales de la feria escolar y el día sin IVA que tuvo lugar el 11 de marzo. De manera similar a los dos subsectores anteriores, el valor agregado del comercio y la reparación de vehículos y motocicletas se ubicó por encima de los niveles prepandemia al registrar un nivel de actividad del 112,6%.

Gráfico 3. Nivel de valor agregado del sector de comercio, transporte, alojamiento y servicios de comida



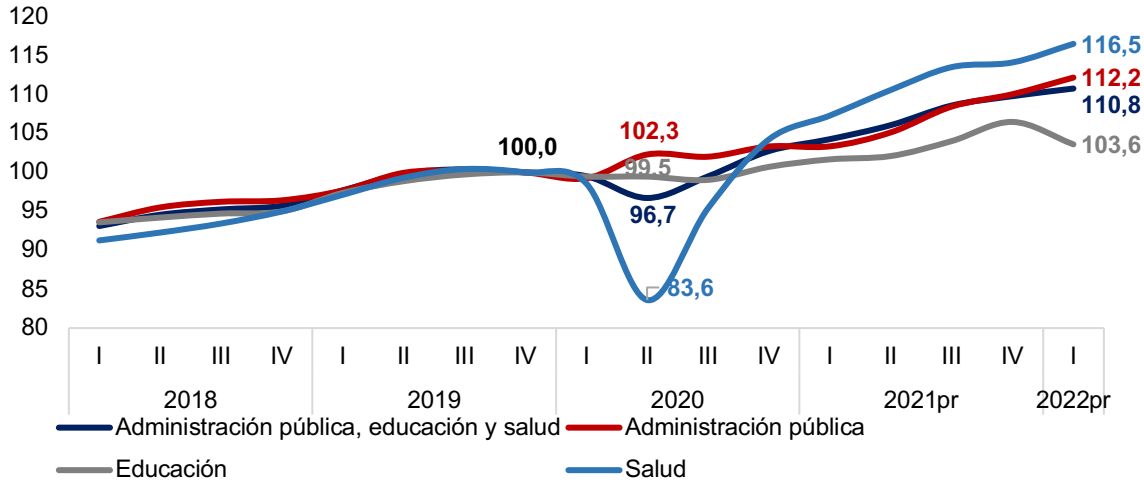
Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.
Nota: Se tomó como base igual a 100 el nivel de valor agregado de 2019-IV

En el primer trimestre de 2022, el sector de **administración pública y defensa, educación y salud** registró una variación anual de 6,2% (vs 4,8% en 2021-I). Este resultado obedeció a un crecimiento anual de 8,6% (vs 8,9% en 2021-I) en las actividades de atención a la salud humana y de servicios sociales, la cual estuvo marcada por mayores ingresos reportados por las Instituciones Prestadoras de Servicios de Salud (IPS) privadas y hospitales públicos, en línea con una mayor prestación de servicios de urgencia, quirófanos, salas de parto, hospitalización y unidad de apoyo y diagnóstico. La dinámica positiva del subsector de salud implicó que, en el primer trimestre, el valor agregado del mismo continuara por encima de los registros prepandemia. Lo anterior se evidencia al tomar el nivel de actividad del subsector en 2019-IV como base igual a 100% y compararlo con el resultado de 2022-I, el cual se ubicó en 116,5% (Gráfico 4).

El subsector de educación presentó una variación anual de 1,9% en el primer trimestre de 2022 (vs 2,2% en 2021-I), producto de un crecimiento anual de 3,5% en la educación de mercado (vs -0,6% en 2021-I) y el incremento de 0,6% en la educación de no mercado (vs 4,8% en 2021-I). El crecimiento de la educación de mercado estuvo explicado por el componente de educación superior, el cual presentó mayores ingresos explicados por un aumento del número de estudiantes matriculados para el primer semestre de 2022 y la apertura de nuevos programas educativos, mientras que en la educación básica se observa un retorno de estudiantes de educación pública a educación privada. Por su parte, el ligero crecimiento de la educación de no mercado respondió a la presencia de procesos de austeridad del gasto de funcionamiento, una disminución en los presupuestos de gasto público social de educación de las entidades locales y a la deserción escolar observada recientemente. Tomando como referencia el nivel de actividad del subsector en 2019-IV (igual a 100%), se observa que en el primer trimestre de 2022 la actividad continuó por encima de los niveles prepandemia al registrar un nivel de 103,6%.

Finalmente, el subsector de administración pública y defensa creció a un ritmo anual de 8,6% en el primer trimestre (vs 4,1% en 2021-I), gracias al aumento de la vinculación de funcionarios públicos en diversas entidades de tipo electoral, defensa y de la rama judicial. El aumento de empleos se dio dentro de procesos de fortalecimiento institucional por el incremento de las actividades realizadas, donde destaca el proceso puntual de las elecciones celebradas en el mes de marzo. Adicionalmente, se incrementó el pago de bonificaciones laborales relacionadas al desempeño y al aumento de las actividades realizadas por varias entidades, principalmente aquellas de la rama judicial. Este subsector se ubicó en un nivel de 112,2% en el primer trimestre de 2022, tomando como base igual a 100% el nivel de actividad de 2019-IV.

Gráfico 4. Nivel de valor agregado del sector de administración pública, salud y educación



Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.
Nota: Se tomó como base igual a 100 el nivel de valor agregado de 2019-IV

El sector de la **industria manufacturera** creció 9,1% en el primer trimestre del año (vs 8,5% en 2021-I). Dicho incremento anual obedeció al aumento de todos los subsectores que condujo a que el nivel de actividad se ubicara en 112,2% en 2022-I tomando como referencia el nivel de 2019-IV con un índice igual a 100%.

Por orden de contribución a la variación anual, el subsector de elaboración de alimentos, bebidas y productos de tabaco presentó un crecimiento anual de 8,9% en 2022-I (vs 2,5% en 2021-I), el cual se explicó por un incremento de 13,8% (vs 4,3% en 2021-I) en la elaboración de bebidas (incluido el hielo) y productos de tabaco. De igual manera, el procesamiento y conservación de frutas y verduras (9,9% vs 5,2% en 2021-I), la elaboración de aceites y grasas (20,6% vs 7,1% en 2021-I), la elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería (19,2% vs -0,7% en 2021-I) y la elaboración de productos de molinería (9,4% vs 0,7% en 2021-I) también contribuyeron a la variación anual positiva en el primer trimestre del año. La única subrama que contribuyó negativamente a la variación anual fue la elaboración de productos de café (-4,4% vs 9,6% en 2021-I). Dado el contexto anterior, el subsector de elaboración de alimentos se encuentra por encima de los registros prepandemia al ubicarse en 109,9% en 2022-I.

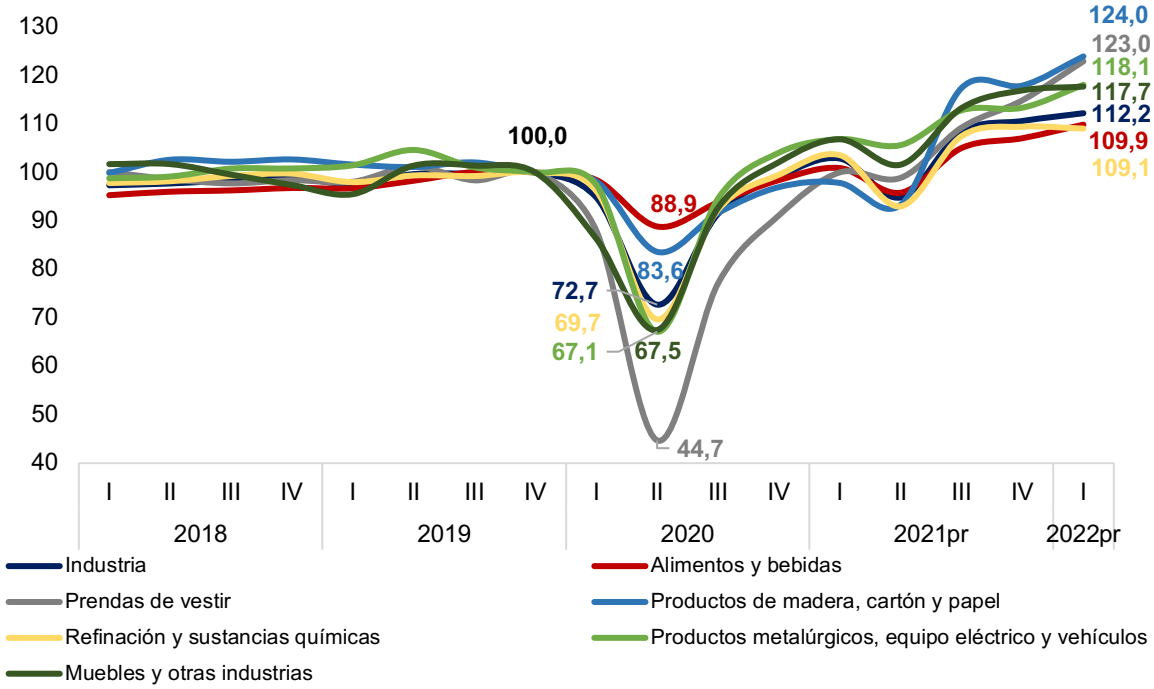
Por su parte, el crecimiento anual de 22,9% en el subsector de textiles y cueros durante el primer trimestre (vs 13,7% en 2021-I) estuvo jalonado por el incremento anual en la preparación, hilatura, tejeduría, acabado y confección de productos textiles (23,7% vs 12,4% en 2021-I), al representar aproximadamente el 87,9% del valor agregado del subsector en 2021. Este resultado se explica principalmente por las mayores solicitudes para las colecciones de temporada, día de la mujer y el primer día sin IVA. Igualmente, se destaca la producción de chalecos blindados, camisetas y uniformes por solicitud de las fuerzas armadas, policía y ejército. Este subsector también registra un desempeño positivo con respecto a los niveles de 2019-IV (100%) al presentar un nivel de 123,0% en el primer trimestre del año.

El subsector de coquización, fabricación de productos de la refinación del petróleo y fabricación de sustancias químicas presentó un crecimiento anual de 5,3% (vs 7,7% en 2021-I). Este comportamiento se explicó principalmente por la fabricación de sustancias químicas básicas (11,4%) como resultado de un incremento en las ventas de productos farmacéuticos a nivel nacional y el exterior y una mayor producción de adhesivos y químicos para textiles. Por su parte, la fabricación de otros productos minerales no metálicos se incrementó 8,0% anual, asociado a la mayor demanda de vidrios para la fabricación de envases de bebidas y para los sectores de la construcción (vidrio para fachadas, ventanas e interiores) y el automotriz (vidrios blindados y espejos para carros). Entre tanto, la fabricación de productos de caucho y plástico (15,6%) también contribuyó positivamente a la variación anual del subsector. Por otro lado, la coquización y la refinación (-4,5%) contribuyeron negativamente a la variación anual. Esto se explica por la contracción anual de 9,8% que tuvo la carga conjunta de las refinerías de Barrancabermeja y de Cartagena, la cual pasó de 360,2 mil barriles por día (KBPD) en 2021-I a 324,8 KBPD en el primer trimestre de 2022[12]. En línea con el desempeño de las divisiones, el subsector se incrementó en cuanto a la producción prepandemia (2019-IV=100%), ubicándose en un nivel de 109,1% en 2022-I (Gráfico 5).

La fabricación de productos metalúrgicos básicos, aparatos y equipo eléctrico, fabricación de productos informáticos, electrónicos y ópticos para 2022-I se incrementó 10,5% anual (vs 9,7% en 2021-I), en línea con la mayor fabricación de maquinaria y equipo, así como las actividades de instalación, mantenimiento y reparación especializado. El subsector también se encuentra por encima de los registros prepandemia al ubicarse en un nivel de 118,1%.

[12] Este resultado obedece a una caída en la carga de la refinería de Barrancabermeja (190,9 KBPD vs 216,9 KBPD en 2021-I) y de la refinería de Cartagena (133,9 KBPD vs 143,3 KBPD en 2021-I). Para más información consultar el informe con los resultados del primer trimestre de 2022 de Ecopetrol.

Gráfico 5. Nivel de valor agregado del sector de industria manufacturera



Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.
Nota: Se tomó como base igual a 100 el nivel de valor agregado de 2019-IV

El sector **agropecuario** registró una contracción de 2,4% anual en el primer trimestre como consecuencia de los altos precios de los agro insumos, la desacumulación de inventarios de arroz (producto de la sobre oferta experimentada en el segundo semestre de 2021) y las condiciones climáticas desfavorables que afectaron fuertemente la producción de café. En este sentido, tomando como referencia la producción de 2019-IV (igual a 100%), el nivel de valor agregado del sector pasó de 104,8% en 2021-IV a 101,4% en 2022-I.

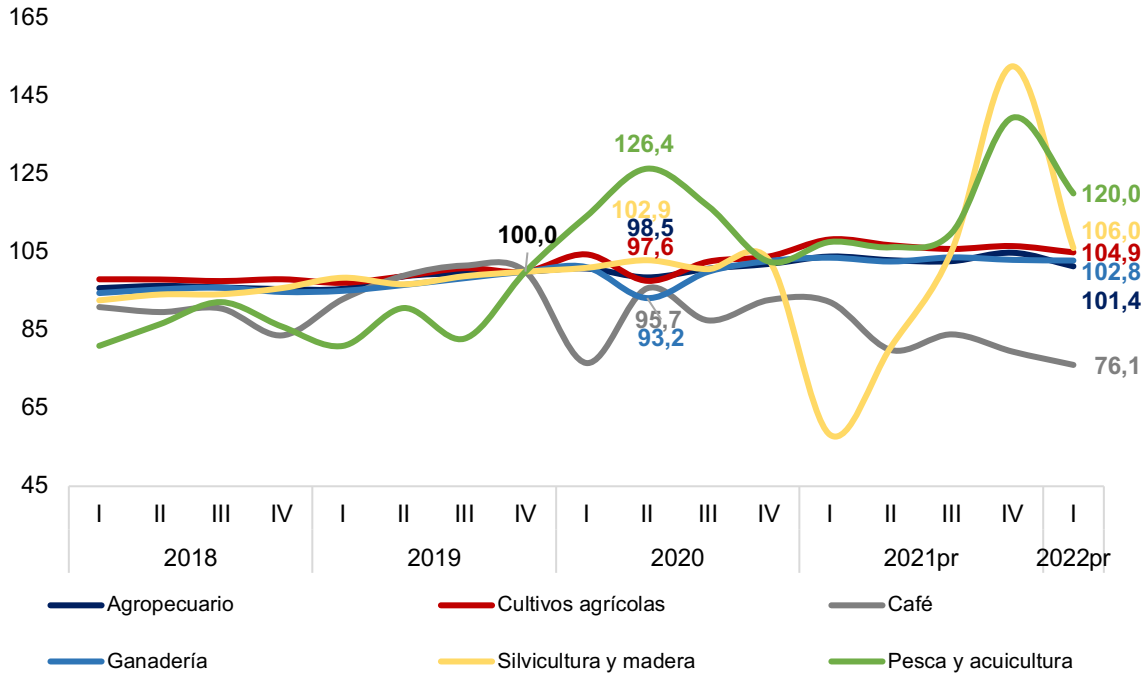
Por orden de contribución a la contracción anual, los cultivos agrícolas transitorios y permanentes presentaron un crecimiento anual de -3,1% (vs 3,7% en 2021-I). Dentro de los cultivos que aumentaron su producción en 2022-I y limitaron la contracción del subsector se encuentran las plantas vivas y flores (12,0% vs 13,5% en 2021-I), las semillas y frutos oleaginosos (11,9% vs -4,9% en 2021-I), la caña de azúcar (10,4% vs -11,0% en 2021-I) y la caña panelera (5,7% vs -5,1% en 2021-I). Por el contrario, la producción de arroz (-32,9% vs 8,2% en 2021-I), el cacao en grano y otras plantas bebestibles y especias (-30,8% vs 47,0% en 2021-I), el café pergamino (-16,7% vs 19,0% en 2021-I), las frutas y nueces (-1,6% vs 6,3% en 2021-I) y las leguminosas frescas o secas (-1,2% vs 22,8% en 2021-I) determinaron el desempeño negativo del segmento agrícola. Así pues, el nivel de actividad del subsector disminuyó con respecto a 2021-IV (106,6%) al presentar un nivel de 104,9% en 2022-I.

En segundo lugar, el cultivo permanente de café se contrajo a una tasa anual de 17,5%. Este resultado estuvo en línea con la reducción anual en la producción de café reportada por la Federación Nacional de Cafeteros (FNC) en enero (-19,7%), febrero (-16,2%) y marzo

(-13,0%). Esta disminución estuvo explicada por las condiciones climáticas desfavorables que se han presentado por el fenómeno de la niña. Dado este contexto, la producción de café todavía continúa por debajo de los niveles prepandemia al ubicarse en un 76,1% (vs 100% en 2019-IV).

Finalmente, la actividad ganadera presentó una variación anual de -0,7% (vs 2,4% en 2021-I), explicada por una menor producción de ganado bovino (-12,3% vs 2,8% en 2021-I), leche sin elaborar (-4,9% vs 8,8% en 2021-I) y huevos con cáscara frescos (-2,2% vs 7,9% en 2021-I). Por su parte, la producción de aves de corral (10,6% vs -6,3% en 2021-I) y ganado porcino (9,3% vs 2,6% en 2021-I) impidió una mayor contracción del subsector. A pesar de lo anterior, este trimestre la actividad pecuaria continuó por encima de los niveles prepandemia al ubicarse en 102,8% (Gráfico 6).

Gráfico 6. Nivel de valor agregado del sector agropecuario



Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.
Nota: Se tomó como base igual a 100 el nivel de valor agregado de 2019-IV

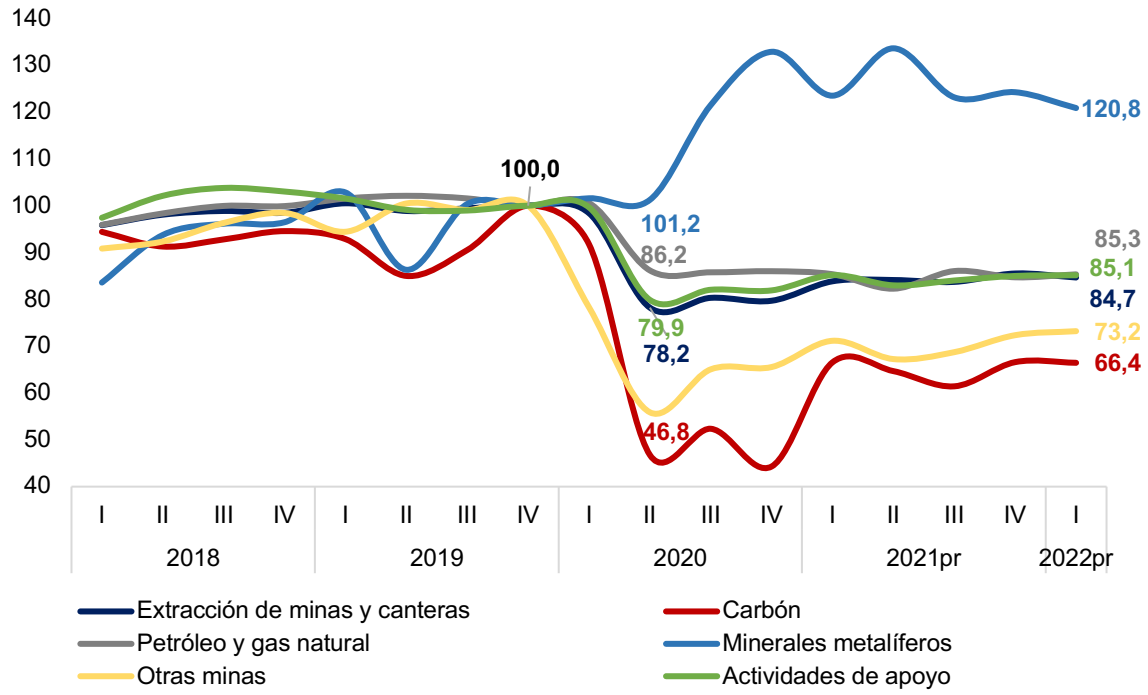
El sector de la **explotación de minas y canteras** presentó una variación anual de 1,0% en el primer trimestre del año (vs -14,8% en 2021-I), pero se redujo respecto al trimestre inmediatamente anterior a una tasa de 3,9% trimestral anualizada. Así, el nivel de actividad se ubicó en 84,7% en 2022-I (tomando como referencia la producción de 2019-IV igual a 100%).

Por orden de contribución a la variación anual, el subsector de extracción de otras minas y canteras experimentó un crecimiento anual en el primer trimestre de 2,9% (vs -9,1% en 2021-I). Por otro lado, la extracción de petróleo y gas natural se contrajo 0,03% anual (vs -15,1% en 2021-I), comportamiento que se encuentra en línea con la disminución de 4,7%

en la extracción de gas y la contracción de 0,2% en la extracción de petróleo crudo[13]. Si bien los precios internacionales del petróleo promediaron los 111 dólares por barril en el mes de marzo (ver Capítulo 2), la menor inversión de años anteriores se traduce en una lenta recuperación del sector. Así pues, la actividad petrolera se ubica en un nivel de valor agregado del 85,3% (vs 100% en 2019-IV).

De igual forma, el subsector de extracción de carbón de piedra y lignito se contrajo 0,2% anual (vs -27,5% en 2021-I) lo que conduce a que todavía presente niveles de actividad inferiores a los registros prepandemia, ubicándose en un 66,4% (Gráfico 7).

Gráfico 7. Nivel de valor agregado del sector de explotación de minas y canteras



Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.
Nota: Se tomó como base igual a 100 el nivel de valor agregado de 2019-IV

El sector de la **construcción** se incrementó a un ritmo del 4,4% anual en el primer trimestre (vs -6,6% en 2021-I) en un contexto donde los subsectores de edificaciones y actividades especializadas presentaron aumentos con respecto al año anterior, pero las obras civiles registraron un decrecimiento anual a pesar de presentar un importante efecto de base estadística. De esta manera, el valor agregado del sector constructor registró un nivel de 81,1% en 2022-I (vs 100% en 2019-IV).

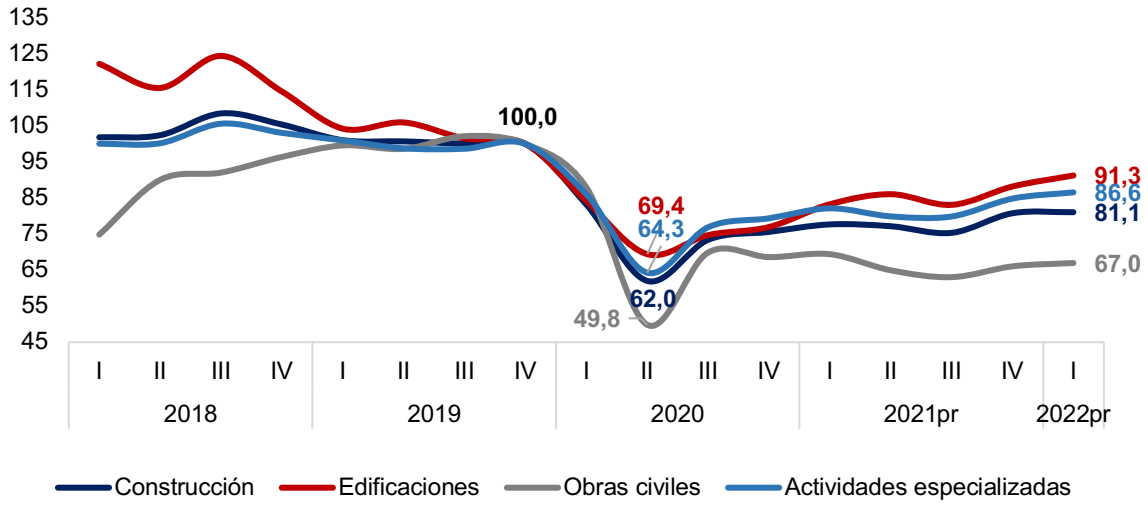
Por orden de contribución a la variación anual, la construcción de edificaciones presentó un crecimiento de 9,6% con respecto al primer trimestre de 2021, cuando se observó una contracción anual de la actividad edificadora de 1,1%. Esto se debe a que la actividad de

[13] La producción de petróleo en el primer trimestre de 2022 fue 744 miles de barriles por día (kbpd), lo cual significa una ligera reducción frente a los 746 kbpd en 2021-I.

edificaciones residenciales ha tenido una mejor dinámica (13,1% vs 8,2% en 2021-I) que la actividad no residencial, la cual creció a una tasa anual del 4,0% (vs -19,0% en 2021-I). Estos resultados se relacionan con el área causada reportada en el Censo de Edificaciones (CEED), donde se presentó un crecimiento anual de 9,8% en los destinos residenciales (apartamentos y casas) y de 5,3% en los destinos no residenciales. A pesar del mejor comportamiento con respecto a la producción de 2021 el nivel de actividad del subsector edificador (91,3%) dista del nivel de 2019-IV (igual a 100%) (Gráfico 8). Así, la recuperación de la producción del subsector ha sido más lenta que la recuperación de las ventas de vivienda. Según las cifras de Coordenada Urbana, las ventas de vivienda nueva se incrementaron 6,4% anual y se ubicaron como el segundo mejor trimestre desde 2010.

Por otro lado, el subsector de obras civiles presentó una contracción anual de 3,5% (vs -21,1% en 2021-I). Este resultado es consistente con la evolución del Indicador de Producción de Obras Civiles (IPOC), que cayó 4,9% real anual. Este comportamiento se explica por la contribución negativa de las construcciones de tuberías, líneas de comunicación y cables de poder (-7,3 pps) y puertos, canales, presas, sistemas de riego y otras obras hidráulicas (-1,1 pps). En este sentido, en 2022-I el subsector evidenció un ligero crecimiento de la actividad respecto al trimestre anterior, ubicándose en un nivel de 67,0% (vs 100% en 2019-IV).

Gráfico 8. Nivel de valor agregado del sector de la construcción



Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.
Nota: Se tomó como base igual a 100 el nivel de valor agregado de 2019-IV

Las actividades de **electricidad, gas y agua** registraron una variación anual de 4,8% en el primer trimestre (vs -0,5% en 2021-I). La variación anual del sector estuvo en línea con el comportamiento de la demanda de energía eléctrica, donde en los meses de enero, febrero y marzo se presentaron incrementos anuales de 6,3%, 4,2% y 5,3%, respectivamente. La reactivación sectorial, especialmente el buen desempeño del sector industrial, ha impulsado

el consumo de energía eléctrica. De hecho, la demanda de energía no regulada[14] pasó de 181,4 gigavatios-hora (GWh) en 2021-I a 201,2 GWh en 2022-I. De igual manera, el segmento regulado (especialmente residencial) también ha incrementado sus niveles de demanda, pasando de 411,1 GWh en 2021-I a 418,9 en 2022-I[15]. Con lo anterior, el sector se mantiene en niveles superiores a la producción prepandemia al ubicarse en un 104,7% (vs 100% en 2019-IV).

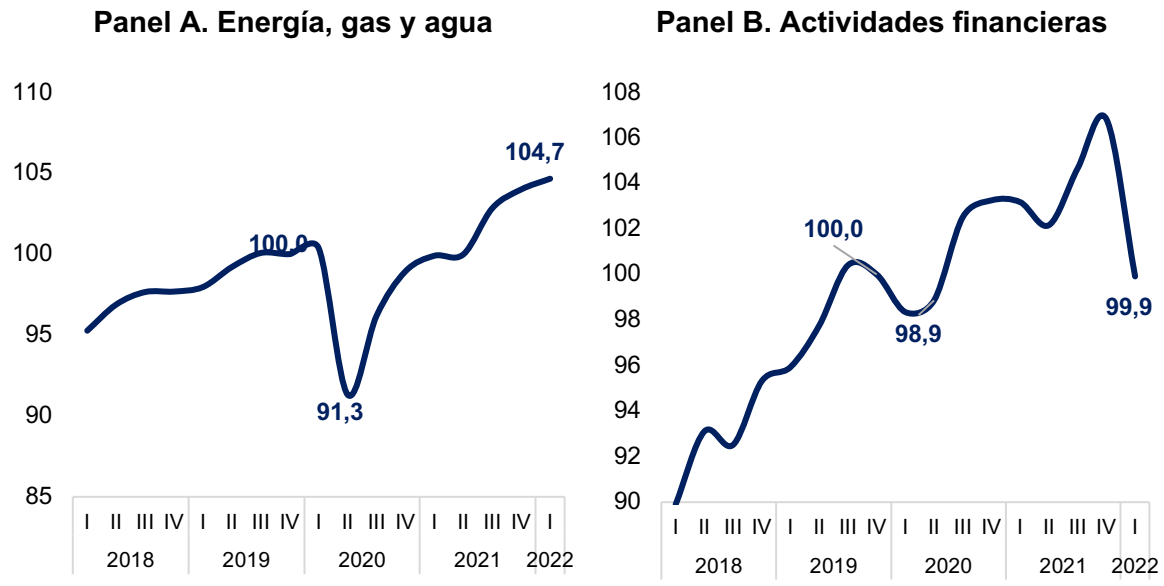
El sector de **actividades financieras y de seguros** registró una contracción anual de 3,2% en el primer trimestre (vs 4,9% en 2021-I), ubicando su nivel de actividad en 99,9% (tomando como referencia el último trimestre de 2019 como un nivel de actividad igual a 100%). El subsector que más contribuyó negativamente a la variación en 2022-I fue el relacionado con los seguros (-23,7% vs 6,3% en 2021-I), seguido por las actividades auxiliares[16] (-4,2% vs 6,0% en 2021-I). De otro lado, las comisiones con un aumento de 16,6% (vs -0,1% en 2021-I) y los servicios de intermediación financiera con un crecimiento de 5,5% (vs 5,7% en 2021-I) limitaron la contracción registrada en el sector.

El resultado del subsector de seguros se explica por el cuarto y último pago de la aseguradora MAPFRE a la empresa EPM por concepto del incidente ocurrido en Hidroituango (663 millones de dólares que representó el desembolso más alto). Por su parte, las actividades auxiliares registraron una contracción en los ingresos recibidos por concepto de negocios fiduciarios, fondos de inversión colectiva y fondos de pensiones voluntarias. Contrarrestando las dinámicas anteriores, los servicios de intermediación financiera reflejaron los crecimientos de las carteras de vivienda y consumo, mientras que las comisiones observaron mayores ingresos asociados a los establecimientos afiliados a tarjetas de crédito, servicios bancarios y comisiones en moneda extranjera.

[14] Consumidores que realizan una demanda de energía superior a 2 Megavatios. Ellos pueden negociar libremente los costos de las actividades relacionadas con la generación y comercialización de energía. En este nivel de consumo están industriales y comerciales que son grandes consumidores.
[15] Las cifras trimestrales corresponden a la suma de cada mes, mientras que la energía mensual corresponde a promedios diarios.
[16] Dentro de este grupo se encuentra la administración de mercados financieros; el corretaje de valores y de contratos de productos básicos; otras actividades relacionadas con el mercado de valores; actividades de las sociedades de intermediación cambiaria y de servicios financieros especiales; las actividades de los profesionales de compra y venta de divisas; otras actividades auxiliares de las actividades de servicios financieros no clasificadas previamente; las actividades de agentes y corredores de seguros; la evaluación de riesgos y daños, y otras actividades de servicios auxiliares; y las actividades de administración de fondos.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Gráfico 9. Nivel de valor agregado de los sectores de energía gas y agua, y actividades financieras

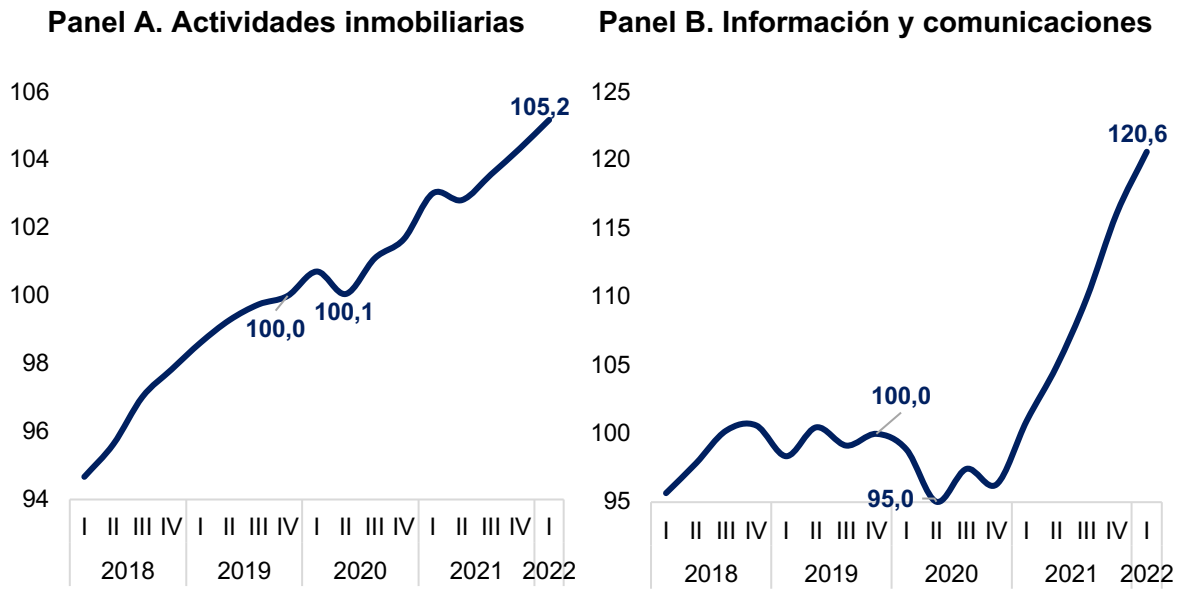


Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.
Nota: Se tomó como base igual a 100 el nivel de valor agregado de 2019-IV

El sector de **actividades inmobiliarias** registró un crecimiento de su valor agregado al expandirse 2,1% anual en el primer trimestre (vs 2,3% en 2021-I). Este sector, que ha mantenido tasas de crecimiento similares desde el inicio de la pandemia, ubicó su nivel de valor agregado en un 105,2% (vs 100% en 2019-IV). El comportamiento de este sector se explicó por la dinámica presentada en el alquiler de bienes raíces residenciales prestados por cuenta propia (alquileres de vivienda habitadas por sus propietarios), servicios de alquiler de vivienda prestadas a terceros (arriendos) y servicios de compra-venta de vivienda y bienes raíces no residenciales. De esta manera, se evidenció un crecimiento tanto en el stock de viviendas ocupadas por sus propietarios como en el stock de viviendas ocupadas por terceros.

El sector de **información y comunicaciones** presentó un incremento anual de 19,5% durante el primer trimestre (vs 2,1% en 2021-I). La mayor dinámica en 2022-I estuvo explicada por: i) la actividad de telecomunicaciones, donde la competencia de precios por parte de los operadores ha generado una mayor oferta de planes para los hogares y un incremento en los servicios de soporte (que a su vez ha incrementado la demanda de actividades relacionadas con instalación, mantenimiento y uso de cables de fibra óptica); ii) los servicios de consultoría técnica asociados con el proceso de elecciones; iii) las plataformas intermediarias en el comercio electrónico (día sin IVA); y iv) los servicios de radio, televisión y exhibición de cine. El buen desempeño del sector implicó que el nivel de actividad continuara por encima de los niveles prepandemia (100% en 2019-IV), pasando de 116,1% en 2021-IV a 120,6% en 2022-I.

Gráfico 10. Nivel de valor agregado de los sectores de actividades inmobiliarias e información y comunicaciones



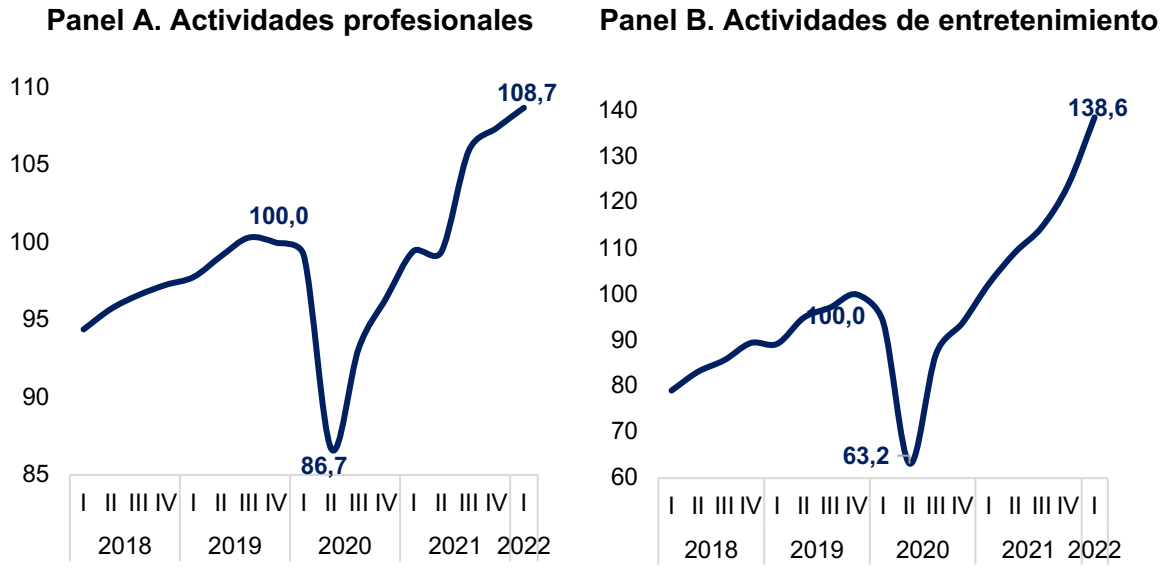
Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.
Nota: Se tomó como base igual a 100 el nivel de valor agregado de 2019-IV

Las **actividades profesionales, científicas y técnicas** registraron una variación anual de 9,3% en el primer trimestre (vs 0,3% en 2021-I). El resultado en 2022-I se explica tanto por el incremento de 10,3% (vs 1,2% en 2021-I) en las actividades administrativas y de apoyo, como por el aumento de 8,3% (vs 0,1% en 2021-I) en las actividades profesionales científicas y técnicas. El crecimiento anual en el trimestre está relacionado con los servicios jurídicos contables y de gestión, donde se registran importantes pagos por concepto de las elecciones celebradas en marzo. Igualmente, las actividades de arquitectura e ingeniería presentaron durante enero y febrero entregas de proyectos y estudios de suelos relacionados con los servicios de exploración de petróleo que se reactivaron durante el inicio del año. Por su parte, los servicios técnicos de apoyo (Call Center) y los servicios de empleo y alquiler de maquinaria y equipo también impulsaron el crecimiento del sector. Así, el nivel de actividad del sector se mantuvo por encima de los niveles prepandemia (108,7% vs 100% en 2019-IV).

Finalmente, las **actividades artísticas, de entretenimiento y servicios domésticos** tuvieron un crecimiento anual de 35,4% en el primer trimestre (vs 8,8% en 2021-I), debido al aumento del valor agregado en las actividades artísticas, de entretenimiento y recreación y otras actividades de servicios (35,9% vs 14,9% en 2021-I) y por el incremento en las actividades de los hogares individuales en calidad de empleadores y como productores de bienes y servicios para uso propio (33,2% vs -11,8% en 2021-I). La variación anual del sector se explica principalmente por el incremento en las apuestas deportivas y juegos de azar (apuestas permanentes y loterías). De manera similar, la realización de eventos públicos y privados como conciertos, festivales musicales y carnavales realizados a principio de año también impulsaron el crecimiento del sector. En este sentido, el valor

agregado de la actividad también continuó por encima de los niveles prepandemia al registrar un nivel de 138,6% en 2022-I.

Gráfico 11. Nivel de valor agregado de los sectores de actividades profesionales y actividades artísticas y de entretenimiento

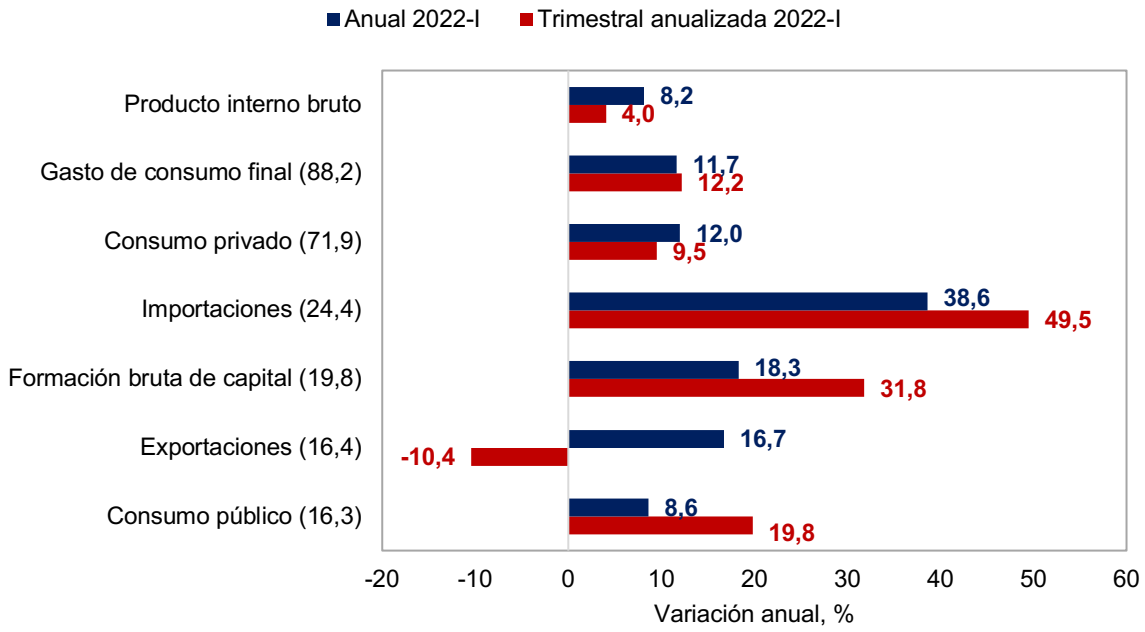


Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.
Nota: Se tomó como base igual a 100 el nivel de valor agregado de 2019-IV

3.1.2 PIB 2022-I: Dinámica de los componentes de demanda del PIB

En el primer trimestre de 2022, la **demanda interna** aumentó 13,4% anual (vs 1,6% en 2021-I), explicada principalmente por el crecimiento del consumo total. Entre tanto, el mismo rubro se incrementó 16,3% trimestral anualizado, como resultado del mejor comportamiento del consumo total y de la formación bruta de capital, que para este trimestre logró superar los niveles prepandemia. Por otro lado, el déficit comercial aumentó con respecto al mismo trimestre del año anterior, por cuenta de un mayor crecimiento de las importaciones que de las exportaciones (Gráfico 12).

Gráfico 12. Crecimiento del PIB de 2022-I por el lado de la demanda



Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.
Nota: Se utilizaron las cifras corregidas por efectos estacionales y de calendario.

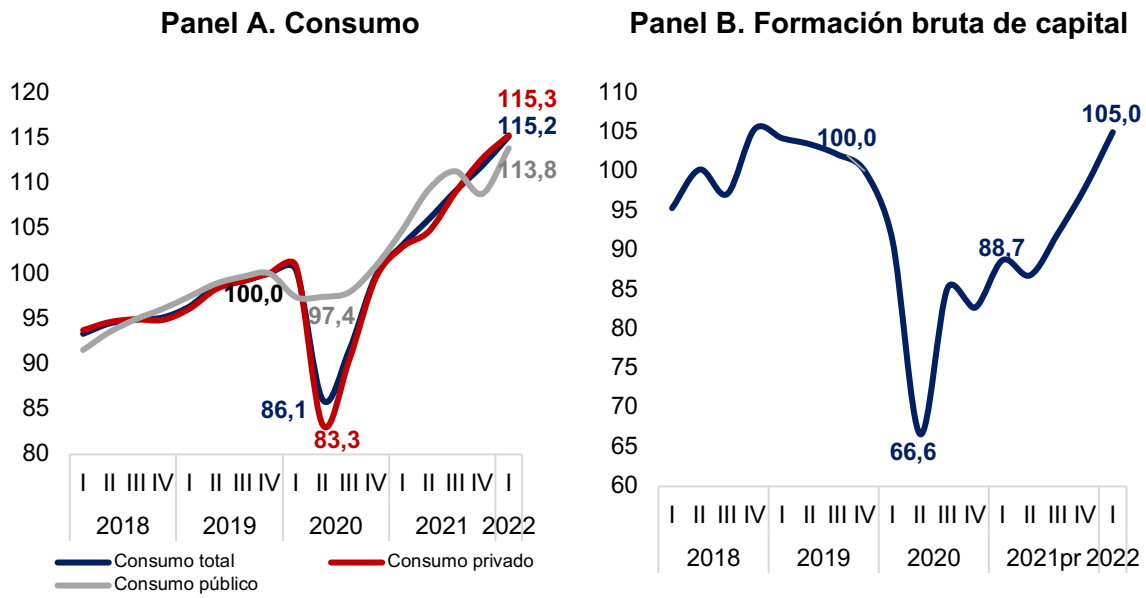
El **consumo total** presentó un incremento anual de 11,7% en el primer trimestre (vs 2,7% en 2021-I). Este comportamiento obedeció principalmente al incremento en el **consumo privado** que continuó expandiéndose y presentó una variación anual de 12,0% (vs 2,1% en 2021-I) explicado por la mayor disposición de gasto por parte de los hogares ante la vuelta a la presencialidad y la normalización de la todas las actividades económicas. Por su parte, el **consumo público** presentó un aumento anual de 8,6% (vs 7,6% en 2021-I), explicado por el incremento de personal de planta de entidades del sector electoral, defensa, judicial y entidades de control. Las compras de vacunas COVID-19 y los subsidios realizados por el gobierno a nivel local y municipal en los servicios de energía también aportaron positivamente al crecimiento del gasto público. El buen comportamiento del consumo privado y del gobierno se evidenció en el nivel de actividad del consumo total, que continuó por encima de los niveles prepandemia. Tomando como referencia el último trimestre de 2019 (igual a 100%), el nivel de actividad del rubro se ubicó en 115,2% en 2022-I.

Por grado de durabilidad, el incremento del **consumo privado** en 2022-I fue producto de la expansión en las 4 divisiones: 1) **bienes durables** (11,8% vs 12,1% en 2021-I), **bienes semidurables** (32,7 % vs 8,4% en 2021-I), **bienes no durables** (4,1% vs -0,4% en 2021-I) y **servicios** (15,2% vs 0,7% en 2021-I). En línea con lo anterior, los componentes del gasto por finalidad que presentaron mayores variaciones anuales fueron las **prendas de vestir y calzado** (41,2% vs 7,7% en 2021-I), **transporte** (30,1% vs -14,5% en 2021-I) **recreación y cultura** (26,7% vs 10,3% en 2021-I) y **restaurantes y hoteles** (21,8% vs -0,7% en 2021-I). Todo lo anterior teniendo en cuenta que los hogares pospusieron el gasto en estos rubros con ocasión a los cierres y restricciones en la movilidad durante 2020 y

2021. Adicionalmente, el día sin IVA afectó positivamente el gasto de bienes durables y semidurables, especialmente los muebles, los electrodomésticos y el vestuario y calzado.

La **formación bruta de capital** se incrementó 18,3% anual en el primer trimestre (vs -2,8% en 2021-I)**.** El aumento de la inversión estuvo jalonado por el mejor desempeño en los rubros de maquinaria y equipo y productos de propiedad intelectual. Por orden de contribución a la variación anual, la inversión en **maquinaria y equipo** se incrementó 25,6% (vs 6,7% en 2021-I) en línea con el crecimiento de las importaciones de bienes de capital (46,7%), mientras que los productos de propiedad intelectual crecieron 15,8% (vs -2,9% en 2021-I). Contrarrestando la dinámica positiva, el segmento de **vivienda** (-2,0% vs 12,7% en 2021-I), **otros edificios y estructuras** % (-2,7% vs -20,6% en 2021-I) y **los recursos biológicos cultivados** (-10,4% vs 9,1% en 2021-I) limitaron el crecimiento de la inversión. El comportamiento del rubro de maquinaria y equipo se explica por las importaciones de vehículos de transporte público con motor eléctrico destinados para las distintas flotas a nivel nacional. Igualmente, se realizó la compra de maquinaria especial para la construcción de carreteras. Así, la actividad del sector alcanzó por primera vez niveles superiores a los prepandemia (105,0% vs 100% en 2019-IV).

Gráfico 13. Nivel de actividad del consumo y la formación bruta de capital



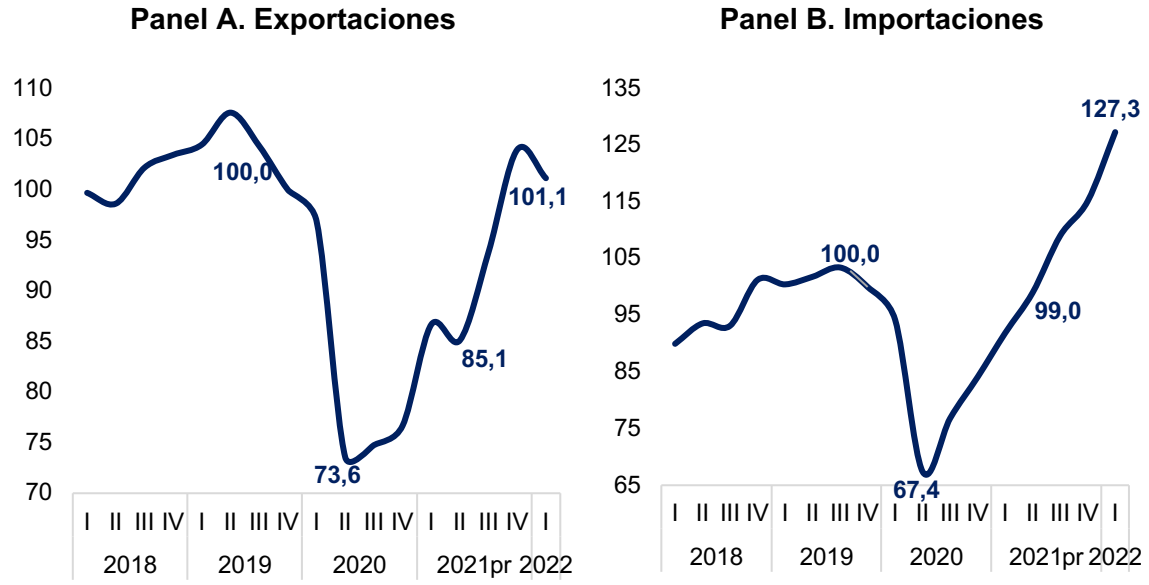
Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.
Nota: Se tomó como base igual a 100 el nivel de actividad de 2019-IV

Finalmente, las **exportaciones** registraron una variación anual de 16,7% en el primer trimestre del año (vs -10,6% en 2021-I). El aumento anual de las **ventas al exterior** obedece principalmente a las exportaciones de petróleo en un contexto de altos precios del *commodity,* los cuales alcanzaron un nivel de 115 USD en el mes de marzo. Igualmente, las exportaciones hacia Estados Unidos, España y México de gasolina como consecuencia de la reactivación de la economía global contribuyeron positivamente al crecimiento de las ventas externas. Por su parte, los servicios de transporte aéreo de pasajeros y compras

directas de servicios en el territorio nacional por no residentes afectaron positivamente el desempeño del rubro. Dado este contexto, la actividad exportadora se ubicó en un nivel de 101,1%, disminuyendo respecto a lo observado en el trimestre anterior (104,0% en 2021-IV).

Por el lado de las **importaciones** se registró un crecimiento anual de 38,6% en 2022-I (vs -2,5% en 2021-I). Dicho comportamiento se encuentra explicado principalmente por el incremento de compras de teléfonos inteligentes, equipo de comunicaciones y productos farmacéuticos (vacunas contra el COVID-19). Respecto a las importaciones de servicios, las actividades de consultoría en administración, servicios de gestión y servicios de tecnología de la información afectaron positivamente las compras externas. Así, el nivel de actividad importadora continuó por encima de los registros prepandemia (tomando un nivel igual a 100% en 2019-IV) y se ubicó en 127,3%.

Gráfico 14. Nivel de actividad de las exportaciones e importaciones



Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.
Nota: Se tomó como base igual a 100 el nivel de actividad de 2019-IV

3.1.3 Percepción de los empresarios y los consumidores

Fedesarrollo publica mensualmente la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) y la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE), a partir de las cuales es posible realizar un seguimiento continuo a la percepción que tienen los hogares y los empresarios del sector comercio e industria sobre la situación actual y las expectativas económicas a futuro.

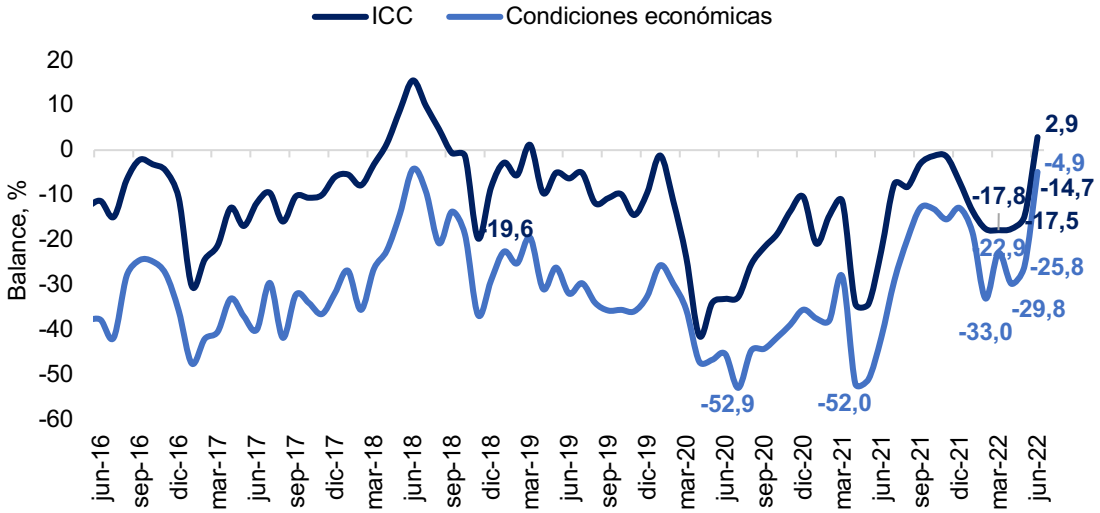
Consumidores

Según los resultados más recientes de la EOC, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) registró un balance de -17,5% en abril, -14,7% en mayo y 2,9% en junio. Si bien durante la primera parte del trimestre la confianza se mantuvo en terreno negativo, para junio el indicador volvió a ser positivo después de 3 años. Analizando las variaciones

mensuales, se encuentra que para estos últimos tres meses la confianza de los consumidores aumentó en 0,3 pps, 2,8 pps y 17,6 pps respectivamente. La recuperación de la confianza de los consumidores en estos meses estuvo asociada al nivel positivo en el Índice de Expectativas de los Consumidores (IEC), el cual registró balances de -7,4% en abril, -3,5% en mayo y 17,5% en junio. Además, el Índice de Condiciones Económicas (ICE) también se ha venido recuperando respecto a los niveles de marzo, registrado balances de -32,6%, -31,5% y -19,0% en los mismos meses.

En el gráfico 15, se puede ver el promedio de la pregunta 4[17] y 5[18] que indagan acerca de las condiciones económicas del país actuales que perciben los consumidores con respecto al año pasado y el próximo año, respectivamente. Este indicador tuvo un balance de -29,8% en abril, -25,8% en mayo y -4,9% en junio, lo que responde a que la mayoría de los consumidores consideran que las condiciones económicas del país en general son peores a las del año pasado (Pregunta 4), mientras que el porcentaje de consumidores que piensa que las condiciones económicas del país serán más negativas dentro de 12 meses son más que los que piensan lo contrario (Pregunta 5).

Gráfico 15. Índice de Confianza del Consumidor (ICC) y condiciones económicas*



*Promedio de la pregunta 4 y 5 de la EOC.

Fuente: Fedesarrollo- Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC).

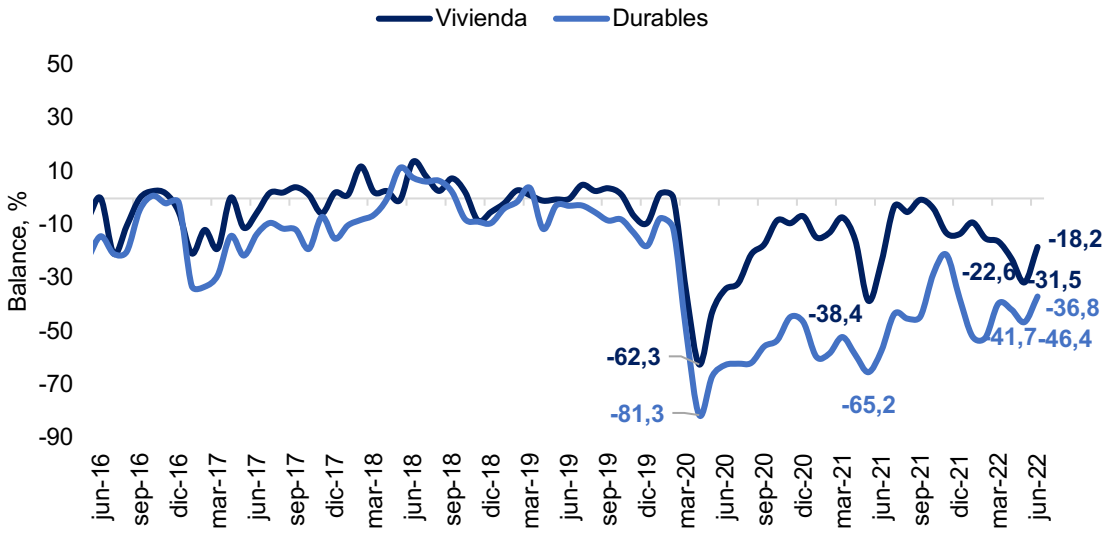
Por su parte, la disposición a comprar vivienda en el segundo trimestre ha disminuido frente al trimestre inmediatamente anterior, pues se han registrado balances de -22,6%, -31,5% y -18,2% en abril, mayo y junio, respectivamente. Esta dinámica se ha visto reflejada en los estratos altos (promedio 2022-II: -25,2% vs 2022-I: 0,7%), en los estratos medios (promedio 2022-II: -19,9% vs 2022-I: -12,1%) y en los estratos bajos (promedio 2022-II: -28,9% vs

[17] P4. ¿Diría usted que hoy en día las condiciones económicas del país en general son mejores o peores de lo que estaban hace un año?

[18] P5. Y dentro de 12 meses, ¿cree usted que las condiciones económicas del país en general estarán mejores, peores, o más o menos iguales a como están hoy en día?

2022-I: -16,5%). Entre tanto, en el mismo periodo de análisis, la disposición a comprar bienes durables ha venido aumentando, con un balance de -41,7% en abril, -46,4% en mayo y -36,8% en junio (vs -47,8% en 2022-I).

Gráfico 16. Disposición a comprar vivienda y bienes durables



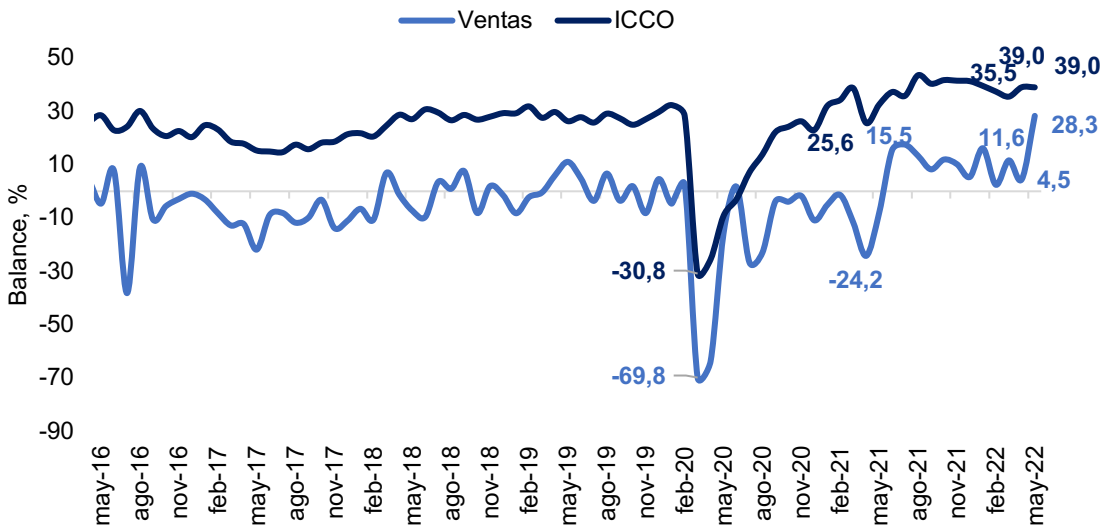
Fuente: Fedesarrollo- Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC).

Comerciantes

El Índice de Confianza Comercial (ICCO) registró un balance de 39,0% en abril y de 39,0% en mayo. El comportamiento mensual del indicador para mayo se explica en que, si bien se presentó una caída de 3,4 pps en la percepción sobre la situación económica actual, ésta fue compensada por un aumento de 0,7 pps en las expectativas de situación económica y una disminución de 2,6 pps en existencias. Con esta reciente dinámica, el indicador sigue ubicándose en niveles históricamente altos, lo que refleja el buen comportamiento del sector comercio en el primer trimestre del año. Del lado del indicador del nivel de ventas[19] de los empresarios, este presentó un balance de 4,5% en abril y 28,3% en mayo, retrocediendo en el primer mes 4,5 pps frente a lo observado en marzo, pero incrementándose mensualmente 23,8 pps en mayo.

[19] Pregunta 2 de la EOE de comercio: En comparación con el mes de T-1 durante este mes sus ventas en unidades fueron: más altas, aproximadamente iguales, más bajas o no sabe/no responde.

Gráfico 17. Índice de Confianza Comercial (ICCO) y ventas del comercio*



*Corresponde a la serie desestacionalizada de las ventas.

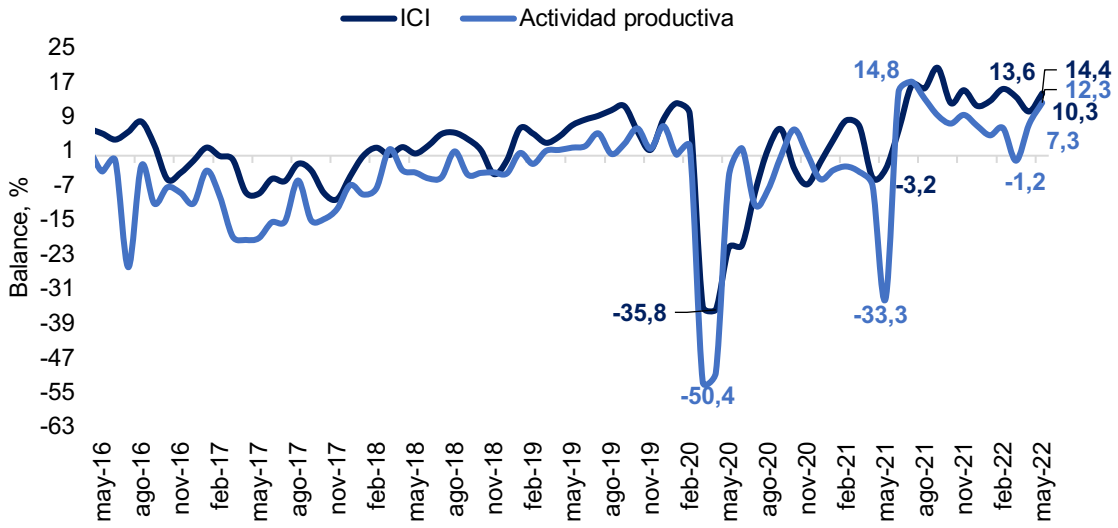
Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

Industriales

El Índice de Confianza Industrial (ICI) registró un balance de 10,3% en abril y de 14,4% en mayo. La variación mensual del indicador para mayo (4,2 pps) se debió principalmente a un aumento de 9,3 pps en el volumen actual de pedidos y al aumento de 7,3 pps en las expectativas de producción para el próximo trimestre, a pesar del aumento en 4,4 pps del nivel de inventarios. Por su parte, la pregunta que indaga sobre el nivel de la actividad productiva[20] de la empresa retornó a terreno positivo en abril (7,3% vs -1,2% en marzo) y mantuvo un buen desempeño en mayo (12,3%), lo que significó variaciones mensuales de 8,5 pps y 5,0 pps en cada uno de los respectivos meses.

[20] Pregunta 2 de la EOE de industria: En comparación con el mes T-1, la actividad productiva de su empresa durante este mes fue: más intensa, aproximadamente la misma, más débil y no sabe/no responde.

Gráfico 18. Índice de Confianza Industrial (ICI) y actividad productiva de la industria*



* Corresponde a la serie desestacionalizada de actividad productiva.

Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

3.2. Proyecciones

3.2.1 Crecimiento económico para 2022 y 2023

El desempeño económico observado en el primer trimestre de 2022 evidencia una positiva dinámica productiva que se mantiene aún posterior al cuarto trimestre de 2021, donde los niveles de actividad de la mayoría de los sectores económicos ya habían superado los registros prepandemia. La actividad económica durante 2022-I estuvo en línea con un creciente consumo interno y una recuperación de la formación bruta de capital que afectó positivamente las condiciones productivas del país. En este sentido, las perspectivas de crecimiento para 2022 están asociadas a la normalización completa de la movilidad de las personas y a la reactivación de todas las actividades económicas, en donde los efectos negativos del paro nacional y las medidas de contención en el primer semestre de 2021 implicarían un efecto de baja base estadística. Teniendo en cuenta lo anterior, incrementamos nuestro pronóstico de crecimiento de 4,6% a 5,5% para 2022.

Por su parte, para 2023 anticipamos un crecimiento de la economía colombiana del 3,2%, en donde nuestras expectativas están asociadas al buen comportamiento en el consumo de los hogares que se vería ajustado por una mayor tasa de interés real. Si bien contemplamos mejores niveles de inversión con respecto a 2022, los riesgos asociados a condiciones financieras globales ajustadas, el proceso de normalización de política monetaria junto con las presiones de inflación internas, la posibilidad de experimentar una recesión mundial (capítulo 2) y la implementación de una reforma tributaria durante el gobierno que empezará a regir a partir del 7 de agosto del 2022, podrían ralentizar la recuperación en este rubro.

3. 2.1.1. Componentes de demanda para 2022 y 2023

Para 2022, el **consumo total** presentaría un crecimiento de 5,9%, siendo impulsado por el **consumo público** que presentaría un crecimiento de 6,0%, asociado al mayor gasto ocasionado por el proceso electoral, la adquisición de vacunas contra el COVID-19 y la continuidad de programas de atención social y protección del empleo en el corto plazo. En este último rubro es importante mencionar la ampliación del programa Ingreso solidario, el cual a partir de marzo de 2022 pasará de cubrir 3 millones de hogares a 4.085 mil hogares y a partir de julio aumentará el monto de $380.000 a $400.000. Por otro lado, el **consumo privado** tendría un aumento de 5,9%, gracias a una completa recuperación en el consumo de bienes y servicios postergados en 2021, pero que se iría desacelerando ante un menor efecto de base estadística y el progresivo agotamiento del ahorro de los hogares. Adicional a esto, el proceso inflacionario por el que actualmente está pasando la economía afectaría negativamente los ingresos reales disminuyendo el consumo de bienes y servicios no esenciales.

Para 2023, el **consumo total** presentaría un crecimiento de 3,4%, siendo explicado por el **consumo privado** que tendría un aumento de 3,3% producto de la normalización de las dinámicas de consumo y la convergencia hacia las tasas de crecimiento de largo plazo. Del lado del **consumo público**, la dinámica de crecimiento se desaceleraría a 4,0% (Tabla 1), en línea con la reducción del gasto extraordinario con ocasión de la pandemia del COVID-19 (recursos del FOME) y los compromisos fiscales del gobierno nacional.

La **formación bruta de capital** registraría un incremento de 9,1% en 2022, explicado principalmente por el buen comportamiento en los rubros de inversión en maquinaria y equipo e importaciones de bienes de capital que van en línea con el desempeño del sector industrial y lo observado en el primer trimestre del año. Igualmente, el incremento de la actividad edificadora y de obras civiles también aportaría positivamente a la variación anual de la inversión. En 2023, prevemos un crecimiento de 4,7%, retornando gradualmente al ritmo de expansión anterior a la pandemia gracias a mejores perspectivas del sector de la construcción de obras civiles y a la continuidad de proyectos de infraestructura público-privada. Sin embargo, las altas tasas de interés producto del proceso de normalización de política monetaria limitarían el crecimiento del rubro.

Considerando lo anterior, a partir del presente año esperamos una recomposición de las fuentes de crecimiento económico en 2022 y 2023, donde la fuente fundamental de crecimiento no estaría en el consumo privado, sino en el rubro de la formación bruta de capital (a diferencia de lo observado en 2021). Dicho desempeño estaría en línea con el contexto de recuperación económica, de manera que la inversión experimentaría incrementos superiores a los del consumo privado.

Tabla 1. Proyecciones de crecimiento para 2022 y 2023

Rama de Actividad	Participación en el PIB, %	Variación anual del PIB, %			
	2021	2020	2021	2022p	2023p
Sectores productivos					
Agropecuario	7,4	2,0	3,1	0,6	3,0
Minería	5,3	-15,6	0,2	4,5	2,2
Industrias manufactureras	11,5	-9,8	16,4	6,3	2,4
Electricidad, gas y agua	3,5	-2,6	5,1	3,4	2,8
Construcción	4,7	-26,8	5,7	6,9	4,0
Edificaciones	49,8	-25,9	11,6	6,0	3,7
Obras Civiles	25,9	-31,0	-4,6	8,9	4,7
Comercio y transporte	17,8	-13,7	20,9	9,3	3,6
Información y comunicaciones	2,7	-2,6	11,4	8,6	3,3
Actividades financieras y de seguros	4,5	2,3	3,4	1,6	3,5
Actividades inmobiliarias	8,4	1,5	2,5	2,7	3,0
Actividades profesionales, científicas y técnicas	6,6	-5,5	9,8	5,5	3,2
Administración pública y defensa	15,1	0,1	7,6	3,8	3,7
Actividades artísticas y de entretenimiento	2,8	-11,4	33,1	13,4	4,8
Componentes de demanda					
Consumo total	88,2	-4,2	13,9	5,9	3,4
Consumo privado	81,5	-5,0	14,8	5,9	3,3
Consumo público	18,5	-0,6	10,3	6,0	4,0
Formación bruta de capital	19,8	-20,5	12,2	9,1	4,7
Exportaciones	16,4	-22,7	14,8	12,1	4,5
Importaciones	24,4	-20,5	28,7	15,0	5,8
Producto Interno Bruto		**-7,0**	**10,7**	**5,5**	**3,2**

Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

En cuanto a las **exportaciones**, en 2022 presentarían un crecimiento de 12,1%, consistente con el crecimiento económico de nuestros socios comerciales y una recuperación de las exportaciones de petróleo y carbón en línea con el incremento de los precios internacionales a lo largo del 2021 y en lo corrido de 2022 (Capítulo 2). Asimismo, una normalización en la movilidad nacional e internacional asociada a las menores restricciones relacionadas con el COVID-19 impactaría positivamente la demanda por servicios de turismo en el país. Por su parte, esperamos que las exportaciones en 2023 se expandan a un ritmo de 4,5%, producto de un retorno gradual a los niveles pre-pandemia, a un escenario positivo en los precios de productos minero-energéticos y a un mejor desempeño de la agroindustria.

Por último, las **importaciones** presentarían una variación anual de 15,0% en 2022 en línea con el buen comportamiento de la industria manufacturera, una menor compra de vacunas de COVID-19 por parte del Gobierno nacional y una tasa de cambio superior a la observada en 2021 (Capítulo 2) que aumentaría el precio de bienes de consumo importados. Para 2023 esperamos un crecimiento de 5,8% en las compras externas, convergiendo hacia los

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

niveles de crecimiento anteriores a 2020 como resultado de una mayor adquisición de bienes de capital e insumos para la industria.

3.2.1.2. Sectores productivos en 2022 y 2023

El sector de **agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca** crecería 0,6% en 2022, como consecuencia de la contracción observada en el primer trimestre del año y por los altos precios de los insumos agrícolas que impactarían negativamente la actividad productiva del sector. Contrarrestando el efecto negativo, el sector sería liderado por el subsector de cultivos agrícolas, donde la producción de cacao, semillas, aceite de palma y flores exhibirían un buen comportamiento en línea con el incremento de la demanda mundial por estos productos. Por su parte, el subsector cafetero se encontraría en un escenario heterogéneo, en donde el efecto de base estadística por los bloqueos de mayo en 2021 y el escenario positivo de precios nacionales e internacionales impulsarían la dinámica del subsector, mientras que las condiciones climáticas adversas producto del fenómeno de la niña limitarían la producción de café. Para 2023, esperamos que el sector agropecuario crezca a un ritmo de 3,0%, como resultado de un buen comportamiento del subsector agrícola (en ausencia de condiciones climáticas desfavorables) y de la normalización del precio de insumos.

La **explotación de minas y canteras** presentaría una variación anual de 4,5% en 2022. Este comportamiento se explica por el crecimiento en la producción de petróleo de 0,02% en lo corrido del año (745,7 kpbd de enero a abril del 2022 vs 745,5 kpbd de enero a abril del 2021), el cual se espera se incremente como consecuencia del entorno favorable de precios internacionales del *commodity* y por los mayores niveles de inversión generados en 2021[21]. Por su parte, aunque en el Índice de Producción Industrial se registra una variación anual de -2,1% en la producción de carbón (enero - abril), se espera que las toneladas extraídas repunten en los meses restantes en línea con las dinámicas de los precios internacionales y el reinicio de la operación de algunas minas. Finalmente, la extracción de metales metalíferos tendría una contribución positiva a la variación anual como resultado de una mayor demanda de oro como activo refugio en medio de un panorama de mayor incertidumbre y desconfianza global.

Para 2023 esperamos un incremento del 2,2% asociado con una mayor producción de petróleo en un entorno de precios favorables y del plan de inversiones para 2022 propuesto por Ecopetrol, en donde el 63% de las inversiones se destinaría a proyectos de exploración y producción. Igualmente, un aumento en la extracción de carbón beneficiaria la dinámica del sector durante el 2023.

La **industria manufacturera** tendría una variación anual de 6,3% en 2022, obedeciendo al importante efecto base de mayo de 2021 asociado a los bloqueos de las vías del país. Igualmente, la demanda de energía no regulada por parte del sector industrial ha permanecido en niveles históricamente altos hasta mayo de 2022 según XM (índice de 116,9% en mayo tomando como base igual a 100 a enero de 2020), evidenciando así el

[21] Se aprobó un presupuesto de US$4.000 millones en el plan de inversiones de Ecopetrol en 2021, donde se acordó que el 80% de los recursos se ejecutaran en nuestro país.

buen dinamismo del sector. Este comportamiento estaría relacionado con la confianza industrial, que se mantiene en niveles altos y registra una recuperación en mayo respecto a la ligera disminución observada en abril. Por su parte, para 2023 esperamos un crecimiento del sector manufacturero de 2,4%, como consecuencia de un retorno gradual a las dinámicas en el crecimiento observadas antes de la pandemia.

La proyección de la variación anual del valor agregado dentro del sector **electricidad, gas y agua** se ubica en 3,4% para 2022, como consecuencia de la reactivación de los sectores económicos (especialmente del sector industrial) que han impulsado el consumo de energía no regulada y de la dinámica favorable del consumo de los hogares que han presionado al alza el consumo de energía regulada. Para 2023, en ausencia de condiciones climáticas desfavorables que afecten la generación de energía, el crecimiento del sector se ubicaría en 2,8% como consecuencia de un buen comportamiento de la demanda sectorial, retornando así al ritmo de crecimiento prepandemia a la par que se fortalece la matriz energética del país con la inversión en generación de energías limpias no convencionales (eólica y solar).

El sector de la **construcción** tendría un crecimiento de 6,9% que se encuentra explicado por una continua recuperación del sector edificador (6%) y por las mejores perspectivas desde las obras civiles (8,9%). Por un lado, el comportamiento de la construcción de obras civiles respondería al aumento en la inversión en línea con una mayor ejecución de los proyectos de infraestructura vial del programa *Compromiso por Colombia y* el avance de obra de las vías 4G (29 proyectos donde a la fecha 10 se encuentran en operación y se espera que otras 8 se culminen para finales del tercer trimestre). Por otro lado, el desempeño del sector edificador estaría acorde con las previsiones que tiene Camacol en donde se evidencia que la comercialización de vivienda para 2022 y 2023 superaría las 500.000 unidades, y la construcción en este mismo periodo de tiempo sería de 375.000 nuevas viviendas (La república, 2022).

Por su parte, para 2023 estimamos una variación anual del 4,0% producto del inicio de obra de la primera ola de proyectos de infraestructura 5G (inversión estimada en 20,9 billones[22] de pesos) cuya licitación se daría en el segundo semestre de 2022 y que junto con los proyectos de la segunda ola (inversión de 29,0 billones[23] de pesos) reactivarían el subsector de obras civiles a lo largo de los siguientes años.

El sector de **comercio, reparación de vehículos automotores y motocicletas, transporte, almacenamiento, alojamiento y servicios de comida** sería el sector que más contribuiría al crecimiento del PIB total en 2022, creciendo a un ritmo de 9,3%. El sector continuaría con la tendencia al alza asociada al incremento en la movilidad de las personas, la vuelta a la presencialidad de trabajadores y estudiantes y a los descuentos generados por los 3 días sin IVA en los meses de marzo, junio y diciembre en 2022. Paralelamente, el alojamiento y los servicios de comida seguirían con el proceso de recuperación ante las menores medidas de distanciamiento social y la normalización del aforo permitido. Por su

[22] Distribuidos en 7 proyectos viales, 4 proyectos aeroportuarios, 1 proyecto férreo y 2 proyectos fluviales.
[23] Distribuidos en 13 proyectos, de los cuales 11 son viales, 1 aeroportuario y 1 fluvial.

parte, el subsector de transporte y almacenamiento se expandiría en línea con el aumento en el uso del transporte urbano, mientras que el transporte ligado al turismo (aéreo e intermunicipal) se vería positivamente afectado por la apertura de 10 nuevas rutas aéreas nacionales que buscan conectar diferentes zonas del país[24] y fomentar la actividad turística (Portafolio, 2022a).

Para 2023 esperamos un crecimiento del valor agregado de 3,6%, convergiendo a los niveles de producción pre-pandemia. El comportamiento del sector estaría sustentado en la total recuperación del transporte, los servicios de alojamiento y servicios de comidas y el buen dinamismo en el consumo total.

Finalmente, el sector de **administración pública, defensa, educación y salud** registraría un crecimiento de 3,8% en 2022, explicado por una recuperación de la demanda en los subsectores de educación y salud, en línea con la reanudación completa de clases presenciales a partir de enero, el mayor despliegue de programas educativos, el incremento en el uso de servicios médicos no esenciales y la evolución del proceso de vacunación contra el COVID-19. Adicionalmente, el gasto por motivo del proceso electoral significaría una mayor destinación de recursos desde el sector de administración pública. Entre tanto, para 2023 se observaría un aumento anual de 3,7% en línea con el ajuste del déficit fiscal para ese año.

3.2.1.3. Riesgos para el crecimiento en 2022 y 2023

Las expectativas de crecimiento para 2022 y 2023 necesariamente contemplan en su mayoría riesgos a la baja, que de materializarse podrían afectar la dinámica productiva y nuestras proyecciones de crecimiento (Tabla 2).

Entre los factores externos que pueden implicar un riesgo a la baja en el crecimiento se encuentra la normalización de la política monetaria y la desacumulación de activos por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, lo que podría significar una menor entrada (incluso salida) de capitales en la economía nacional y por ende una menor inversión. Igualmente, como ya se describió en la anterior edición de Prospectiva, el conflicto entre Rusia y Ucrania estaría afectando la economía nacional a través de 3 canales principales (uno financiero, uno real y uno inflacionario) reduciendo así el crecimiento del país.

Ligado a los dos riesgos anteriores, actualmente se está discutiendo la posibilidad de una recesión mundial[25] producto de los procesos de normalización de política monetaria, las presiones inflacionarias y los altos precios de las materias primas que son factores comunes en la mayoría de las economías en el mundo. Adicionalmente, la desaceleración de la economía China también genera cierta preocupación, ya que producto de nuevos brotes epidemiológicos y la política de salud “Covid-cero”, el país ha implementado cierres temporales en algunas ciudades principales (durante marzo y abril), lo que implicaría una menor actividad en la economía mundial si se considera el enorme peso que tiene este país

[24] Como los Llanos Orientales con el Eje Cafetero, o el Pacífico con las playas de Córdoba o con la Guajira, entre otras.
[25] Según algunos analistas económicos, dicho fenómeno podría materializarse a inicios de 2023 (Portafolio, 2022c).

en la producción global (19%) y su importancia tanto como comprador de bienes y servicios de otros países, como por su rol clave en las cadenas de suministro que abastecen al comercio internacional (Portafolio, 2022b).

Producto de una posible recesión mundial, la economía nacional se vería impactada por una caída en la demanda de exportaciones por parte de nuestros socios comerciales (producto de un menor crecimiento de la economía mundial) y por una disminución del consumo interno como consecuencia de las altas tasas de interés y condiciones financieras adversas.

Por el lado de los riesgos internos, los resultados de las recientes elecciones generan una importante fuente de incertidumbre. Así, las decisiones de consumo e inversión presentarían una desaceleración en el segundo semestre del 2022 ante la expectativa de las nuevas políticas que implemente el gobierno entrante. Por su parte, la normalización de la política monetaria interna puede tener efectos sobre el crecimiento del país. Las condiciones financieras cada vez más ajustadas implicarían que el costo del endeudamiento para el consumo e inversión aumente y de esta manera se pospongan las decisiones de apalancamiento financiero de los agentes. Con todo esto, la actividad económica podría verse afectada negativamente tanto por el canal de condiciones financieras más estrictas, como por el de condiciones económicas inciertas.

Por otro lado, siguiendo los últimos resultados del PIB para 2022-I se considera que se podría alcanzar un crecimiento superior al propuesto en el presente capítulo. Un ejercicio simple para demostrar esta afirmación es mantener invariante el nivel de producto de 2022-I a lo largo de los tres trimestres restantes del año, lo que daría como resultado un crecimiento anual del 5,6% para la totalidad del 2022.

Tabla 2. Balance de riesgos para 2022 y 2023

Factores de riesgo	A la baja
Normalización de la política monetaria externa	La normalización de la política monetaria por parte de la FED puede significar una menor entrada de capitales en la economía nacional
Conflicto Rusia-Ucrania	El conflicto internacional puede afectar la economía nacional a través de 3 canales principales: uno financiero, uno real (menor inversión y comercio internacional) y uno de inflación
Recesión económica mundial	Una recesión económica mundial podría disminuir la demanda internacional de exportaciones domésticas y reducir el consumo interno
Políticas del nuevo gobierno	Los inversionistas se encuentran a la expectativa de las políticas y reformas que decida implementar el gobierno entrante
Normalización de la política monetaria interna	La subida de tasas de interés por parte del Banco de la República puede encarecer el financiamiento y desincentivar la adquisición de préstamos con fines de consumo e inversión
Factores de riesgo	**Al alza**
Efecto de nivel estadístico registrado en 2022-I	El nivel de actividad productiva registrado en el primer trimestre del año dejó abierta la puerta para alcanzar un alto crecimiento en 2022

Fuente: Fedesarrollo.

3.2.2 Prospectiva de Crecimiento 2024-2026

Para el mediano plazo mantuvimos las perspectivas de crecimiento frente a la edición anterior de Prospectiva haciendo énfasis en una expectativa de retorno a las tasas de crecimiento prepandemia. Así, el crecimiento en el año 2024 se acercaría a 3,3% para mantenerse en este nivel hasta el año 2026 (Tabla 3). Estas perspectivas de crecimiento económico en el periodo 2024-2026 se fundamentan principalmente en: i) una moderación del consumo total en línea con el agotamiento del efecto estadístico y del gasto generado en 2022, ii) una aceleración de la inversión total por mejores expectativas de la construcción de obras civiles, y iii) un buen dinamismo desde las exportaciones en un entorno de alta demanda mundial por petróleo y carbón.

El crecimiento del **consumo total** exhibiría un comportamiento favorable al crecimiento económico en el mediano plazo, con una senda de **consumo privado** que se ubicaría en un promedio de 3,3% en el periodo 2024-2026, a medida que la confianza de los hogares se recupera, el desempleo tiende a los niveles observados en 2019 y el ingreso disponible de los hogares aumenta. Por su parte, el crecimiento del **consumo público** se desaceleraría gradualmente hasta ubicarse en promedio en 3,9% después del alto gasto de 2021 y 2022, debido a las restricciones fiscales que presentaría el Gobierno y a las menores presiones generadas por la pandemia. Sin embargo, es importante reconocer la inflexibilidad que tiene el gasto publico producto de las rentas de destinación especifica, el Sistema General de Participaciones y los gastos de seguridad social. Teniendo en cuenta esto, en el MFMP del presente año el gobierno nacional no proyectó un desmonte significativo de los gastos asociados a la pandemia, lo que limitaría en el mediano plazo el ajuste en las dinámicas del gasto público.

Además, la **formación bruta de capital** crecería en línea con los mejores resultados en vivienda e inversión en obras civiles, así como un crecimiento en la importación de maquinaria y equipo de transporte. Entre tanto, las **exportaciones** aumentarían a medida que las ventas externas de petróleo ganen dinamismo por cuenta del incremento en las cantidades y un lento proceso de transición energética a nivel global.

Entre los sectores productivos, se destaca el **comercio y transporte** y la **industria manufacturera** por sus contribuciones esperadas al crecimiento en el mediano plazo. El sector de **comercio y transporte** se incrementaría ante el fortalecimiento del consumo y la confianza de los consumidores. Además, la generación de valor agregado estaría ligada a la completa recuperación del subsector de transporte y almacenamiento, gravemente afectado por la pandemia. En este sentido, el sector presentaría un crecimiento promedio de 4,1% entre 2024 y 2026. Por su parte, la **industria manufacturera** retornaría a tasas de crecimiento prepandemia en el mediano plazo e incrementaría su aporte al valor agregado total creciendo a un ritmo promedio de 2,5% en 2024-2026, apoyado por los sectores encadenados al sector construcción.

Tabla 3. Trayectoria de crecimiento del PIB en mediano plazo

Rama de Actividad	Variación anual del PIB, %					
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Sectores productivos						
Agropecuario	3,1	0,6	3,0	2,9	2,9	2,9
Minería	0,2	4,5	2,2	1,9	1,7	1,7
Industrias manufactureras	16,4	6,3	2,4	2,5	2,5	2,5
Electricidad, gas y agua	5,1	3,4	2,8	2,7	2,6	2,6
Construcción	5,7	6,9	4,0	4,1	4,1	4,1
Edificaciones	11,6	6,0	3,7	3,9	3,9	3,9
Obras Civiles	-4,6	8,9	4,7	4,5	4,4	4,4
Comercio y Transporte	20,9	9,3	3,6	4,1	4,0	4,0
Información y comunicaciones	11,4	8,6	3,3	3,2	3,2	3,2
Actividades financieras y de seguros	3,4	1,6	3,5	3,7	3,8	3,8
Actividades inmobiliarias	2,5	2,7	3,0	3,2	3,3	3,3
Actividades profesionales, científicas y técnicas	9,8	5,5	3,2	3,1	3,1	3,1
Administración pública y defensa	7,6	3,8	3,7	3,7	3,6	3,6
Actividades artísticas y de entretenimiento	33,1	13,4	4,8	4,5	4,4	4,4
Componentes de demanda						
Consumo total	13,9	5,9	3,4	3,4	3,4	3,4
Consumo privado	14,8	5,9	3,3	3,3	3,2	3,2
Consumo público	10,3	6,0	4,0	4,0	3,9	3,9
Formación bruta de capital	12,2	9,1	4,7	4,9	4,8	4,8
Exportaciones	14,8	12,1	4,5	4,7	4,6	4,6
Importaciones	28,7	15,0	5,8	5,7	5,5	5,5
Producto Interno Bruto	**10,7**	**5,5**	**3,2**	**3,3**	**3,3**	**3,3**

Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

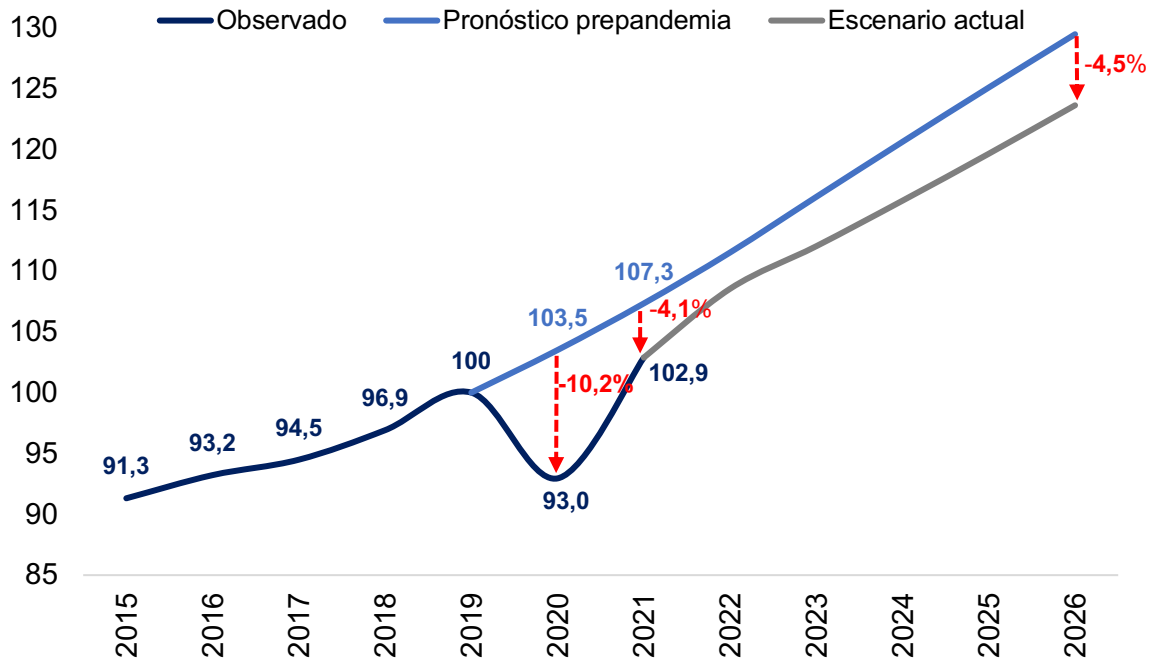
Si bien entre 2023 y 2025 el país retomaría tasas de crecimiento tendenciales, existe una brecha importante para alcanzar los niveles de producción proyectados antes de la pandemia (Gráfico 19). Desde Fedesarrollo se han promovido una serie de reformas estructurales con el fin de alcanzar mayores tasas de crecimiento, eliminar la pobreza e incrementar el nivel de ingreso de las personas[26].

Según Mejía & Arbeláez (2021) se deben priorizar reformas que aseguren un mayor crecimiento económico en donde se destacan: i) **la mejora de la calidad de las instituciones**, involucrando reformas a la justicia y a la policía, junto con mecanismos efectivos para la lucha contra la corrupción; ii) el **aumento en el comercio internacional** mediante la profundización de la competencia (menor protección comercial y otras medidas para reducir otros costos en el comercio); iii) **el incremento en la infraestructura** a través

[26] Con ocasión de la llegada del nuevo gobierno el próximo 7 agosto de 2022, desde Fedesarrollo se construyó una serie de documentos sobre diecisiete temas de política pública, incluyendo asuntos económicos, sociales, institucionales, entre muchos otros aspectos determinantes para el bienestar y el progreso de los colombianos. Para acceder a las propuestas en mayor detalle visitar https://quehacer.fedesarrollo.org.co/presentacion

de proyectos de inversión pública; iv) **la reducción de la informalidad** por medio de una reforma en el mercado laboral que involucre elementos con esquemas de salario menos distorsionante y menos costoso (en términos de costos no salariales), junto con un sistema de protección financiado con impuestos generales; y v) el **aumento en la inversión en innovación e investigación y desarrollo**.

Gráfico 19. Nivel de Producto Interno Bruto 2015-2026
(Índice 2019 = 100)



Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

Referencias

- Agencia Nacional de Infraestructura (Aniscopio). Resumen ejecutivo Proyectos Carreteros.
- Agencia Nacional de Infraestructura (Aniscopio). Proyectos 5G.
- Arbeláez, M.A. & L. F. Mejía (2021) Rompiendo las barreras al aumento de la productividad y el crecimiento en Colombia. En Fedesarrollo (2021) Descifrar el futuro: La economía colombiana de la próxima década. Debate.
- Banco Mundial (2021). The Pink Sheet.
- Censo de Edificaciones (CEED). Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).
- Coordenada Urbana. Cámara Colombiana de la Construcción.
- Ecopetrol (2021). Reporte resultados tercer trimestre de 2021. Bogotá D.C.
- Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC). Fedesarrollo.
- Encuesta de Opinión Empresarial (EOE). Fedesarrollo.
- Encuesta Mensual de Alojamiento (EMA). Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

- Encuesta Mensual de Comercio (EMC). Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).
- Encuesta Mensual de Servicios (EMS). Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).
- Encuesta Mensual Manufacturera con Enfoque Territorial (EMMET). Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).
- Encuesta Nacional de Arroz Mecanizado (ENAM). Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).
- Estadísticas de Cemento Gris (ECG). Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).
- Estadísticas de Licencias de Construcción (ELIC). Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).
- Estimador temprano de la actividad de la industria manufacturera. Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).
- Federación Nacional de Cafeteros de Colombia (2021). Estadísticas cafeteras: Producción mensual de café.
- La república (2022). Camacol anunció que se iniciará la construcción de 375.000 viviendas en 2022 y 2023
- Índice de Producción Industrial (IPI). Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).
- Portafolio (2022a). Listas las primeras siete nuevas rutas aéreas en Colombia.
- Portafolio (2022b). Qué es una recesión, cuándo fue la última y por qué hay temor de una.
- Portafolio (2022c). ¿Es inevitable una recesión? Esto piensan algunos economistas.
- Portal BI de XM.
- Ministerio de Minas y Energía (2021). Reporte Semanal Mina de datos de la reactivación sostenible de Colombia.
- Our World In Data. Universidad de Oxford.

4. Sector Externo: Ampliación del déficit de ingreso primario

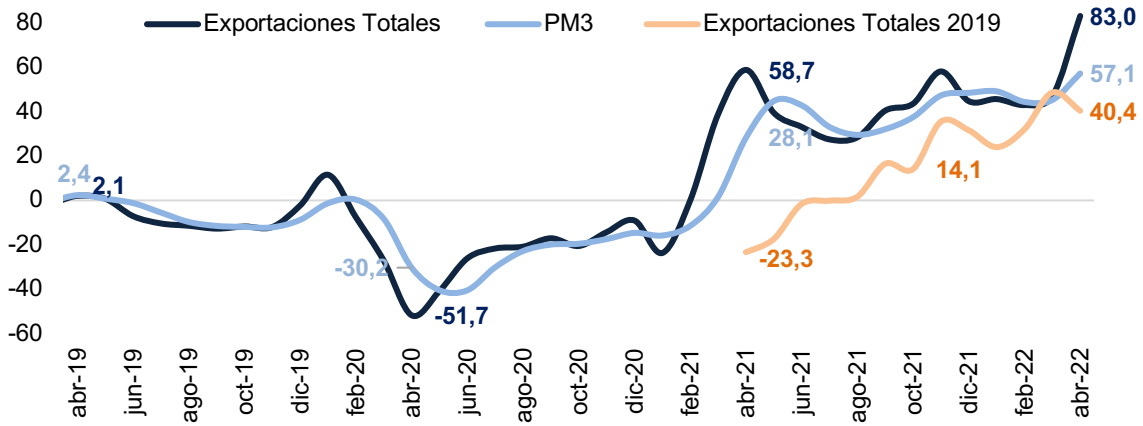
Los datos de primer trimestre de la cuenta corriente registraron un déficit como porcentaje del PIB de 6,4%, lo que representa un incremento de 2,3 puntos porcentuales (pps) frente al déficit observado en el mismo periodo de 2021 (4,1%). Lo anterior fue resultado principalmente de la ampliación del déficit en la balanza de renta factorial, y en menor medida del déficit de la balanza comercial, en donde los egresos del ingreso primario superaron considerablemente los ingresos y en el que el aumento de las importaciones de bienes y servicios superaron el progreso de las exportaciones, respectivamente. Teniendo en cuenta tanto el alto nivel de remesas registrado desde finales de 2021 como la esperada reducción del déficit de balanza comercial, gracias la mejoría en los términos de intercambio, esperamos para el final de 2022 una reducción del déficit hasta 5,1% como porcentaje del PIB. No obstante, este pronóstico sigue sujeto a una alta incertidumbre como consecuencia tanto del conflicto entre Ucrania y Rusia, como por la posibilidad de una recesión en Estados Unidos y sus efectos sobre los mercados globales.

4.1 Exportaciones

Durante los primeros cuatro meses de 2022, las exportaciones incrementaron su valor en un 54,6% frente al mismo periodo del año anterior y 36,7% frente al mismo periodo de 2019. La recuperación frente a 2021 se explica en gran medida por el incremento de las exportaciones de bienes *commodities* (75,4%), y en menor medida, al incremento de productos diferentes de *commodities* (22,6%). Dentro del primer grupo, el petróleo (36,0% del total de las exportaciones) presentó un crecimiento de 77,1% en los primeros cuatro meses del año, correspondiente principalmente a un efecto precio como consecuencia de las altas cotizaciones internacionales del crudo (capítulo 2). Cabe señalar que las cantidades exportadas tan solo crecieron un 8,9% y se encuentran aún por debajo a los niveles registrados para los mismos periodos de 2020 (-15.0%) y 2019 (-20,3%).

Gráfico 1. Evolución de las exportaciones totales

(Variación anual del valor de las exportaciones en millones de dólares, %)



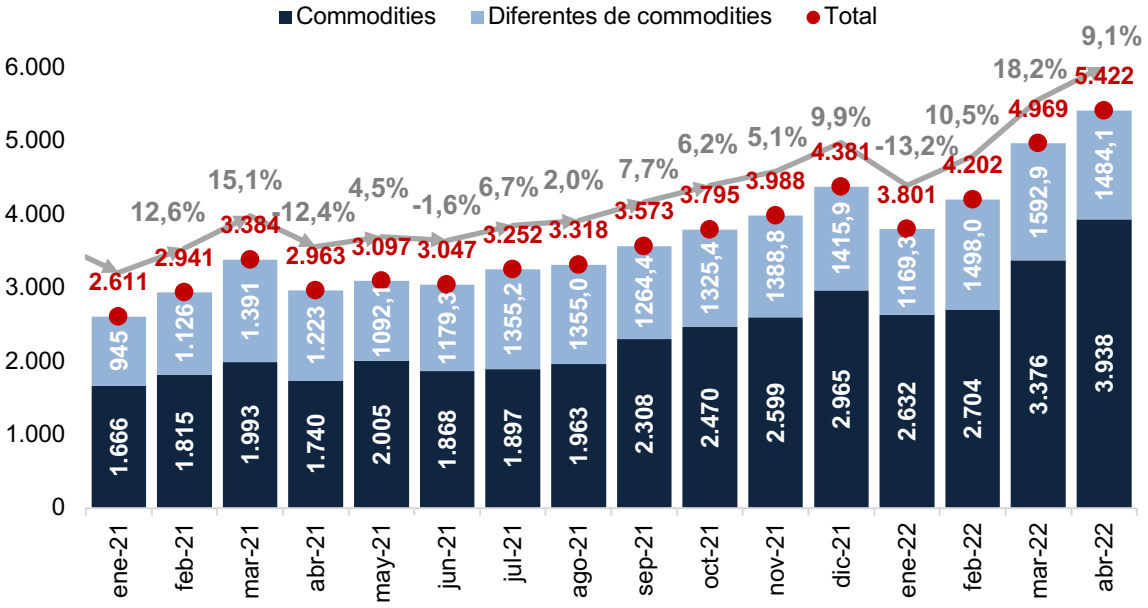
Nota: PM3 hace referencia a la variación anual en promedios móviles de tres meses.
Exportaciones Totales 2019 hace referencia a la variación con respecto al mismo periodo de 2019.
Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

Como se observa en el Gráfico 2, la tendencia intermensual de las ventas externas de Colombia en lo corrido del año ha sido positiva y se ha mantenido en constante crecimiento desde febrero hasta abril, con excepción de la normal caída entre de diciembre del año anterior y enero del presente año. En relación con la variación anual, la dinámica internacional y los altos precios de las materias primas han permitido las ventas externas se ubiquen por encima en cada mes en comparación al 2021. Entre enero, febrero y marzo las ventas externas registraron un incremento anual constante entre 40-50% (45,6%, 42,9% y 46,8%, respectivamente), que se pronunció en el mes de abril con una variación anual del 83%. En la siguiente sección del capítulo explicaremos los factores determinantes en la dinámica exportadora en lo corrido de este año.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Gráfico 2. Evolución mensual de las exportaciones, 2021 – 2022 abril

(Millones de dólares y variación mensual, %)



Nota: El rubro de *commodities* corresponde a las exportaciones de café, combustibles, perlas y piedras preciosas y fundición de hierro y acero.

Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

4.1.1. Exportaciones tradicionales

En 2021, las exportaciones tradicionales (alrededor del 56,5% de las exportaciones totales en 2021) crecieron 44,2%, como consecuencia de la recuperación de la demanda y los precios internacionales, impulsado principalmente por los productos de Petróleo, Carbón y Café.

Siguiendo esta tendencia de recuperación y línea con la buena dinámica de la actividad productiva, durante el primer cuatrimestre del 2022, se registró un crecimiento de las exportaciones clasificadas por el DANE como tradicionales de 87,9% frente a 2021 y de 35,4% frente a 2019. Lo anterior es consecuencia del crecimiento de 77,1% en las exportaciones de petróleo, particularmente por los meses de marzo y abril, dados los altos precios internacionales de crudo a causa del conflicto en Ucrania y de las sanciones económicas impuestas a Rusia, que llevaron a que las exportaciones de este producto se acercaran a los 2.000 millones de dólares en cada mes (vs. 35,4% en 2019). Además, el carbón y el café de igual forma registraron incrementos de 151,9% y 39,3%, respectivamente, con base en sus altas cotizaciones en el mercado mundial.

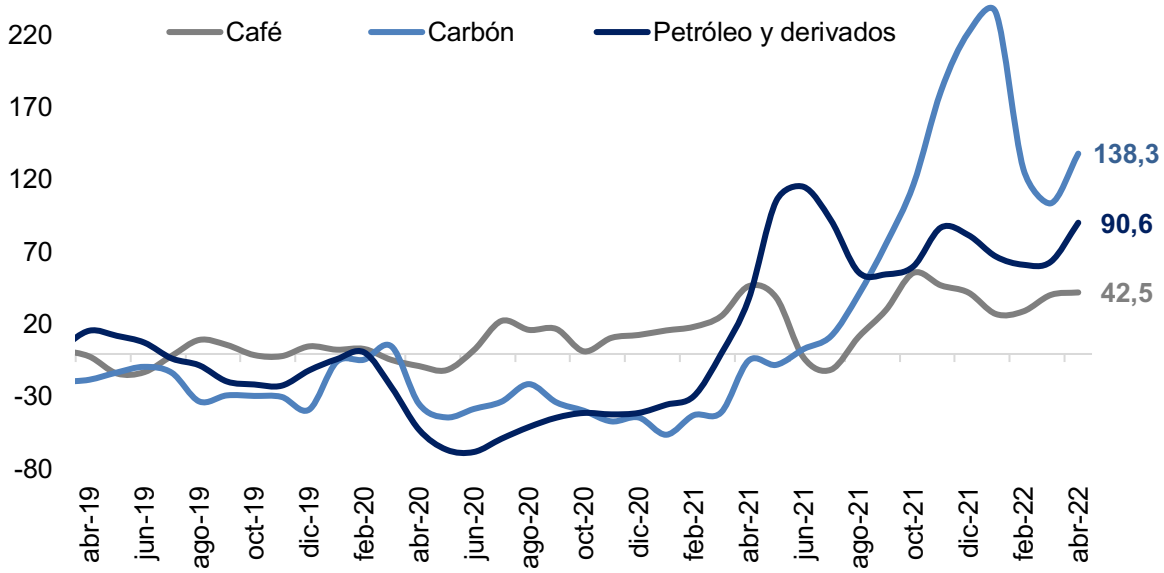
Los buenos registros del año corrido se explican principalmente por el efecto precio que han incrementado las ventas externas de estos productos puesto que las cantidades siguen mostrando rezagos. Específicamente, el alza en las cantidades exportadas de petróleo, aunque mayores que en el mismo periodo de 2021 (8.9%), siguen muy por debajo de los

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

niveles prepandemia (-20,3% vs 2019) y explica en una menor proporción el incremento cercano al 90,6% del promedio móvil de los últimos tres meses (Gráfico 3). Para el caso del carbón, las cantidades, aunque de igual forma mostraron una leve recuperación frente a 2021 (10.6%), fueron inferiores a los mimos periodos de 2020 (33,8%) y 2019 (15,0%). En la misma línea, el café a lo largo del año ha mostrado cantidades exportadas inferiores a los últimos tres años estando por debajo en un 13,3% en comparación a 2021, 0,7% a 2020 y 17,0% frente a 2019.

Gráfico 3. Evolución de las exportaciones de petróleo, carbón y café

(Variación anual en promedios móviles de tres meses del valor de las exportaciones en millones de dólares, %)



Nota: Variación anual en promedios móviles de tres meses.
Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

4.1.2. Exportaciones diferentes de *commodities*

En lo corrido de 2022 las exportaciones diferentes a *commodities* (esto es, diferentes a petróleo, café, carbón, ferroníquel, oro y piedras preciosas) crecieron 22,6% frente al mismo periodo del año anterior. Esto se explica principalmente por el desempeño de las ventas de los rubros de manufacturas y de agro, alimentos y bebidas, que presentaron un crecimiento de 22,4% y de 25,3%, respectivamente. Por su parte, las exportaciones del grupo de otros, que agrupa el resto de sectores, aumentó 12,1% frente a 2021.

Al desagregar cada rubro, encontramos que, entre enero y abril de 2022, el crecimiento de las exportaciones del primer rubro mencionado, responden a los crecimientos de metales y sus manufacturas (49,7%), productos químicos (14,3%) y materias plásticas (13.1%). Así mismo, el crecimiento de las exportaciones de alimentos y bebidas fue jalonado

principalmente por mayores ventas externas del grupo de Alimentos, bebidas y tabaco (39.7%) y plantas y productos de la floricultura (27,8%) (Cuadro 1).

Por país de destino, los destinos hacia donde se exportaron este tipo de productos siguen siendo en su mayoría Estados Unidos (28,0% del total), Perú (17,1%) y la Unión Europea (11,7%). En cuanto al incremento de las exportaciones diferentes a *commodities* en el primer cuatrimestre del año, este se explicó principalmente por incrementos de las ventas hacia Estados Unidos (32,1%), Ecuador (23,8%), la Unión Europea (23,8%) y Perú (19,5%) (Cuadro 1) Destaca en este apartado el crecimiento de las ventas externas hacia Venezuela de 112,7%, explicado principalmente por mayores ventas de Alimentos, bebidas y tabaco (162,0%) como materias plásticas (117,3%) y productos químicos (116,1%).

Cuadro 1. Exportaciones diferentes a *commodities*, por país de destino 2022-Abril

(Millones de dólares y variación anual, %)

	Agro, Alimentos y bebidas		Manufacturas		Otros*		Totales	
Estados Unidos	953	29,4%	554	41,2%	104	15,0%	1.611	32,1%
Unión Europea	576	20,0%	69	32,7%	26	158,0%	670	23,8%
Ecuador	95	-3,5%	444	33,5%	63	13,3%	601	23,8%
Perú	149	-3,2%	683	25,9%	150	19,3%	982	19,5%
México	80	126,0%	203	24,8%	41	35,4%	324	41,8%
Panamá	21	9,6%	52	2,3%	23	35,0%	96	10,2%
Venezuela	49	132,4%	87	107,7%	9	72,5%	145	112,7%
China	26	293,9%	87	115,7%	27	-42,6%	141	49,0%
Resto	608	24,0%	491	-13,4%	76	-6,6%	1.175	3,2%
Totales	**2.557**	**25,3%**	**2.670**	**22,4%**	**517**	**12,1%**	**5.744**	**22,6%**

*Corresponde a las exportaciones de minerales y demás grupos de productos.
Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

4.2 Importaciones

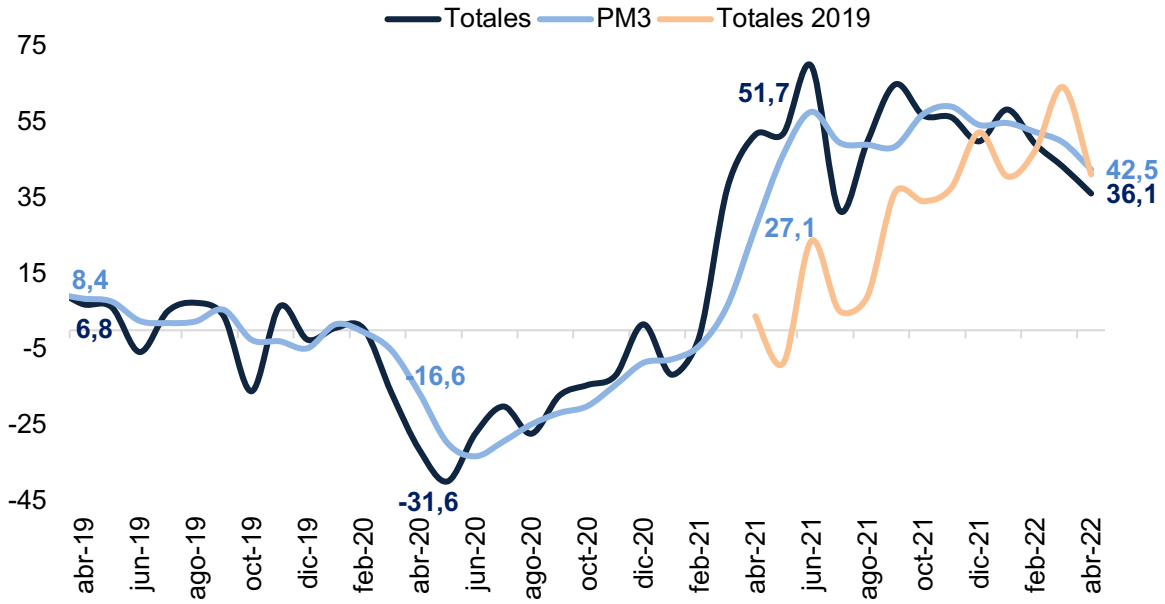
En 2021 las importaciones se recuperaron un 40,5% con respecto a 2020 gracias a la recuperación de las compras del exterior en todos los destinos económicos como bienes de capital (29.3%), bienes intermedios y materias primas (56.4%) y bienes de consumo (25.9%), superando los niveles prepandémicos. Esto como resultado de un ajuste importante en el consumo de los hogares, dado el mayor crecimiento económico, la recuperación en los ingresos y la tenue recuperación del empleo.

Para el primer cuatrimestre de 2022, las importaciones crecieron 46,0% frente a 2021 y registraron una variación de 48,3% frente a 2019. El resultado frente al año anterior es consecuencia de un incremento en las compras externas de bienes intermedios (55,7%), de bienes de capital (42,8%) y bienes de consumo (28,6%). Este comportamiento de las importaciones de bienes estaría explicado con base en los elevados precios internacionales

de los combustibles, fertilizantes y otros insumos para la industria y la agricultura, así como en el crecimiento de la demanda interna, la cual se espera que modere su crecimiento, debido a la desaceleración proyectada hacia final del año consecuencia del aumento del costo de financiamiento, incertidumbre y una posible recesión de nuestro principal socio comercial.

Gráfico 4. Evolución de las importaciones

(Variación anual del valor de las importaciones en millones de dólares, %)

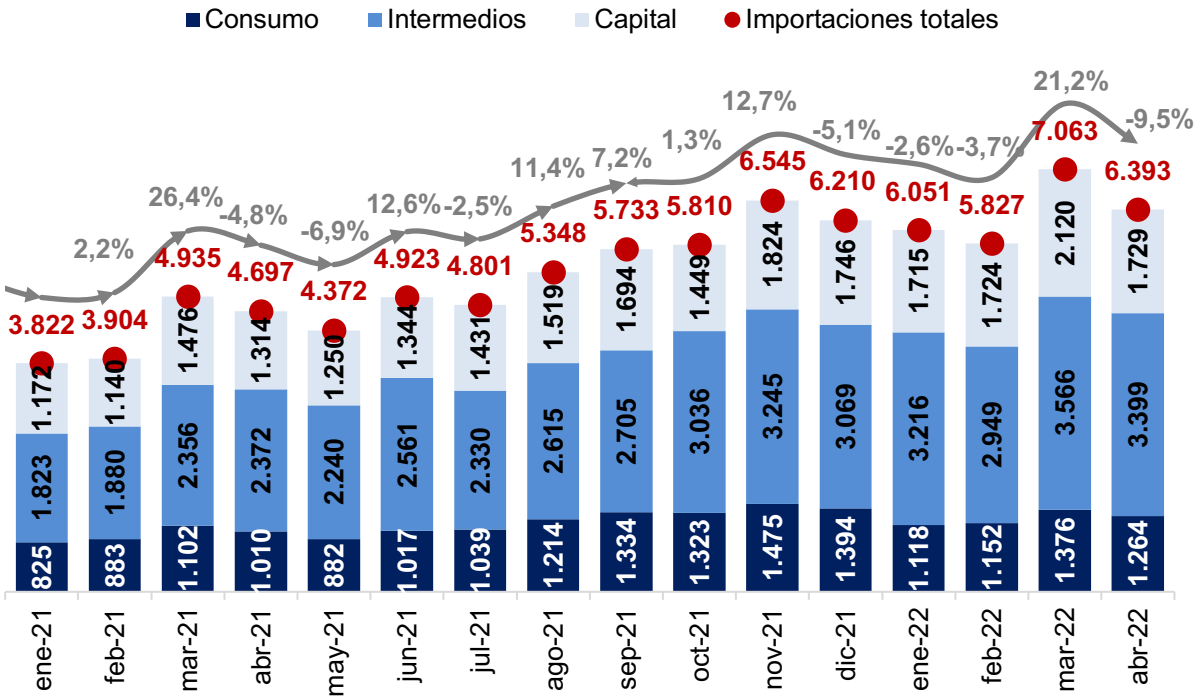


Nota: PM3 hace referencia a la variación anual en promedios móviles de tres meses.
Totales 2019 hace referencia a la variación con respecto al mismo periodo de 2019.
Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

En el Gráfico 5 se observa el crecimiento de las importaciones en los primeros meses del año. Después de un retroceso en enero y febrero y de los altos niveles registrados a finales de 2021, en los dos meses siguientes se mantuvo la tendencia de recuperación, especialmente por un repunte del 21.2% en el mes de marzo (el nivel más alto desde que se tiene registro) y un alto nivel evidenciado en abril. Este comportamiento es consistente con lo expuesto anteriormente, donde, aunque las importaciones tenderían a crecer este año teniendo en cuenta las mejores perspectivas de crecimiento económico, el aumento en el consumo privado (hogares y empresas) así como el alto de precio de las materias primas, las compras externas moderarían su incremento hacia el segundo semestre del año.

Gráfico 5. Evolución mensual de las importaciones, 2021 - 2022 abril

(Millones de dólares y variación mensual, %)



Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

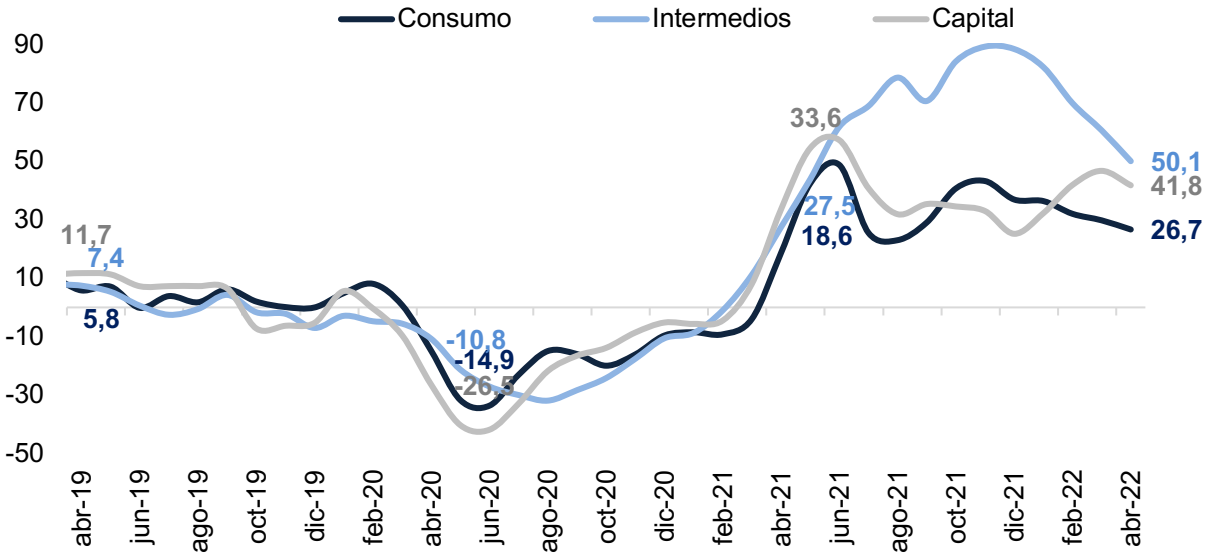
4.2.1. Importaciones de bienes intermedios

En 2021, este tipo de bienes registraron importantes niveles de recuperación no solo frente a 2020 (56,4%) sino también frente a 2019 (27,8%), especialmente durante el segundo semestre del año, gracias al repunte del sector industrial y de combustibles y lubricantes, con variaciones anuales del 56,6% y 71.0%, respectivamente.

En esta misma línea, durante lo corrido de 2022, las importaciones de bienes intermedios han mostrado un desempeño positivo durante el año corrido. Específicamente, las compras externas de bienes intermedios y materias primas, que corresponden al 52% del total de las importaciones, registraron un crecimiento de 55,7% durante el primer cuatrimestre frente al mismo periodo de 2021 y de 66,4% frente al mismo periodo de 2019. Para ambos casos esto es resultado de incrementos en las importaciones de combustibles y lubricantes (134,6% frente a 2021 y 54,9% frente a 2019), del sector industrial (43,6% frente a 2021 y 63,3% frente a 2019), así como del grupo del grupo del Sector agrícola (58,8% frente a 2021 y 121,5% frente a 2019), evidenciando el buen desempeño económico de estos tres sectores.

Gráfico 6. Evolución de las importaciones según destino económico

(Variación anual del valor de las importaciones en millones de dólares, %)



Nota: Variación anual en promedios móviles de tres meses.

Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

4.2.2. Importaciones de bienes de capital

Durante el año 2021, las importaciones de bienes de capital mostraron, al igual que todo el grupo de compras en el exterior, recuperación frente al año 2020 (29,3%) y al 2019 (5,3%). De acuerdo con las subdivisiones según destino económico, este aumento estuvo impulsado por las variaciones del sector industrial que representó el 60% de estas importaciones, el cual alcanzo un nivel 21,3% por encima del 2020 y 7,6% comparado al 2019.

De manera similar, durante el año corrido en 2022, las importaciones de este tipo de bienes mostraron números positivos frente al mismo periodo de años anteriores. Las importaciones de bienes de capital, que representan alrededor del 29% de las importaciones totales, durante el primer cuatrimestre del año, presentaron un crecimiento de 42,8% frente al mismo cuatrimestre de 2021 y de 37,3% frente al mismo periodo de 2019. Estos incrementos son consecuencia en gran medida del aumento de las compras externas de bienes de capital para la industria (30,9% frente a 2021 y 35,1% frente a 2019), del aumento de las compras de equipo de transporte (80,0% frente a 2021 y 47,1% frente a 2019) y en menor medida del aumento en materiales de construcción (36.3% frente a 2021 y 24,2% frente a 2019) y bienes para el sector agrícola (5,7% frente a 2021 y 28,4% frente a 2019).

4.2.3. Importaciones de bienes de consumo

En el caso de las importaciones de bienes de consumo, durante el año 2021 mostraron un crecimiento frente a los años 2020 y 2019 del 25,9% y 7,6%, respectivamente superando

sus registros prepandemia desde el tercer trimestre del año. Para 2022, se espera continúen su tendencia alcista, aunque ralentizando su crecimiento hacia finales del año, gracias a el grupo de bienes duraderos el cual durante el corrido del año anterior registró una variación del 42,3% frente al 15,3% de no duraderos.

Los datos de compras externas revelados por el DANE muestran como las importaciones de este tipo de bienes, que representan alrededor del 19% del total, en los primero cuatro meses de 2022, crecieron 28,6% frente al mismo periodo de 2021 y 26,6% frente al mismo periodo de 2019. El comportamiento con respecto a años anteriores es el resultado del aumento de 26,8% de bienes de consumo no duradero (30,9% frente a 2019) y de 30,9% de las importaciones de bienes de consumo duradero (21,7% frente a 2019).

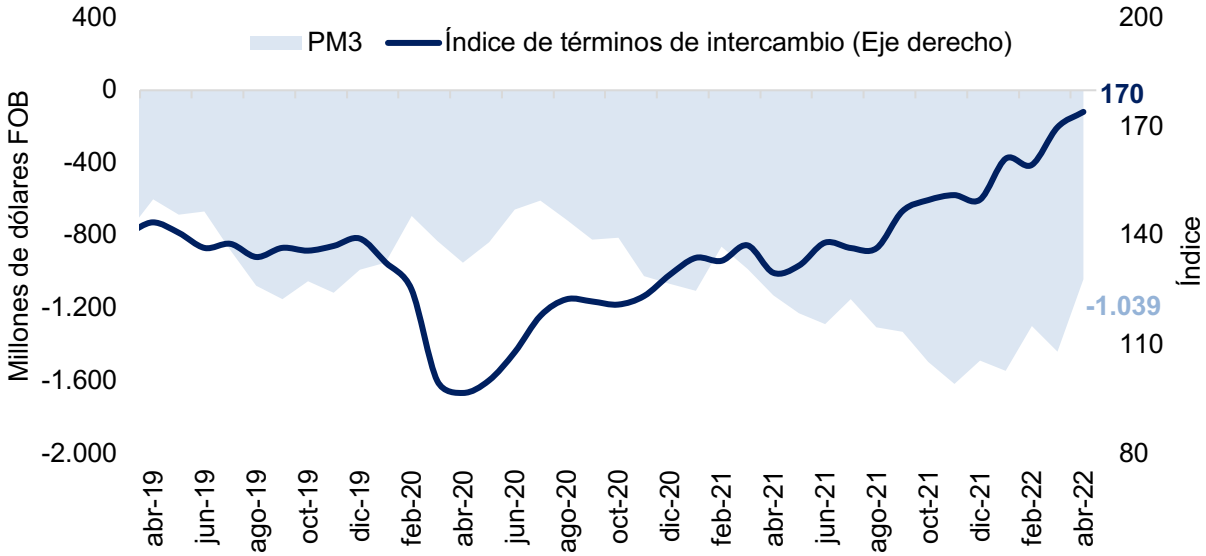
4.3 Balanza comercial

4.3.1 Balanza comercial de bienes

En el primer trimestre de 2022, la balanza comercial de bienes registró un déficit de USD 4.316 millones FOB, USD 1.368 millones superior a lo registrado en el mismo periodo de 2021 (USD 2.948 millones FOB) (Gráfico 7). El resultado anterior se explica por un incremento superior de las importaciones (45,4%) frente al observado en las exportaciones (45,1%). Por su parte, el índice de términos de intercambio registró una variación anual de 23,7% en el mismo periodo, explicada por el incremento en el precio de las exportaciones (46,5%) y en menor medida por el aumento en el precio de las importaciones (18,4%) (Gráfico 8).
En el mes abril se registró un déficit en la balanza comercial colombiana de US$ 485 millones FOB, que fue menor al registrado en abril de 2021 (US$ 1.426 millones FOB) y al registrado en el mes anterior (US$ 1.532 millones FOB) siendo el más bajo desde abril de 2019 (US$ 464 millones). Teniendo en cuenta este mes, en el año corrido el déficit de la balanza comercial alcanzo los USD 4.802 millones gracias a un crecimiento del 54,4% de las exportaciones contra un 42,4% de las importaciones, en comparación al mismo periodo de 2021. Por su parte el ITI (Índice de términos de intercambio) alcanzó su máximo registro desde abril de 2012 gracias al precio de las exportaciones que superó ampliamente (57.0%) al progreso del precio de las importaciones (17,0%).

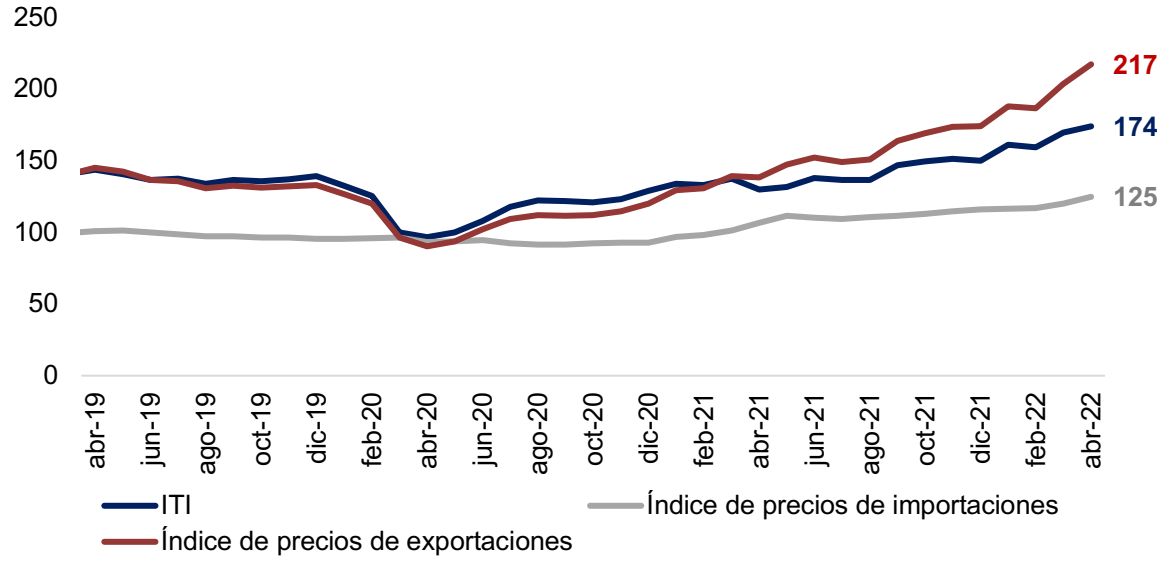
FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Gráfico 7. Balanza Comercial y Términos de Intercambio



Nota: PM3 hace referencia a la variación anual en promedios móviles de tres meses.
El índice de términos de intercambio corresponde al mes de abril.
Fuente: DANE y Banco de la República - Cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 8. Índice de Términos de Intercambio



Fuente: Banco de la República.

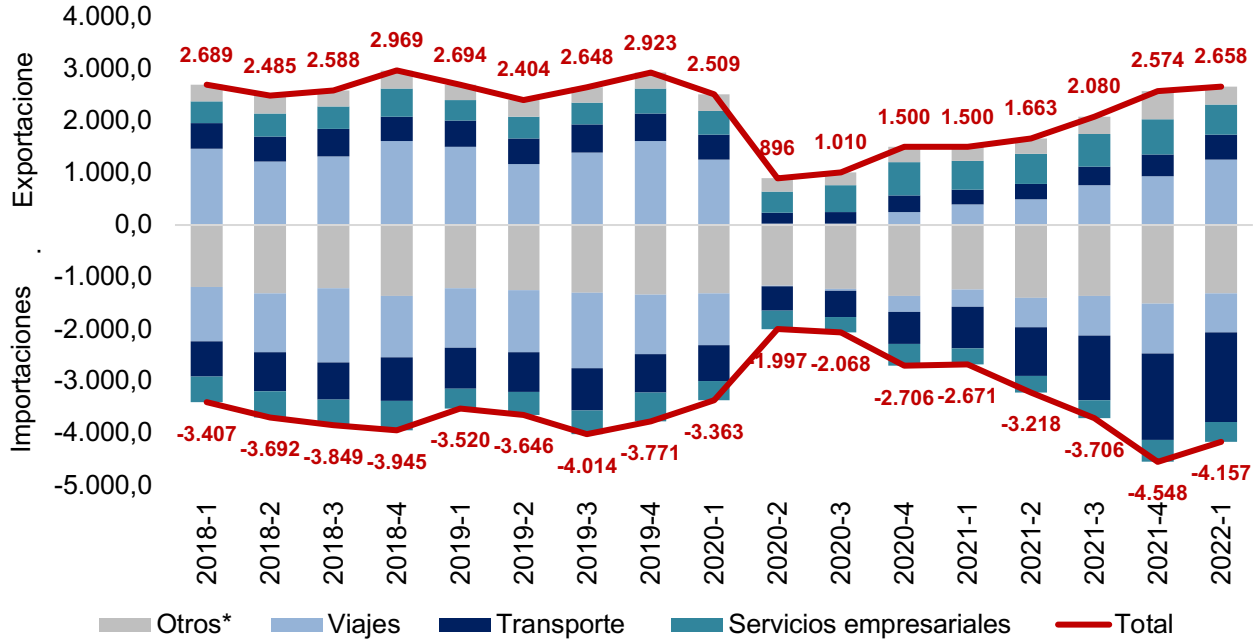
4.3.2 Balanza comercial de servicios

En el primer trimestre de 2022 la balanza comercial de servicios registró un déficit de USD 1.499 millones, USD 328 millones superior a lo registrado en el mismo periodo de 2021 (USD 1.171 millones) (Gráfico 9). Este resultado obedece a un crecimiento de las exportaciones (77,2%) que llegaron a USD 2.658 millones frente al incremento de las importaciones (55,6%) que llegaron a USD 4.157 millones. El fuerte repunte de las exportaciones de servicios se debe principalmente a las mayores ventas de servicios de

viajes (217,6%) y de transporte (68,6%) los cuales registraron valores de USD 1.261 millones y USD 474 millones, respectivamente.

Por su parte, el incremento en las importaciones se debe en mayor medida al crecimiento en las compras de servicios de transporte (115,0%) y de servicios de viajes (127,2%). En esta misma línea, los servicios empresariales y otros servicios registraron un crecimiento de 22,7% y 6,4% respectivamente, debido a las mayores importaciones de servicios financieros y servicios de mantenimiento y reparación. En general, estas cifras reflejan aun reflejan una recuperación frente a los efectos de la pandemia del COVID-19 que ocasionaron el cierre de fronteras internacionales y la abrupta caída en el comercio exterior de servicios, en especial aquellos relacionados con el turismo durante el primer trimestre de 2021.

Gráfico 9. Balanza comercial de servicios
(Millones de dólares)



Nota: La categoría otros incluye servicios de manufactura, mantenimiento y reparaciones, construcción, seguros y pensiones, servicios financieros, cargos por el uso de la propiedad intelectual, servicios de telecomunicaciones, informática e información, servicios personales, culturales y recreativos y servicios del gobierno.
Fuente: Banco de la República.

4.4 Balanza de Pagos

4.4.1 Cuenta corriente

De acuerdo con las cifras publicadas por el Banco de la República, en el primer trimestre de 2022, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue de USD 5.367 millones,

lo que representa un incremento de USD 2.282 millones frente a lo registrado un año atrás (USD 3.085 millones). Como porcentaje del PIB, el déficit de cuenta corriente fue 6,4%, 2,3 pps por encima de lo observado en el mismo periodo de 2021 (-4,1%). Este incremento (2,3 pp.) se originó en el aumento en dólares del déficit corriente (2,9 pp.) y por el efecto de la depreciación del peso frente al dólar en la medición del PIB nominal en dólares (0,5 pp.), compensado parcialmente por el crecimiento del PIB nominal (1,0 pp.).

Cuadro 2. Resumen del comportamiento de la Balanza de Pagos – Primer trimestre
(USD millones)

	2021	2022	Diferencia anual (USD)
Cuenta Corriente	**-3.085**	**-5.367**	**-2.282**
Cuenta Corriente (% PIB)	**-4,1**	**-6,4**	
Balanza Comercial (Bienes)	-2.588	-3.558	-971
Exportaciones	9.279	13.761	4.482
Importaciones	11.866	17.319	5.453
Balanza de Servicios	-1.171	-1.499	-328
Exportaciones	1.500	2.658	1.158
Importaciones	2.671	4.157	1.486
Renta de los factores	-1.776	-3.506	-1.730
Ingresos	1.366	1.495	128
Egresos	3.142	5.001	1.859
Transferencias corrientes	2.450	3.197	747
Ingresos	2.702	3.516	814
Egresos	252	319	67
Cuenta Financiera	-2.430	-4.718	-2.288
Ingresos de capital extranjero	356	8.290	7.934
Inversión Extranjera Directa	2.353	5.186	2.833
Inversión Extranjera de Portafolio	-897	800	1.697
Préstamos y otros créditos externos	-1.101	2.304	3.404
Salidas de capital colombiano	-1.944	3.823	5.766
Inversión directa en el exterior	869	1.342	473
Otras inversiones en el exterior	-2.812	2.481	5.293
Instrumentos financieros derivados	-321	-377	-56
Activos de Reserva	190	127	-63

Fuente: Banco de la República.

En el primer trimestre de 2022, el comercio exterior de bienes registró un déficit de USD 3.558 millones, mayor en USD 971 millones respecto al observado durante este mismo periodo de 2021 (Cuadro 2). Los ingresos por exportaciones fueron de USD 13.761 millones FOB, lo que representa un aumento de 48,3% respecto a las ventas externas de bienes en el mismo trimestre de 2021 (USD 9.279 millones FOB). Este crecimiento se explicó principalmente en las mayores ventas de petróleo y sus derivados (USD 1.839 millones más), y en menor medida, en las de carbón (USD 999 millones más), productos industriales (USD 684 millones más) y de café (USD millones 316 más).

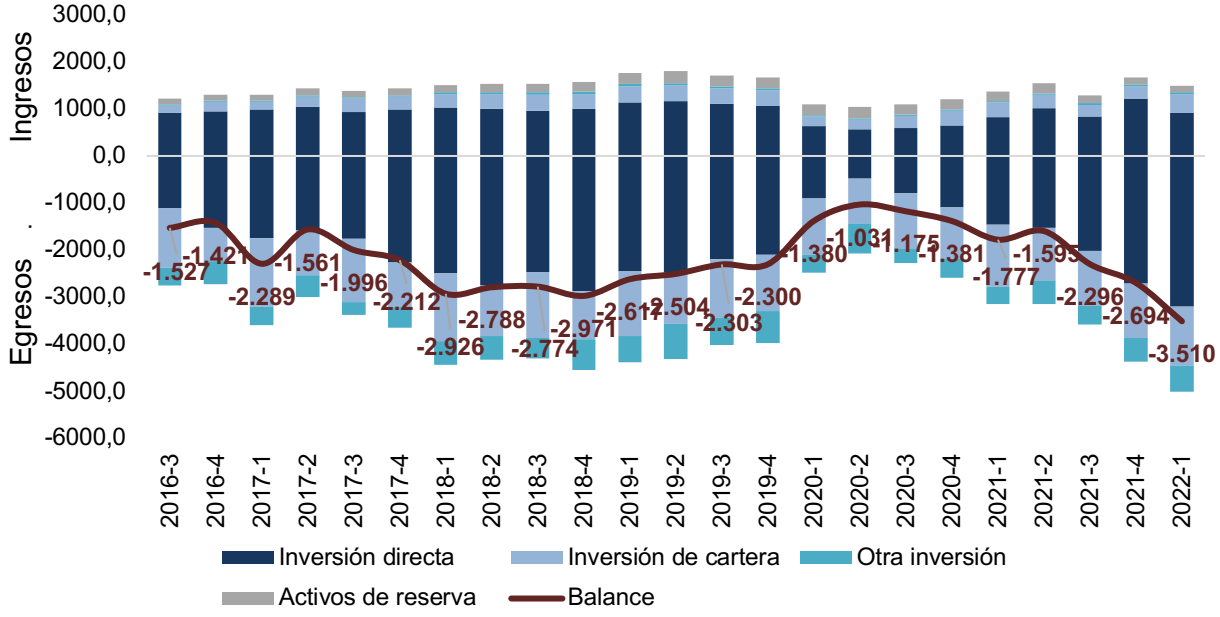
FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Por el lado de las importaciones de bienes, estas se ubicaron en USD 17.319 millones FOB, lo que equivale a un incremento de 46,0% frente a las compras externas en el mismo trimestre de 2021 (USD 11.866 millones FOB). Este incremento se explicó principalmente por las mayores importaciones de insumos y bienes de capital para la industria (USD 2.696 millones más, 41,1%), seguidas por las de combustibles y lubricantes (USD 881 millones más, 146,1%) y las de bienes de consumo (USD 649 millones más, 25,1%).

El comercio exterior de servicios registró un balance deficitario superior (USD 328 millones más) al observado en 2021 (Cuadro 2), explicado por el incremento de las exportaciones que superó el crecimiento de las importaciones (*ver Balanza comercial de servicios)*.

La renta factorial registró un déficit de USD 3.506 millones en el primer trimestre de 2022, superior en USD 1.730 millones frente a lo registrado durante este mismo periodo en 2021 (USD 1.776 millones) (Cuadro 2). El incremento del déficit obedece principalmente al incremento de los egresos por utilidades de las empresas con inversión directa (USD 1.747 millones) y en menor medida en el aumento en los pagos de intereses de créditos externos (USD 186 millones). Esta dinámica se compensa parcialmente por la reducción en la renta asociada a las inversiones de cartera (USD 73 millones) (Gráfico 10). Respecto a las utilidades de las firmas con inversión directa, el incremento fue generalizado destacándose el aumento de las ganancias estimadas para las firmas que operan en las actividades de minas y cantera (USD 822 millones), explotación petrolera (USD 629 millones), transporte y comunicaciones (USD 107 millones) y establecimientos financieros y servicios empresariales (USD 53 millones).

Gráfico 10. Evolución del ingreso primario
(Millones de dólares)



Fuente: Banco de la República.

Por concepto de transferencias corrientes, durante el primer trimestre de 2022 se reportaron ingresos netos por USD 3.516 millones, lo que corresponde a un incremento de 30,5% respecto a lo registrado durante el mismo periodo de 2021 (Cuadro 2).

Los ingresos por remesas, por su parte, ascendieron a USD 2.046 millones, lo que representó un aumento de 5,0% respecto al valor registrado en este mismo periodo de 2021. Estos ingresos equivalen al 2,5% del PIB trimestral y al 9,5% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos. Estados Unidos y España continúan representando el 67% de las remesas que entran al país (Cuadro 3). La tendencia positiva de las remesas en los primeros meses de 2022 se explica por el crecimiento de las remesas enviadas desde Estados Unidos (13,7%) y la recuperación de las remesas enviadas desde Chile (19,6%) y el resto del mundo (12,1%). Por su parte, los giros por remesas provenientes de España se redujeron 5,2% así como los provenientes de Panamá (-5,8%) y Perú (-13,7%).

Cuadro 3. Remesas por país de origen 2021-2022 – Primer trimestre
(Millones de dólares)

Países	Participación	2021	2022	Variación
Estados Unidos	50,8%	1.001	1.039	3,8%
España	15,8%	341	323	-5,2%
Chile	6,2%	106	127	19,6%
Panamá	2,0%	44	42	-5,8%
Perú	2,2%	53	46	-13,7%
Reino Unido	2,5%	46	52	13,3%
Ecuador	2,6%	35	53	50,9%
Canadá	2,6%	43	53	21,5%
México	1,2%	24	26	6,3%
Resto	14,0%	256	287	12,1%
Total	**100,0%**	**1.949**	**2.046**	**5,0%**

Fuente: Banco de la República. Cálculos Fedesarrollo.

El ligero aumento en el envío de remesas desde Estados Unidos puede ser explicado por la disminución del desempleo latino. Dado que el gobierno federal retiró desde septiembre una de las ayudas al desempleo implementada desde el inicio de la pandemia, que seguía vigente en el mismo periodo de 2021, gracias a las buenas cifras de recuperación del empleo en todos los grupos demográficos (Gráfico 11). En particular, en Estados Unidos, la tasa de desempleo hispano o latino paso de 9,3% a final de 2020, a 5.3% en el último trimestre de 2021, y se redujo finalmente a 4.2 en marzo del presente año, manteniendo la tendencia a la baja de los primeros meses del año inmediatamente anterior (*Bureau of Labor Statistics).*

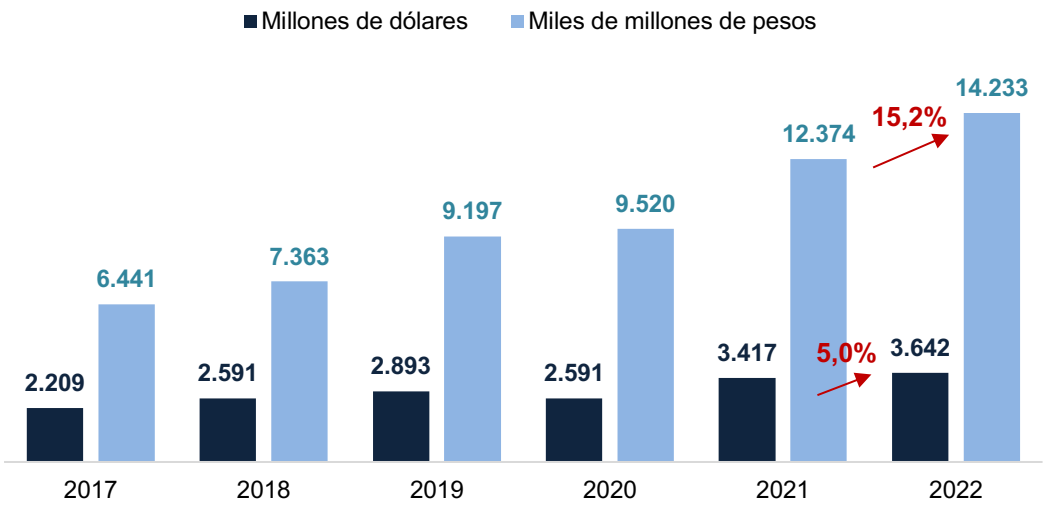
Respecto a los giros por remesas provenientes de España, después de registrar un incremento de 19,5% en 2021, en el primer trimestre de este año han evidenciado una leve caída (5,2%), lo que puede estar asociado al cierre de las ayudas públicas que protegen el

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

ingreso de la población, como al estancamiento en la caída de los niveles de desempleo en el contexto de la recuperación económica En contraste, las remesas de América Latina muestran un comportamiento mixto ya que , si bien estos giros cayeron en Panamá y Perú, presentaron un aumento en Ecuador y México y Chile, como consecuencia de las particularidades propias de empleo de cada país.

Gráfico 11. Ingresos de remesas a Colombia - Primer trimestre

(Millones de dólares, miles de millones de pesos y variación anual, %)

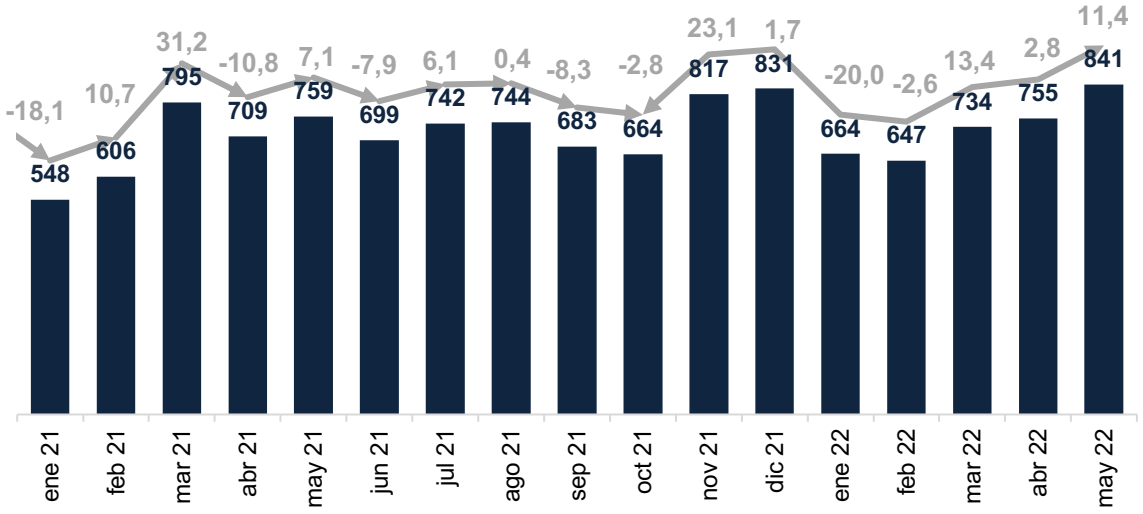


Fuente: Banco de la República. Cálculos Fedesarrollo.

En el Gráfico 12 se puede observar la evolución mes a mes de los ingresos por remesas al país para el 2021 y lo corrido de 2022. Después de evidenciar un alto nivel a finales del año pasado, las remesas registraron una caída durante los meses de enero y febrero, para iniciar de nuevo una senda creciente hasta mayo del presente año. Los números para los primeros cinco meses de 2022 muestran como las remesas siguen registrando mayores giros comparado con el año corrido anterior, lo cual ha resultado en un crecimiento anual del 6,6%. En general, las remesas registradas durante los primeros cinco meses de 2022 (USD 3.642 millones) ya superaron el monto total de remesas registrado desde el año 2000 y se posicionaron en el nivel más alto desde que se tiene registro.

Gráfico 12. Evolución mensual de remesas en Colombia 2021 - 2022 mayo

(Millones de dólares y variación mensual, %)



Fuente: Banco de la República. Cálculos Fedesarrollo.

4.4.2 Cuenta financiera

Por otra parte, la cuenta financiera del país registró en el primer trimestre de 2022 entradas netas de capital por USD 4.718 millones (incluyendo activos de reserva), lo que es equivalente al 5,7% del PIB trimestral. Lo anterior implica un incremento de USD 2.288 millones frente a lo registrado en el mismo periodo de 2021 (USD 2.430 millones) (Cuadro 2). Estas entradas netas son resultado de ingresos de capital extranjero (USD 8.290 millones), salidas de capital colombiano hacia el exterior (USD 3.823 millones), pagos de no residentes a residentes por concepto de derivados financieros (USD 377 millones), y aumento de las reservas internacionales por concepto de transacciones de balanza de pagos (USD 127 millones).

Si bien durante 2021 la inversión extranjera directa (IED) presentó un crecimiento de 26,1% frente al 2020, registrando USD 9.402 millones -equivalentes al 3.0% del PIB anual-, este nivel de inversión fue el más bajo observado desde 2010 (USD 6.430 millones), sin contabilizar 2020 por los efectos de la pandemia del Covid-19. No obstante, el crecimiento de la IED se explicó por los mayores flujos de inversión que recibieron los sectores de transporte (103,4%), servicios financieros (22,0%), industrias manufactureras (53.2%) y petróleo y minas (102,7%). Aunque estos resultados reflejaron el inicio de la recuperación de la inversión, la mayoría de los sectores aún se encontraban en niveles inferiores a 2019, siendo los servicios financieros el único sector que había superado los registros prepandemia (8,7%) siendo el que más recursos recibió a lo largo del año (USD 2.343 millones).

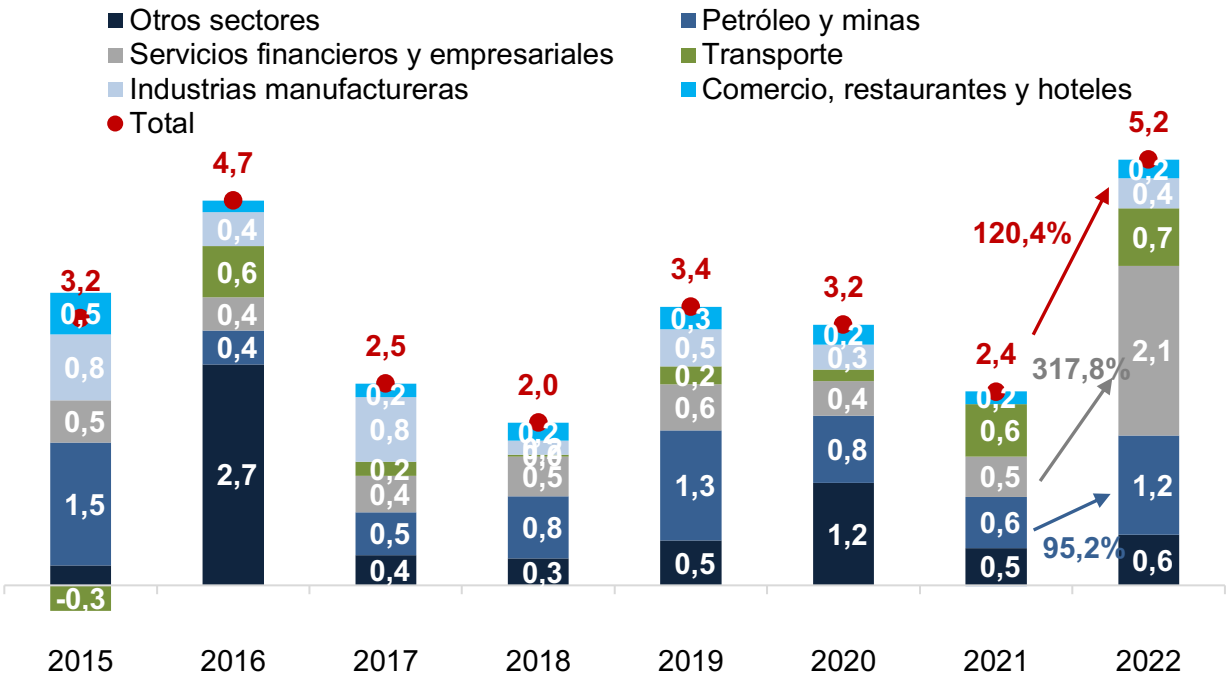
Respecto al año actual, entre enero y marzo la IED totalizó USD 5.186 millones (6,2% del PIB trimestral) (Gráfico 13), lo que representa un crecimiento de 120,4% frente al mismo

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

trimestre de 2021 (USD 2.353 millones) y un crecimiento de 140,3% respecto al cuarto trimestre de 2021 (USD 2.158 millones). El incremento de la IED durante el primer trimestre de 2022 se explica principalmente por los mayores flujos en los sectores de servicios financieros (317,8%), petróleo y minas (92,2%) e industrias manufactureras. Los incrementos en estos sectores muestran un histórico registro para las actividades de servicios financieros que sobrepasaron los dos mil millones de dólares, así como una importante recuperación del sector extractor de petróleo y minas desde el 2021 y que se mantiene gracias a los altos precios del crudo. Este nivel de IED para el primer semestre es el más alto desde que se tiene registro.

Gráfico 13. Inversión Extranjera Directa en Colombia por sectores – Primer trimestre

(Miles de millones de dólares)



Nota: Otros sectores incluye agricultura, electricidad, gas y agua, construcción, servicios comunales, sociales y personales. Fuente: Banco de la República. Cálculos Fedesarrollo.

Como se observa en el Gráfico 13, alrededor de un poco más del tercio de la inversión extranjera directa en Colombia se destinó hacia el sector financiero. La distribución por actividad económica de la IED recibida en este periodo fue la siguiente: servicios financieros y empresariales (40%), minería y petróleo (23%), transporte y comunicaciones (13%), industria manufacturera (7%), electricidad (6%), comercio y hoteles (4%) y el resto de los sectores (6%).

Por país de origen, Estados Unidos, España, Suiza y Panamá representaron cerca del 57% de los flujos de inversión extranjera directa en Colombia (Cuadro 4). En el primer trimestre de 2022, los flujos de IED provenientes de Estados Unidos, Panamá y España aumentaron 330,6%, 77,7% y 71,5%, respectivamente, frente al año anterior, mientras que los flujos con origen en Suiza cayeron un 54,9% frente al mismo periodo de 202

Cuadro 4. Participación por país de la Inversión Extranjera Directa en Colombia – Primer trimestre

(Porcentaje, %)

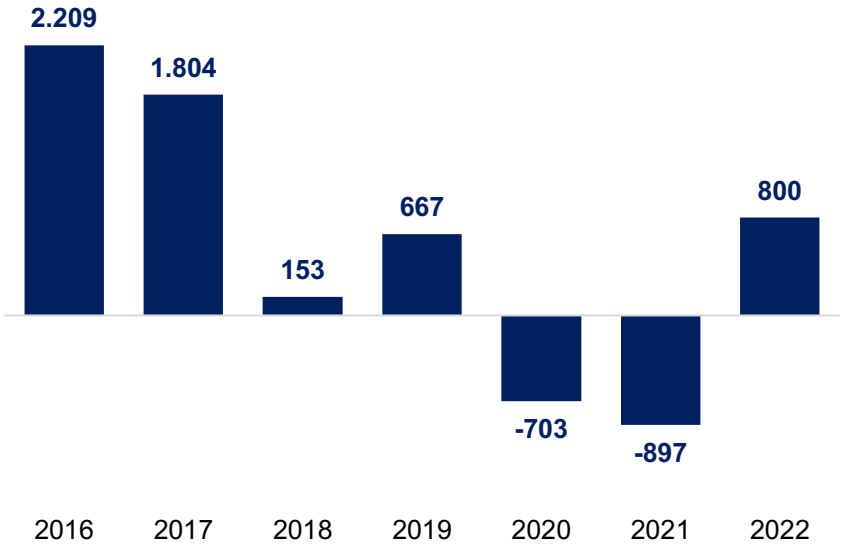
Millones de dólares	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Brasil	1,6%	0,4%	0,4%	1,1%	1,9%	2,2%
España	14,2%	22,9%	14,6%	21,4%	18,7%	14,5%
Estados Unidos	17,6%	27,9%	15,5%	19,6%	10,0%	19,5%
Inglaterra	7,2%	10,0%	5,9%	5,3%	1,4%	2,7%
Panamá	11,1%	16,7%	7,7%	4,3%	21,3%	17,2%
Suiza	7,0%	9,1%	12,3%	10,9%	28,5%	5,8%

Fuente: Banco de la República. Cálculos Fedesarrollo.

Por otra parte, la inversión extranjera de portafolio (IEP) aumentó a USD 800 millones, respecto a lo observado en el primer trimestre de 2021 donde se registró una desinversión total de USD 897 millones de dólares, equivalente al 1,0% del PIB anual (Gráfico 14 y 15). Esto es el resultado de las ventas netas de títulos de renta fija en el mercado local por parte de no residentes (USD 1.199 millones), compensado parcialmente por ventas netas de instrumentos de renta variable por parte de no residentes (USD 391 millones) y por pagos netos de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales (USD 8 millones).

Gráfico 14. Inversión Extranjera de Portafolio en Colombia – Primer trimestre

(Millones de dólares)



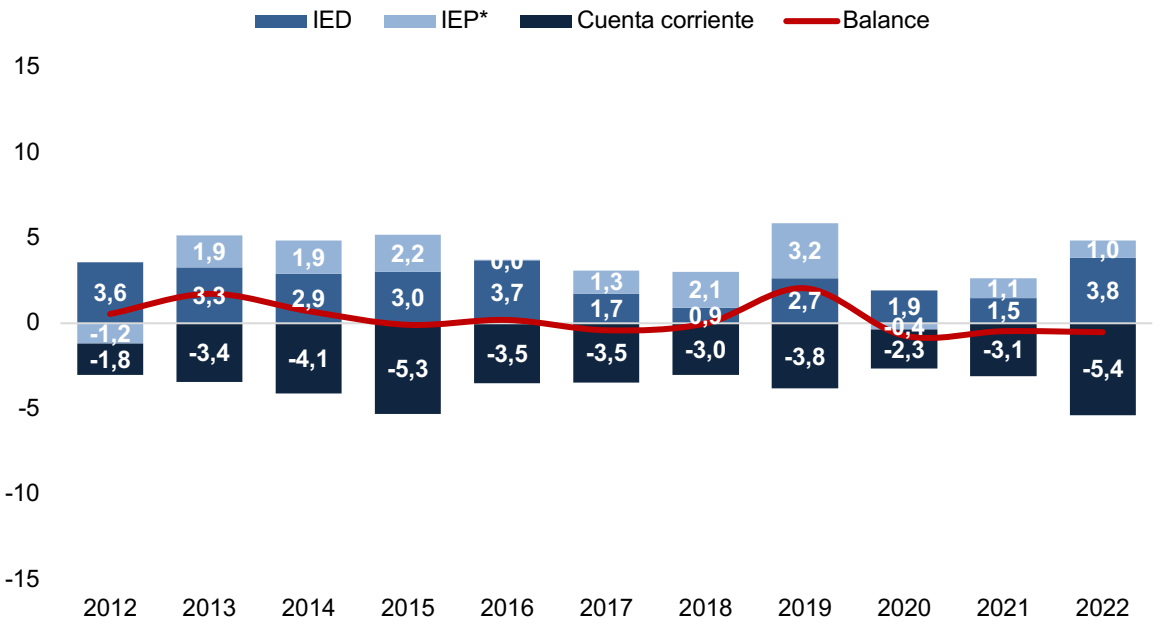
Fuente: Banco de la República. Cálculos Fedesarrollo.

En síntesis, como se observa en el Gráfico 15, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Colombia en el primer trimestre de 2022 estuvo financiado en su mayoría por inversión extranjera directa (nivel trimestral más alto desde que se tiene registro) e inversión

de portafolio; no obstante, el resultado es un balance ligeramente negativo (Aprox. 500 millones de dólares), es decir, que la IEP y la IED no fueron suficientes para financiar la totalidad del exceso de gasto corriente. Es de destacar que tanto la inversión extranjera directa como la inversión de portafolio aumentaron significativamente frente al mismo periodo de 2021 al igual que con respecto al último trimestre de 2021, siendo esto positivo en la medida que permite el reposicionamiento de la IED como principal financiador de la cuenta corriente. En especial, ante la ampliación del déficit en cuenta corriente que sería financiado por flujos más estables que representan una garantía para la compensación de las transacciones corrientes de carácter externo.

Gráfico 15. Evolución de la Balanza de Pagos – Primer trimestre

(Miles de millones de dólares)



*Incluye derivados financieros y otra inversión.

Fuente: Banco de la República. Cálculos Fedesarrollo.

4.5 Proyecciones

En esta edición de Prospectiva Económica aumentamos nuestro pronóstico de balance de la cuenta corriente como porcentaje del PIB para 2022 situándolo en un nivel de 5,1% desde el 4,5% de la edición anterior (Gráfico 16). Esto debido a los pobres resultados del primer trimestre que arrojaron un déficit de cuenta corriente como porcentaje del PIB del 6.4% y que han reflejado una amplia recuperación de los egresos de la renta factorial, al mismo tiempo que las importaciones han crecido a una tasa cercana a las exportaciones, ampliando el déficit comercial en los primeros meses del año. Cabe señalar que los datos de abril mostraron un cierre del déficit de balanza comercial, el cual debería continuar cerrándose en el corto plazo, a causa de mayores ventas externas, gracias a los altos precios de las materias primas y que mantendrían el impulso al alza durante el presente año, compensando y superando el crecimiento de las importaciones. No obstante, el menor

crecimiento de los socios comerciales como el conflicto en Ucrania y la posible recesión en Estados Unidos mantiene estos pronósticos al alza y con un alto grado de incertidumbre.

Gráfico 16. Proyecciones de la cuenta corriente
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos Fedesarrollo.

Puntualmente, para las exportaciones, esperamos durante el segundo semestre se registre un alto nivel en las ventas externas de bienes tradicionales con base en las altas cotizaciones internacionales, las cuales moderarían su crecimiento a partir del tercer trimestre dados los riesgos del contexto internacional expuestos anteriormente. Este comportamiento de igual forma seguirían las exportaciones de bienes no tradicionales, principalmente de manufacturas y alimentos y bebidas, las cuales han presentado un buen comportamiento a lo largo del año pero se espera moderen sus incrementos en el segundo semestre.

Con respecto a las importaciones de bienes, se espera que su crecimiento, aunque en menor proporción que las exportaciones, estaría impulsado por la reactivación de la actividad económica (ver Capítulo 3), y el aumento en el consumo privado, no obstante, este nivel se vería afectado de igual forma si los altos precios de las materias primas continúan su actual tendencia y los aires de Recesión en Estados Unidos.

Con respecto al balance de la renta factorial esperamos una ampliación del déficit frente al observado en 2021. Esto como resultado de mayores utilidades de empresas con capital extranjero y el crecimiento de la actividad económica global de un sector específico. Particularmente, las utilidades de empresas del sector minero energético seguirían recuperándose con base en los mejores precios del crudo y el carbón. De esta manera, de acuerdo con la ampliación del déficit factorial observada en el primer trimestre de este año,

aumentamos nuestro pronóstico para 2022 del déficit primario de la Balanza de Pagos hasta 12 mil millones de dólares.

Por otra parte, los ingresos por remesas durante el año 2022 presentarían un ligero crecimiento superior al observado en 2021. Este incremento sería producto de los bajos niveles de desempleo latino del mercado laboral, principalmente en Estados Unidos, las cuales, no obstante, no dejan de estar sujetas a la amplia incertidumbre sobre el segundo semestre del año. Dicho esto, esperamos que el ingreso secundario de la cuenta corriente aumente alrededor de 4% este año.

Respecto a la cuenta financiera, esperamos que el financiamiento de la cuenta corriente siga sustentado principalmente en inversión extranjera directa (IED) y en inversión de portafolio (IEP). Esto se daría por las mejores perspectivas y los buenos números a primer trimestre que se espera sigan atrayendo capitales en sectores como los servicios financieros y petróleo y minas.

Finalmente, en el mediano plazo esperamos una senda decreciente del déficit de cuenta corriente, que obedecería a un mejor desempeño de las exportaciones superando el crecimiento de las importaciones, la completa recuperación de actividad económica y buenos términos de intercambio. El ingreso primario también se mantendría estable en línea con las mejores perspectivas económicas en el país y la recuperación de la inversión extranjera en los distintos sectores económicos. Así mismo, esperamos una estabilización de las transferencias corrientes en línea con una completa recuperación del mercado laboral en países como Estados Unidos, España, Reino Unido, Chile, Panamá y Perú.

Referencias

Banco de la República . (2022). *Evolución de la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional Enero – Marzo de 2022.*

5. Política fiscal: Perspectivas de mediano plazo

5.1. Acontecimientos Recientes

El pasado 14 de junio, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2022 (MFMP), en el cual se traza la hoja de ruta de la política fiscal y macroeconómica del país para los próximos diez años, y se presentan los escenarios de crecimiento económico, balance fiscal y deuda pública, así como las estrategias que conducirán a dichos resultados. De acuerdo con las proyecciones del MFMP, el déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) en 2022 se situaría en 5,6% del PIB ($75,7 billones), lo cual representa una disminución aproximada de 0,7 pps con respecto al déficit presentado en el Plan Financiero de 2022 (PF). Dicho ajuste obedece a un mayor recaudo derivado principalmente de un crecimiento económico superior al proyectado previamente (6,5% MFMP vs 5,0% PF).

Desde Fedesarrollo esperamos un panorama fiscal en el mediano plazo más favorable de lo que señalábamos en la anterior edición. No obstante, ese panorama depende en gran medida de factores que podrían variar, como el crecimiento económico o el precio internacional del petróleo. Por ende, en línea con el proceso de consolidación fiscal y el cumplimiento de la regla fiscal consideramos necesario tomar medidas que promuevan un ajuste en el gasto que se ha ampliado de manera significativa desde el inicio de la pandemia.

5.2. Cierre fiscal 2021

Los resultados del cierre fiscal para 2021 difirieron positivamente con lo proyectado en el MFMP de 2021. En particular, los ingresos totales del GNC fueron aproximadamente $192,1 billones o 16,3% del Producto Interno Bruto (PIB) (12,8 billones mayor a lo estimado en el MFMP), siendo explicados por un recaudo tributario equivalente al 13,8% del PIB y 2,5% del PIB entre ingresos no tributarios, fondos especiales y recursos de capital (Cuadro 1). Este incremento en los ingresos de la nación se dio especialmente como respuesta a una reactivación económica mayor a la esperada que posibilitó a su vez un mayor recaudo, así como también por la enajenación de la participación de la Nación en ISA que aportó 1,2% del PIB (esta se incluye dentro de los recursos de capital).

En lo que respecta a los gastos totales del GNC, estos fueron del orden de $275,2 billones o 23,4% del PIB. Los gastos de funcionamiento se ubicaron en un 17,3%, el pago de intereses a la deuda fue 3,4%, los gastos de inversión equivalieron a un 2% y el gasto asociado a la Ley de Inversión Social fue 0,7%. Dentro del total de gasto de funcionamiento e inversión se incluye el gasto ejecutado a través del Fondo de Mitigación de Emergencias

(FOME), que fue de cerca del 2% del PIB (1,8% en atención a la emergencia sanitaria, transferencias y protección al empleo, y el restante en inversiones dentro del plan de reactivación económica).

Dados los anteriores resultados, y como señalado al inicio, el déficit fiscal del GNC en 2021 fue de 7,1% del PIB. Este desbalance es 4,6 pps superior al observado para la vigencia de 2019 (2,5% del PIB) y 0,7 pps inferior al déficit de 2020 (7,8% del PIB). Esta última diferencia que es positiva para las finanzas públicas del GNC se explica principalmente por un incremento de 1,1 pps en los ingresos totales, que a su vez logra contrarrestar el aumento de 0,4 pps en el gasto dado el mayor pago de intereses y el efecto de la Ley de Inversión Social.

Cuadro 1. Cierre vigencia fiscal 2021
(Miles de millones de pesos y % del PIB)

	2020	2021	2020	2021
Concepto	$ Miles de millones		% PIB	
Ingresos Totales	152.568	192.058	15,2	16,3
Tributarios	130.763	162.228	13,0	13,8
No tributarios	1.658	1.451	0,2	0,1
Fondos Especiales	1.414	2.842	0,1	0,2
Recursos de Capital	18.733	25.537	1,9	2,2
Gastos Totales	230.332	275.207	23,0	23,4
Intereses	28.337	39.678	2,8	3,4
Funcionamiento más inversión	202.089	235.549	20,2	20,0
Funcionamiento	181.696	204.054	18,1	17,3
Inversión	20.393	23.340	2,0	2,0
Ley de Inversión Social	0	8.154	0,0	0,7
Préstamo Neto	-94	-19	0,0	0,0
Balance Primario	-49.427	-43.471	-4,9	-3,7
Balance Total	-77.763	-83.149	-7,8	**-7,1**

Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo.

5.3. Marco Fiscal de Mediano Plazo 2022

El MHCP presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2022 el pasado 14 de junio y aquí señalamos los elementos centrales de este documento que guía la política fiscal para los siguientes diez años. Un primer elemento en las proyecciones mostradas en este marco está relacionado con la recuperación y el buen desempeño de la actividad económica, que en cierto grado posibilita un escenario de sostenibilidad fiscal en el mediano plazo a través de un impacto positivo sobre los ingresos y un efecto PIB. A esto se le adiciona un ajuste al alza sobre la senda de precios de petróleo que concede una visión de bonanza petrolera en el mediano plazo. En este marco también se aborda un tema de discusión importante con respecto al déficit del Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPC), en donde se exponen las proyecciones de este déficit para las siguientes vigencias, y una

serie de propuestas para aliviar el impacto fiscal del fondo en el corto plazo y que también lleven a la autosostenibilidad del mismo eventualmente.

Plan Financiero 2022

El buen dinamismo de la actividad económica jalonado por el consumo privado e inversión permitiría tener un crecimiento económico de 6,5% para este año, siendo mayor a lo pronosticado previamente por el MHCP (5% en el PF 2022). El déficit fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) se ubicaría en 5,6%, presentando una reducción de 1,5 pps frente al resultado de 7,1% en 2021 (Cuadro 2). Esta proyección es inferior en 0,67 pps con respecto a la expuesta en el PF 2022 (6,2%), que a su vez se explica en la misma medida por un efecto nominal y un efecto PIB.

Cuadro 2. Comparación Balance Fiscal GNC 2022, PF vs MFMP

Concepto	MM		% PIB		
	PF	MFMP	PF	MFMP	Dif.
Ingresos Totales	201.706	227.535	15,7	16,7	1,0
Tributarios	183.469	202.469	14,3	14,9	0,6
Resto de ingresos	18.237	25.066	1,4	1,8	0,4
Gastos Totales	281.682	303.190	21,9	22,3	0,3
Intereses	45.955	53.245	3,6	3,9	0,3
Funcionamiento	195.150	209.368	15,2	15,4	0,2
Funcionamiento sin FEPC	195.150	195.150	15,2	14,3	-0,9
FEPC	0	14.218	0,0	1,0	1,0
Inversión	40.577	40.577	3,2	3,0	-0,2
Balance primario	-34.021	-22.410	-2,6	-1,6	1,0
Balance total	-79.976	-75.655	-6,2	-5,6	**0,67**

Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo.

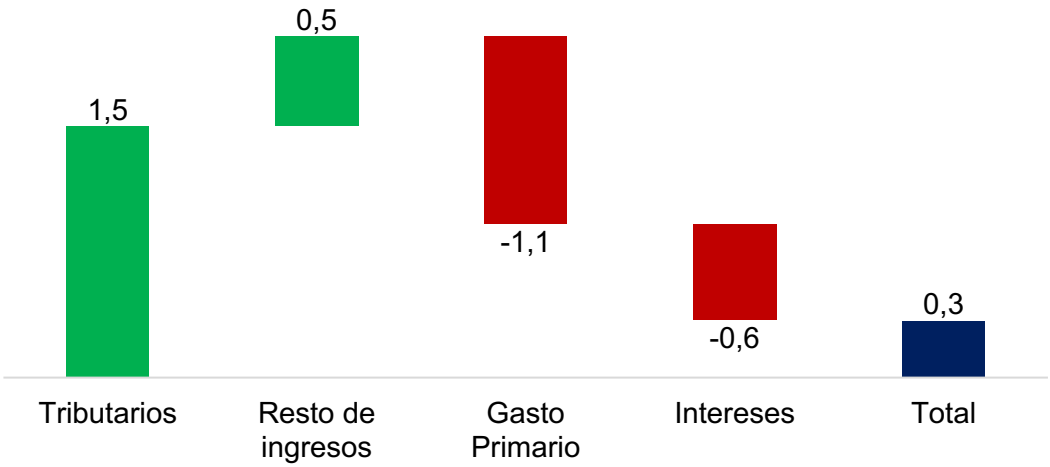
En lo que respecta al efecto nominal, la parte más importante corresponde a un recaudo tributario superior al estimado previamente. En particular, se esperan $19 bn adicionales, en vista de las mejores perspectivas macroeconómicas, la mejor gestión de la DIAN y siguiendo los datos recientes en donde el recaudo tributario hasta mayo ($89,8 bn) es superior en $11,8 con respecto a su meta. Esto otorga un efecto nominal positivo de 1,5 pps (Gráfico 1). El resto de los ingresos también crecería por los ingresos de capital asociados a la liberación de la reserva ocasional de Ecopetrol que entregará a la Nación $6,1 billones (destinados a saldar el déficit del FEPC), lo que otorga un efecto nominal positivo de 0,5 pps. En particular al gasto, hay un incremento nominal del gasto en funcionamiento e intereses. En el primero corresponde a la incorporación del gasto para cubrir el déficit del FEPC acumulado hasta marzo de este año ($14,2 billones) y tiene un efecto negativo de 1,1 pps, y en el segundo es debido a una mayor causación de intereses por el alza en la inflación que genera otro efecto nominal negativo de 0,6 pps. De esta manera, el efecto nominal neto es de 0,3 pps considerando los efectos positivos sobre los ingresos y negativos en términos del gasto.

Por el otro lado, el efecto de una mayor proyección sobre el PIB se descompone en un efecto negativo de 1,0 pps en los ingresos como porcentaje del PIB y por uno positivo de 1,3 pps dado que el peso del gasto relativo al PIB es menor. Por lo tanto, el efecto PIB total

es de cerca de 0,3 pps (Gráfico 2), que al sumarse con el efecto nominal otorga la variación aproximada de 0,67 pps entre la proyección de déficit actual y la del PF.

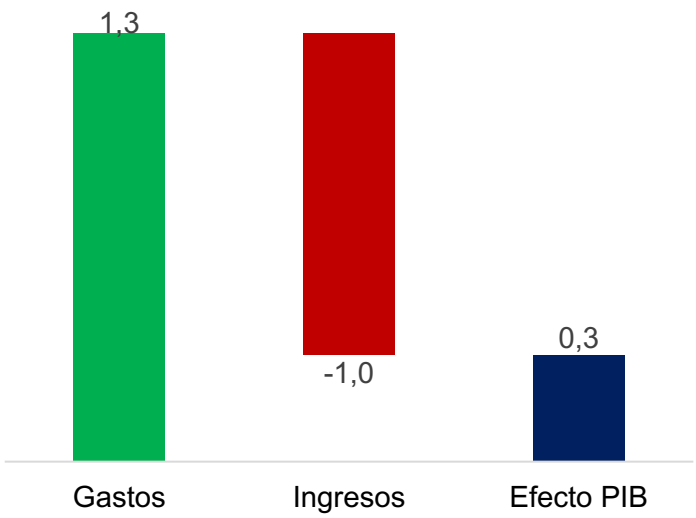
Por último, en cuanto a la deuda neta del GNC, el MHCP la proyecta en 56,5% del PIB para este año. Dicha proyección presenta una reducción de 4,0 pps frente al escenario planteado en el PF 2022 (60,5%). La reducción se explica fundamentalmente por el mayor crecimiento económico y por una reducción en el déficit primario de este año. Esta variación se descompone de nuevo en un efecto PIB que es de 3,4 pps, debido al incremento en la proyección de crecimiento económico, mientras que los 0,6 pps restantes son derivados de una reducción en el valor nominal de la deuda, principalmente por las menores necesidades de financiamiento.

Gráfico 1. Efecto nominal en el cambio del balance fiscal proyectado 2022, PF vs MFMP



Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 2. Efecto PIB en el cambio sobre el balance fiscal proyectado 2022, PF vs MFMP



Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo.

FEPC

En este marco también se discute el déficit del Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPC) y la manera bajo la cual se va a abordar. En particular, según el MFMP, en esta vigencia se pagarán $14,2 bn correspondientes al déficit causado entre el segundo semestre de 2021 y el primer trimestre de 2022. Para las vigencias de 2023, 2024 y 2025 estiman que el GNC deberá girar recursos al fondo por $19,1, $8,6 y $0,8 bn, respectivamente. Lo anterior dado que se propone que el déficit causado en un año se pague en la siguiente vigencia. Por consiguiente, el déficit que se acumule en los últimos tres trimestres de 2022, el cual se estima en $19,1 bn, se pagaría en 2023. El gasto destinado a saldar esos déficits no sería superior a los ingresos petroleros proyectados por el MHCP para dichos años ($37,2, $35,2 y $26,5 bn, respectivamente), así como tampoco a los ingresos petroleros adicionales con respecto al MFMP 2021 ($22,4, $19,6 y $10,3 bn). Aunque es importante notar que el giro de recursos hacia el FEPC en 2023 consumiría en gran medida los ingresos adicionales de ese año y en esa medida el efecto de la bonanza petrolera proyectada.

Además, el Gobierno actual propone un incremento gradual y periódico en el ingreso al productor (IP) a partir de junio de este año con el fin de reducir el diferencial de compensación que cubre el FEPC. Específicamente, serían incrementos de $200 pesos en el IP de GMC y ACPM para junio y julio, $250 en agosto, y posteriormente incrementos secuenciales hasta cerrar los diferenciales de compensación, $400 pesos en GMC y $250 en ACPM. Por último, el Gobierno expone dos alternativas de reforma estructural al FEPC con el fin de hacer el fondo autosostenible. Primero, una serie de ajustes a la metodología actual para corregir la fijación del IP y de las reglas de convergencia con el precio de referencia internacional. Segundo, un esquema de bandas de estabilización con media móvil a partir de niveles de precios o retornos. El Gobierno nacional elaborará dos

borradores de decreto con respecto al calendario de pagos del déficit del FEPC y la metodología seleccionada de reforma estructural. No obstante, aclaran la necesidad de esfuerzos por parte del gobierno entrante para llevarlas a cabo. De acuerdo con la estrategia presentada, él déficit llegaría a ser nulo a partir de 2025.

Plan Financiero 2023

En el MFMP también se presentó el Plan Financiero de 2023, que de acuerdo con las proyecciones sería una vigencia positiva para las finanzas públicas al alcanzar el primer superávit primario (0,1% del PIB). El balance total presentaría un déficit del 3,6% del PIB, lo que implica una disminución de 2,0 pps frente a la proyección de 2022. Un elemento para resaltar es que esta reducción sería incluso mayor a la esperada para este año (1,5 pps). Esto se explica, en primer lugar, por el incremento de los ingresos tributarios en 2,0 pps, en línea con los efectos de Ley de Inversión Social (1,2 pps), la modernización de la DIAN (0,6 pps) y una bonanza petrolera que se materializaría en el 2023 (0,4 pps). A esto se le descuenta 0,3 pps del componente inercial, que estaría afectado especialmente por una contracción en el recaudo externo por un menor crecimiento en las importaciones. En segundo lugar, el alto nivel en el precio del petróleo que además de incrementar el recaudo tributario también concedería mayores dividendos por la participación de la Nación en Ecopetrol, así apoyando la variación positiva de 0,5 pps en otros ingresos. Con todo lo anterior, los ingresos totales se ubicarían en 19,1% del PIB.

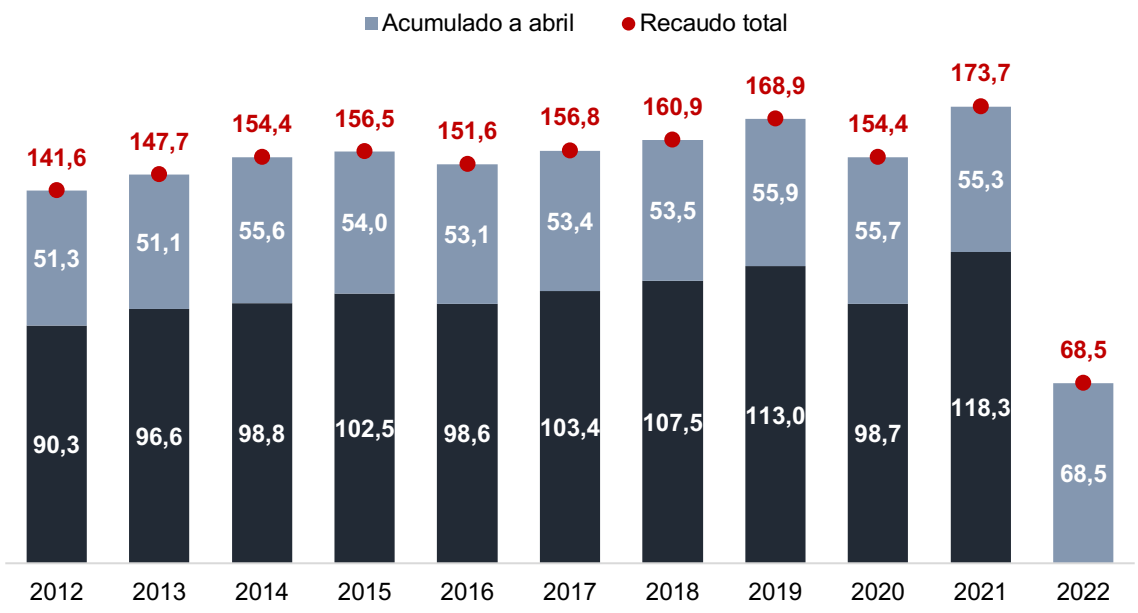
En cuanto a los gastos, estos aumentarían en aproximadamente 0,4 pps para ubicarse en 22,7% del PIB. Esa última variación se descompone de la siguiente manera: menos 0,2 pps en intereses en la medida que se reduce la inflación, menos 0,8 en inversión, 1,2 pps adicionales en gasto de funcionamiento sin FEPC, y 0,3 pps del gasto para cubrir el déficit del FEPC. En síntesis, un elemento central es que el efecto fiscal del incremento en el precio internacional del petróleo se materializaría de manera importante durante 2023, dado el rezago en el recaudo y pago de dividendos, lo que permitiría un mayor recaudo tributario y de recursos de capital. Sin embargo, esto se vería contrarrestado parcialmente por el incremento del gasto con y sin FEPC.

5.4. Recaudo tributario

Según los datos reportados por la DIAN, el recaudo tributario bruto en 2021 fue de $173,7 billones y se colocó en 9,7 billones por encima de la meta de recaudo establecida para ese año ($164 billones). Así, el cumplimiento de la meta para 2021 fue del 105,9%. Este resultado representa una expansión anual real de 12,5% frente al recaudo bruto observado en 2020. Al comparar con respecto a la cifra de 2019 como año de referencia pre-pandemia, se observa un incremento real de 2,8%. Por su parte, el recaudo tributario acumulado al mes de abril de 2022 es $74,4 billones, reflejando un cumplimiento del 37,8% de la meta de recaudo de la DIAN correspondiente a 2022 ($196,7 billones). En precios constantes de 2021, el recaudo acumulado equivale a $68,5 billones y muestra un aumento real de 23,8% frente al recaudo de $55,3 billones del mismo periodo en el 2021 (Gráfico 3). Lo anterior evidencia el buen comportamiento del recaudo tributario en lo corrido del año.

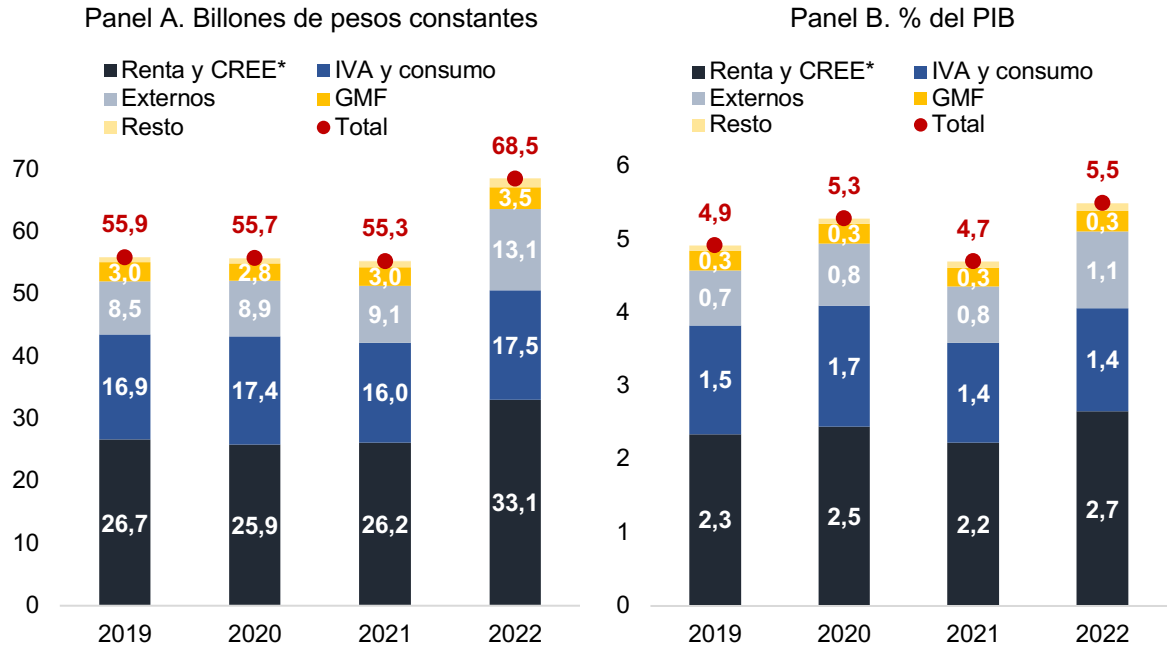
Por tipo de impuesto, el incremento real en el recaudo acumulado de este año ha respondido principalmente al aumento en los impuestos de renta, los cuales ascendieron a $33,1 billones de pesos constantes en abril y registraron un crecimiento anual de 26,2%. Así, teniendo la mayor contribución en la variación total,12,4 pps. El recaudo externo presentó la segunda mayor contribución, 7,2 pps y una variación anual de 43,9% frente al mismo periodo del año anterior. En tercer lugar, el rubro de IVA y consumo explicó 2,7 pps de la variación total y exhibió un aumento de 9,3%. Cabe señalar que todos los grupos de impuestos han tenido un crecimiento positivo en pesos constantes durante 2022 relativo a 2021 (Gráfico 4, Panel A). Las restricciones a la movilidad y a la actividad económica que se mantenían aún de manera importante en el primer trimestre de 2021 junto con el buen dinamismo de la actividad económica recientemente explican esos resultados en términos de recaudo. Como porcentaje del PIB, se encuentra un resultado similar, en donde el recaudo de los diferentes grupos de impuestos ha incrementado exceptuando el rubro de IVA y consumo que se ha mantenido relativamente constante en 1,4% del PIB (Gráfico 4, Panel B).

Gráfico 3. Recaudo tributario bruto
(Billones de pesos constantes)



Fuente: DIAN. Nota: Precios constantes del 2021.

Gráfico 4. Recaudo tributario bruto por tipo de impuesto – Acumulado a abril



Fuente: DIAN. Cálculos Fedesarrollo.
*Aunque la reforma tributaria de 2016 eliminó el impuesto CREE, aún se evidencian recaudos por este concepto debido a rezagos.

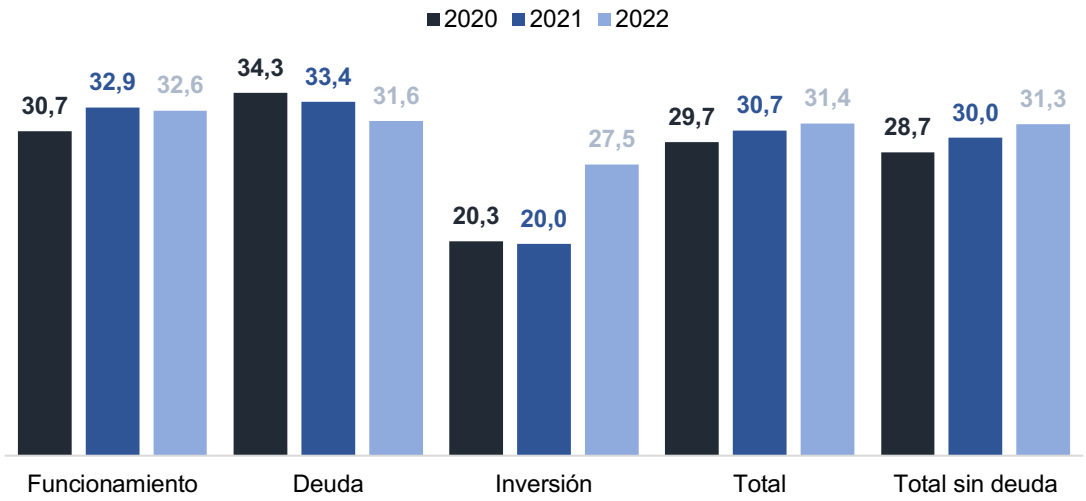
5.5. Ejecución presupuestal

La ejecución presupuestal del Gobierno Nacional Central entre enero y mayo de 2022, medida como el monto de obligaciones establecidas en el Presupuesto General de la Nación durante estos meses sobre el total de apropiaciones efectivas del año, se ubicó en 31,4%, evidenciando un incremento frente a la ejecución de 30,7% observada en el mismo periodo de 2020 (Gráfico 5). El valor aprobado para el Presupuesto General de la Nación de la vigencia fiscal de 2022 se ubicó en $350,4 billones de pesos corrientes y posteriormente se realizaron adiciones presupuestales por una valor neto de $1,9 billones para un montón final de $352,3 billones. De esa apropiación total, el 59,9% se asignó a funcionamiento, 20,3% a deuda y un 19,8% a inversión.

La ejecución presupuestal sin deuda se ubicó en 31,3%, por encima de la observada durante 2021 (30,0%) y 2020 (28,7%). Este resultado se explica por una mayor ejecución del presupuesto destinado al componente de inversión (27,5% vs 20,0% en 2021). Lo anterior contrasta con los componentes de funcionamiento y deuda que presentaron una ejecución de 32,6% y 31,6%, respectivamente, un ritmo de ejecución más lento frente al resultado del mismo periodo del año anterior. Los sectores que han presentado una mayor

ejecución en lo corrido del año han sido registraduría (47,4%), salud y protección social (43,3%), y educación (42,9%).

Gráfico 5. Ejecución Presupuesto General de la Nación – Acumulado a mayo
(Obligaciones/Apropiaciones, %)



Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo.

5.6. Deuda del Gobierno Nacional Central

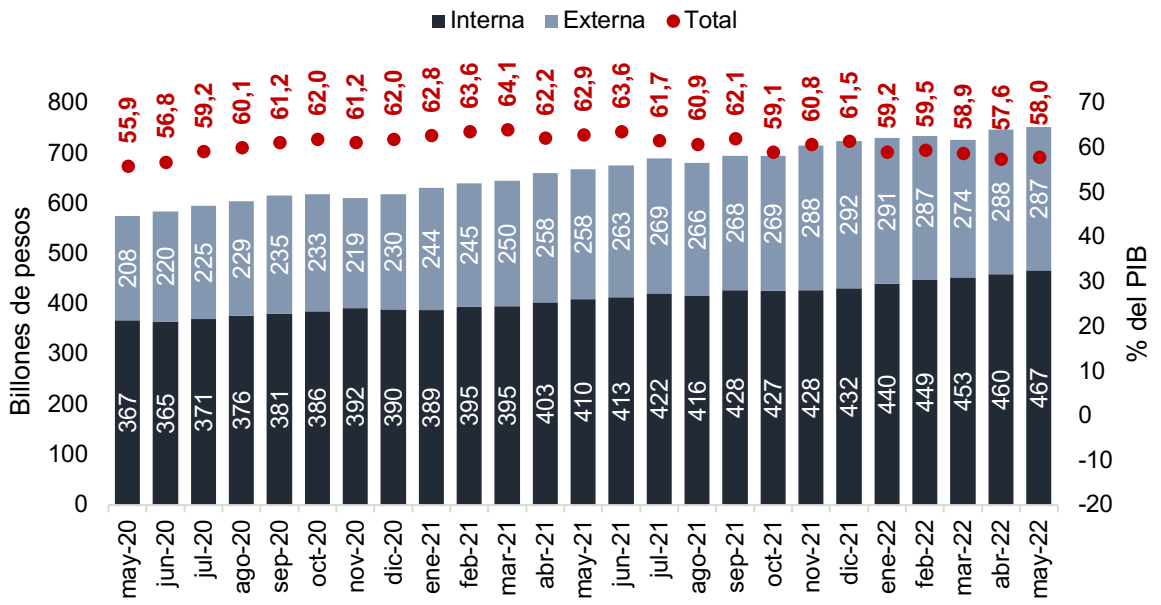
Al cierre de 2021, la deuda bruta del GNC[27] se ubicó en $724,3 billones, lo que implica un incremento de $223,5 y $104,7 billones frente a la deuda registrada en 2019 y 2020, respectivamente (Gráfico 6). Este nivel de deuda estuvo compuesto en un 59,6% por deuda interna ($431,9 billones) y en un 40,4% de deuda externa ($292,4 billones). El aumento en el stock de deuda correspondió principalmente al crecimiento de 27,3% en el endeudamiento externo, y en menor medida, a un incremento de 10,8% en el endeudamiento interno. Sin embargo, como porcentaje del PIB, las obligaciones totales del Gobierno exhibieron una reducción de 0,2 pps en 2021 frente al cierre de 2020, manteniendo así una ligera caída. El incremento histórico en el nivel de deuda del país responde al mayor endeudamiento en el que el Gobierno incurrió para hacerle frente a las necesidades de gasto derivadas de la pandemia que se prolongaron en 2021. A pesar de que en las últimas proyecciones por parte del MHCP no se observa un descenso del gasto, el stock de deuda tendería a decrecer en línea con la aplicación de la regla fiscal.

Para mayo de 2022, la deuda bruta como porcentaje del PIB se estima en 58,0% del PIB[28] ($753,4 billones). La caída de la deuda bruta del GNC como porcentaje del PIB para mayo 2022 con respecto al porcentaje de cierre de 2021 (61,5%) se debe a un efecto denominador. Así, aun cuando el valor de deuda ha incrementado, este no ha sido al mismo

[27] Sin incluir las cuentas por pagar.
[28] El cálculo se expresa como % del PIB nominal del escenario central de Fedesarrollo.

ritmo que el crecimiento del PIB y su proyección. En cuanto a la composición de la deuda, un 62% corresponde a deuda interna y el 38% restante a deuda externa.

Gráfico 6. Deuda bruta del GNC*
(Billones de pesos corrientes y % del PIB)



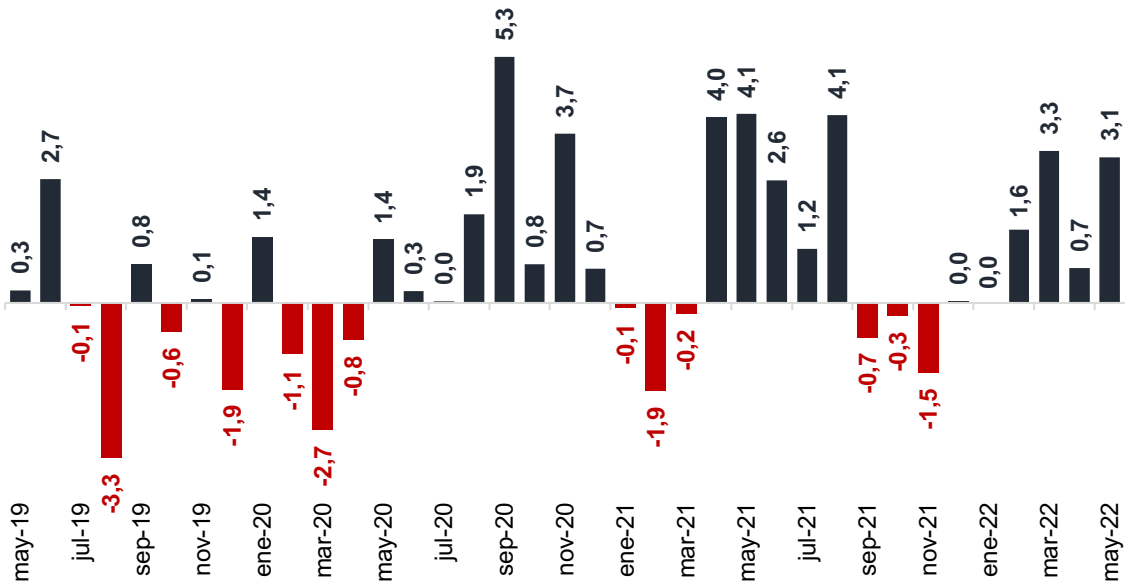
*No incluye las cuentas por pagar. Los datos se expresan como porcentaje del PIB acumulado de 12 meses, para 2022 se utiliza la proyección de crecimiento trimestral del PIB nominal del escenario central de Fedesarrollo. Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo.

Durante el mes de diciembre y el primer mes de 2022, las compras netas de títulos de deuda pública por fondos extranjeros fueron mínimas, cercanas a cero (Gráfico 7). Esa dinámica de baja demanda de TES por parte de inversionistas extranjeros se podría explicar, entre otras, por las expectativas de normalización de la política monetaria de economías avanzadas. Sin embargo, a partir de febrero 2022 estas compras empezaron a ascender y lograron ubicarse en $3,3 billones durante marzo de este año, siendo el valor más alto desde agosto 2021. Esto estaría correlacionado con una mayor rentabilidad y menor riesgo comparado con otras economías emergentes que se habrían visto más afectadas por la guerra entre Rusia y Ucrania. Aún con una caída en abril con respecto a lo observado en marzo, las compras netas se volvieron a ubicar por encima de los $3,0 billones durante mayo, reflejando el buen apetito de TES por parte de inversionistas extranjeros hasta ese momento previo al resultado de las elecciones presidenciales.

En cuanto a los tenedores de TES, para mayo de 2022, los fondos de pensiones continuaron ubicándose en el primer lugar con una participación del 27,9% de este mercado, seguido de los fondos de capital extranjero cuya participación fue de 25,5% (Gráfico 8). Los otros mayores tenedores de TES corresponden a bancos comerciales (13,7%), fiducia pública (9,1%) y Banco de la República (7,1%). Es importante resaltar que, frente al mismo mes de 2021, los bancos comerciales han perdido una participación de 2,2

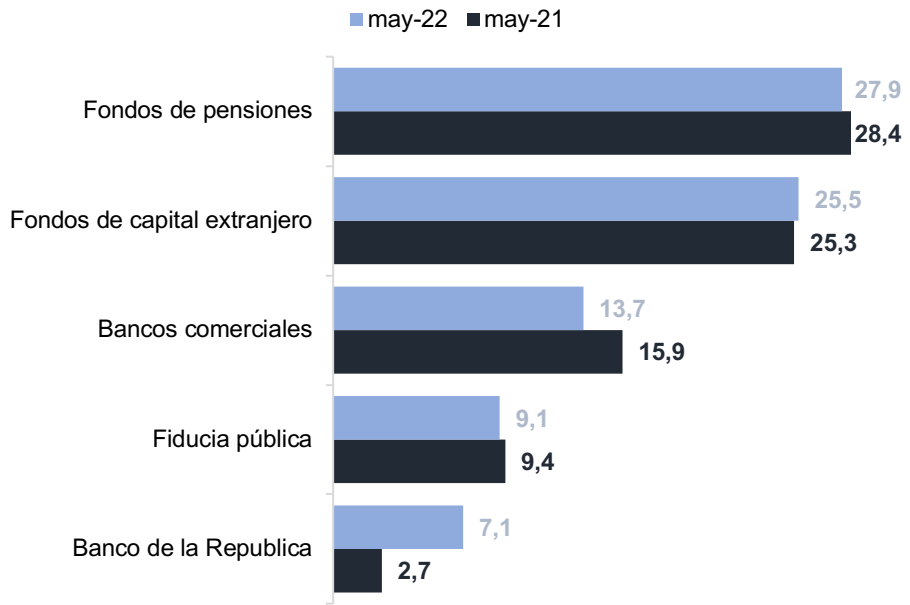
pps, mientras que el Banco de la República ha ganado participación con un diferencial de 4,4 pps.

Gráfico 7. Compras/ventas netas de TES por parte de inversionistas extranjeros
(Billones de pesos)



Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 8. Tenedores de TES - Mayo 2022
(Participación, %)



Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo.

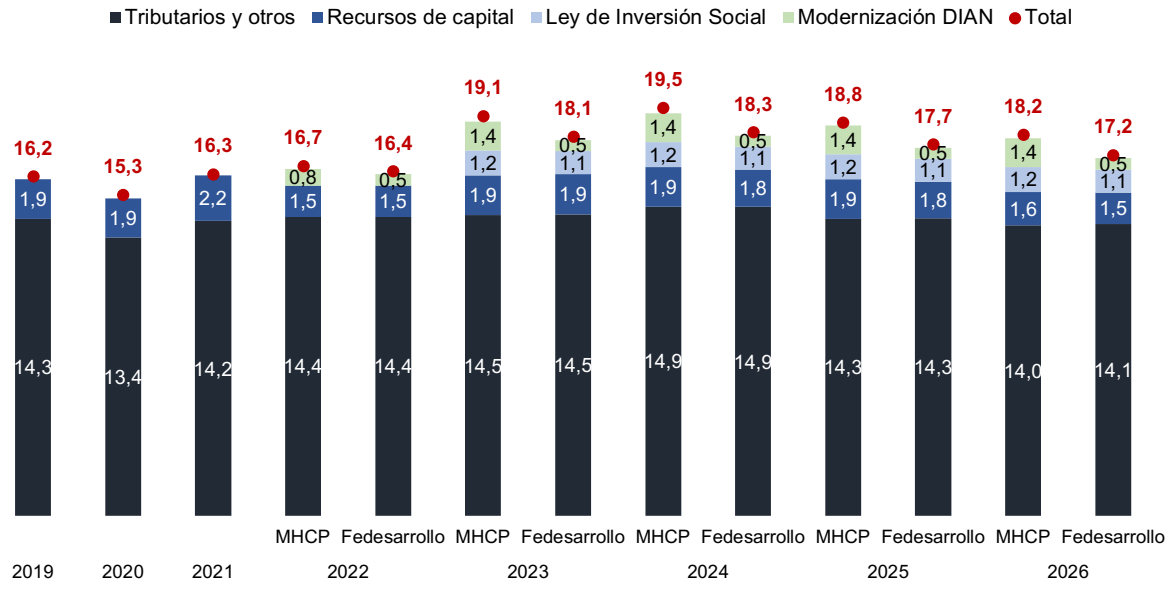
5.7. Perspectivas fiscales 2022-2026

Ingresos del GNC

De acuerdo con nuestros pronósticos, los ingresos totales para 2022 serían del orden de 16,4% del PIB (Gráfico 9), siendo así relativamente cercanos a los proyectados por el MHCP (16,7%). Por un lado, en relación con los ingresos tributarios, estos los proyectamos en 14,1% del PIB para esta edición, motivado principalmente por el aumento en la proyección de crecimiento y su efecto sobre el recaudo tributario para cierre de año. Estos ingresos tributarios junto con los ingresos no tributarios y fondos especiales serían de aproximadamente 14,4% del PIB. Sin embargo, a lo anterior se adiciona una contribución de 0,5% por concepto de la modernización de la DIAN, la cual que permitiría una mejor gestión en el recaudo tributario, así como una menor evasión.

Por otro lado, los recursos de capital también experimentarían un incremento con respecto a la última edición ubicándose en 1,5% del PIB (una diferencia de cerca de 0,4 pps). Esto se debe fundamentalmente a un incremento en los excedentes financieros, y en particular de los ingresos por la participación de la Nación en Ecopetrol, por la liberación de la reserva ocasional de Ecopetrol que entregaría al GNC cerca de $6,1 billones cuyo fin es contribuir a saldar el déficit del FEPC acumulado hasta marzo de 2022 ($14,2 billones).

Gráfico 9. Ingresos Totales del Gobierno Nacional Central
(% del PIB)



* Otros contiene fondos especiales e ingresos no tributarios.
Nota: Los datos del MHCP se refieren a los presentados en el Marco Fiscal de Mediano Plazo.
Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo.

En lo que respecta al mediano plazo, los ingresos totales del GNC se ubicarían en niveles considerablemente superiores a los observados en años recientes y desde la reducción de los ingresos asociados al petróleo en 2014[29]. Esta tendencia se puede desglosar en tres factores especialmente: i) la materialización del efecto de la Ley de Inversión Social, ii) una bonanza petrolera como resultado de unos elevados precios del petróleo y iii) un mayor recaudo derivado de la modernización de la DIAN. En primer lugar, el impacto de la reforma llevada a cabo el año pasado sobre los ingresos tributarios se observaría a partir de 2023, en línea con lo planteado en el MFMP 2022. En particular, incluimos en nuestras proyecciones que el efecto estimado de esta reforma sería de 1,1% del PIB, que es 0,1 pps inferior a la estimación del MHCP. Aquí cabe resaltar que la menor necesidad de una nueva reforma en el corto plazo depende en cierto grado de que se materialice el impacto sobre ingresos de la Ley de Inversión Social.

En segundo lugar, las disrupciones en el mercado internacional del petróleo, que se acentuaron aún más con la guerra entre Rusia y Ucrania, han llevado al alza el precio del Brent, ubicándolo por encima del umbral de los 100 dólares por barril[30]. Por consiguiente, esperamos mayores ingresos derivados del petróleo en línea con esos mayores pronósticos de precio Brent señalados en el Capítulo 2, tanto vía recaudo del impuesto de renta a las empresas petroleras como por dividendos de Ecopetrol. En detalle, los dividendos de Ecopetrol tendrían un promedio de 1,0% del PIB para 2023-2026, y los impuestos tributarios petroleros del 0,8%. De esta manera, los ingresos para el GNC derivados de este combustible serían en promedio de 1,8% en el mediano plazo. Cabe resaltar que el mayor impacto se daría en el 2023 (2,6% del PIB), dado que en 2022 se tendría el mayor nivel en el precio ($101 dólares americanos por barril) y estos ingresos serían recaudados en su mayoría en la siguiente vigencia. Esta última estimación coincide con la del MHCP, debido principalmente a que la diferencia con respecto a su proyección de Brent es únicamente de un dólar.

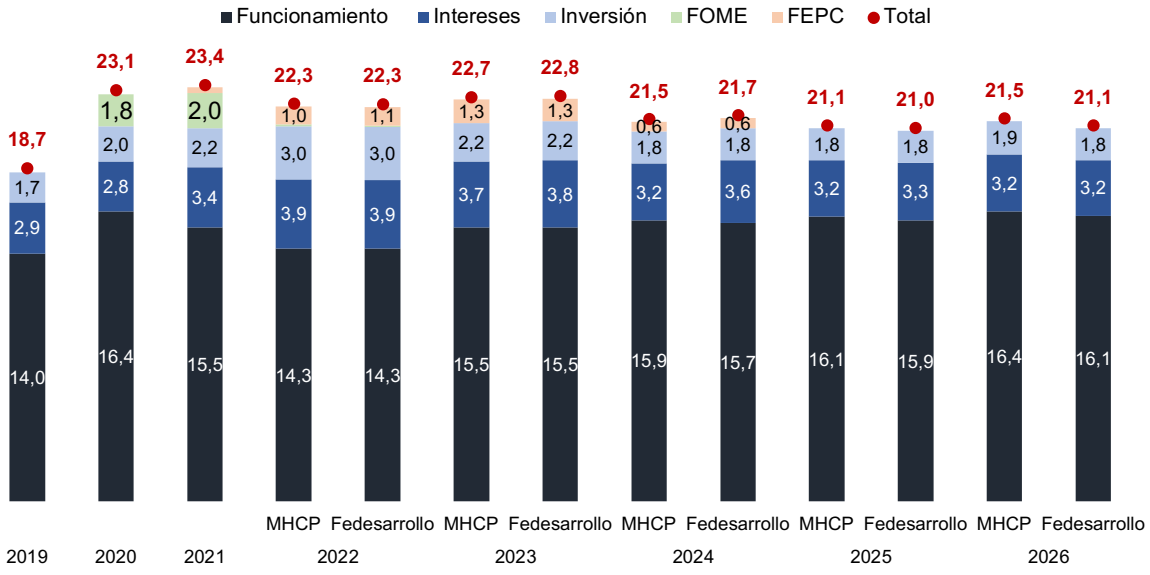
En tercer lugar, el proceso de modernización y cambio tecnológico que viene adelantando la DIAN con el fin de mejorar la gestión en el recaudo, reducir la morosidad de los contribuyentes y la evasión tendría un impacto considerable sobre los ingresos. Por este concepto, esperamos unos ingresos adicionales por 0,5% del PIB, lo que continúa difiriendo con el escenario planteado por el MHCP en donde sería un recaudo adicional por 1,4% del PIB (una diferencia de 0,9 pps). En adición a esos tres efectos, también proyectamos que las utilidades del Banco de la República que se transfieren al GNC aumenten gradualmente en la medida que las tasas de interés a nivel global continúen incrementando y favorezcan los retornos sobre los activos del banco. Por último, es oportuno señalar que algunos de estos aspectos positivos en términos de ingreso dependen de factores externos que podrían variar u otros que podrían llegar a no materializarse, y en ese sentido el panorama se desdibujaría negativamente.

[29] Los ingresos totales del GNC como porcentaje del PIB fueron en promedio 15,6% entre 2015 y 2020.
[30] El 8 de marzo se llegó al máximo de 127 dólares por barril.

Gastos del GNC

En lo referente al gasto, esperamos que los gastos totales del GNC se ubiquen en un promedio de 21,8% del PIB entre 2022 y 2026, siendo superior a nuestras anteriores proyecciones. Lo anterior en consideración de la senda de gasto presentada en el MFMP, en donde no se plantea una reducción significativa del gasto en el corto plazo y persiste un gasto por encima de los porcentajes de pre-pandemia (los cuales eran inferiores al 20%). Para 2022 y 2023, el gasto sería de cerca de 22,3% y 22,8% del PIB (Gráfico 10), respectivamente, para así reducirse solo en 0,6 pps con respecto al porcentaje de 2021 (23,4%). Estos altos niveles de gasto son el resultado de mayores necesidades en el corto plazo, en especial para saldar el déficit del FEPC y para el pago intereses que será particularmente alto dados los resultados de inflación y el incremento en las tasas de interés.

Gráfico 10. Gastos Totales del Gobierno Nacional Central
(% del PIB)



Nota: Los datos del MHCP se refieren a los presentados en el Marco Fiscal de Mediano Plazo.
Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo.

En detalle, en cuanto al gasto en funcionamiento sin FEPC, este tendería a incrementar en el mediano plazo, llegando a ser el 16,1% del PIB para 2026. Esto se explica primordialmente por los rubros de este tipo de gasto que dependen de los Ingresos Corrientes de la Nación (ICN), como las transferencias desde la Nación hacia el Sistema General de Participaciones (SGP) y las rentas de destinación especificación al ICBF y SENA. En el primer rubro siendo el más importante, la variación de las transferencias está atada a la variación promedio de los ICN en los últimos cuatro años. Por consiguiente, el incremento significativo que se presentó en 2021 (23,6%) y los que se continúan proyectando en las siguientes vigencias llevarían así mismo a un mayor crecimiento en

dichas transferencias[31]. De ahí que el panorama positivo de los ingresos del GNC se vería contrarrestado en cierta medida por las inflexibilidades propias del gasto. Finalmente, el gasto también crecería en el corto plazo por los rubros que están indexados a la inflación (ver proyecciones en el Capítulo 6).

También es importante considerar que el GNC debe asumir el déficit del Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles (FEPC). Las presiones alcistas que han llevado el precio internacional del petróleo a niveles históricos y el incremento en el precio de los combustibles por encima de la variación en el petróleo han implicado un déficit del fondo bastante amplio en la actualidad. De acuerdo con el MFMP, el diferencial de compensación cubierto por el fondo fue de $11,1 billones en 2021 y se proyecta en $25,4 billones al cierre de 2022. El MHCP se comprometió a saldar en la actual vigencia el déficit del segundo semestre del 2021 y del primer trimestre de este año, el cual equivale a $14,2 billones que entrarían como gasto en 2022. En 2023 se saldaría el déficit que se acumule en los últimos tres trimestres de este año (que se esperan en $19,1 billones). Por último, dadas las estrategias planteadas por el MHCP de acercar gradualmente el Ingreso al Productor al Precio Paridad de Exportación y de autosostenibilidad del fondo, su déficit tendería decrecer hasta ser cercano a cero para 2025.

Por el lado del gasto en inversión, este se incrementaría a un porcentaje cercano al 3,0% para 2022, en línea con la mayor inversión pública en infraestructura, como los proyectos de las 4G, y bajo los anuncios en el MFMP de realizar esfuerzos para canalizar más recursos en programas sociales y productivos. No obstante, a partir de 2023 se empezaría a recortar la inversión como principal componente de ajuste del gasto agregado y dado el objetivo de acercar la inversión a su promedio histórico (calculado en 1,9%). Específicamente, estimamos que la inversión descendería hasta corresponder al 1,8% del PIB en 2026, siendo 0,1 pps superior al gasto en inversión de 2019 (1,7%).

En cuanto al gasto en intereses, estos como señalado previamente serían particularmente altos en el corto plazo (3,9% en 2022 y 3,8% en 2023) como resultado del alza en la inflación, vía los títulos de deuda emitidos en UVR, y elevadas tasas de interés que generan una mayor causación de intereses. Sin embargo, este pago decrecería gradualmente en 2023 y 2024, y de manera importante en 2025, en la medida en que la inflación retorna a su rango objetivo, se relaja la política monetaria dadas esas menores presiones inflacionarias y la mejora en el balance primario que suaviza la deuda. Estimamos que el peso del gasto en intereses sobre el PIB sería de 3,2% para 2026. Finalmente, quisiéramos resaltar que la persistencia de esos altos niveles de gasto a partir de la pandemia limitaría la capacidad de la política fiscal para ajustarse ante una nueva coyuntura adversa, y que también podría complicar las finanzas públicas y el cumplimiento de la regla fiscal en caso de que el escenario positivo en términos de ingresos no logre materializarse.

[31] En la medida en la que el MHCP proyecta unos mayores ingresos corrientes, su gasto en funcionamiento por dichas transferencias sería en términos relativos también superior.

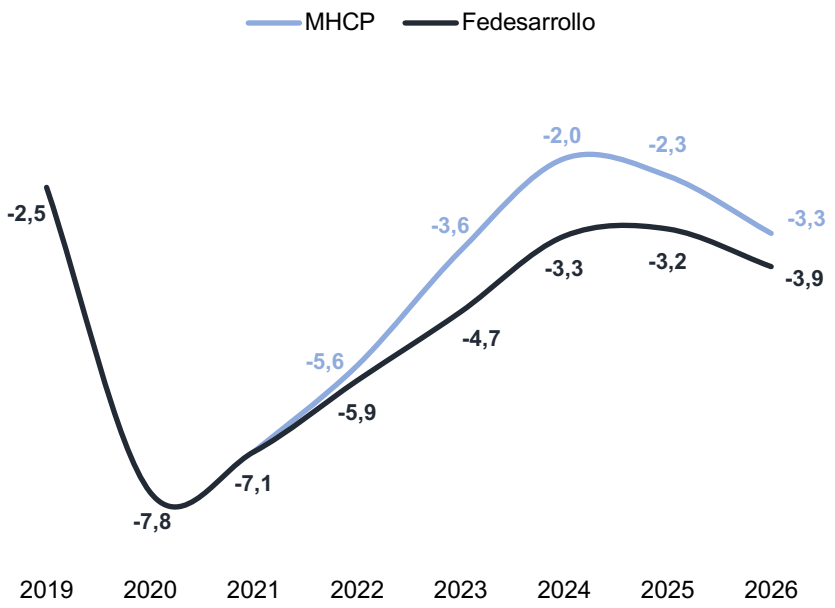
Balance fiscal y deuda del GNC

Siguiendo los anteriores pronósticos en términos de ingresos y gastos del GNC, proyectamos un déficit fiscal total de 5,9% para 2022, lo que difiere en aproximadamente 0,3 pps con respecto al 5,6% proyectado por el MHCP. Esta diferencia corresponde a su vez a la diferencia esperada en términos de ingresos totales. En el mediano plazo, de acuerdo con nuestras proyecciones de crecimiento económico, renta petrolera, efectos positivos de la Ley de Inversión Social, modernización de la DIAN, y también por un ajuste (moderado) en el gasto agregado, proyectamos que el déficit fiscal del GNC se reduzca hasta alcanzar niveles cercanos al 3,2% en 2025 (Gráfico 11). Para 2026, este se deterioraría llegando a 3,9% del PIB, como resultado de la disipación de la bonanza petrolera y al incremento en el gasto de funcionamiento asociado a las transferencias que se determinan por la variación en los ICN. La diferencia promedio entre el escenario de Fedesarrollo y el contemplado en el MFMP para el periodo 2023-2026 es de 1,0 pps, que se explica en buena medida por la diferencia en ingresos por concepto de la modernización DIAN.

Para concluir, la deuda bruta del GNC se ubicaría en 62,6% del PIB en 2022 (Gráfico 12), presentando una caída de 1,2 pps con respecto a la deuda bruta de 2021 (63,8%). Esa reducción esperada es resultado principal de un mayor crecimiento económico al proyectado previamente, así como también por un aumento en el pronóstico de inflación, lo que en su conjunto permite un incremento en el denominador de la dinámica de la deuda. Adicionalmente, un pronóstico de déficit primario más reducido (1,9% del PIB) aminora una potencial expansión de la deuda. Posteriormente, las reducciones en el déficit primario[32], las apreciaciones proyectadas bajo nuestra senda de tasa de cambio (Capítulo 2) y una reducción esperada en las tasas de interés contribuirán a reducir el nivel de deuda para cerrar en 60,2% del PIB en 2026. No obstante, estas proyecciones continúan reflejando un stock de deuda elevado y por encima de niveles pre-pandemia, lo que lleva a la importancia de un ajuste más acelerado en el gasto público.

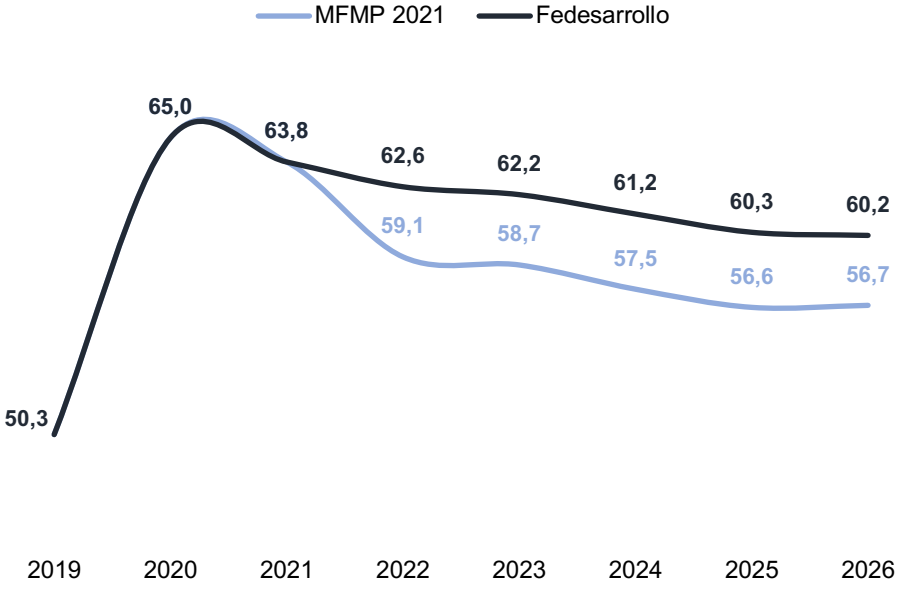
[32] Superávit primario en el 2024 y 2025.

Gráfico 11. Balance Fiscal del Gobierno Nacional Central
(% del PIB)



Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 12. Deuda Bruta del Gobierno Nacional Central
(% del PIB)



Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo.

5.8. Riesgos sobre las finanzas públicas

Existen riesgos sobre las finanzas públicas que en caso de materializarse podrían impactar las proyecciones anteriormente presentadas. Consideramos que los riesgos a la baja se encuentran asociados con los siguientes puntos. Primero, una menor tasa de crecimiento económico a la esperada afectaría negativamente el recaudo tributario y la dinámica de la deuda, además de un mayor peso del gasto público sobre el PIB. Esto se podría presentar ante la posibilidad de una recesión económica mundial que tendría múltiples desencadenamientos, como la contracción de los principales socios comerciales, y en ese sentido nuestro comercio externo y el recaudo que se obtiene a partir este. Adicionalmente, por el impacto sobre la actividad económica de los incrementos en la tasa de intervención del Banco de la República. Segundo, una reversión considerable en el precio internacional del petróleo disminuiría los ingresos tributarios y de capital vía los dividendos de Ecopetrol, que como se discutió es un elemento relevante dentro de la proyección de ingresos del GNC en las próximas vigencias. Tercero, nuevas inflexibilidades sobre el gasto o políticas que requieran un gasto considerable sin estar soportadas por nuevos ingresos podrían limitar el buen desempeño de las finanzas públicas y el margen de maniobra de la política fiscal ante una nueva crisis. Cuarto, y por último, ante un contexto de alta volatilidad e incertidumbre externa por la posibilidad de una recesión mundial, la normalización de la política monetaria en economías avanzadas y en general unas expectativas menos favorables sobre el sistema financiero mundial podrían generar incrementos en nuestra prima de riesgo y una mayor depreciación del peso frente al dólar, lo que a su vez llevaría a un encarecimiento adicional de la deuda externa (Cuadro 3).

Cuadro 3. Riesgos sobre las finanzas públicas

Riesgos sobre las finanzas públicas		
	Al alza	A la baja
Crecimiento económico	Un mayor crecimiento al esperado incrementaría los ingresos tributarios y contribuiría favorablemente a la dinámica de la deuda	Un menor crecimiento al esperado desaceleraría el crecimiento en los ingresos y contribuiría en menor grado a la buena dinámica de la deuda, lo anterior se acentuaría ante una recesión mundial
Mercado de petróleo	Mayores niveles a los esperados en el precio del petróleo ampliarían los ingresos provenientes de la renta petrolera (impuestos y dividendos), así como también una mayor recuperación en la producción	Niveles menores a los esperados en el precio del petróleo o una caída significativa en su producción no permitirían una bonanza petrolera en los próximos años
Gasto público	Un desmonte rápido del gasto que se incrementó durante la pandemia disminuiría la presión del gasto público sobre el balance fiscal	Mayores inflexibilidades en el gasto de funcionamiento en el periodo post-pandemia dificultarían la reducción del gasto agregado
Déficit FEPC	La implementación de las estrategias planteadas o un ritmo más acelerado de convergencia de los precios internos a los externos favorecería a minimizar el impacto fiscal del fondo	La no ejecución por parte del gobierno entrante de la estrategia de incrementos en los precios de combustibles, así como de una reforma al fondo, implicaría una presión importante sobre el gasto
Volatilidad		Mayor volatilidad y el deterioro de los mercados financieros con el ajuste de la política monetaria podrían implicar mayores niveles de riesgo país y la depreciación de la tasa de cambio, así encareciendo la deuda externa

Fuente: Fedesarrollo.

Referencias

Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales. (2022). Informe del recaudo, lucha contra la evasión y el contrabando Abril 2022. Bogotá.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2022) Informe de ejecución del Presupuesto General de la Nación Mayo 2022. Bogotá.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2022). Marco Fiscal de Mediano Plazo 2022. Bogotá.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2022). Plan Financiero 2022. Bogotá.

6. Sector monetario: La inflación más alta de los últimos 22 años

6.1. Inflación

La economía colombiana continúa enfrentando fuertes presiones inflacionarias como consecuencia tanto de factores internos, asociados al desequilibrio entre la oferta y la demanda interna dado el proceso dinámico de recuperación económica; como a factores externos, ligados a la ola inflacionaria global, la depreciación acumulada de la tasa de cambio, las presiones persistentes por cuenta de la lenta recuperación de las cadenas mundiales de suministro y la continuación del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.

Particularmente, en relación con el primer grupo de factores, se encuentra el repunte de la demanda interna (creció 13,4% anual en el primer trimestre del 2022) que, jalonada principalmente por el comportamiento del gasto de consumo final (creció 11,7% anual en el primer trimestre del 2022), continúa impulsando al alza los precios del consumidor en un contexto en el que la oferta nacional se recupera a un ritmo más moderado (el PIB creció 8,2% anual en el primer trimestre del 2022). Dicho fortalecimiento de la demanda se evidencia también a través de la ampliación del déficit de la cuenta corriente, el cual se incrementó para el primer trimestre de 2022 (-6,4%) en 2,3 pps frente al mismo periodo del 2021 (-4,1%). Este dinamismo se da además en un contexto en el que los excesos de capacidad productiva que subsistieron después de la pandemia se han agotado y en el cual, la Junta Directiva del Banco de la República de Colombia mantiene su postura de política monetaria expansiva[33].

Por su parte, con respecto al conjunto de factores externos, se evidencia un fenómeno de inflación importada que recoge principalmente el traspaso a los precios internos de la ola inflacionaria global y de las presiones acumuladas por cuenta de la depreciación de la tasa de cambio. En primera instancia, la recuperación rezagada de la oferta global y de las cadenas de suministro[34] en el contexto de mayor dinamismo de la demanda mantienen elevados los precios de *commodities* (tales como el petróleo, el carbón y el gas), de ciertas materias primas y de bienes de consumo final. Esto, aunado a la continuación de la guerra entre Rusia y Ucrania, ha mantenido en niveles altos los precios internacionales de insumos de uso agrícola y pecuario, lo cual ha presionado al alza los costos para los productores nacionales y en consiguiente, se han traspasado hacia los precios finales de los consumidores.

[33] A corte de junio, la tasa real de política monetaria se mantiene en terreno negativo (-3,67%). Ver sección 1: Análisis del crecimiento de Colombia.

[34] En lo corrido del año (hasta junio) el Dry Baltic Index, que es un índice que da cuenta de la evolución de los fletes marítimos de carga al granel, se mantiene en promedio en un nivel superior (2.269) a los promedios anuales registrados entre 2016-2020 (676; 1.153; 1.348; 1.341; 1.056 respectivamente), aunque ligeramente por debajo del promedio de 2021 (2.931). Análogamente, el World Container Index, que refleja las tarifas spot de contenedores, cerró en 7.066 el 30 de junio, valor por encima del promedio entre 2017-2019 (1.455) aunque inferior al máximo de 2021 (10.377).

En línea con lo anterior, el componente importado del Índice de Precios al Productor (IPP) de oferta interna mostró variaciones anuales de 16,7%, 17,0% y 15,8% durante abril, mayo y junio de 2022 respectivamente (Gráfico 1.A). Esto, sumado a las variaciones anuales de 26,2%, 24,5% y 24,8% del IPP de producidos y consumidos nacionalmente para los mismos meses llevó a que el IPP de la oferta interna[35] registrara crecimientos anuales de 23,3%, 22,2% y 22,1% durante los mismos periodos. Así, pese a que este este indicador ha presentado una ligera desaceleración en sus variaciones anuales, el dato de junio aún se ubica ampliamente por encima del promedio de los últimos 30 años (7,8%).

Por otra parte, el IPP según actividad económica revela que, si bien para la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca se presentó una importante desaceleración de la variación anual durante mayo (disminuyó 12,9 pps para el IPP de oferta interna y 12,6 pps para el IPP de producción nacional), volvió a registrar un incremento en el mes de junio (aumentó 5,5 pps para el IPP de oferta interna y 5,8 pps para el IPP de producción nacional). (Gráfico 1.B) que las mantiene en niveles históricamente altos: 40,4% para el IPP de oferta interna y 37,9% para el IPP de producción nacional. Esto da cuenta de que las presiones de costos que enfrenta el sector agropecuario aún son persistentes pese a la moderación frente al pico histórico de febrero del presente año.

De acuerdo con lo descrito anteriormente, la inflación en Colombia se ha mantenido por 11 meses consecutivos por encima del rango meta del Banco de la República (en agosto de 2021 se ubicó en 4,44%), cerrando en junio de 2022 en 9,67% y ubicándose como el máximo histórico de los últimos 22 años[36] (Gráfico 2). Frente al dato de mayo (9,07%), esto representó una aceleración anual de 0,6 pps, lo cual se debe a la baja base estadística de junio de 2021, como consecuencia del retroceso de los precios registrado en el componente de alimentos durante dicho mes, una vez había finalizado el paro nacional[37]. Sin embargo, en términos mensuales la inflación que se ubicó en 0,51%, presentó una desaceleración de 0,33 pps frente a la inflación de mayo (0,84%).

Por divisiones de gasto, se observa que las que más contribuyeron a la inflación año corrido de 7,09% han sido los alimentos y las bebidas no alcohólicas (2,8 pps); el alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles (1,3 pps); restaurantes y hoteles (1,0 pps); y transporte (0,7 pps). Solamente la división de información y comunicación registró un crecimiento negativo (-0,18%), lo que representó una contribución de -0,006 pps sobre la inflación total para el mismo periodo.

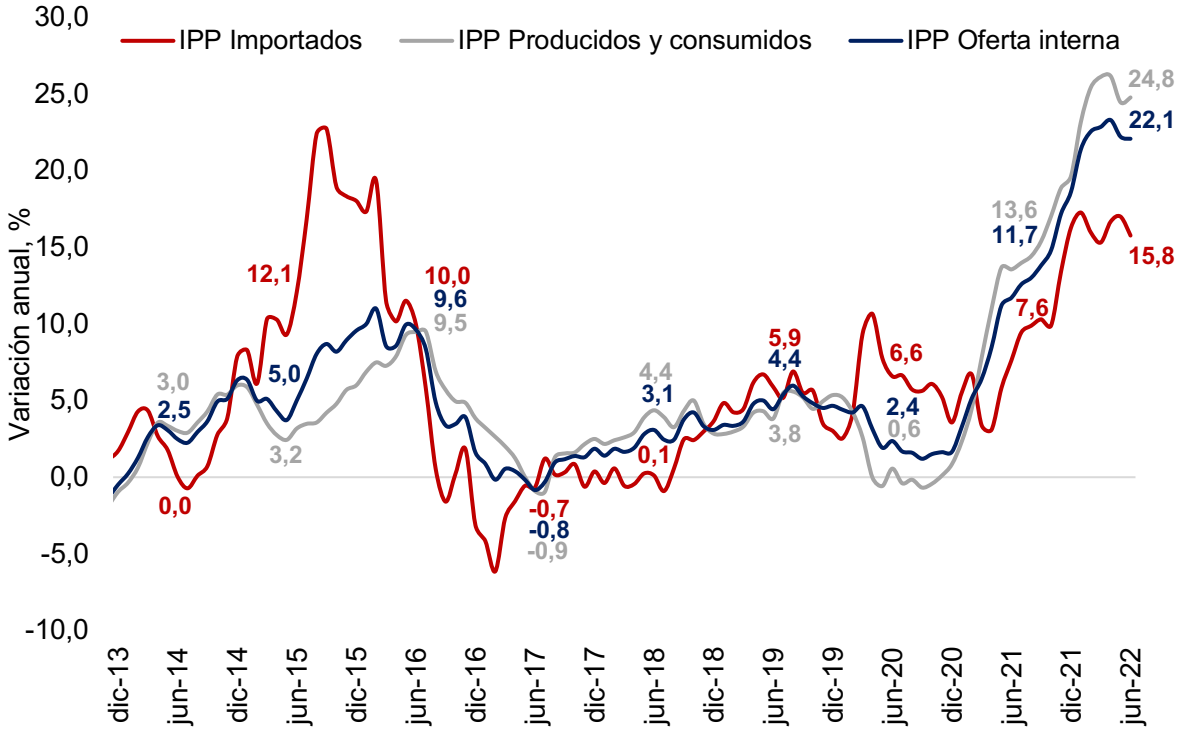
Por su parte, la inflación básica sin alimentos y regulados (SAR) ha mantenido una tendencia alcista desde diciembre de 2021, de manera que lleva 6 meses consecutivos acelerándose y 5 meses seguidos por encima del rango meta del Banco de la República.

[35] El IPP de importados y el IPP de producidos y consumidos tienen una participación de 29,7% y 70,3% sobre el IPP de oferta interna, respectivamente.
[36] La inflación anual en junio de 2000 alcanzó 9,68%.
[37] El IPC en junio de 2021 registró una variación mensual de -0,06%, jalonado por las presiones a la baja del componente de alimentos, el cual presentó una variación mensual de -1,02%. Por su parte el componente de bienes SAR, servicios SAR y regulados presentaron variaciones mensuales de 0,3%, 0,15% y 0,0% respectivamente.

Particularmente, en el mes de abril, mayo y junio registró una variación anual de 5,26%, 5,87% y 6,06% (Gráfico 2) lo que da cuenta de una intensificación de las presiones sobre los precios por el lado de la demanda.

Gráfico 1.A. IPP por procedencia

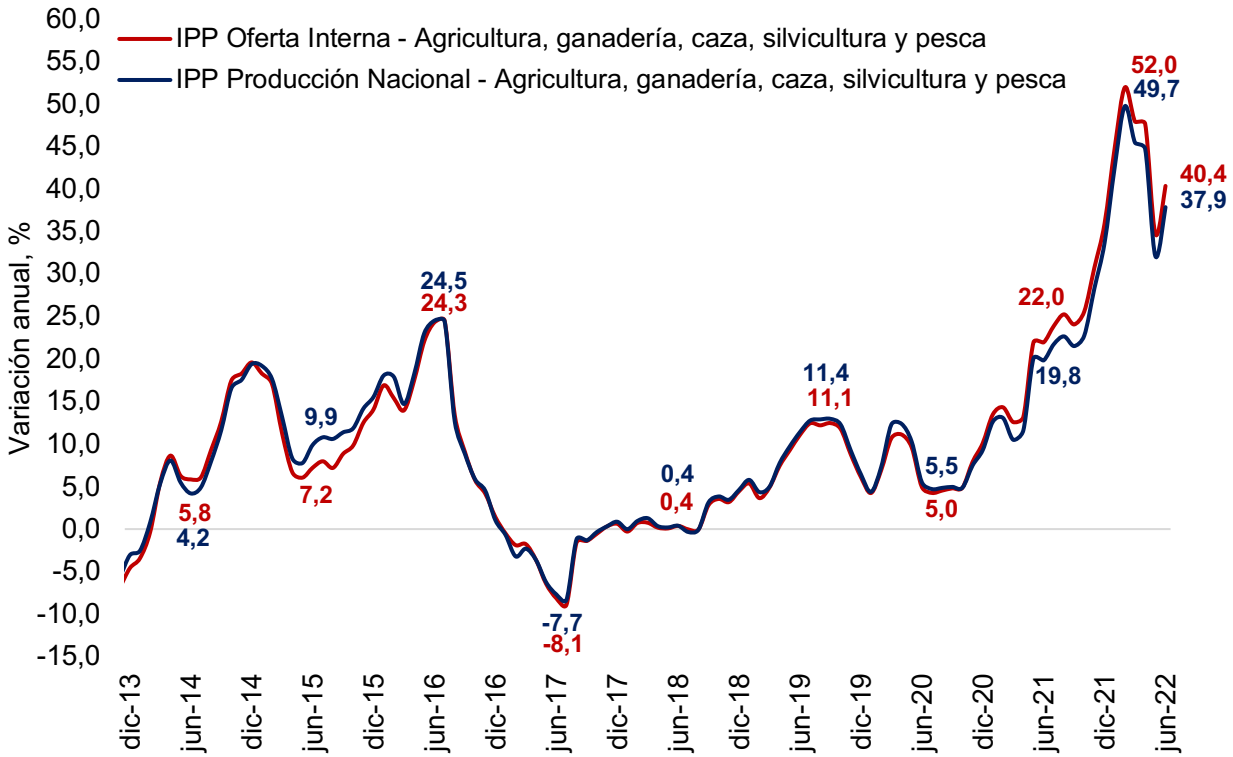
(Variación anual, %)



Fuente: DANE. Elaboración Fedesarrollo

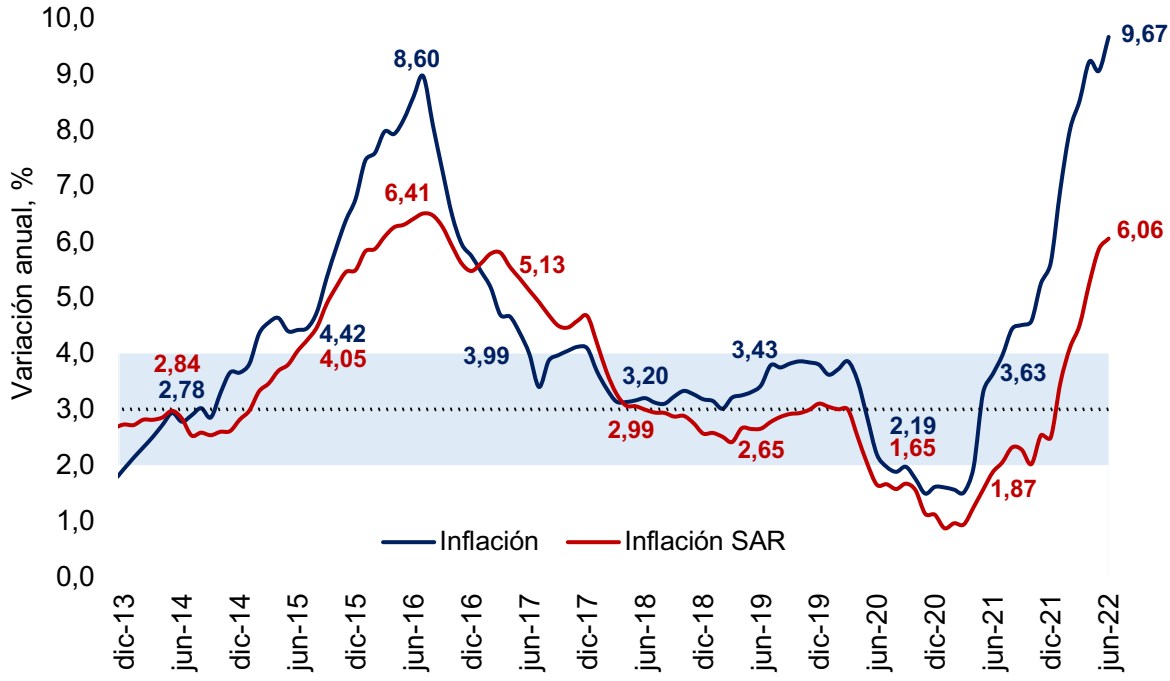
FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Gráfico 1.B. IPP – Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca
(Variación anual, %)



Fuente: DANE. Elaboración Fedesarrollo

Gráfico 2. Inflación total, inflación básica y rango objetivo
(Variación anual, %)

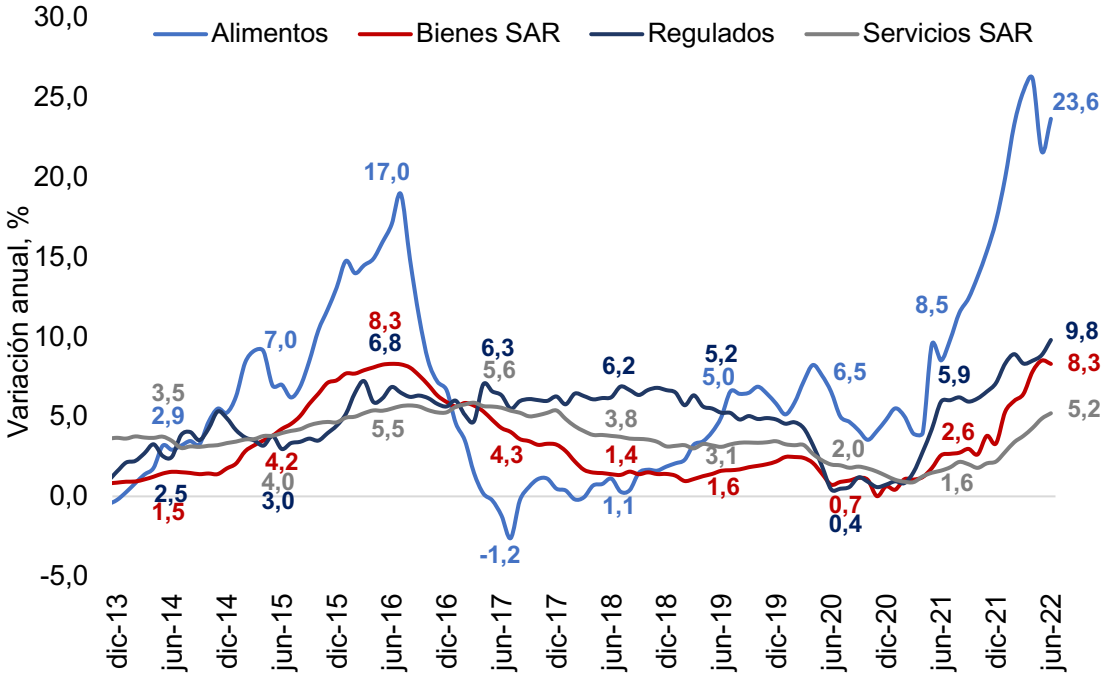


Fuente: DANE y Banco de la República. Elaboración Fedesarrollo

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

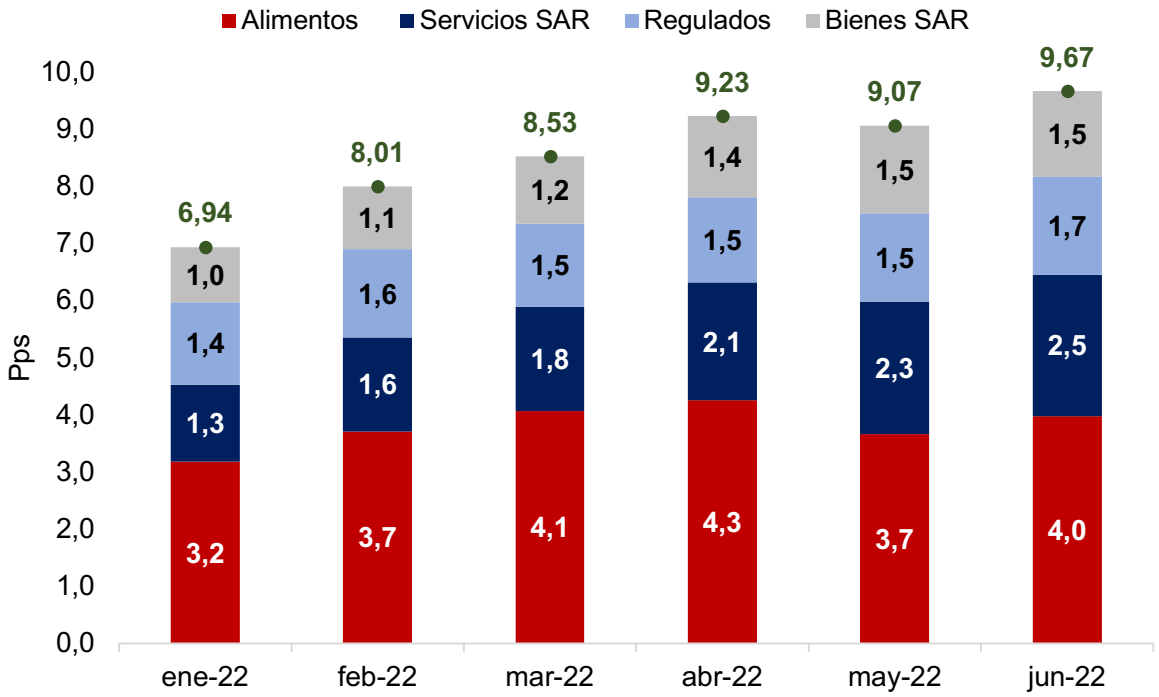
6.1.1. Inflación por componentes

Gráfico 3.A. Inflación anual por componentes
(Variación anual, %)



Fuente: DANE y Banco de la República. Elaboración Fedesarrollo

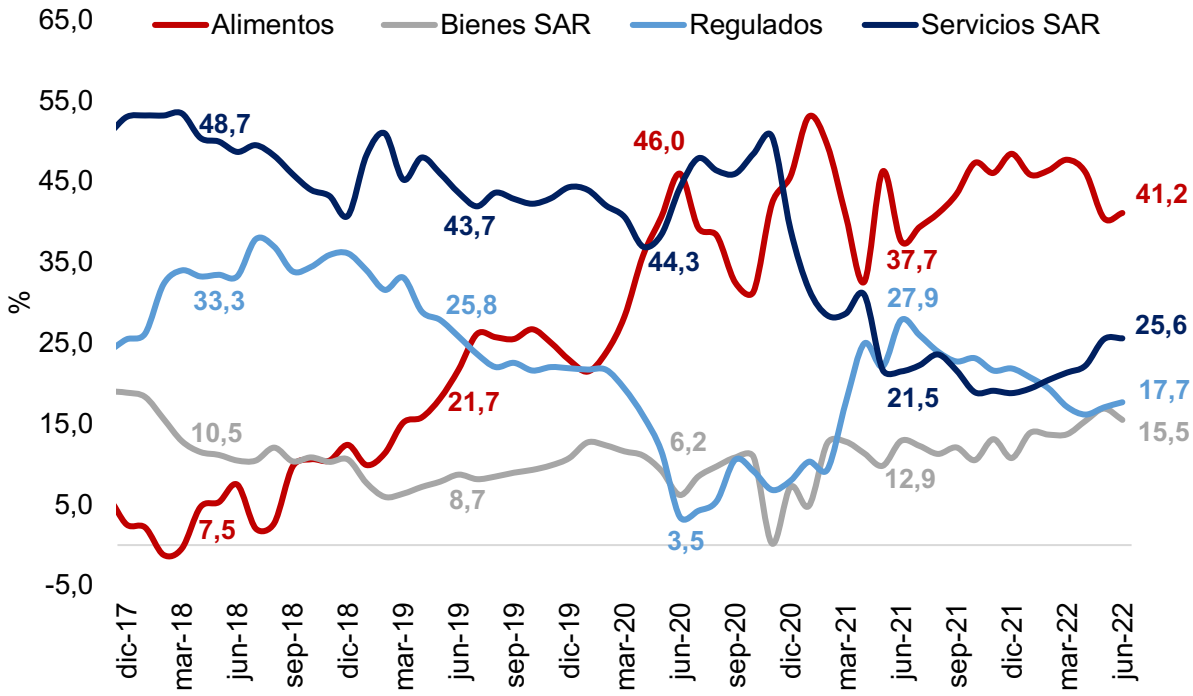
Gráfico 3.B. Contribución a la inflación anual por componentes
(Puntos porcentuales, pps)



Fuente: DANE y Banco de la República. Elaboración Fedesarrollo

Gráfico 3.C. Participación sobre la inflación anual por componentes

(%)



Fuente: DANE y Banco de la República. Elaboración Fedesarrollo

6.1.1.1 Alimentos

La inflación anual de alimentos (que posee una ponderación de 15,1% sobre la inflación total), se aceleró en junio de 2022 después de haber registrado en mayo un retroceso a la tendencia alcista observada desde el segundo trimestre de 2021; en particular, pasó de registrar 26,2% y 21,6% en abril y mayo de 2022 a ubicarse en 23,6% en junio. Después del pico histórico registrado en abril, la inflación de junio se ubicó como la segunda más alta desde que se adoptó el régimen de inflación objetivo (Gráfico 3.A).

Este comportamiento en la inflación anual durante el último mes se explica principalmente por la baja base estadística de junio de 2021, dada la reducción de los precios por motivo de la finalización del paro nacional de 2021 (en junio de 2021 el componente presentó una caída mensual de 1,02%). No obstante, además de este resultado estadístico, continúan presentándose principalmente presiones por cuenta de los altos precios de los insumos. En primera instancia se destacan los mayores costos que tienen que afrontar los productores, a raíz de la persistencia de altos precios de las materias primas agrícolas, y que, por un lado, se trasladan directamente a los precios de consumo final y por otro, desincentivan la oferta.

Por un lado, dentro de las cinco categorías de insumos agrícolas clasificados por el DANE (coadyuvantes, fertilizantes, fungicidas, herbicidas e insecticidas) en el boletín mensual de insumos y factores de la producción agropecuaria del Sistema de información de precios y abastecimiento del sector agropecuario (SIPSA), una gran cantidad de productos

presentaron variaciones mensuales positivas en sus precios (49,2%; 47,8%; 54,1%; 60,2% y 47,1%)[38] durante el mes de junio de 2022. De igual forma, la mayoría de los productos dentro de las siete categorías de insumos pecuarios (alimentos balanceados, antibióticos, antisépticos, hormonales, insecticidas, medicamentes y vitaminas) experimentaron incrementos mensuales en sus precios (86,8%; 48,1%; 53,5%; 47,1%; 54,5%; 43,7%; 50,5%)[39]. En segundo lugar, de acuerdo con SIPSA, el abastecimiento de productos en las principales ciudades del país presentó variaciones anuales de -2,19% en abril, 20,79% en mayo y -0,62% en junio. Esto da cuenta, salvo para mayo por motivo del efecto base, de una oferta más limitada de alimentos comparativamente a 2021.

Adicional a este factor, se destaca también la alta cotización internacional en la carne de res[40], en un contexto favorable de la tasa de cambio, lo cual ha impulsado las exportaciones de este producto y, en consecuencia, ha derivado en una reducción de la oferta local potencial, presionando aún más al alza los precios. En particular, de acuerdo con la Encuesta de Sacrificio de Ganado del DANE, en el mes de mayo las cabezas de ganado sacrificadas destinadas a exportación experimentaron un crecimiento anual superior (37,9%) a las destinadas al consumo interno (14,9%).

Dentro de este marco local e internacional, la división de alimentos ha contribuido a la inflación anual con 4,3 pps en abril, 3,7 pps en mayo y 4,0 pps en junio del 2022 (Gráfico 3.B), lo cual significa que para los mismos periodos su participación sobre la inflación anual fue de 46,2%, 40,5% y 41,2% (Gráfico 3.C).

Por subcomponentes, el conjunto de los alimentos perecederos (que posee una ponderación de 21,0% sobre la inflación del componente) registró una desaceleración marcada de la inflación anual al pasar de 41,9% en abril a 23,0% en mayo, por cuenta de la menor contribución de todas las subclases (salvo el tomate) (Gráfico 4). Por ejemplo, la papa pasó de aportar 8,56 pps en abril a 1,35 pps en mayo. No obstante, en junio la inflación nuevamente se aceleró en 9,2 pps y se ubicó en 31,2% en línea con el efecto base. Los productos con mayor aporte a este resultado fueron las frutas frescas (6,94 pps), los plátanos (4,71 pps) y los huevos (3,63 pps), al registrar una variación anual de 28,0%, 63,3% y 16,6%, respectivamente.

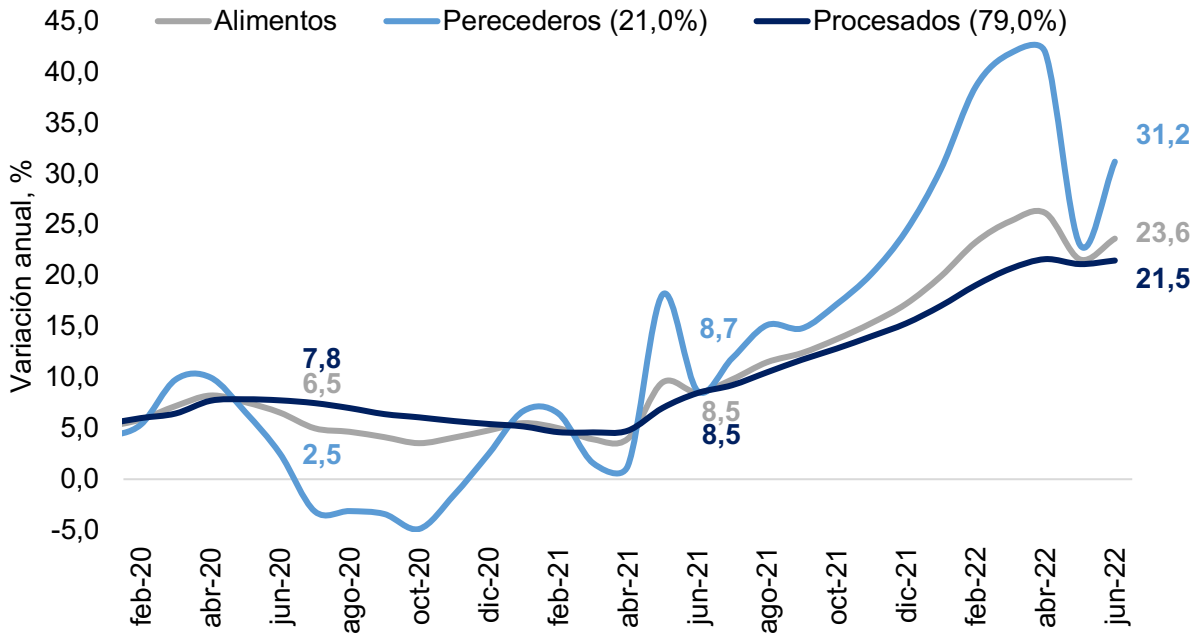
En cuanto al conjunto de alimentos procesados (que posee una ponderación de 79,0% sobre la inflación del componente), la inflación también registró una ligera desaceleración de abril (21,6%) a mayo (21,1%) que luego se reversó parcialmente en junio (21,5%) (Gráfico 4). Por subclases, la carne de res registró la contribución más alta (4,69 pps), seguido de la leche (3,07 pps) y la carne de aves (1,87 pps) dada su inflación de 27,0%, 37,7% y 16,8%, respectivamente. Finalmente, el arroz continuó adquiriendo importancia

[38] Se presenta la proporción de productos que registraron variaciones mensuales positivas con respecto al total de productos de cada grupo.
[39] Se presenta la proporción de productos que registraron variaciones mensuales positivas con respecto al total de productos de cada grupo.
[40] De acuerdo con Fedegan, en Estados Unidos y Canadá el precio por kilo de novillo gordo en pie se ubicó en USD 3,09 y USD 3,27 respectivamente. Por su parte, en Colombia se ubica en USD 2,19.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

sobre la inflación del subcomponente al pasar de aportar 0,73 pps en abril a 1,30 pps en junio, debido a la aceleración de su inflación de 8,9% a 16,7% entre los mismos periodos.

Gráfico 4. Inflación de alimentos por componentes
(Variación anual, %)



Fuente: DANE y Banco de la República. Elaboración Fedesarrollo

6.1.1.2 Bienes sin alimentos ni regulados

La inflación anual de bienes sin alimentos ni regulados (SAR) (que posee una ponderación de 18,8% sobre la inflación total), se ubicó en 7,8% en abril, 8,5% en mayo y 8,3% en junio (Gráfico 3.A). El dato observado en mayo representó el mayor registro desde abril de 2001 (8,6%). Si bien este resultado refleja las presiones crecientes por el lado de la demanda, el componente se mantiene como el de menor contribución sobre la inflación anual, aportando para abril 1,4 pps, mayo 1,5 pps y junio 1,5 pps (Gráfico 3.B), lo que representa una participación de 15,4%, 16,9% y 15,5% sobre el total (Gráfico 3.C).

Por subclases, “vehículo particular nuevo o usado” que presentó una variación anual de 13,8%, fue la que más aportó sobre la inflación total y sobre la inflación del componente en junio, contribuyendo con 0,36 pps y 2,0 pps, respectivamente. Este resultado es consistente con la alta tasa de cambio, con los problemas logísticos de carácter mundial, y en especial con la escasez de materias primas para la industria (tal como los microprocesadores), lo cual ha limitado la producción de bienes de origen industrial. Le sigue la subclase de productos de limpieza y mantenimiento que registró una variación anual de 24,9% y contribuyó a la inflación total en 0,29 pps y del componente en 1,64 pps.

Es importante mencionar que, como consecuencia del día sin IVA del 11 de marzo, el componente registró una aceleración importante sobre la inflación mensual en abril (1,48%) frente a marzo (0,58%). Esto se debe a la normalización de los precios en las subclases que estaban acogidas a las exenciones, tales como los equipos electrónicos (equipos

telefonía móvil, computadores), electrodomésticos, calzado, artículos personales varios (gafas de sol, lentes de contacto cosméticos, bastones, paraguas y sombrillas) y ropa. Por su parte, el día sin IVA del 17 de junio presionó a la baja la inflación mensual del componente que pasó de 0,79% en mayo a 0,11% en junio. Este comportamiento estuvo en mayor medida explicado por las subclases de prendas de vestir para mujer y para hombre, las cuales redujeron la inflación mensual del componente en 0,27 pps y 0,22 pps, en su orden.

6.1.1.3. Servicios sin alimentos ni regulados

En lo que concierne a la inflación de servicios sin alimentos ni regulados (SAR) (que posee una ponderación de 48,9% sobre la inflación total), en abril la variación anual fue de 4,2%, en mayo de 4,9% y en junio de 5,2% (Gráfico 3.A). Este último dato representa la cifra más alta desde diciembre de 2017 (5,38%). Este componente, que también refleja las presiones crecientes por el lado de la demanda, se mantuvo como el segundo de mayor contribución sobre la inflación anual, solo por detrás de alimentos, aportando para abril 2,1 pps, mayo 2,3 pps y junio 2,5 pps (Gráfico 3.B), lo que representa una participación de 22,3%, 25,5% y 25,6% sobre el total (Gráfico 3.C). No obstante, en términos mensuales ya sobrepasó el aporte de los alimentos al contribuir con 0.2 pps, lo que representó el 42,1% de la inflación total.

De otra parte, las subclases que más contribuyeron positivamente sobre la inflación anual del componente en junio fueron las comidas en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio (incluye también domicilios), comidas preparadas fuera del hogar, el arriendo imputado y el arriendo efectivo. Las dos primeras subclases presentaron respectivamente una contribución anual a la inflación total de 1,02 pps y 0,32 pps en junio y a la inflación del componente de 2,14 pps y 0,68 pps, dada su variación de 15,6% y 16,7%. Esto se explica principalmente por la transmisión del alza en los precios de los alimentos a las tarifas de cobro, así como del incremento de los costos relativos a la prestación del servicio durante 2022 (tales como los mayores arriendos o las mayores tarifas de servicios públicos).

Por su parte, el arriendo imputado (que corresponde al pago esperado por los propietarios para cubrir el mantenimiento del inmueble, pagar los impuestos y otras obligaciones de la vivienda) y el arriendo efectivo contribuyeron en su orden con 0,42 pps y 0,31 pps sobre la inflación total y con 0,89 pps y 0,65 sobre la inflación del componente, dada su variación anual de 3,0% y 3,1%. Estos aumentos son consistentes con la indexación de las tarifas a la inflación del 2021 (5,62%).

Ahora bien, la menor aceleración anual en los precios de este componente relativo a los otros, además de dar cuenta de los bajos incrementos del resto de subclases, recoge también movimientos a la baja que permitieron contener las presiones inflacionarias. En particular se destaca la reducción en los precios de la subclase servicios de comunicación fija y móvil y provisión a internet, que registró una inflación anual en junio de -7,0%. Esto representó una contribución negativa de -0,25 pps sobre la inflación total y de -0,53 sobre la inflación del componente. Asimismo, refleja los menores precios en la subclase inscripciones y matrículas en carreras técnicas, tecnológicas y universitarias, ante las

rebajas otorgadas por ciertas instituciones de educación superior. En específico, presentó una variación anual de -5,9%, lo que contribuyó con -0,06 pps en la inflación total y -0,12 pps en la inflación del componente.

6.1.1.4. Regulados

La inflación anual de regulados (que posee una ponderación de 17,3% sobre la inflación total), se ubicó en 8,50% en abril, 8,85% en mayo y 9,80% en junio del 2022 (Gráfico 3.A). El dato observado en este último mes representa el registro más alto desde noviembre del 2008 (10,55%). En cuanto a la contribución anual a la inflación total, en abril esta alcanzó 1,49 pps, aumentando posteriormente a 1,54 pps en mayo y 1,71 pps en junio (Gráfico 3.B). Esto representó una participación de 16,2%, 17,1% y 17,1% sobre el total, respectivamente (Gráfico 3.C). En términos mensuales, el componente se ubicó como el segundo de mayor importancia por detrás de servicios SAR, al aportar 0,15 pps dada su inflación de 0,87%.

Al analizar por subclases, se encontró que la electricidad, el transporte urbano y el suministro de agua son las que más han contribuido sobre la inflación anual de junio. Específicamente, la electricidad presentó una variación de 19,6% que contribuyó 0,6 pps en la inflación total y 3,4 pps en la inflación del componente. La presión alcista proveniente de la subclase electricidad responde a la incorporación de una tarifa adicional para cubrir perdidas por parte de los operadores del servicio, principalmente en la zona caribe, de acuerdo con la regulación de la ley 142 de 1995.

Por su parte, las alzas en las tarifas del transporte urbano contribuyeron con 0,28 pps sobre la inflación total y con 1,62 pps sobre la inflación del componente, debido a su variación anual de 6,0%. Asimismo, las mayores tarifas sobre el suministro del agua responden al incremento sobre el IPP, dado que, por cada aumento de tres puntos de este indicador, las empresas podrán recuperar los costos bajo el principio de suficiencia financiera. Debido a esto, las tarifas han presentado una inflación anual de 11,9%, lo que ha contribuido con 0,22 pps sobre la inflación total y 1,31 pps sobre la inflación del componente.

Finalmente, la depreciación del tipo de cambio y la continuidad de los altos precios internacionales del petróleo han propiciado un aumento en los costos de producción y generación de combustibles como el gas y la gasolina, los cuales han presentado variaciones anuales en sus precios de 14,0% y 6,4%, respectivamente; esto representa en su orden un aporte de 0,14 pps y 0,16 pps sobre la inflación total y de 0,94 pps y 0,84 pps sobre la inflación de los regulados.

6.2. Expectativas de inflación y tasas de interés

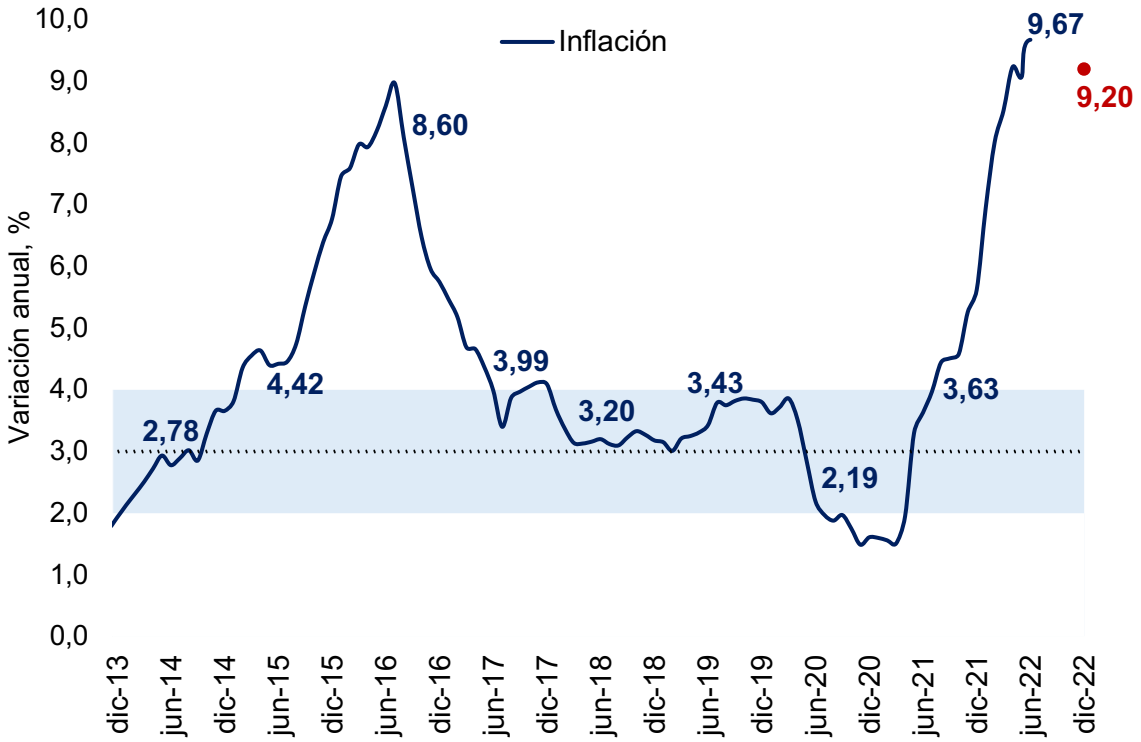
6.2.1. Expectativas de inflación

Los resultados de la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) realizada por Fedesarrollo demuestran que las expectativas de inflación se mantienen altas en respuesta a las tendencias observadas a nivel local e internacional. Puntualmente, las expectativas que se han ubicado por fuera del rango meta del Banco de la República desde agosto de 2021 (4,13%), se situaron en 8,70% para abril, 9,10% para mayo, 9,56% para junio y 9,95% para

junio del 2022 (Gráfico 5). Además, de acuerdo con la EOF más reciente (julio 2022), la expectativa de inflación para diciembre de 2022 se ubica en 9,20%.

Entre las razones que han motivado la subida de las expectativas se encuentra la aceleración de la inflación de cada uno de los componentes (salvo para mayo en el componente de alimentos por motivo del efecto base y en junio para el componente de bienes SAR por motivo del día sin IVA) y la aceleración sobre la inflación básica (SAR) que da cuenta de presiones sostenidas por el lado de la demanda. Así, las expectativas de los analistas continúan fuera del rango meta y no retornarían al límite superior de 4,0% en el horizonte de pronóstico (según la EOF, en diciembre de 2023 el dato cerraría en 5,56%). Desde Fedesarrollo estimamos que a cierre de 2022 la inflación alcance 9,0%, teniendo en cuenta las consideraciones presentadas en la sección 6.

Gráfico 5. Expectativas de inflación
(Variación anual, %)



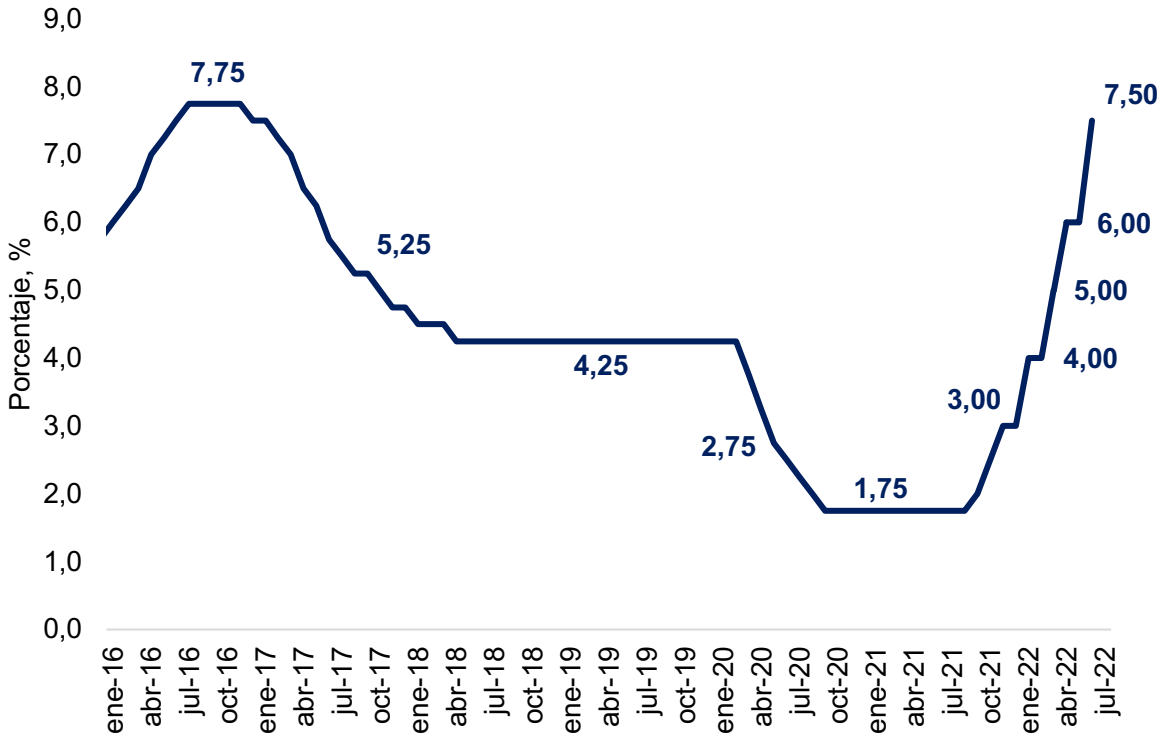
Fuente: EOF-Fedesarrollo

6.2.2. Tasas de interés

En línea con el comportamiento de la inflación en el país desde el último trimestre del 2021, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha emprendido una normalización de la política monetaria para enfrentar la subida de precios y evitar un posible desanclaje de las expectativas de inflación en el rango meta. Así, en la reunión del 30 de septiembre de 2021, la JDBR decidió incrementar la tasa de política monetaria (TPM) en 25 pbs por primera vez durante 13 meses, ubicándola en 2,0% para octubre. Desde entonces, en las siguientes reuniones se mantuvo esta postura al alza de la TPM. En particular en la reunión del 30 de octubre la JDBR decidió subir la TPM 50 pbs para el mes de noviembre, pasándola

de 2,00% a 2,50%. Posteriormente, en la última reunión del año llevada a cabo el 17 de diciembre, se decidió incrementar la TPM en 50 pbs adicionales, ubicándola en 3,0% al cierre del año. Después, en la reunión celebrada el 28 de enero de 2022, se decidió incrementar la TPM en 100 pbs, ubicándola para febrero y marzo en 4,0%. Luego, en la sesión del 31 de marzo, se aumentó la TPM nuevamente en 100 pbs, situándola en 5,0%. En la reunión del 29 de abril la JDBR aumentó la TPM otros 100 pbs, ubicándola en 6,0% para mayo y junio. Finalmente, en la última reunión de la JDBR llevada a cabo el 30 de junio se decidió incrementar la tasa en 150 pbs, lo que la situó en 7,5% para julio (Gráfico 6).

Gráfico 6. Tasa de intervención de política monetaria
(Porcentaje, %)



Fuente: Banco de la República. Elaboración Fedesarrollo

Conforme al proceso de normalización de la política monetaria, las tasas de interés de captación del mercado han experimentado un incremento gradual desde el mes de octubre de 2021, cuando la tasa de intervención subió por primera vez en el año. En este sentido, y de forma consistente con las últimas decisiones de la JDBR, la tasa interés promedio (efectiva anual) de los depósitos a término fijo (DTF) se ubicó en 5,97% en abril, lo que representó un aumento de 100 pbs con respecto al dato registrado en marzo (4,97%). Posteriormente, la tasa se incrementó en 107 pbs en mayo, hasta ubicarse en 7,04%. Finalmente, aumentó 0,68 pbs en junio, cerrando en 7,72%. Este último valor representa el dato más alto desde marzo de 2009 (8,17%) (Gráfico 7).

Por su parte, el indicador bancario de referencia (IBR) tasa efectiva a plazo de tres meses presentó menores incrementos promedio en comparación a la DTF durante el trimestre de estudio. En particular, se observó un aumento de 11 pbs frente al dato de marzo (6,06%),

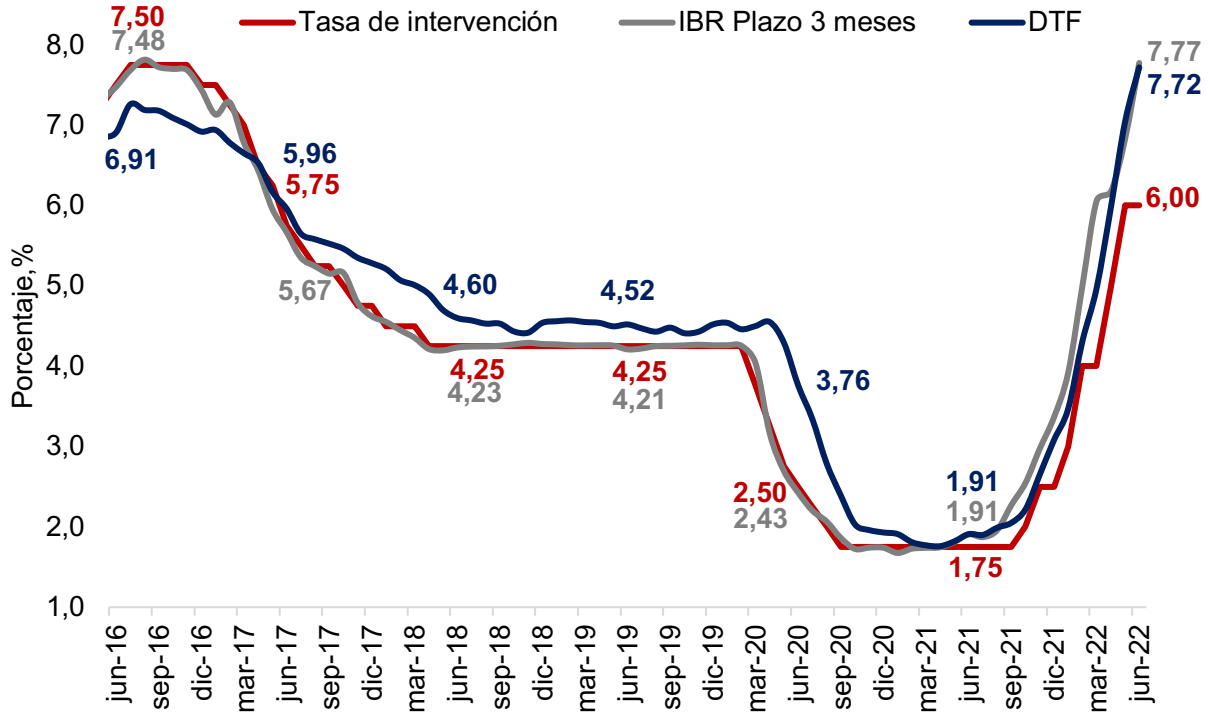
lo que la ubicó para abril en 6,17%. En mayo, el incremento fue de 66 pbs, de forma que la tasa se situó en 6,82%. Finalmente, cerró junio en 7,77%, lo que representa un aumento de 0,95 pbs. Esta última cifra es la más alta desde agosto de 2016 (7,81%) momento en el que se mantenían las fuertes presiones inflacionarias de mediados de 2016 y en que la TPM se ubicaba en 7,75%. Así, tanto la DTF como el IBR superan ampliamente los niveles prepandemia y se espera que continúen aumentando de cara a las subidas proyectadas de la TPM durante las próximas reuniones de 2022 de la JDBR del Banco de la República (Ver sección 6.2).

La tendencia creciente también se percibe en las tasas de interés de los créditos de consumo, comerciales (ordinarios y preferenciales) e hipotecarios (Gráfico 8). En particular, para los meses de abril, mayo en su orden, las tasas de los créditos de consumo aumentaron 150 pbs y 76 pbs, la de los créditos comerciales ordinarios 76 pbs y 82 pbs, la de los créditos comerciales preferenciales 57 pbs y 107 pbs y la de los créditos hipotecarios 45 pbs y 57 pbs. En la misma línea, la tasa de colocación promedio aumentó 72 pbs y 104 pbs entre los mismos periodos, alcanzando un valor para mayo de 13,9%. Esto dato es el más alto registrado desde mayo de 2017 (13,9%).

Al analizar los movimientos de la tasa de interés de política monetaria a la economía entre marzo de 2022 y mayo de 2022, se evidencia un traspaso completo sobre la tasa interbancaria a un día (TIB), los depósitos a término fijo (DTF) y la tasa de la cartera de consumo (Cuadro 1). Por su parte, la transmisión estuvo cerca de estar completa para las tasas de interés de colocación de la cartera comercial ordinaria, preferencial, microcrédito, y tarjetas de crédito. Lo mismo sucedió para la tasa de usura aplicable para los créditos de consumo y comercial ordinario. Esto da cuenta de la heterogeneidad existente en el pass-through hacia las diferentes tasas del sistema financiero, tanto en magnitud como en velocidad[41]. Por el contrario, se observa una transmisión baja en la modalidad de crédito de vivienda, al igual que en sus componentes VIS y No VIS. Análogamente, el traspaso fue bajo hacia las tasas de interés de las cuentas de ahorro y hacia el IBR a tres meses. El comportamiento aparentemente atípico para el IBR se debe a que el proceso de ajuste al alza se dio de forma anticipada en los meses previos.

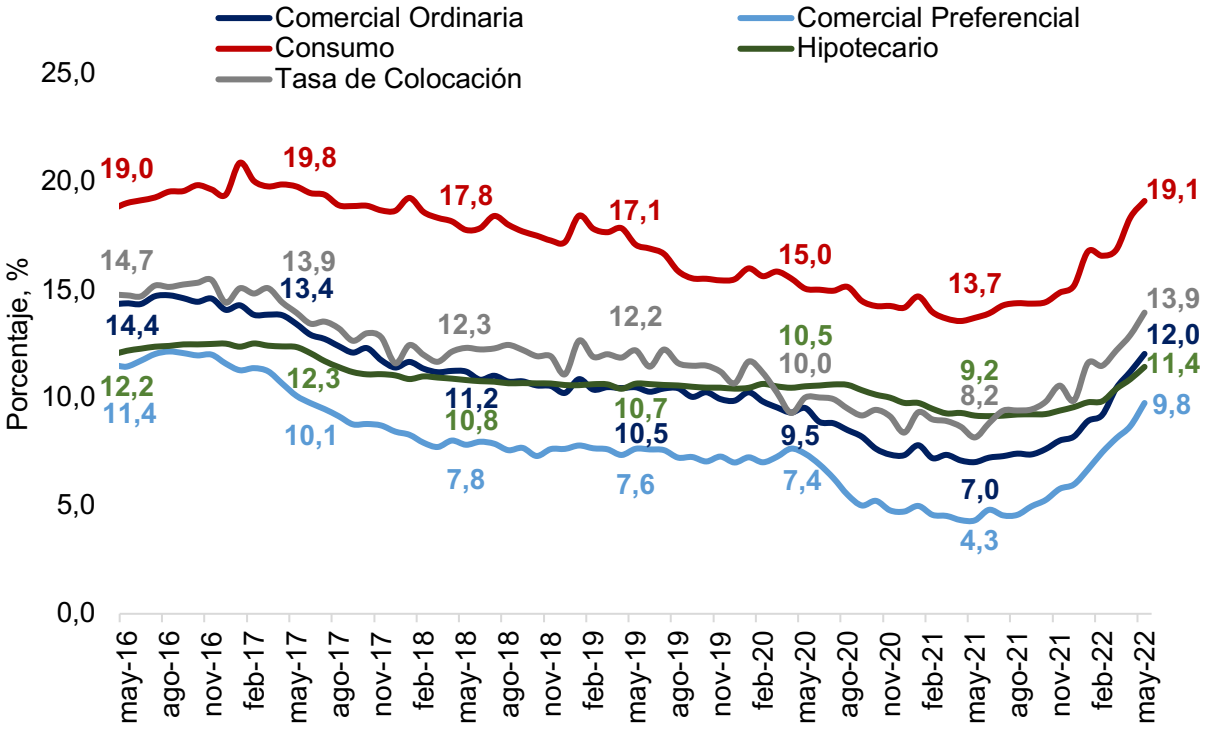
[41] Ver Galindo, A. & Steiner, R. (2020). Asymmetric Interest Rate Transmission in an Inflation Targeting Framework: The Case of Colombia. Borradores de Economía, núm. 1138, Banco de la República de Colombia.

Gráfico 7. Tasa de intervención y de captación
(Porcentaje, %)



Fuente: Banco de la República. Cálculos Fedesarrollo

Gráfico 8. Tasa de colocación por modalidades
(Porcentaje, %)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Financiera. Cálculos Fedesarrollo

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Cuadro 1. Transmisión de la tasa de intervención de política monetaria

Fecha	mar-22 (a)	jun-22 (b)	Variación (b-a)	Transmisión (%) (b-a)/(VATPM)
TPM	4,00	6,00	200	
Tasas de interés interbancarias				
TIB	4,06	6,07	201	100
IBR (tres meses)	6,06	6,82	77	38
Tasas de interés de captación				
DTF	4,97	7,04	207	104
Cuentas de ahorro	1,83	2,64	81	40
Tasas de interés de colocación				
Comerciales				
Ordinario	10,44	12,03	158	79
Preferencial	8,12	9,76	163	82
Tesorería	8,84	9,79	94	47
Microcrédito	37,57	39,30	173	86
Hogares				
Consumo	16,85	19,11	226	113
Tarjeta de crédito	25,78	27,57	179	89
Hipotecaria	10,41	11,43	102	51
VIS	11,15	12,00	85	43
NO VIS	10,20	11,27	106	53
Usura (Consumo y Ordinario)	27,71	29,57	186	93

Fuente: Banco de la República y Superintendencia Financiera. Cálculos Fedesarrollo

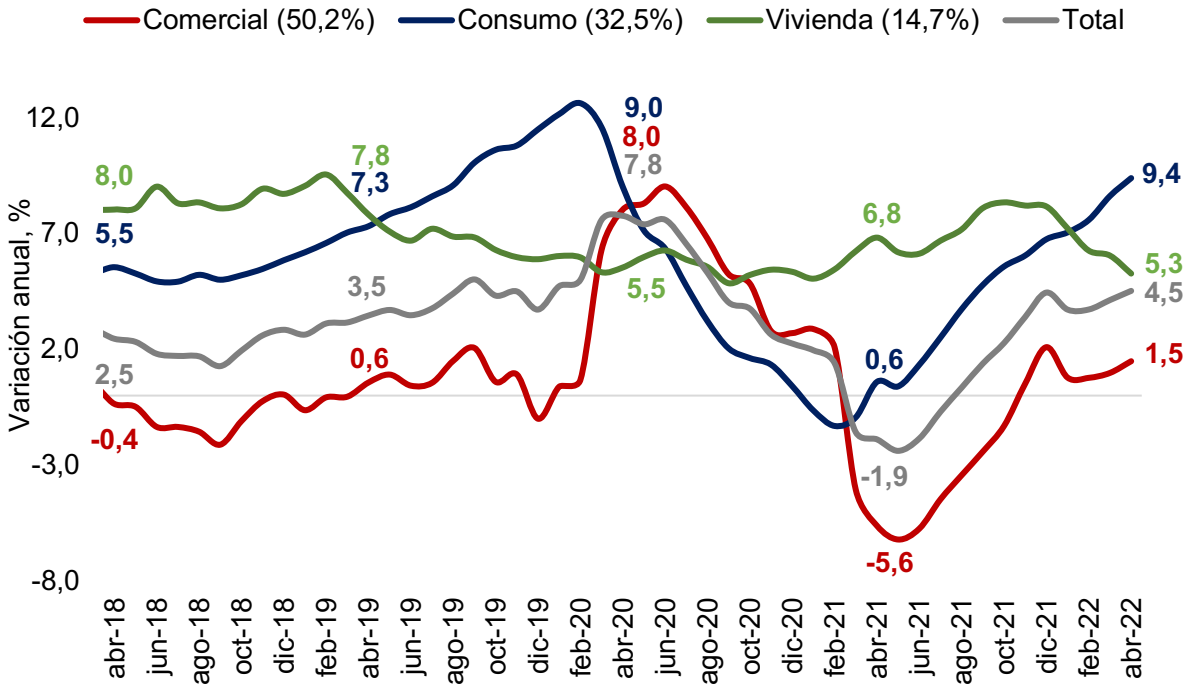
6.3.Cartera del sistema financiero

La cartera real total presentó crecimientos anuales de 3,7%, 4,1% y 4,5% en febrero, marzo y abril de 2022 (Gráfico 9). Esto equivale a un cambio de 2,3 pps, 5,7 pps y 6,4 pps en su orden, frente a los crecimientos observados doce meses atrás. Frente al mes inmediatamente anterior, se presentó una aceleración de 0,01 pps, 0,41 pps y 0,40 pps, respectivamente. Lo anterior da cuenta del desempeño positivo del crédito en línea con la recuperación que continúa experimentando la actividad económica en el contexto de reactivación. A nivel desagregado, se encuentra que la cartera de consumo cuya participación es del 32,5% en la cartera total, es la de mayor incremento, registrando variaciones anuales de 7,6% en febrero, 8,6% en marzo y 9,4% en abril de 2022. De esta forma, dichas variaciones se encuentran 8,9 pps, 9,6 pps y 8,8 pps por encima de las registradas en los mismos periodos de 2021, meses en los cuales se presentaron caídas anuales de la cartera bruta. Esto es consistente con el fortalecimiento de la demanda interna a través de los impulsos del consumo de los hogares.

Análogamente, la cartera de crédito comercial (50,1% de la cartera total) también exhibió una tendencia creciente, con variaciones de 0,8%, 1,0% y 1,5% en febrero, marzo y abril

de 2022. Se observa que, pese a que la variación en febrero registró una desaceleración con respecto la reportada doce meses atrás (-1,3 pps), el crecimiento en marzo y abril se aceleró en 5,0 pps y 7,1 pps, respectivamente. Esto último da cuenta del inicio de un efecto base dados los crecimientos negativos de esta modalidad de cartera entre marzo y octubre del 2021. Finalmente, la cartera de vivienda que representa el 14,7% de la cartera total, si bien continuó registrando crecimientos anuales altos durante febrero (6,3%), marzo (6,1%) y abril (5,3%), presentó una marcada desaceleración durante los últimos dos meses con respecto a los datos registrados en 2021. En especial, el crecimiento se redujo en 0,2 pps y 1,6 pps en marzo y abril, respectivamente.

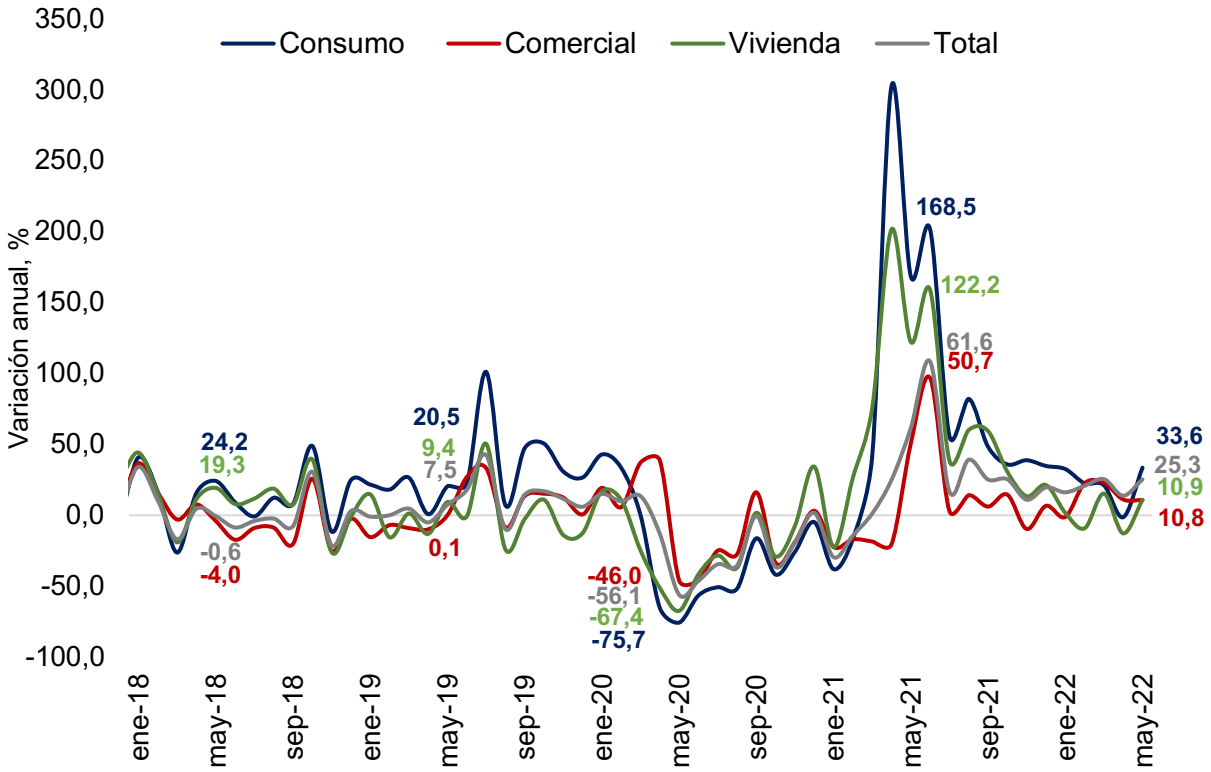
Gráfico 9. Cartera real por tipo de crédito
(Variación anual, %)



Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos Fedesarrollo

Referente al comportamiento de los desembolsos, en abril y mayo de 2022 el crecimiento anual real fue de 13,8% y 25,3%, respectivamente (Gráfico 10). En ambos meses se alcanzó un monto real total de $35,4 billones y $36,1 billones en su orden. No obstante, en términos mensuales se presentó en abril un crecimiento negativo de 21,8% frente a marzo ($45,8 billones). Cuando se descompone el total de desembolsos por modalidades de crédito, se encuentra que comercial registró el mayor crecimiento anual en abril (11,2%). Por su parte, durante el mismo periodo, los desembolsos de vivienda y consumo presentaron crecimientos reales negativos (-12,8% y -1,4%, respectivamente). Para el mes de mayo, las tres modalidades presentaron crecimientos positivos y superiores al 10,0%, destacando los desembolsos de consumo (33,6%).

Gráfico 10. Desembolsos por tipo de crédito
(Variación anual, %)



Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos Fedesarrollo

Al analizar la calidad de la cartera, medida como la proporción de la cartera vencida con respecto a la cartera bruta, se hace evidente el proceso de reactivación económica en el que continuó el país durante el primer semestre de 2022. Esto, pues se observa una mejora significativa con respecto al indicador de mora tras el deterioro de finales de 2020 (Gráfico 11), pese a la finalización en el mes de agosto de 2021 de los alivios contemplados en el Plan de Acompañamiento a Deudores (PAD)[42].

Así las cosas, para febrero de 2022, el indicador de mora descendió a 4,0%. Esto representa una disminución de 1,03 pps comparado con febrero de 2021 (5,0%) y una reducción de 0,74 pps frente a febrero de 2019 (4,8%). Para marzo de 2022, el indicador se ubicó en 3,8%, su menor nivel desde junio del 2020 (3,8%), periodo en que entró en vigor el PAD. Con respecto al 2019 y 2021 esto significó una caída de 0,99 pps y 1,07 pps, respectivamente. Finalmente, para abril de 2022 el indicador de mora se mantuvo en 3,8%, lo cual representa una caída de 1,11 pps y 1,10 pps frente al mismo mes de 2019 y 2021. Estos resultados dan cuenta de la reducción significativa de la morosidad hasta niveles inferiores a los registrados previos al choque de COVID-19.

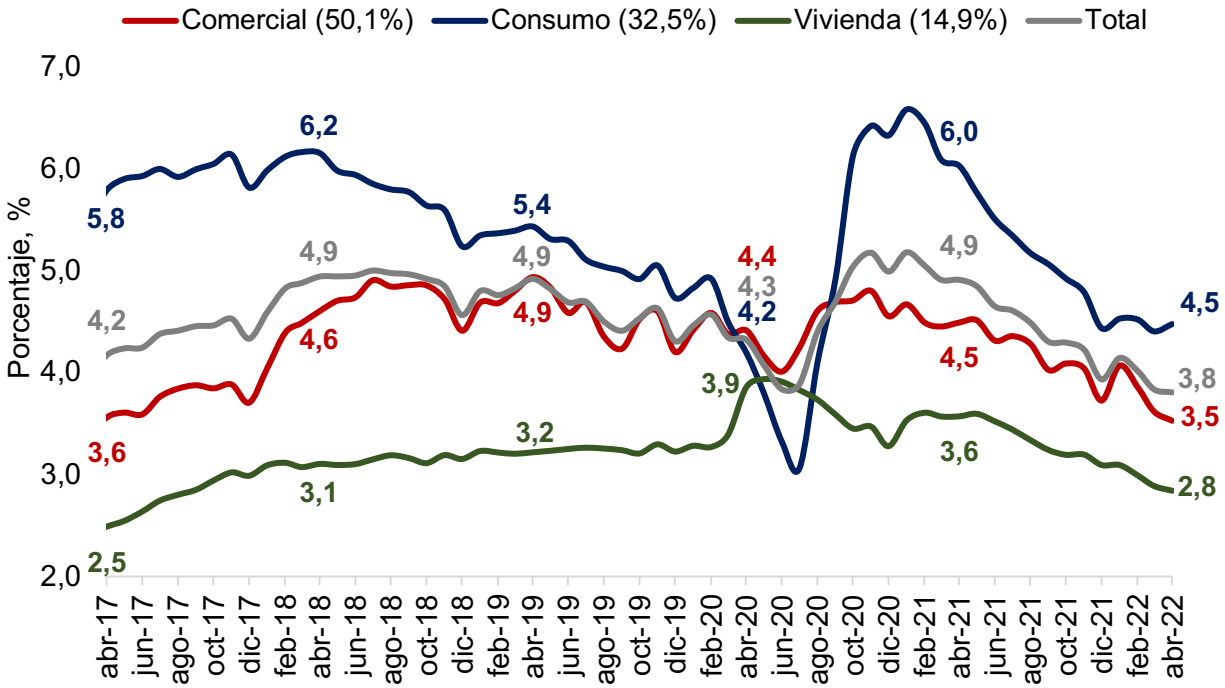
Al diferenciar por tipo de crédito, a corte del mes de abril de 2022, la cartera comercial es la que presentó las mayores reducciones en el indicador de mora con respecto a 2019.

[42] Mecanismo introducido por la Superintendencia Financiera de Colombia mediante la Circular Externa 022 del 30 de junio de 2020 para gestionar el riesgo de crédito ante el choque del Covid-19, a través de la redefinición de las condiciones de los créditos.

Específicamente, la cartera comercial vencida se ubicó en 3,5% en abril de 2022, mientras se situó en 4,9% y 4,5% en el mismo mes de 2019 y 2021, respectivamente. Esto da cuenta de una reducción de 1,41 pps y 0,96 pps. En lo que respecta al crédito de consumo, la calidad de la cartera se ubicó en 4,5%, lo que representó una caída de 0,96 pps frente a 2019 (5,4%) y de 1,55 pps frente a 2021 (6,0%). Análogamente, la cartera de vivienda presentó una corrección favorable de su morosidad, al pasar desde un indicador de 3,2% en abril de 2019 y de 3,6% en abril de 2021 a uno de 2,8% en el mismo mes de 2022. Lo anterior significó una reducción de 0,38 pps y 0,73 pps, respectivamente. De esta manera, la calidad de la cartera agregada y para cada modalidad se ubicó en niveles inferiores a los prepandemia, como producto de la mayor estabilidad económica de los hogares y empresas a medida que avanza la recuperación de la economía y el empleo.

Gráfico 11. Indicador de calidad cartera por tipo de crédito

(Porcentaje, %)



Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos Fedesarrollo

Nota: La cartera vencida de vivienda en el plazo de 1 a 4 meses sólo incluye las cuotas vencidas. El capital no incluido en las cuotas de 1 a 4 meses se considera vigente.

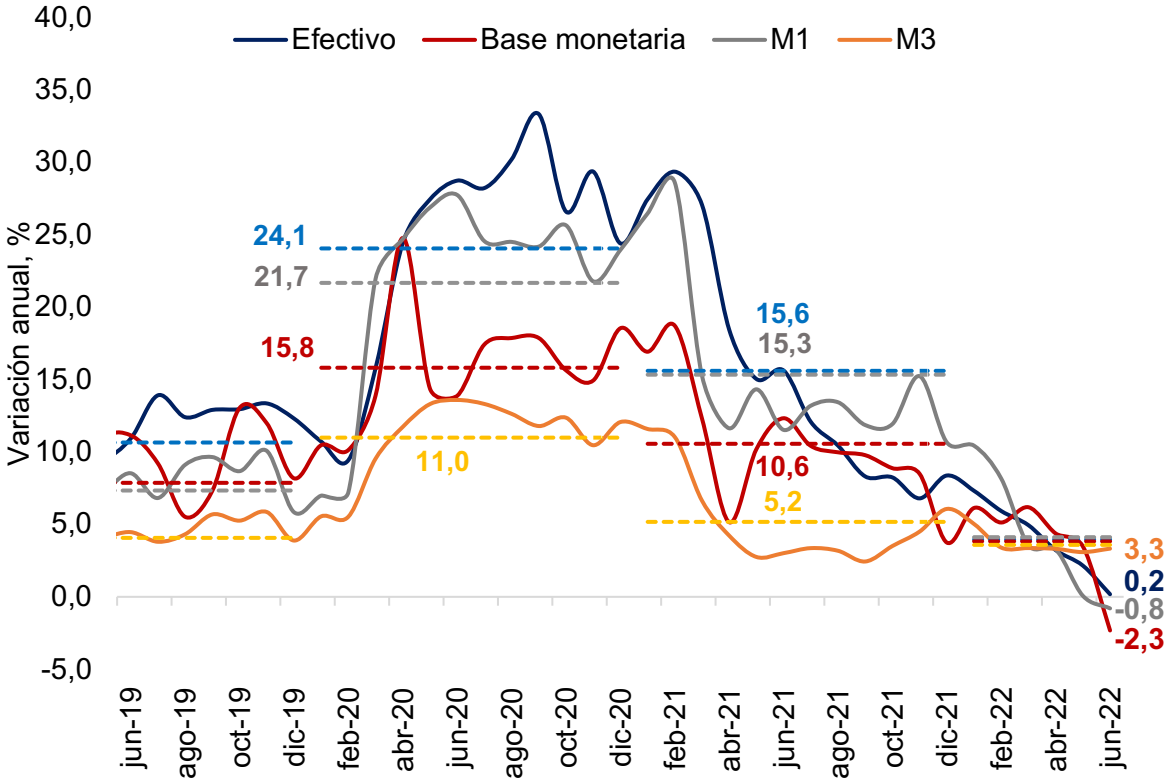
6.4. Principales agregados monetarios

La normalización de la política monetaria, junto con el incremento de la actividad productiva y de la demanda, han contribuido a la desaceleración en el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios (Gráfico 12). Adicionalmente, el riesgo inflacionario representa también un factor que presiona la disminución del crecimiento real de los activos financieros.

Específicamente, en términos reales, el efectivo creció anualmente 3,2% en abril de 2022, 2,2% en mayo y 0,2% en junio; para los mismos periodos, la base monetaria creció 4,4%,

3,5% y -2,3%, respectivamente. Por su parte, el M1 creció para los mismos meses 3,3%, 0,1% y -0,8%; mientras que el M3 lo hizo en 3,3%, 3,1% y 3,3%. Con estos resultados, el crecimiento promedio en lo corrido de 2022 del efectivo fue de 4,0% (6,7 pps por debajo del promedio de 2019); el de la base monetaria (que incluye el efectivo y la reserva bancaria) en 3,8% (4,1 pps por debajo de 2019); el de M1 en 4,1% (3,2 pps por debajo de 2019); y el de M3 en 3,6% (0,5 pps por debajo de 2019). Es decir, comparativamente al periodo previo a la pandemia, las tasas de crecimiento promedio de todos los agregados han presentado una marcada desaceleración.

Gráfico 12. Crecimiento real de los agregados monetarios
(Variación anual, %)



Fuente: Banco de la República. Cálculos Fedesarrollo

6.5. Comparación regional

Al igual que Colombia, las principales economías de la región con régimen de inflación objetivo, se han visto afectadas por la ola inflacionaria global. Este fenómeno, que tiene asociados factores internos, tales como el repunte dinámico de la actividad económica, y externos, tales como la inflación importada por presiones internacionales y altas tasas de cambio, ha causado una creciente preocupación para las autoridades monetarias de todos los países, una vez que la inflación continúa alejándose de su rango meta[43] (Gráfico 13).

[43] En Brasil el objetivo de inflación en 2021 se ubicaba en 3,75% con un rango de tolerancia entre 2,25% y 5,25%. Para 2022 se situó en 3,5% con un rango de tolerancia entre 2,0% y 5,0%. En Colombia, Chile y México el objetivo es de 3,0% con un rango meta comprendido entre 2,0% y 4,0%. Por su parte, en Perú el objetivo es de 2,0% y el rango meta está comprendido entre 1,0% y 3,0%.

Dentro del grupo de 5 países estudiados, Chile registró la mayor aceleración de la inflación anual durante el periodo de estudio, con aumentos mensuales de 1,1 pps en abril, 1,0 pps en mayo y 1,0 pps junio, lo que ubicó la tasa en 10,5%, 11,5% y 12,5% para los mismos meses, respectivamente (Gráfico 13). Análogamente, presentó la mayor aceleración de la inflación núcleo con aumentos de 0,9 pps, 0,7 pps y 0,9 pps entre los mismos periodos, ubicándose respectivamente en 8,3%, 9,0% y 9,9% (Gráfico 14).

Detrás de Chile, se ubica Brasil, para quien la inflación anual se ubicó en 12,1% en abril, 11,7% en mayo y 11,9% en junio, dado el cambio mensual de 0,8 pps, -0,4 pps y 0,2 pps, respectivamente. De igual forma, Brasil fue el país con la segunda mayor aceleración de la inflación núcleo con aumentos de 0,7 pps, 0,6 pps y 0,4 pps entre los mismos periodos, lo que la ubicó en 9,8%, 10,4% y 10,7%, respectivamente. En la misma línea, Colombia experimentó cambios de 0,7 pps, -0,2 pps y 0,6 pps que llevaron a la inflación hasta 9,2%, 9,1% y 9,7% durante el periodo de estudio. Por su parte, la inflación núcleo se situó en 5,3%, 5,9% y 6,1% debido a los aumentos respectivos de 0,7 pps, 0,6 pps y 0,2 pps.

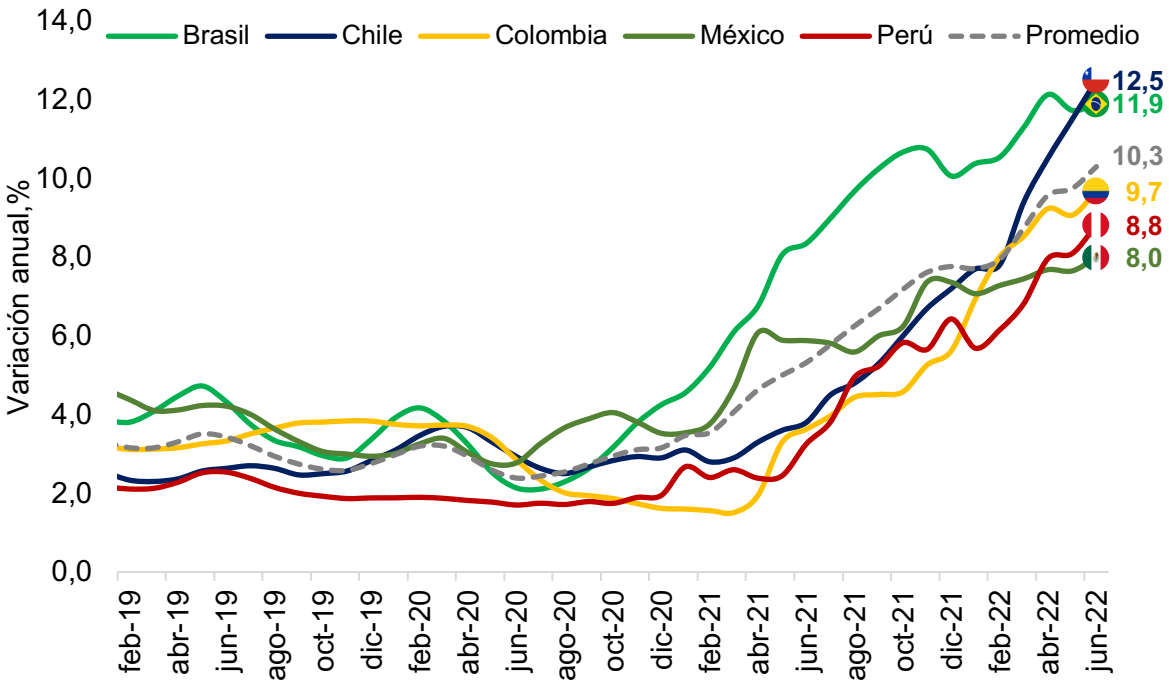
Comparativamente a los mismos meses, Perú experimentó una aceleración sobre la inflación de 1,1 pps en abril, 0,1 pps en mayo y 0,7 pps en junio que la ubicaron en 8,0%, 8,1% y 8,8%, respectivamente. Con respecto a la inflación núcleo, pese a la aceleración mayor con respecto a la registrada por México, se ubicó como el país con los datos más bajos, situándose durante cada mes en 3,8%, 4,3% y 5,0%, Finalmente, México es el país analizado que ha presentado las menores aceleraciones sobre la inflación al registrar aumentos de 0,2 pps en abril, 0,0 pps en mayo y 0,3 pps en junio que la ubicaron en 7,7%, 7,7% y 8,0% durante los mismos meses. Con relación a la inflación núcleo, registró aumentos de 0,4 pps, 0,1 pps y 0,2 pps que la situaron en 7,2%, 7,3% y 7,5%.

Dada esta coyuntura, se ha visto un incremento sustancial en las tasas de política monetaria por parte de las autoridades monetarias en aras de contener la subida de precios y anclar las expectativas de inflación en el mediano plazo (Gráfico 15). En particular, Chile ha sido el país con el incremento más contundente en la tasa de intervención (4,25 pps), pues la autoridad la aumentó desde 5,5% en marzo del 2022 a 9,75% en julio de 2022 (la más alta del siglo XXI). La JDBR de Colombia presentó el segundo incremento más alto de la tasa (3,5 pps), al pasar de 4,0% en marzo a 7,5% en julio. Por su parte, Perú se encuentra en tercer lugar respecto al aumento de la tasa a lo largo del trimestre con una subida de 2,0 pps entre marzo de 2022 (4,0%) y julio de 2022 (6,0%).

Seguidamente, en Brasil la autoridad monetaria ajustó la tasa de referencia al alza en 1,5 pps, al pasar de 11,75% en marzo a 13,15% en julio. No obstante, pese a este incremento moderado durante el periodo de estudio, mantiene la tasa de referencia más alta de la región (13,25%). Finalmente, en México se registró el menor incremento (1,25 pps) al pasar de 6,5% en marzo a 7,75% en julio.

Gráfico 13. Inflación anual en la región

(Variación anual, %)

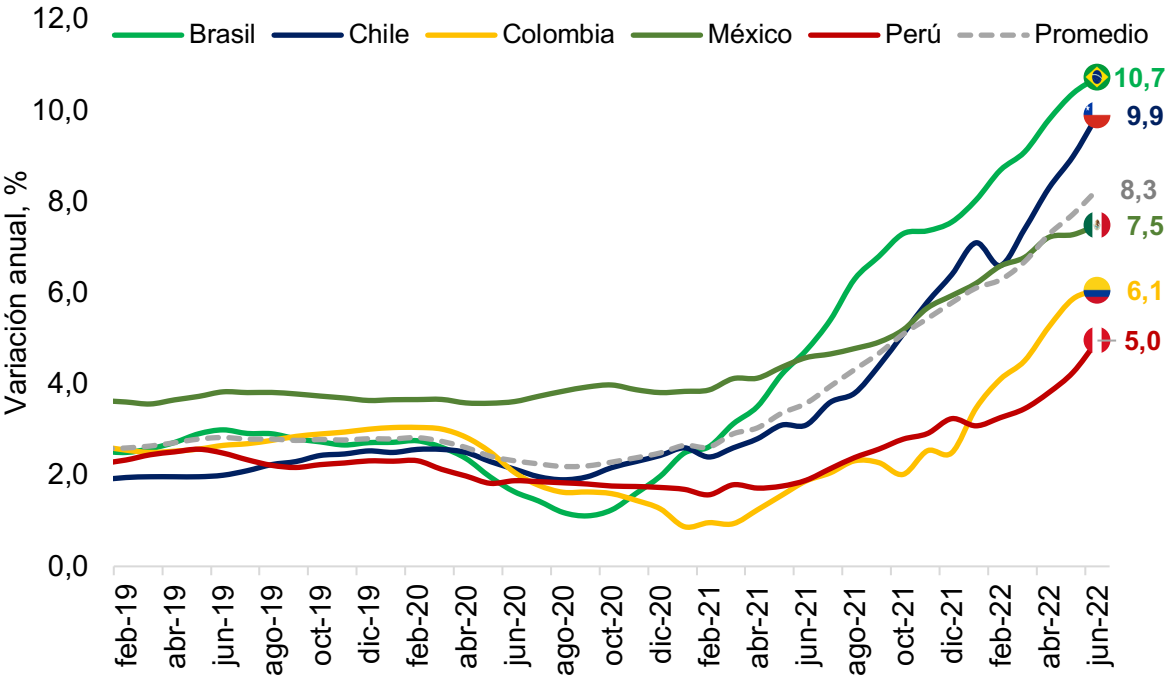


Fuente: Banco de la República (Colombia), Banco Central de Perú, Banco Central de Chile, INEGI (México), Banco Central de Brasil. Cálculos Fedesarrollo.

Nota: El promedio no incluye a Colombia. Se muestra el trimestre móvil de la inflación de 2020 hacia atrás.

Gráfico 14. Inflación anual núcleo en la región

(Variación anual, %)



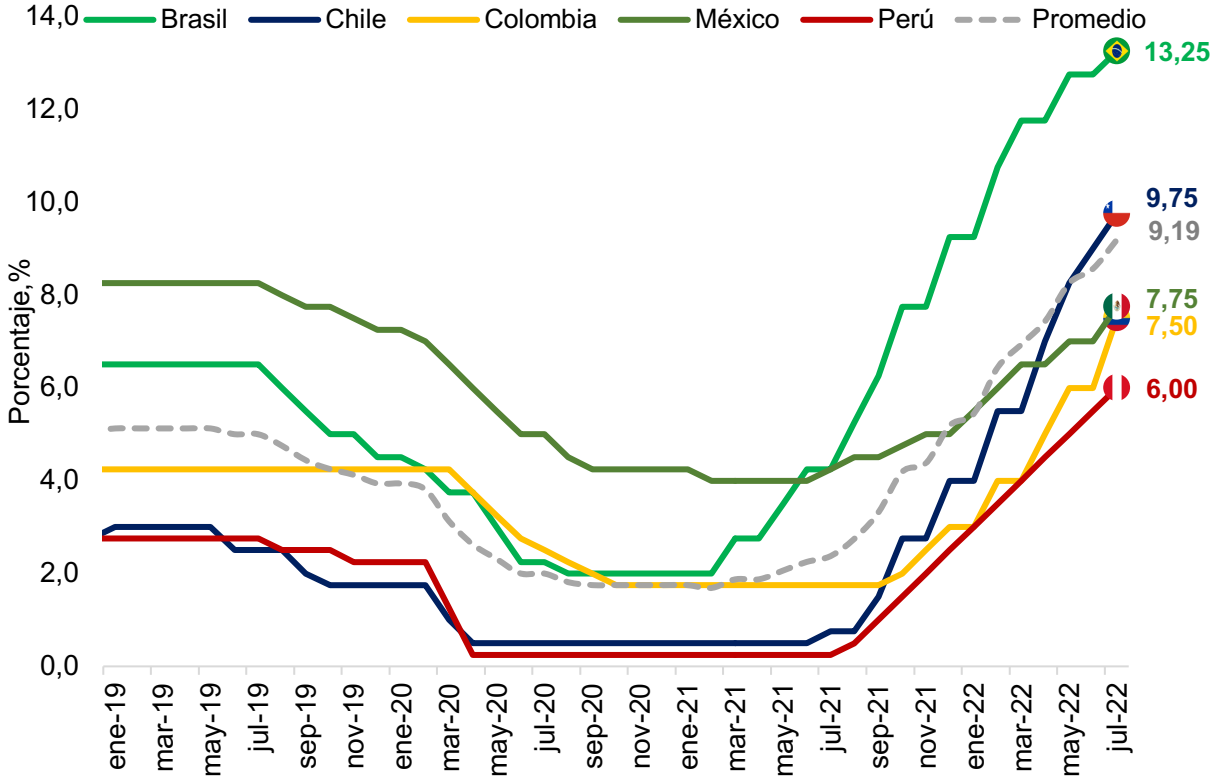
Fuente: Banco de la República (Colombia), Banco Central de Perú, Banco Central de Chile, INEGI (México), Banco Central de Brasil. Cálculos Fedesarrollo.

Nota: El promedio no incluye a Colombia. Se muestra el trimestre móvil de la inflación de 2020 hacia atrás.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Gráfico 15. Tasas de política monetaria en la región

(Porcentaje, %)



Fuente: Bancos centrales de cada país. Cálculos Fedesarrollo

6.6. Proyecciones

6.6.1 Inflación

A la luz del análisis desarrollado a lo largo de este capítulo, nuestro pronóstico de inflación para final de 2022 se ubica en 9,0%, en línea con la tendencia al alza observada durante el primer semestre del año (salvo para mayo por cuenta del efecto base por motivo del paro nacional de 2021). Esto representa un ajuste de 2,2 pps hacia arriba respecto a la proyección de la edición anterior de *Prospectiva* (6,8%). Asimismo, subimos nuestro pronóstico para 2023, ubicándolo en 5,3% (4,3% en la edición pasada). Los factores predominantes que motivaron este ajuste son: el desequilibrio persistente entre la oferta y la demanda interna dada la recuperación más dinámica del gasto de consumo final y de la demanda agregada, la persistencia de los altos precios de los insumos agropecuarios, la oferta limitada de ciertos alimentos en el corto plazo, el fin de la emergencia sanitaria, la depreciación esperada de la tasa de cambio en razón del proceso acelerado de normalización de la política monetaria de Estados Unidos, la continuidad de los altos precios sobre los commodities, la recuperación rezagada de la cadena global de suministros y los aumentos esperados sobre el precio de la gasolina. De esta manera, esperamos que para julio se alcance el máximo del año y a partir de entonces empiece una senda de disminución que será solamente interrumpida en octubre como consecuencia de la baja base

estadística. Este resultado sería consistente con el endurecimiento de la política monetaria y la mayor base estadística de comparación de los meses siguientes (salvo octubre).

Al desagregarlo por componentes, prevemos una inflación anual de alimentos para el 2022 de 17,8%, lo cual representa una corrección al alza de 2,3 pps frente al dato de la edición anterior (15,5%). Este incremento responde principalmente a la persistencia de los altos precios de los insumos agropecuarios a nivel nacional, pese a la vigencia durante 4 meses de las normas de reducción de aranceles[44] hasta el 0% de insumos de carácter importado.

Estos altos precios mantendrían en primera instancia elevados los costos de producción de ciertos alimentos procesados como la carne de res, la carne de aves y la leche, así como de los huevos (alimento perecedero). Asimismo, el retraso del proceso de recuperación de la cadena global de suministros, aunado a altos precios internacionales de productos como el maíz y la soya, podrían presionar aún más los costos de producción de los concentrados animales. Por otra parte, los altos costos podrían desincentivar las decisiones actuales de cultivo de los productores, lo cual limitaría la oferta de alimentos meses adelante y podría generar nuevas presiones alcistas.

Finalmente, dadas las recientes decisiones de la FED de incrementar la tasa de referencia y conforme a la expectativa de mayores incrementos a lo largo del año, se podría dar un flujo saliente de capitales del país que derive en una depreciación de la tasa de cambio. Ante este evento, los costos de los insumos de carácter importado podrían experimentar presiones adicionales al alza, pese a los menores aranceles, y asimismo podrían impactar el precio de productos importados de consumo final del subcomponente de alimentos procesados.

Por su parte, se espera que con la reducción de la base gravable sobre la cual se liquidan los impuestos aduaneros de 200 productos importados, de acuerdo con lo dispuesto por el Decreto 955 del 4 de junio de 2022[45], se moderen parcialmente estas presiones. Dentro de los productos cobijados se destacan productos como la carne, el queso, cereales y frutas.

En lo concerniente a la inflación de bienes SAR, esperamos que esta se ubique en 8,8% en 2022, a raíz de las presiones por el lado de la demanda, lo cual representa un ajuste de 3,0 pps frente al dato de la edición anterior (5,8%). Esto da cuenta de la recuperación de las disrupciones en las cadenas globales a un menor ritmo que el anticipado. Asimismo, incorpora los posibles efectos de los nuevos confinamientos en China por nuevos brotes de COVID-19, que podrían retrasar este proceso y presionar al alza los precios de bienes finales importados de la canasta básica de consumo. Una posible depreciación por las

[44] El Gobierno Nacional en cabeza del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, expidió durante los meses de marzo y abril los decretos 307 y 504 de 2022, en los cuales estableció una reducción de los aranceles hasta 0% para un total de 204 productos importados empleados como materias primas agropecuarias por vigencias entre seis meses y un año.

[45] El Gobierno Nacional en cabeza del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, expidió el 4 de junio de 2022 el decreto 955 de 2022, por el cual se establece una medida transitoria (6 meses) sobre el valor en aduanas de 200 mercancías importadas. En particular de la base gravable (CIF=FOB + fletes + seguros) sobre la que se calculan los impuestos (arancel e IVA) se excluirá el valor del 100% de los gastos de transporte (fletes y seguros).

razones previamente expuestas podría profundizar estas presiones sobre el componente, en especial a través de las subclases de vehículos y de producto de limpieza y mantenimiento. Se espera a su vez un incremento para julio sobre los precios de los productos de aseo personal, dada la restitución del IVA por motivo de la finalización de la emergencia sanitaria; asimismo se espera un repunte mensual de la inflación de las subclases afectadas por el día sin IVA debido al efecto base de junio. Finalmente, es importante mencionar que la realización de la jornada del día sin IVA, programada inicialmente para el 2 de diciembre de 2022, podrá ser cancelada por parte del nuevo Gobierno, por lo que no se esperan presiones a la baja al cierre del año por este concepto.

Con respecto a los servicios SAR, proyectamos una inflación de 5,3%, lo que representa una corrección de 1,5 pps frente al dato de la edición anterior (3,8%). Este resultado estaría explicado principalmente por las subclases de comidas fuera del hogar[46] de restaurantes y hoteles, a causa del traspaso parcial de los costos a las tarifas del consumidor, tales como los asociados a los precios de los alimentos y los relativos a la prestación de los servicios (los servicios públicos y los arriendos). Asimismo, se espera una contribución continua, aunque en menor magnitud a la evidenciada durante el primer trimestre del año, de los arriendos (tanto efectivo como imputado), debido a los incrementos esperados cercanos al límite regulatorio (inflación de 2021).

Por último, la inflación de regulados cerraría el año en 10,4%, lo cual representa un ajuste de 3,1 pps frente al dato de la anterior edición (7,3%). Este resultado respondería a las presiones esperadas sobre las tarifas de los servicios públicos domiciliarios de electricidad y suministro de agua principalmente. Asimismo, recoge los aumentos sucesivos esperados a lo largo del segundo semestre del año sobre la tarifa de la gasolina, en línea con lo presentado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2022. Esto, impactaría directamente la subclase de combustibles y de forma indirecta el precio del transporte urbano.

6.6.2. Tasa de interés del Banco de la República

En vista de la normalización de política monetaria puesta en marcha por la Junta Directiva del Banco de la República, esperamos que en 2022 la tasa de intervención siga incrementándose hasta ubicarse en 9,0% en diciembre de 2022. La subida de 100 pbs en abril hasta 6,0% y de 150 pbs en junio hasta 7,5%, dan cuenta de esta postura que se mantendrá durante las próximas reuniones; no obstante, la magnitud en que lo haga dependerá de la respuesta de la inflación, particularmente de las medidas de inflación básica. Este incremento está en línea con la necesidad de frenar el creciente desanclaje de las expectativas de inflación en el mediano plazo, dado que para finales de 2023 se espera una inflación por encima del rango meta. Asimismo, refleja la necesidad de frenar las presiones provenientes de la demanda dado el rápido cierre de la brecha del producto y

[46] Se hace referencia a dos subclases: 1) Comidas preparadas fuera del hogar para consumo inmediato y 2) Comidas en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio.

dada la ampliación del déficit de cuenta corriente en un contexto estrecho de las condiciones financieras globales.

En relación con lo anterior y similarmente a lo esperado en los pares de la región, esperamos que estos aumentos frenen de forma parcial y rezagada el proceso de recuperación económica y del empleo en lo restante del año y durante 2023. En el largo plazo, toda vez que se supere la crisis inflacionaria global, esperamos que la política monetaria se estabilice nuevamente, garantizando así una inflación dentro del rango meta.

Cuadro 2. Proyecciones variables monetarias

(Porcentaje, %)

	Escenario central	**Proyecciones 2023 - 2026**			
	2022	2023	2024	2025	2026
Inflación Total	**9,0**	**5,3**	**4,4**	**3,7**	**3,5**
Alimentos	17,8	-	-	-	
Regulados	10,4	-	-	-	
Servicios SAR	5,3	-	-	-	
Bienes SAR	8,8	-	-	-	
Tasa de intervención Banrep	**9,00**	**6,75**	**5,50**	**5,25**	**5,25**

Fuente: Modelo monetario Fedesarrollo

Nota: las cifras de inflación corresponden a la variación anual para cierre de año

Referencias

Baltic Exchange in London. Baltic Dry Index (2022).

Banco de la República (2022). *Informe de Política Monetaria abril de 2022*. Disponible en: https://www.banrep.gov.co/es/informe-de-politica-monetaria

Banco de la República (2022). Series estadísticas. Disponibles en: https://totoro.banrep.gov.co/analytics/saw.dll?Dashboard

Departamento Administrativo Nacional de Estadística – DANE (2022). Índice de precios al consumidor. Disponible en: https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc

Departamento Administrativo Nacional de Estadística – DANE (2022). Índice de precios al productor. Disponible en: https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/precios-y-costos/indice-de-precios-del-productor-ipp

Departamento Administrativo Nacional de Estadística – DANE (2022). Insumos y factores de la producción agropecuaria- junio 2022. Disponible en: https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/agropecuario/sistema-de-informacion-de-precios-sipsa/componente-insumos-1

Departamento Administrativo Nacional de Estadística – DANE (2022). Encuesta de Sacrificio de Ganado (ESAG) (2022). Disponible en:

https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/agropecuario/encuesta-de-sacrificio-de-ganado

Drewry. World Container Index (2022).

Federación Colombiana de Ganaderos (FEDEGAN). Disponible en: de: https://www.fedegan.org.co/estadisticas/precios

Fedesarrollo (2022). Encuesta de Opinión Financiera

Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. Decretos 307 del 3 de marzo de 2022.

Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. Decretos 504 del 4 de abril de 2022.

Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. Decretos 955 del 4 de junio de 2022.

Superintendencia Financiera de Colombia (2022). Evolución de la cartera de créditos. Disponible en: https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/informes-y-cifras/cifras/establecimientos-de-credito/informacion-periodica/mensual/evolucion-cartera-de-creditos-60950

Superintendencia Financiera de Colombia (2022). Tasas de interés y desembolsos por modalidad de crédito. Disponible en: https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/informes-y-cifras/cifras/establecimientos-de-credito/informacion-periodica/mensual/tasa-de-interes-y-desembolsos-por-modalidad-de-credito-60955

7. Economía Regional: recuperación de la confianza del consumidor

7.1. Actividad productiva regional

La economía colombiana se encuentra en un período de crecimiento satisfactorio debido al aumento en la confianza de los consumidores tras haber superado las crisis que abatieron al país en 2020 y 2021, así como al efecto base de la pandemia de covid-19 que aún afecta algunos sectores productivos. En este sentido, las regiones cuyo PIB depende en gran medida del comercio, el transporte y el alojamiento han tenido un crecimiento ejemplar de su economía. No obstante, la incertidumbre parece caracterizar el horizonte cercano del país en medio de un contexto político novedoso, armonizado por las presiones inflacionarias locales e internacionales, las amenazas constantes de una recesión global, y una guerra en desarrollo que no ha podido resolverse aún en Europa Oriental. En este sentido, a pesar de que existe consenso con respecto al buen momento que atraviesa Colombia en el corto plazo, varias de las proyecciones optimistas que se tenían con respecto al crecimiento regional de mediano y largo plazo han tenido que ajustarse teniendo en cuenta, sobre todo, los posibles efectos de una posible recesión global.

Por otro lado, los precios de algunos de los productos insignia de las exportaciones en el país, como el crudo de referencia Brent y el carbón, han mantenido precios altos durante el 2022, y se espera que su precio continúe por encima de lo observado en años anteriores. Esto impacta positivamente a las regiones del país, aunque se espera que lo haga de manera más determinante en aquellos territorios que se benefician mayoritariamente de las actividades extractivas. Así mismo, los efectos de la recuperación económica con respecto a la crisis de 2020 y 2021 continúan surtiendo efectos en temas como el comercio, turismo y alojamiento, razón por la cual se espera que, a pesar del creciente nivel de incertidumbre, las regiones que se caracterizan por su comercio y turismo continúen liderando la recuperación económica a nivel nacional.

7.1.1. Bogotá

La ciudad de Bogotá D.C. tiene una gran participación en la economía del país, alcanzando el 25,3% del PIB nacional, motivo por el cual se analiza como una región independiente. En el espectro general, Bogotá tuvo un crecimiento anual de 14,6% con respecto al 2020 y de 9,1% con respecto al periodo pre pandemia. Los sectores que más aportaron a este comportamiento fueron las actividades artísticas y de recreación, la industria manufacturera y el comercio, alojamiento y servicio, con un crecimiento promedio de 30,2%, 20,8% y 14,5% respectivamente. Durante lo corrido del 2022, las cifras expresan crecimientos bastante pronunciados con respecto al año pasado, lo cual se debe al aumento en la confianza de los consumidores y a un efecto base porque durante el segundo trimestre de 2021, al igual que a inicios de año, existieron restricciones al comercio nocturno, al igual

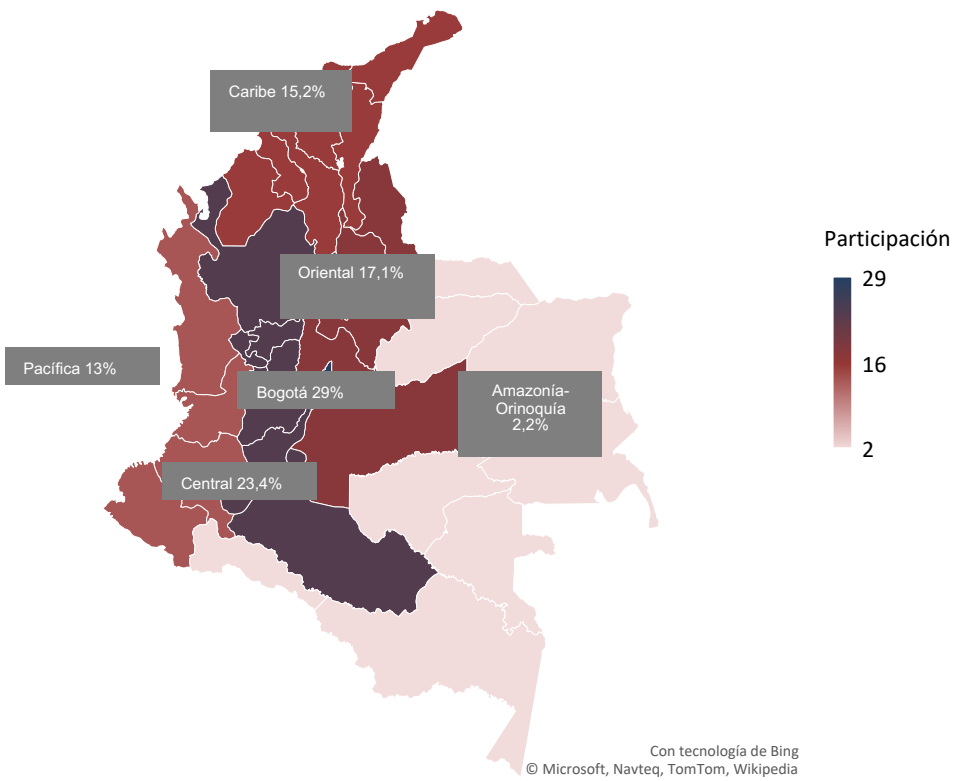
que algunas intermitencias en los toques de queda que frenaron el comercio en la capital. En este sentido, la flexibilización total de las medidas sanitarias ha sido fundamental para registrar un crecimiento económico importante, aunque no se constituye como el único causante.

Uno de los sectores más importantes para la capital del país es el de comercio, transporte y alojamiento, ya que representa cerca del 20,3% del PIB de la ciudad, convirtiéndose en el que más aporta dentro del territorio. Por otro lado, este sector productivo en Bogotá representa el 28,9% del total nacional, por lo que la capital es sumamente importante para el país en este sentido (Gráfico 1). En este contexto, a continuación se analizarán algunas de las variables primordiales con respecto al desempeño de estos sectores en la ciudad, de modo que sea posible observar los insumos detrás de las proyecciones de crecimiento que se mostrarán más adelante.

Según la Encuesta Mensual de Comercio (EMC), para marzo y abril las ventas reales del comercio minorista[47] presentaron un crecimiento de 13,6% y 30,3%, respecto al 2021. Así mismo, el crecimiento con respecto al año pre pandemia fue de 27,6% y 22,8% respectivamente. Cabe resaltar que, comparado con marzo, abril muestra un mayor crecimiento en el 2021 y uno menor en 2019, debido a la existencia de un efecto base más grande en abril por la instauración de un nuevo confinamiento durante dicha época (Gráfico 2). A pesar de lo anterior, para ambos escenarios hubo un gran crecimiento comparado con el período pre pandemia, lo que demuestra que el comercio pudo superar la crisis de forma satisfactoria.

[47] Medido por el DANE a través de la Encuesta Mensual de Comercio (EMC).

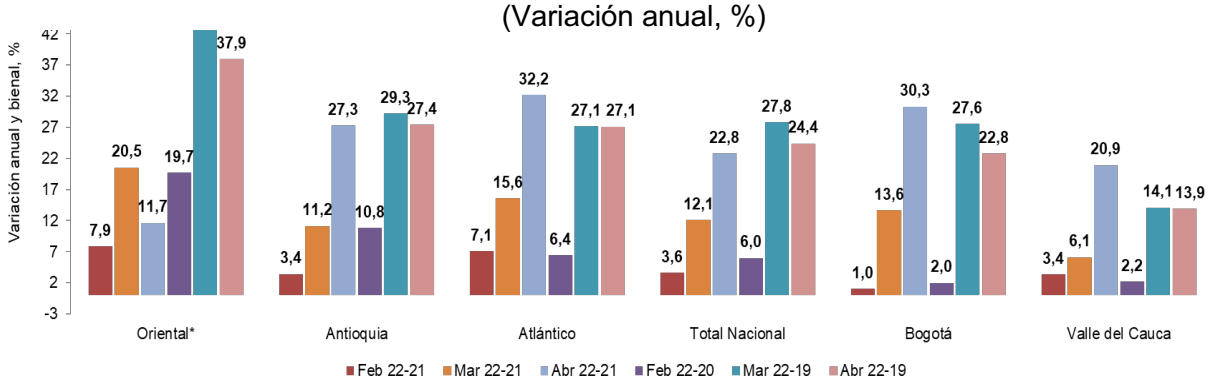
Gráfico 1. Participación regional en el sector de Comercio, Transporte y Alojamiento
(%)



Fuente: DANE

Gráfico 2. Ventas Reales del Comercio Minorista

(Variación anual, %)



Nota: La región Oriental toma en cuenta únicamente los departamentos de Cundinamarca y Santander.

Fuente: DANE

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Al analizar el mercado de vehículos, se encuentra que para el mes de mayo del 2022 hubo un crecimiento anual de 29,0%. No obstante, si se compara con el periodo pre pandemia, la variación es de -34,8%. Inclusive, al observar el comportamiento de abril, es posible identificar un decrecimiento en la venta de autos, tanto comparado con el 2021 (-2,3%), como frente a 2019 (-30,8%). Por su parte, en el mercado de motocicletas se observa un comportamiento similar: tanto el mes de mayo y abril, se registra un decrecimiento comparado con los niveles de 2019 (-56,1% y -27,7%, respectivamente). En este sentido, ambos mercados muestran una desaceleración que puede ser causada, además de involucrar un efecto base de la pandemia, por el desabastecimiento de automóviles que se ha presentado a nivel mundial debido a la escasez de materiales, producto de los cuellos de botella ocasionados por la pandemia, así como el alza en los precios de algunos componentes.

En relación con el sector industrial de Bogotá, según el DANE, para el mes de abril el crecimiento de las manufacturas fue de 14,6%, lo cual muestra que la variación anual se ha mantenido relativamente constante en lo corrido del 2022, a diferencia de la tendencia de desaceleración que se observó durante la segunda mitad del año pasado. Con esto, el crecimiento promedio con respecto al 2021 de lo corrido del año se ubica en 16,9%, y con respecto al 2019 se ubica en 13,4%. Lo anterior muestra que este sector ha logrado tener una recuperación rápida de la crisis que surgió a raíz del covid-19, logrando superar los niveles de producción pre pandemia.

En cuanto al sector de vivienda y construcción, en el bimestre móvil del período marzo-abril, los despachos de cemento gris alcanzaron un aumento del 4,0%, con respecto a 2021. Si se realiza una comparación con el periodo pre pandemia, este mismo período en el 2019 registró una variación bimestral de 4,9%. Inclusive, los resultados son similares en el bimestre móvil febrero-marzo, donde se registró una variación anual de 2,9% pero una diferencia de -6,0 pps con respecto al crecimiento de 2019. Esto demuestra que se han desacelerado los despachos de cemento gris en comparación con el período prepandemia. A pesar de esto, en abril de 2021 se presentó un aumento sustancial de los despachos de cemento, superior al 100% en todas las regiones, debido al efecto base con respecto a 2020. Sin embargo es evidente que este efecto base ya ha logrado normalizarse en 2022.

Por su parte, las ventas de vivienda nueva en el trimestre marzo-mayo exhibieron una variación de 3,6% frente al mismo periodo de 2021 y de 48,8% frente al de 2019. Además, si se comparan los resultados del primer trimestre de 2022 con los del trimestre anterior también se registra crecimientos significativos (10,2%). Todo lo anterior sugiere que la capital ha logrado alcanzar un desempeño satisfactorio, tanto en la demanda de vivienda como en lo que corresponde a la oferta.

Así las cosas, los pronósticos regionales, para Bogotá, sugieren un escenario de crecimiento acelerado. A la luz del comportamiento de la economía durante los dos primeros trimestres de 2022, nuestros pronósticos de crecimiento para Bogotá se ubican en 5,9% para el presente año; contribuyendo así con 1,50 pps al crecimiento del PIB nacional (5,50). El análisis previo puso en evidencia que los diferentes sectores productivos

se han comportado de forma heterogénea pero satisfactoria en la capital. Por lo anterior, se espera que para este año el crecimiento económico del sector de comercio y transporte sea el que mayor impulso le dé a la economía de la ciudad, aportando 1,89 pps al crecimiento total (5,9%). Asimismo, las proyecciones sobre el desempeño del sector de administración pública y defensa (15,3% de participación en el PIB de Bogotá) y el de industrias manufactureras (8,1% de participación en el PIB de Bogotá) tendrían un rol fundamental en la recuperación económica de la capital del país. Lo anterior se establece teniendo en cuenta la tendencia que han venido siguiendo dichos sectores, en los que esperamos que continúen por la senda de la recuperación hasta alcanzar los niveles prepandemia. En este sentido, pronosticamos que para 2026 Bogotá recuperará su crecimiento tendencial alrededor de 3,4% y 3,5%.

7.1.2. Central

La región Central se configura como el territorio con segunda mayor participación en el PIB nacional después de Bogotá (23,3%), y está conformada por los departamentos de Antioquia, Tolima, Huila, Risaralda, Caldas, Quindío y Caquetá. Esta región ha venido experimentando un fortalecimiento de la actividad económica, lo que se hace evidente en el incremento del PIB anual de 18,2% respecto al 2020 y de 14,3% respecto al 2019. En particular, Antioquia, Caldas y Quindío son los departamentos que más han crecido respecto al 2020 y al 2019, registrando una variación anual promedio de 16,9%, 16,6% y 16,1% respectivamente. Las actividades que más se han fortalecido han sido el comercio, la industria manufacturera y el sector de construcción, y, a diferencia de Bogotá, el sector automotriz mostró una recuperación respecto a los niveles pre pandemia.

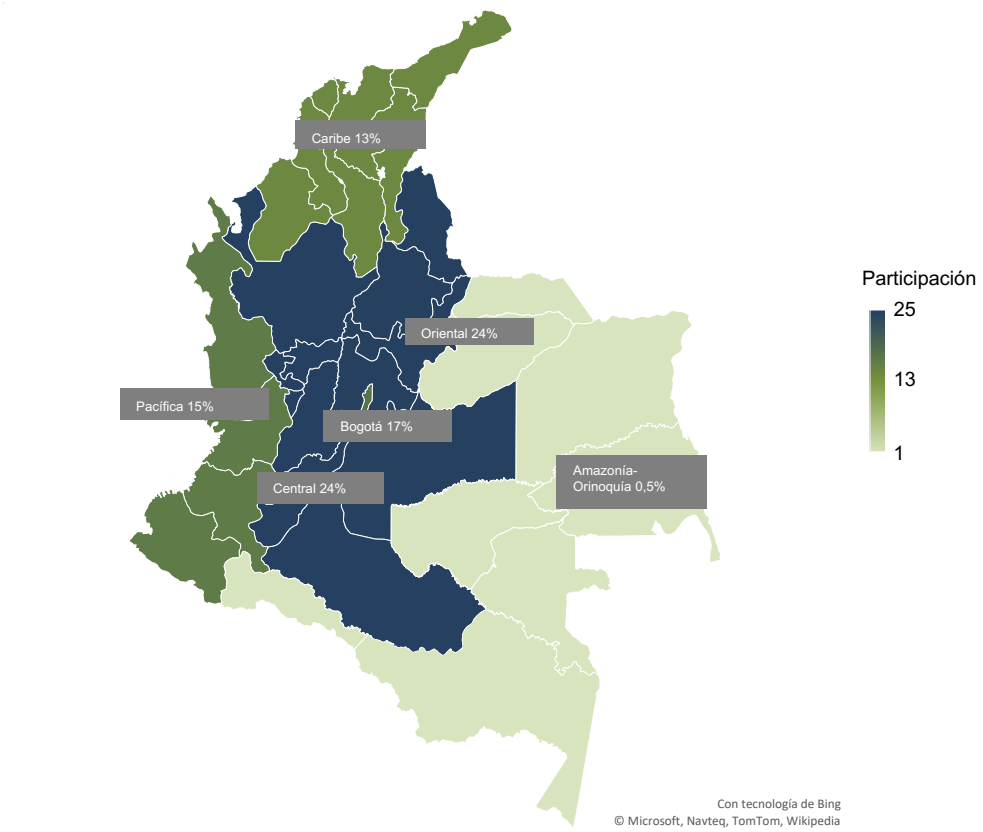
Al analizar detalladamente, encontramos que el sector de comercio, alojamiento y transporte representa el 17,8% del PIB de este territorio. Asimismo, la región Central representa el 23,4% de este sector económico a nivel nacional, superada únicamente por Bogotá (Gráfico 1). Por otro lado, a nivel departamental se encuentra que Antioquia constituye 62,3% del total de este sector económico dentro de la región, razón por la cual se espera que sea el departamento que impulse el crecimiento en este territorio durante 2022. Particularmente, para los meses de marzo y abril las ventas de comercio minorista en dicho departamento alcanzaron un crecimiento anual de 11,2% y 27,3% respectivamente. A su vez, el crecimiento promedio en lo corrido del año (hasta abril) se ubicó en 14,0%. Frente a abril de 2019, las ventas también crecieron (27,4%), demostrando que ya se lograron superar los niveles prepandemia y que la recuperación de demanda interna ha sido el gran jalonador de crecimiento en la región.

Respecto a la comercialización de vehículos, este territorio exhibe crecimientos de 5,8% en el mes de abril y 55,7% en mayo con respecto al año pasado. Por el contrario, en febrero y marzo hubo un decrecimiento en el comercio de 11,4% y 8,9% respectivamente. Entre tanto, en la comercialización de motocicletas las variaciones anuales fueron de 19,6% y 28,1% en esos mismos meses. Al comparar el crecimiento con los niveles pre pandemia, las variaciones en la venta de automóviles se ubican en 9,83% y 11,0% durante marzo y

abril de 2022, respectivamente, lo cual refleja un nivel de progreso frente al contexto prepandemia. Por otro lado, con respecto a las ventas de motocicletas las variaciones alcanzan niveles de 39,3% y 38,9% comparadas con 2019, es decir que, a diferencia de lo observado en Bogotá, el comercio de estos productos ha aumentado en la región Central de forma satisfactoria a pesar de los problemas globales de escasez de materiales.

El sector manufacturero en la región Central representa el 25,4% del sector en el país, convirtiendo a la región Central en la que mayor participación tiene a nivel nacional dentro de esta actividad (Gráfico 3). En el trimestre febrero-abril la producción industrial registró una variación promedio de 12,8% en relación con el mismo periodo de 2021, mientras que durante el cuarto trimestre del año pasado presentó un crecimiento de 12,3%, según los datos de la EMMET. Esto demuestra una relativa normalidad en el crecimiento, ya que parece estar ajustándose a un nivel tendencial. Por otro lado, frente al 2019, el trimestre febrero-abril también registró resultados favorables (crecimiento de 23,0%), lo cual demuestra su buen desempeño. Ahora bien, durante este período el departamento con mayor crecimiento de la industria manufacturera, dentro de la región Central, fue Risaralda (17,8%), seguido por Antioquia (14,3%).

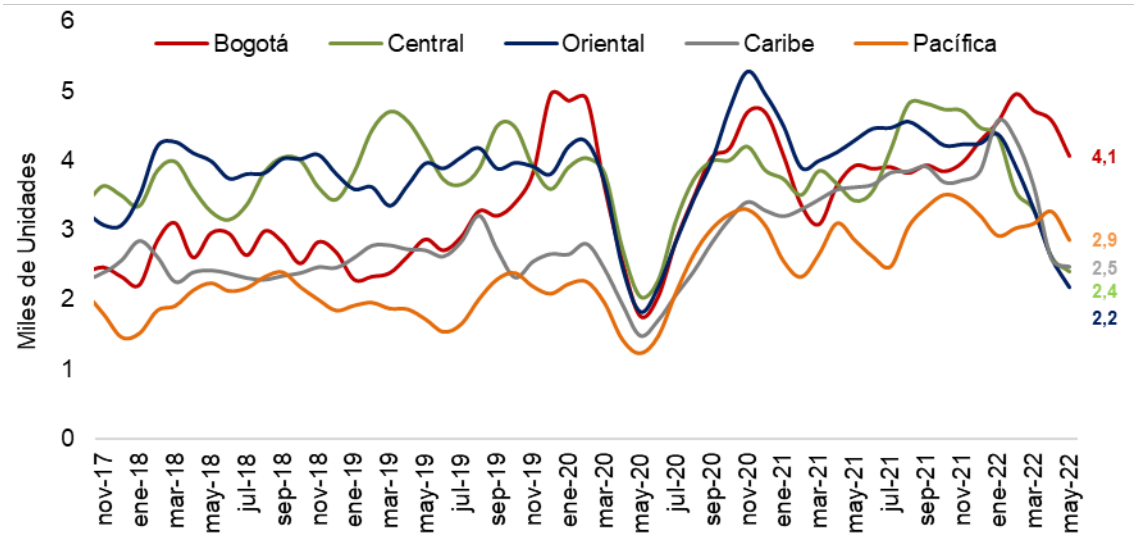
Gráfico 3. Participación regional en el sector de Industrias manufactureras
(%)



Fuente: DANE

Por otro lado, el sector de la construcción refleja resultados ambiguos tanto frente a 2021 como frente a 2019. En el mes de abril, los despachos de cemento gris incrementaron 5,9% frente a 2021 y 17,79% frente a 2019. Esto demuestra que se han sobrepasado los niveles prepandemia y que la tasa de crecimiento de despachos se ha normalizado, oscilando alrededor del 5% desde enero. En cuanto a las ventas de vivienda, el primer trimestre exhibió un decrecimiento de 29,8% frente a 2021, al igual que de 13,9% con respecto a 2020 (Gráfico 4). Dado lo anterior, es indudable que el sector presenta buenos resultados en términos de despachos de cemento, pero que la demanda de vivienda tiene aún un largo camino por recorrer. Esto podría deberse a que, a pesar del aumento en la confianza de los consumidores, la incertidumbre económica y política que ha atravesado Colombia recientemente no ha permitido que la demanda de viviendas se recupere.

Gráfico 4. Ventas de Vivienda Nueva. Promedio trimestre móvil
(Miles de Unidades)



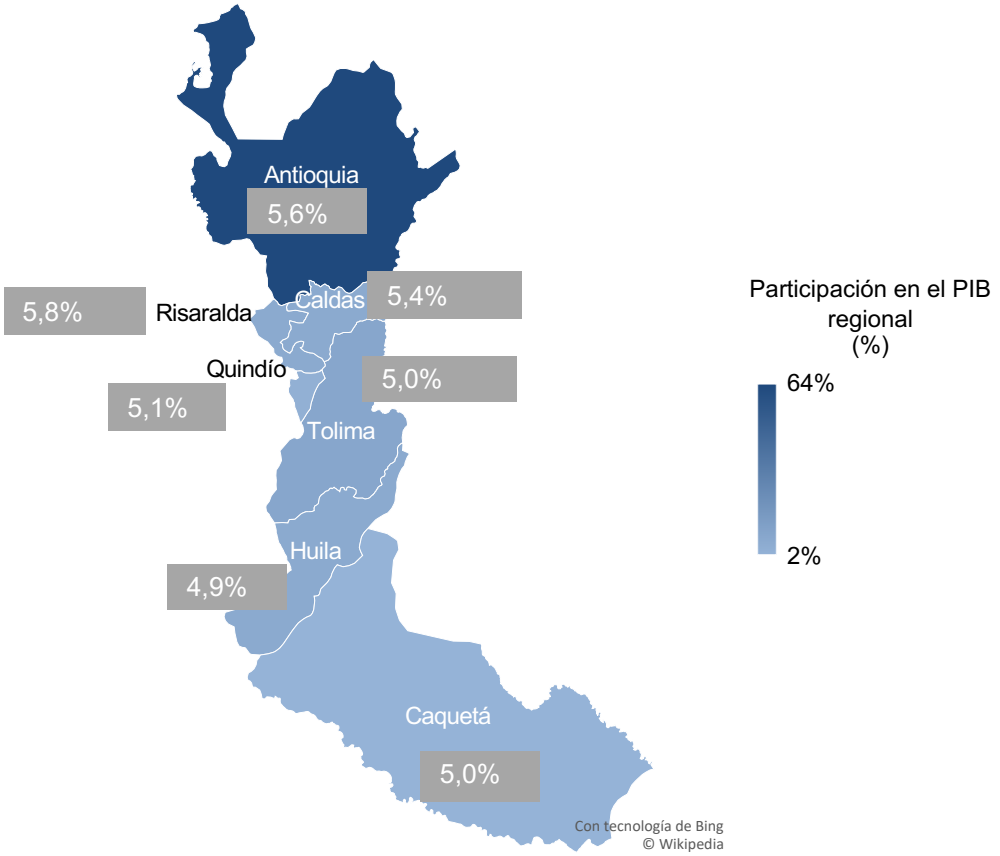
Fuente: Camacol.
Nota: La región Central no incluye Caquetá. La región Caribe no incluye a Sucre, la Guajira y San Andrés. La región Pacífica no incluye Chocó.

Habiendo hecho el análisis sobre la situación de la región, nuestros pronósticos sugieren que el crecimiento del mencionado territorio se ubicará en 5,46% para 2022. Además, consideramos que será el departamento de Antioquia el que más contribuirá al crecimiento, (3,59 pps al crecimiento de la región Central) por su tamaño relativo, más no por mayor crecimiento económico. Según nuestras proyecciones, Risaralda será el que mayor crecimiento individual presentará por la relativa importancia que tiene el sector de comercio, transporte y alojamiento dentro de su PIB y su esperada dinámica positiva (Gráfico 5).

Ahora bien, de acuerdo con el análisis acerca de la evolución de la economía en la región Central que fue presentado anteriormente, nuestras proyecciones de crecimiento para el

2022 señalan que será el sector de comercio, transporte y alojamiento el que impulsará la economía, contribuyendo con 1,66 pps al PIB de la región Central. Por otro lado, la industria manufacturera (12,5% de participación en el PIB regional) será también fundamental para garantizar el crecimiento de la región en 2022, contribuyendo con 0,79 pps a su crecimiento total. En este sentido, se espera que el 2022 continúe siendo un año de crecimiento por encima del PIB tendencial, aunque para el 2023 se prevé un menor crecimiento, en la medida en que la economía retorna a su nivel natural, ubicándose alrededor de 3,3% hasta 2026.

Gráfico 5. Escenarios de crecimiento 2022 de la región Central



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

7.1.3. Oriental

La región Oriental es el tercer territorio con mayor participación dentro del PIB nacional (20,0%). Está constituida por los departamentos de Santander, Cundinamarca, Meta, Boyacá y Norte de Santander. En términos de actividad económica, esta región muestra

una tendencia positiva al presentar un crecimiento anual de 19,4% con respecto a 2020 y de 9,1% con respecto a 2019. Esta dinámica ha sido liderada principalmente por el departamento de Cundinamarca y Norte de Santander, los cuales presentaron un crecimiento promedio en este periodo de 16,6% y 14,7% respectivamente. Respecto a los sectores más relevantes en la región, el desempeño del comercio y la industria manufacturera, que son los que más aportan al PIB de dicho territorio, reflejan pronunciados crecimientos en estos mismos períodos. En este sentido, la región ha tenido una recuperación satisfactoria luego de la pandemia, lo cual se hace evidente en el aumento del consumo privado debido a la recuperación de la confianza en los hogares.

Al analizar de forma particular cada una de las actividades económicas de la región, se hace evidente que, al igual que en las previamente revisadas, la economía está fuertemente impulsada por el sector de comercio, transporte y alojamiento. La región Oriental representa 17,1% del sector a nivel nacional, y dicho sector corresponde al 15,2% del PIB regional, por lo que resulta sumamente influyente en el crecimiento total del territorio (Gráfico 1). Los departamentos de Cundinamarca y Santander suman una participación de 62,5% del sector al interior de la región, por lo que se espera que sean los que lideren el crecimiento del comercio, transporte y alojamiento en el territorio.

Lo anterior es evidente en los datos de crecimiento anual del comercio minorista: para los meses de marzo y abril, la variación anual de ventas minoristas alcanzó 11,7% y 20,5% en la región; 12,4% y 12,3% en Santander, mientras que para Cundinamarca se ubicó en 25,2% y 11,3% en estos meses. Por otro lado, durante el primer trimestre del año las ventas de comercio minorista registraron un crecimiento promedio de 17,5%, el cual se explica principalmente por un efecto base propio de las restricciones a la movilidad que aún mantenían vigencia a principios de 2021, y al aumento en la confianza de los consumidores. El crecimiento con respecto a 2019 del trimestre fue de 33,2%, demostrando también resultados favorables con respecto al periodo prepandemia.

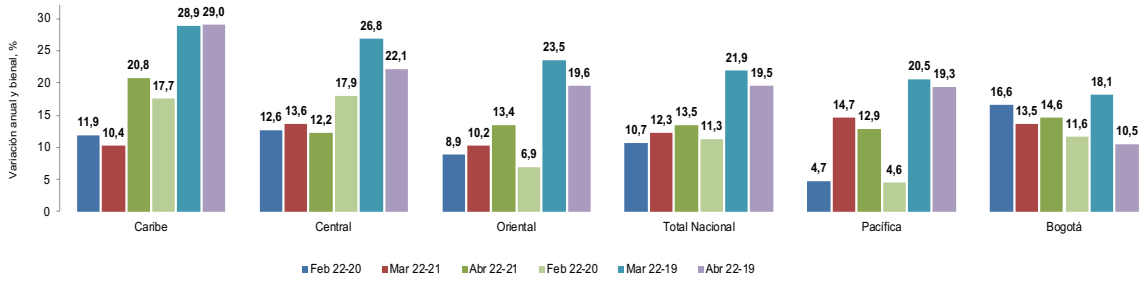
Respecto al comercio de vehículos, los meses de abril y mayo de 2022 reflejaron variaciones de 23,0% y 52,7% en la región. Ahora bien, cuando se compara con respecto al periodo prepandemia el crecimiento anual en ambos meses registra un incremento de 63,8% y 52,8% respectivamente. Esto muestra que, a pesar de que hasta marzo hubo decrecimiento en la venta de vehículos en la región, a partir de abril el comercio de estos bienes ha mostrado un desempeño satisfactorio. Por otro lado, la comercialización de motocicletas refleja crecimientos anuales de 36,9% en abril y 48,4% en mayo. Frente a 2019, las variaciones son de 64,2% y 56,1% respectivamente. Con base en lo anterior, se hace evidente que el sector comercial, desde abril, se ha recuperado a pesar de los choques exógenos en materia de disponibilidad de materiales propios para la industria automotriz, tanto en comparación con el año pasado, como con respecto al contexto prepandemia.

Por otro lado, el sector manufacturero también es fundamental para determinar el crecimiento de este territorio. La región Oriental es la segunda con mayor participación en el sector de industrias manufactureras a nivel nacional, con 25,2%, superada únicamente

por la región Central (Gráfico 3). Dentro de la región Oriental, los departamentos de Cundinamarca (45,5%), Santander (37,8%) y Boyacá (11,3%) concentran el 94,2% de la participación del territorio en el sector industrial, por lo que se espera que sean los departamentos que determinen el rumbo de este sector económico dentro de la región. En lo corrido del año 2022, la producción industrial registró un crecimiento promedio de 11,1% respecto al 2021 y de 14,7 respecto al periodo pre pandemia, lo que hace evidente la acelerada recuperación y crecimiento exponencial de este sector en la región oriental (Gráfico 6).

Gráfico 6. Producción Real Industria Manufacturera

(Variación Anual, %)



Fuente: DANE.

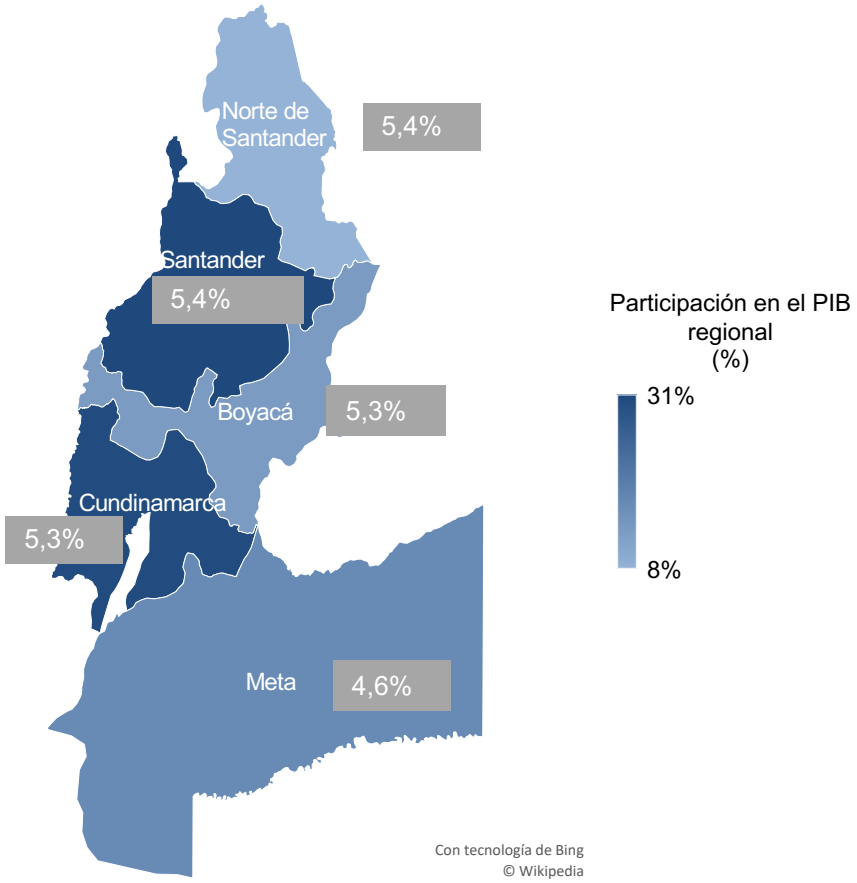
Nota: El valor de primer y segundo trimestre representa la variación promedio de estos meses. La región Central no incluye Caquetá, Huila y Quindío. La región Oriental no incluye a Meta y Norte de Santander. La región Caribe no incluye Cesar, la Guajira, Magdalena, San Andrés y Sucre. La región Pacífica no incluye Chocó y Nariño.

Por su parte, el sector de la construcción, en línea con lo que ha ocurrido con la producción industrial y el comercio, muestra un horizonte de crecimiento tímido por el lado de la oferta, pero muy distinto en cuanto a la demanda. Durante el primer trimestre se observó un decrecimiento de 1,2% en los despachos de cemento gris frente al mismo periodo de 2021, y frente a 2019 el crecimiento fue de 3,24%. Lo que indican los crecimientos es que la oferta de vivienda está creciendo de forma muy discreta en lo corrido de 2022. Por su parte, al analizar la demanda a través de la venta de vivienda, se evidencia que el trimestre febrero-mayo muestra un decrecimiento con respecto al año pasado (-49,4%) y también con respecto a la prepandemia (-38,5%). En este sentido, la demanda de vivienda no ha recuperado los niveles deseables a pesar de que la oferta ha logrado comportarse de forma satisfactoria, lo cual puede deberse a la incertidumbre que caracteriza el horizonte próximo en el país.

A la luz del contexto económico descrito previamente, los pronósticos de crecimiento para 2022 se ubican en 5,2% para la región oriental. Se espera que Santander y Cundinamarca sean los departamentos que contribuyan en mayor medida al crecimiento del PIB regional, aportando 1,70 pps y 1,63 pps, respectivamente (Gráfico 7). Las estimaciones de crecimiento para la región Oriental durante 2022 muestran que los sectores de comercio, transporte y alojamiento (15,2% de participación en el PIB regional) y el de industrias

manufactureras (14,5% de participación en el PIB regional) serían los pilares del crecimiento económico en esta región, aportando 1,42 pps y 0,91 pps al crecimiento total del territorio (5,2%). Para 2026, se prevé que el crecimiento anual del PIB regional sea de 3,1%, en la medida en que todos los sectores retornan por completo a sus niveles de crecimiento tendencial. Es importante considerar que estos pronósticos se encuentran sujetos al supuesto de que los precios del crudo, entre otros, se mantendrán estables, ya que el sector de explotación de minas y canteras representa una participación importante en esta región (10,1% del PIB).

Gráfico 7. Escenarios de crecimiento 2022 de la región Oriental



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

6.1.4. Caribe

La región Caribe, conformada por los departamentos de Atlántico, Bolívar, Cesar, Córdoba, Magdalena, La Guajira, Sucre, San Andrés y Providencia, y Santa Catalina, tiene una participación dentro del PIB nacional de 15,2%. Esta región, al igual que las anteriores analizadas, ha tenido un crecimiento económico sostenible, con un incremento anual de 22,6% en el PIB con respecto a 2020 y de 12,5% con respecto a 2019. En específico, los

departamentos que han tenido mejor desempeño a nivel regional son La Guajira, César y Atlántico, los cuales tuvieron un crecimiento anual promedio en este periodo de 50,2%, 21,2% y 19,2%, respectivamente. Las cifras de crecimiento colosales expuestas anteriormente, son debido a la reactivación del sector turístico, por lo que se observa que el Caribe ya se encuentra en niveles de actividad comercial y productiva superiores al escenario prepandemia en casi todos los sectores.

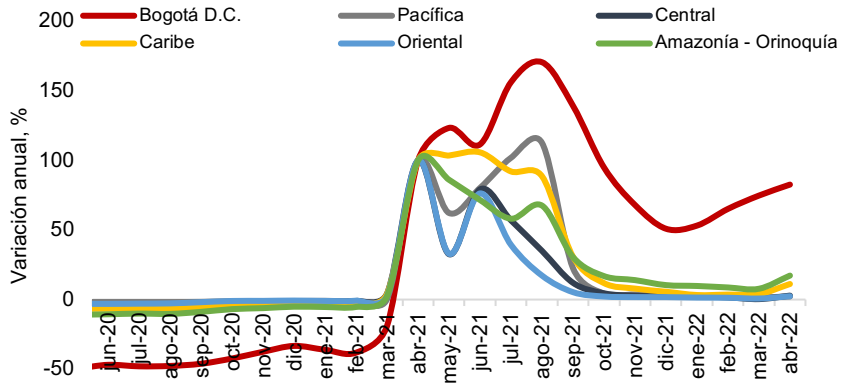
El sector de comercio, transporte y alojamiento de la región Caribe representa el 15,2% del sector a nivel nacional (Gráfico 1) y 17,7% en el PIB regional. Dentro de la región, el departamento de Atlántico tiene la mayor participación en este sector: 34,0% en el total del sector, seguido por Bolívar (22,7%). En este sentido, resulta pertinente entender la manera en que se comportó el comercio en Atlántico, ya que permite predecir satisfactoriamente los resultados del resto de la región en los años venideros. Durante el primer trimestre del año, este departamento experimentó un crecimiento en el comercio minorista de 11,8% frente al mismo periodo de 2021. Así mismo, el crecimiento con respecto al escenario prepandemia (2019) fue de 15,5%. Lo anterior muestra que el Atlántico ha tenido un desempeño en este sector que supera los niveles prepandemia y lidera satisfactoriamente el desarrollo del comercio en la región.

En lo que concierne a la comercialización de vehículos en el Caribe, en abril y mayo hubo un crecimiento anual de 3,5% y 43,1% respectivamente. Sin embargo, frente a 2019, abril permanece prácticamente invariable, mientras que mayo tuvo un ligero crecimiento de 2,76%. De esta manera, si bien las ventas se han recuperado, aún no se ha superado con creces el escenario prepandemia, a diferencia de lo que muestra Bogotá y la región Central. En este sentido parece que el efecto de la escasez de materiales no ha sido tan fuerte como los rezagos de la pandemia en este territorio. En cuanto al mercado de motocicletas, la región manifestó un aumento superior al 45% tanto en abril como en mayo de 2022. Este crecimiento en las ventas parece estar oscilando alrededor de 40% desde diciembre de 2021, lo cual demuestra que ha habido relativa estabilidad en el crecimiento de este tipo de comercio.

Por otro lado, el sector del turismo representa un pilar fundamental para la economía del Caribe colombiano, debido a la fuerte presencia que tiene esta industria en el PIB regional y a los incentivos que genera en la actividad comercial, los restaurantes y el transporte. En abril de 2022, el territorio presentó un crecimiento importante en el sector hotelero aunque, si bien el EMA registró un crecimiento anual de más de 1000%, la variación real no es muy alta al ser inflada por el efecto base que existió durante el 2021 por la parálisis del turismo nacional en 2020 (Gráfico 8). En este sentido, es normal que la mayoría de regiones registren crecimientos muy pequeños en 2022 a comparación de los que se vieron en 2021, no necesariamente porque el desempeño del sector haya empeorado sino porque el efecto base se encuentra prácticamente superado en este sector.

Gráfico 8. Índice de variación anual de los ingresos reales de hoteles por región

(Abril 2021 = 100)

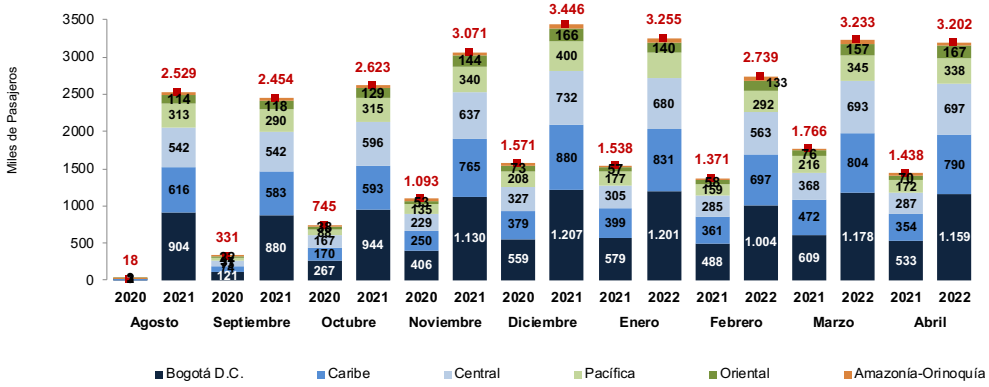


Fuente: DANE.

En línea con las cifras de ingresos hoteleros, los datos sobre pasajeros aéreos también reflejan balances positivos comparados con los mismos meses de 2021, con una variación anual promedio de 98,7% en lo corrido del año (Gráfico 9). Ahora bien, a comparación de los crecimientos observados en 2021, es evidente que el crecimiento ha disminuido notoriamente debido al efecto base que caracterizó las variaciones en el segundo y tercer trimestre de 2021. Por otro lado, desagregando por departamentos se observa que en todos los casos existieron crecimientos mayores al 100% frente a 2021, a excepción de San Andrés y Providencia (61,5%). De forma contraria, el departamento de Magdalena y Cesar, fueron los que mayores crecimientos tuvieron en la región: 176,4% y 173,9%, respectivamente. Por otro lado, frente a 2019 el primer trimestre muestra un crecimiento de 28,1%. En síntesis, en lo corrido del año se ha visto una tendencia positiva en el flujo de turistas en la mayoría de departamentos de la región Caribe, incluso frente al contexto prepandemia.

Gráfico 9. Llegada de pasajeros aeropuertos de Colombia

(Miles de Pasajeros)



Fuente: Aerocivil.

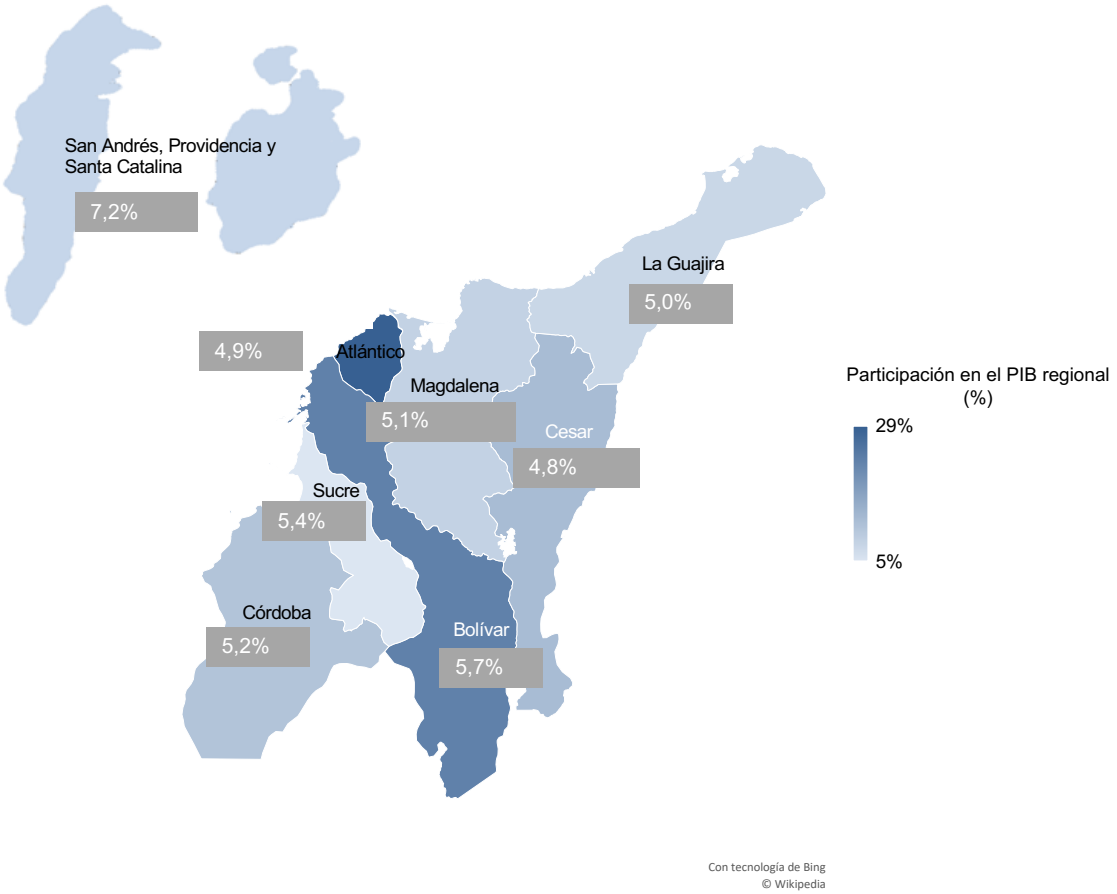
FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Por otro lado, las industrias manufactureras también representan una importante fuente de producción para el territorio. La región Caribe tiene un 14,6% de participación en el sector de industrias manufactureras en el país (Gráfico 6). Los departamentos de Atlántico (42,0%), Bolívar (34,875%) y Córdoba (12,12%) concentran el 88,93% de la participación del sector industrial en la región. En el primer trimestre del año, el crecimiento promedio de la producción en este sector se ubicó en 13,3%, siendo el departamento de Córdoba el que mejor resultado presentó, con un crecimiento de 28,1%.

Respecto al subsector de vivienda, el crecimiento anual en las ventas fue de -26,4% durante mayo. Asimismo, abril y marzo reflejan decrecimientos en las ventas con respecto a 2021. Por otro lado, comparado con 2019 el mes de mayo sí evidencia una variación positiva pero pequeña (5,0%). Finalmente, desde la perspectiva trimestral se encuentra que el primer trimestre de 2022 presentó un incremento de 5,7% frente a las ventas del año pasado, por lo que el decrecimiento en estas parece haber ocurrido sobre todo en lo corrido del segundo trimestre del año. De acuerdo con estos resultados, es evidente que la demanda de vivienda se encuentra atravesando fluctuaciones en esta región, que pueden deberse a la incertidumbre que ha caracterizado el contexto económico y político del país recientemente.

Con respecto al sector de la construcción, de forma similar al de vivienda, los resultados del primer trimestre del año reflejan una mejora discreta frente al contexto prepandemia, con un crecimiento de 3,23% en los despachos de cemento gris frente al mismo semestre de 2019. A comparación del año pasado hay un leve decrecimiento de 1,2%. En este sentido, se puede observar que el sector en esta región ha estado relativamente estable, tanto frente a la prepandemia como frente al año pasado.

Gráfico 10. Escenarios de crecimiento 2022 de la región Caribe



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

A la luz del contexto económico expuesto, que evidencia la heterogeneidad en las condiciones productivas del Caribe, se espera que para el 2022 la economía continúe creciendo, acompañada de lo que queda del efecto base propio de la pandemia, y de un aumento en la confianza de los consumidores. De este modo, estimamos que el crecimiento para la región Caribe se sitúe en 5,5% para 2022. Asimismo, esperamos que los departamentos de Atlántico y Bolívar sean los principales impulsores del PIB de la región debido a la relativa complejidad de su economía, contribuyendo con 1,7 pps y 1,3 pps al PIB regional, respectivamente. Se espera que la economía de esta región sea impulsada por el sector de comercio, transporte y alojamiento, con un aporte de 1,65 pps del crecimiento total, en tanto a que el sector turismo seguirá siendo uno de los principales en este territorio. Por otro lado, se prevé que la industria manufacturera (11,0% de participación) contribuya con 0,7 pps al incremento del PIB. Por último, conviene resaltar que los pronósticos indican un crecimiento bastante pronunciado para el Archipiélago de San Andrés, Providencia y Santa Catalina, el cual alcanzaría 7,2% en 2022 debido al peso que tiene el turismo en este lugar (Gráfico 10). En el largo plazo, se estima que la región Caribe crezca 3,2% en 2026, retomando su crecimiento tendencial.

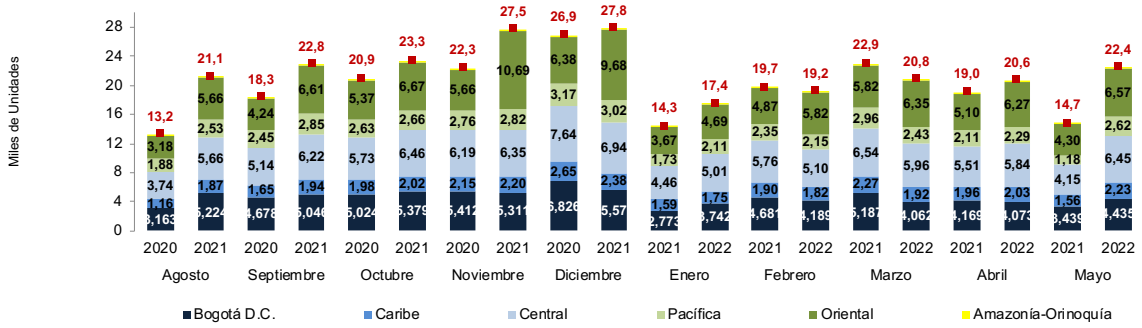
7.1.5. Pacífica

La región Pacífica tiene una participación dentro del PIB nacional de 13,5% y se encuentra conformada por los departamentos del Valle del Cauca, Cauca, Nariño y Chocó. Este año la región mostró un crecimiento en su producción discreto, inferior a las regiones que fueron previamente analizadas pero persistente, al tener una variación anual de 15,1% respecto al 2020 y de 11,8% respecto al 2019. En específico, los departamentos que más crecimiento tuvieron en este periodo fueron Cauca y Nariño, con un crecimiento promedio de 14,3% y 13,9% respectivamente. Una de las razones es que la pandemia golpeó especialmente fuerte a esta región, y varios de los efectos se encuentran aún presentes en la economía del pacífico.

Ahora bien, como con el resto de regiones que se han observado con anterioridad, el sector de comercio, transporte y alojamiento es fundamental para explicar el crecimiento. En particular, esta región representa el 13,0% del total nacional (Gráfico 1). El departamento del Valle del Cauca es el que mayor participación posee, con un 73,6% del total de este sector en la región, por lo que tiene sentido que sea el territorio con mayor influencia en el crecimiento. Según los datos de la Encuesta Mensual de Comercio (EMC), en lo corrido del año, el Valle del Cauca registró un crecimiento promedio de 12,3% en ventas minoristas, comparado con el 2021, lo que muestra una mejora discreta con respecto al crecimiento del anterior trimestre (7,7%). Asimismo, con respecto al periodo prepandemia, para el mes de marzo y abril se presenta un crecimiento del 14,0% en promedio, lo que muestra una recuperación acelerada de la región en términos de ventas minoristas.

Por su parte, el comercio de vehículos en la región exhibió crecimientos fluctuantes en lo corrido de 2022. Puntualmente, se observa un decrecimiento de 8,4% y 17,9% durante febrero y marzo frente al año pasado, respectivamente, pero durante abril y mayo hubo crecimientos importantes de 8,5% y 121,6%. Sin embargo, frente al mismo periodo de 2019 hubo disminución del comercio en todos los meses, incluyendo enero (Gráfico 11). Por otro lado, en cuanto al mercado de motocicletas todos los meses en 2022 crecieron tanto a comparación de 2021 como de 2019. En particular, se registró un crecimiento de 16,7% en las ventas de abril 2022 a comparación del año pasado y de 13,8% a comparación de 2019. Así, vemos que al comercio de vehículos en esta región aún le falta camino para sobrepasar los niveles prepandemia, aunque es evidente que el mercado de motocicletas ha logrado recuperarse satisfactoriamente.

Gráfico 11. Venta de vehículos nuevos por región
(Miles de unidades)

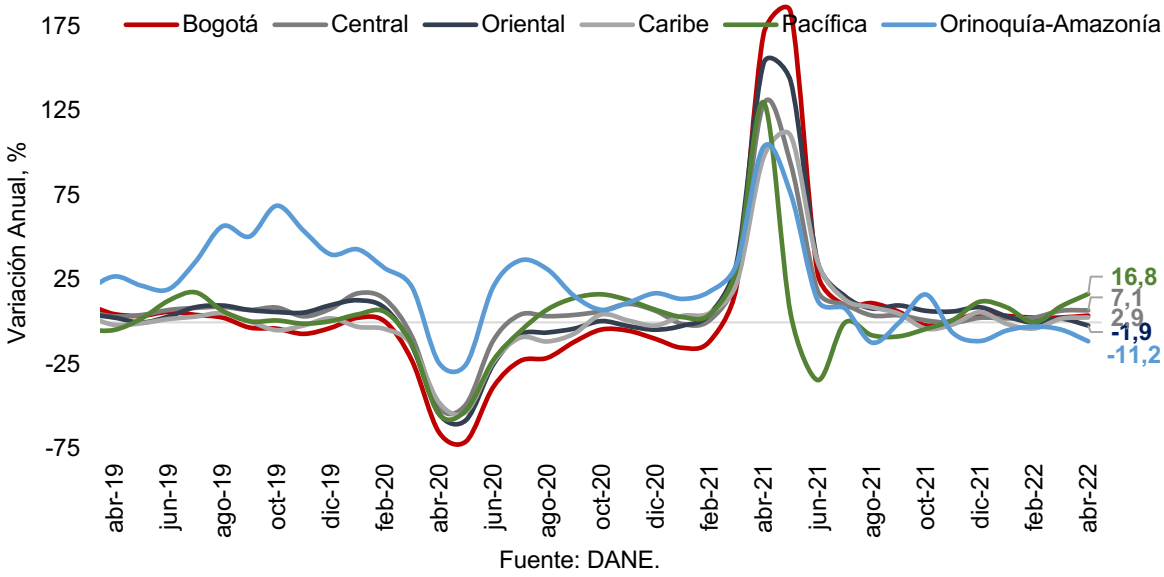


Fuente: ANDEMOS.

Además, en lo que concierne a la producción industrial la región Pacífica cuenta con una participación de 16,5% en este sector a nivel nacional (Gráfico 3). Los departamentos del Valle del Cauca (82,4%) y Cauca (15,6%) concentran el 97,8% de la participación del sector industrial en la región, por lo que tiene sentido tomarlos como referentes de lo que ocurrirá en la región. Según la Encuesta Mensual Manufacturera (EMMET), en el primer trimestre la producción manufacturera creció 10,4% frente al mismo periodo de 2021, siguiendo la tendencia del resto de regiones a crecer su producción manufacturera durante este periodo a comparación del año pasado. A nivel departamental, las variaciones para el primer trimestre fueron de 16,9% y 9,3% en Cauca y Valle del Cauca respectivamente. Por otro lado, ambos departamentos muestran crecimiento con respecto al periodo prepandemia (Valle del Cauca 14,7% y Cauca 11,0%), por lo que se puede decir que las manufacturas en esta región están atravesando por un momento de crecimiento satisfactorio, al igual que en el resto del país.

El mercado de vivienda también presenta un panorama alentador, ya que en el primer trimestre las ventas incrementaron 16,4% frente al mismo periodo de 2021, y una variación de 59,7% comparado con el periodo pre pandemia. Esto exhibe que las dinámicas en este sector no han seguido la misma tendencia de decrecimiento que el resto de regiones, probablemente porque la recuperación tardía de la pandemia y la normalización en la producción producto de la ausencia de paros en 2022 en esta región ha generado mayores efectos que la incertidumbre política.

Gráfico 12. Despachos de cemento gris. Promedio bimestre móvil
(Variación anual, %)

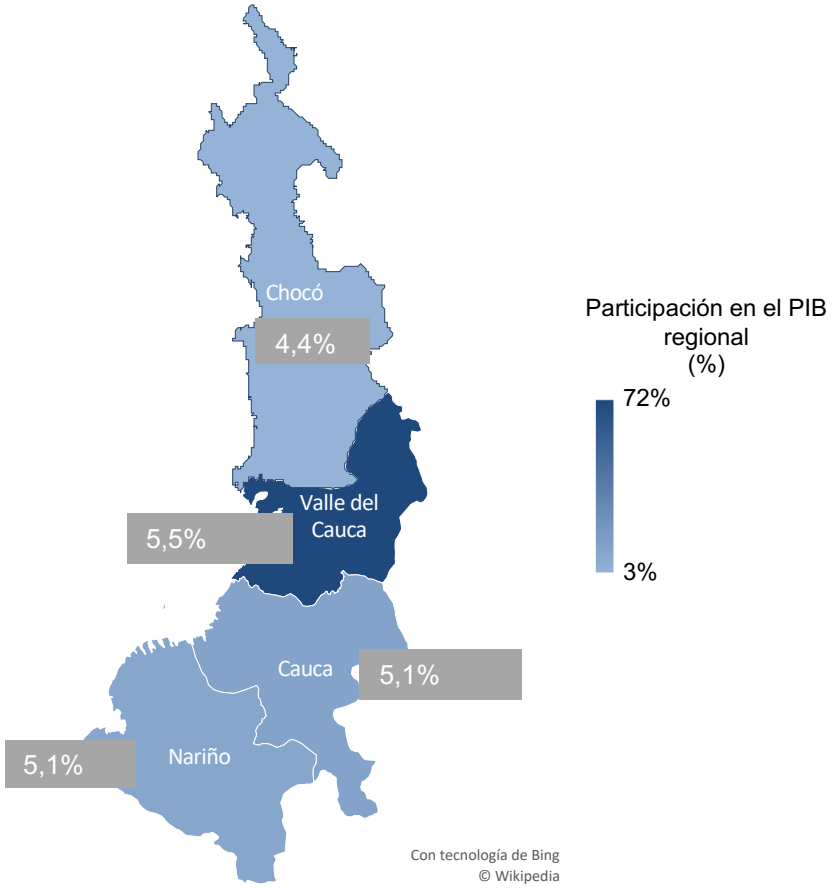


Fuente: DANE.

En concordancia con el desempeño del sector vivienda, en el de construcción también se evidencia crecimiento en lo corrido del año, con una variación anual promedio de 8,8% en los despachos de cemento gris. Ahora bien, frente al mismo periodo de 2020 hubo un aumento en los despachos de cemento gris de 26,6% (Gráfico 12). En síntesis, de acuerdo con el comportamiento de la demanda de cemento, es claro que la región, al igual que las demás, ha demostrado resultados satisfactorios con respecto al mercado de cemento, por lo que se podría decir que esto, junto con el aumento en la demanda de vivienda, muestra un crecimiento apropiado del mercado de vivienda, tanto desde su demanda como desde su oferta.

De conformidad con las dinámicas económicas previamente descritas, nuestras proyecciones para la región Pacífica apuntan a que el crecimiento anual de 2022 se ubicaría en 5,4%. De dicho valor, la actividad económica del Valle del Cauca contribuiría con 3,99 pps, en cuanto a que este departamento representa 72% del PIB de dicha región (Gráfico 13). Además, se proyecta que el sector del comercio (17,2% de participación en el PIB regional) y el de industrias manufactureras (14,1% de participación en el PIB regional) continuarán siendo las columnas del aparato productivo del Pacífico; el primero contribuiría con 1,60 pps y el segundo con 0,89 pps al crecimiento de la economía regional. Lo anterior esperando un contexto de confianza y altas expectativas por parte de consumidores y productores, y de continuo crecimiento luego de la recuperación tardía de la crisis pandémica. A largo plazo, se prevé que el crecimiento anual del PIB en la región Pacífica sea de 3,3% para el año 2026, regresando a la senda del PIB potencial.

Gráfico 13. Escenarios de crecimiento 2022 de la región Pacífica



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

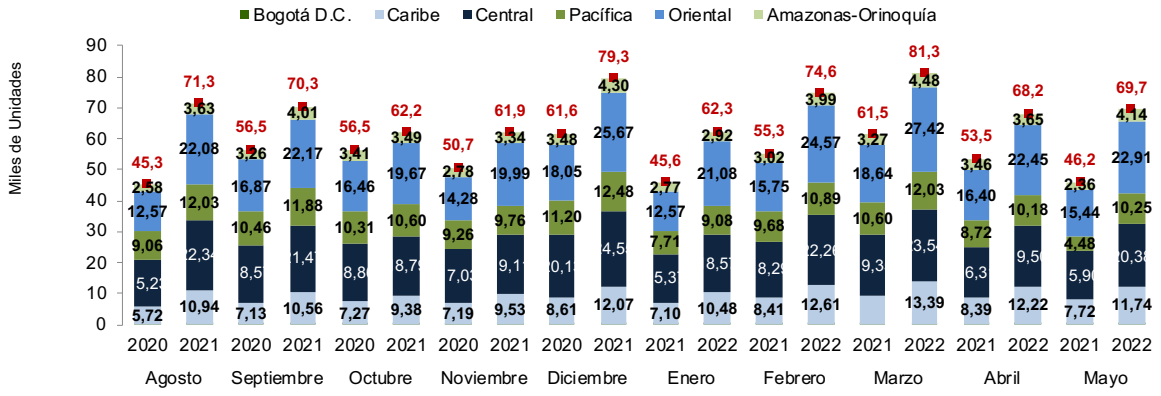
7.1.6. Amazonía – Orinoquía

La región Amazonía-Orinoquía posee la menor participación dentro del PIB nacional (2,6%); los departamentos que la conforman son Casanare, Arauca, Putumayo, Guaviare, Amazonas, Vichada, Guainía y Vaupés. A pesar de la ausencia de datos en varios aspectos, de forma general, los datos del PIB muestran que, para el 2021, la región tuvo un crecimiento de 24,4% con respecto a 2020 y de 6,2% frente al 2019. Este crecimiento fue liderado por los departamentos de Arauca, Casanare y Vichada, los cuales presentaron sendas de crecimiento promedio de 18,3%, 16,0% y 13,6% en el mismo periodo. Además, los análisis de los balances de comercio, volumen de pasajeros y cifras del sector construcción, muestran que en el primer trimestre del año la región tiene resultados satisfactorios, pero mucho más tímidos que los del resto del país. Esto es en parte por los choques exógenos en términos de precios de commodities, teniendo en cuenta que el sector minero es el que mayor participación tiene en el PIB de la región (36,9%), y el efecto base de la pandemia que aún se mantiene en algunos sectores. A pesar de lo anterior, se

debe resaltar que la falta de complejidad propia de la economía en este territorio hace que los efectos sean mucho menores que en las otras regiones.

El sector de comercio, analizado a partir de los datos de ventas de motocicletas y vehículos, presenta crecimientos intermitentes con respecto a 2021. Febrero y mayo muestran crecimientos de 2,3% y 45,9% respectivamente, mientras que marzo y abril muestran caídas de 17,9% y 25,1%. En comparación con el 2019, existe un escenario similar: crecimientos en febrero, marzo y abril, pero decrecimientos en enero y mayo. Por otro lado, en lo que respecta al mercado de motocicletas el patrón es distinto. Existe un crecimiento bastante positivo en relación con 2021 y también a comparación de 2019. Por ejemplo, en mayo el crecimiento anual fue de 75,2% mientras que el trienal fue de 64,98%. En este sentido, se puede ver que el mercado de vehículos en la región ha sido muy volátil mientras que el de motocicletas demuestra mayor fortaleza y un crecimiento persistente (Gráfico 14).

Gráfico 14. Ventas de motocicletas nuevas por región
(Miles de unidades)



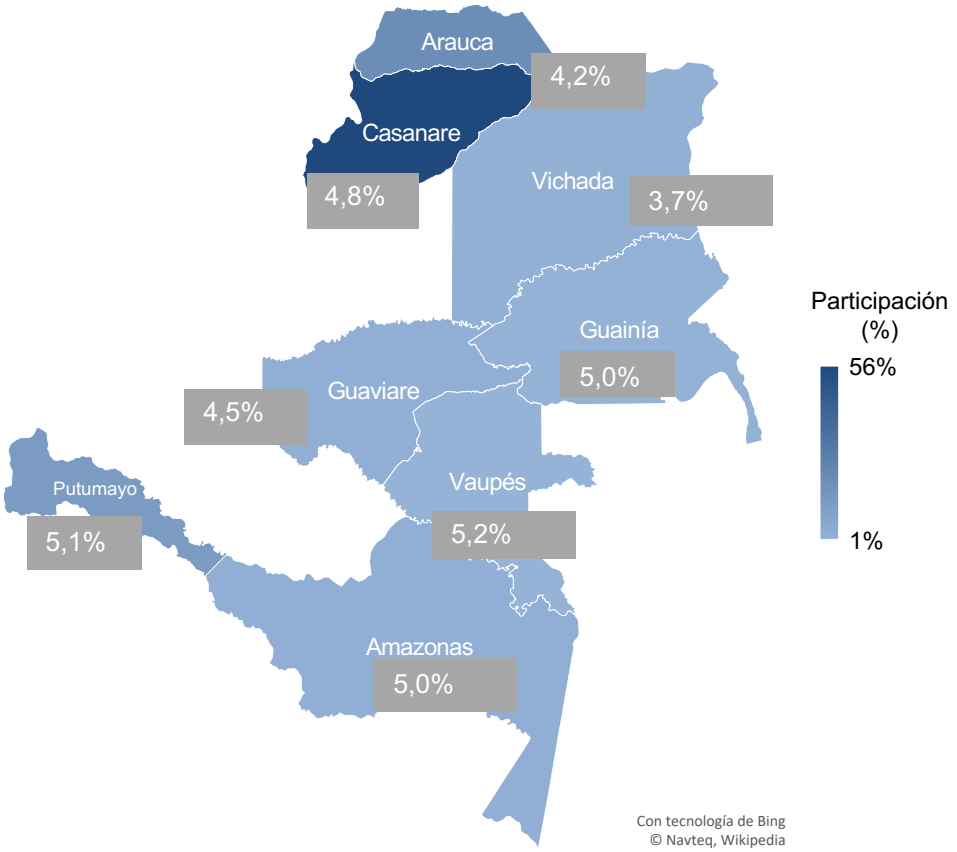
Fuente: ANDEMOS.

En el sector de la construcción en la región Amazonía-Orinoquía, es el departamento de Casanare el que tiene mayor participación del total regional (37,0%). Según los datos del DANE, en el primer trimestre de 2022 los despachos de cemento gris aumentaron 0,1% frente al mismo periodo de 2021. No obstante, frente a 2020 tuvieron un crecimiento de 21,0%, mostrando un evidente crecimiento con respecto a la prepandemia pero relativa consistencia en los niveles de producción frente al año pasado.

Por último, analizando los registros de pasajeros aéreos, se evidencia que en lo corrido del año (hasta mayo) ha habido un crecimiento promedio de 137,0% respecto al año pasado. Sin embargo, los datos con respecto a 2020 muestran que el flujo de personas que viajaron a esta zona del país tuvo un incremento más discreto (13,0%). Lo anterior muestra que estos crecimientos exponenciales son explicados por el efecto base que existió por la pandemia. A pesar de esto, estas cifras muestran que la región, en efecto, ha logrado superar el flujo de viajeros que tenía en la prepandemia.

En respuesta al desempeño económico expuesto anteriormente, nuestros pronósticos de crecimiento para 2022 se ubican en 4,7%, siendo Casanare (56% de participación en el PIB) el departamento con mayor relevancia, ya que aportará 2,7 pps al PIB regional. No obstante, Vaupés y Putumayo serán los que más crecerán debido a la relativa importancia del sector de administración pública y defensa, al igual que de comercio, transporte y alojamiento (Gráfico 15). Respecto a las proyecciones por actividad económica, el sector de comercio, transporte y alojamiento (15,1% del PIB de la región) sería uno de los pilares fundamentales de la economía de la región, contribuyendo con 1,41 pps. Sin embargo, el sector de la explotación de minas y canteras (36,9% de participación) tendría el protagonismo dentro del crecimiento económico en este territorio, aportando 1,66 pps. Ahora bien, naturalmente el aporte que este sector puede significar para la economía de la región depende en gran medida de los precios del crudo y los demás *commodities,* aunque distintas proyecciones, incluyendo la expuesta por nosotros en esta edición, estiman que dichos precios se mantendrán altos tal y como se pudo ver en los anteriores capítulos. En cuanto al largo plazo, se espera que el crecimiento de la región se estabilice en 2,8% para 2026.

Gráfico 15. Escenarios de crecimiento 2022 de la región Amazonía-Orinoquía.



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

7.1.7. Resúmenes regionales

Cuadro 1. Escenarios de crecimiento por regiones hasta el 2026

Región	2022	2023	2024	2025	2026
Amazonía/ Orinoquía	4,70	2,94	2,91	2,80	2,80
Pacífica	5,38	3,21	3,34	3,31	3,30
Caribe	5,50	3,18	3,27	3,22	3,21
Oriental	5,22	3,06	3,15	3,10	3,09
Central	5,46	3,22	3,33	3,30	3,29
Bogotá	5,91	3,32	3,48	3,46	3,45

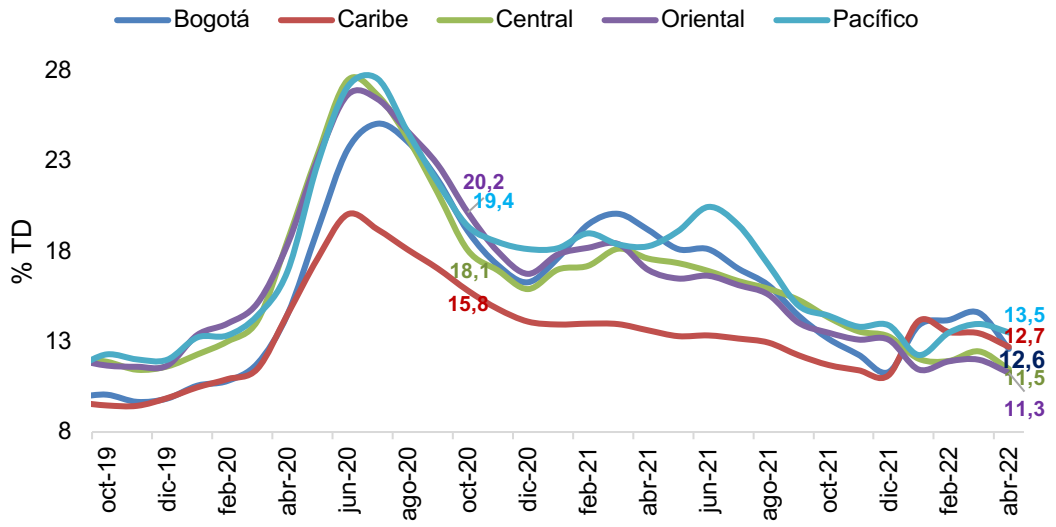
Fuente: Fedesarrollo (cálculos propios)

7.2. Comportamiento y prospectiva del mercado laboral regional

El mercado laboral a nivel regional presenta mejorías con respecto al año pasado según los últimos resultados del DANE para el trimestre móvil febrero – abril de 2022. La tasa de desempleo (TD) nacional se ubicó en 12,1%, la región Oriental es la que exhibe un menor indicador de desempleo (11,3%), mientras que el Pacífico tiene la TD más alta (13,5%). Por ciudades, se encuentra que son Bucaramanga (9,2%), Armenia (10,6%) y Villavicencio (10,6%) poseen los mejores resultados de desempleo. En contraposición, Quibdó (21,3%), Valledupar (16,1%) e Ibagué (15,1%) son las que presentaron las mayores tasas de desempleo (Gráfico 13).

Gráfico 16. Tasa de desempleo de las principales regiones

(Trimestre Móvil, %)



Fuente: DANE.

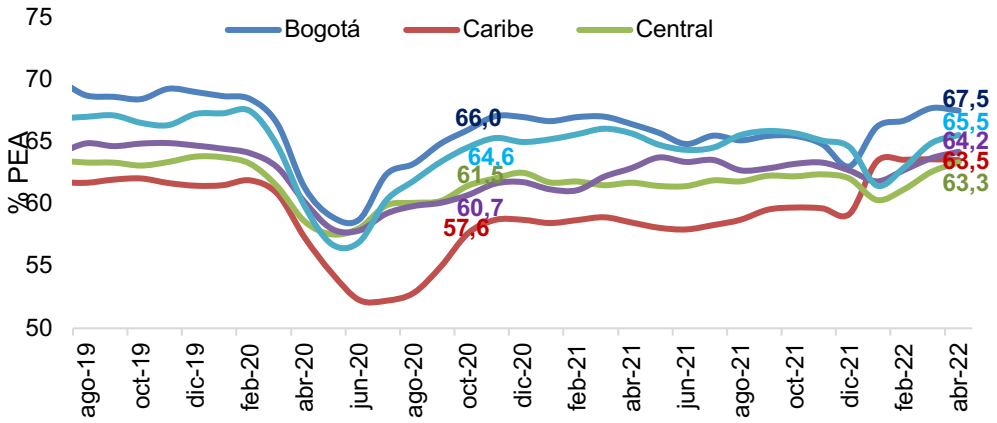
Si se realiza una comparación frente a las cifras de 2019, las regiones Central y Oriental han logrado reducir el desempleo incluso por debajo de los niveles observados en el período prepandemia. En específico, las ciudades de Armenia y Villavicencio son las que registraron las mayores reducciones en el desempleo comparado con el mismo trimestre de 2019, con disminuciones de 7,5 pps y 3,3 pps respectivamente. Vale la pena mencionar que, contrario a lo anterior, Barranquilla y Quibdó son las únicas ciudades que aumentaron su desempleo con respecto a abril de 2021, con variaciones de 1,2 pps y 0,3 pps. Esto es preocupante para la situación económica, ya que muestra un empeoramiento de la situación laboral incluso frente al período de crisis pandémica en estas ciudades.

Respecto al número de ocupados, hubo una reducción en 9 ciudades, mientras que existió un aumento en 14 con respecto al año pasado. A nivel regional, el único territorio en el que se redujo la cantidad de personas ocupadas fue en el Pacífico. Por otro lado, la cantidad de desocupados disminuyó en todas las ciudades con respecto a abril 2021 a excepción de tres ciudades en las que hubo aumentos: Quibdó (1.800), Montería (1.600) y Barranquilla (13.000). En especial, la región Central es aquella en la que hubo una mayor disminución en los desocupados, seguida por la región Pacífica.

Finalmente, analizando el mercado laboral por sexo se evidencia que no ha habido muchos avances desde el año pasado. En abril de 2022, la brecha se ubicó en 4,2 pps en promedio, lo que significa que la tasa de desempleo de las mujeres es 4,2 pps más alta que la de los hombres. No obstante, esta se ubica como la brecha más pequeña desde que inició el 2022, aunque con respecto a 2019 aumentó 0,4 pps y con respecto a 2021 se mantuvo invariable. Lo anterior sugiere que la desigualdad laboral entre hombres y mujeres no ha logrado recuperar los niveles prepandemia. Por otro lado, los últimos datos muestran que es Bogotá (1,9 pps) la región con menor brecha de género en cuanto al desempleo, mientras que la Caribe (9,3 pps) continúa siendo la de mayor diferencia.

Gráfico 17. Tasa Global de Participación de las principales regiones

(Trimestre Móvil, %)

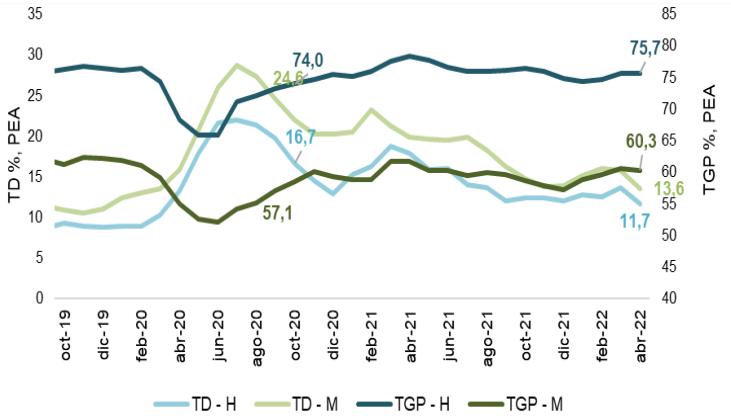


Fuente: DANE.

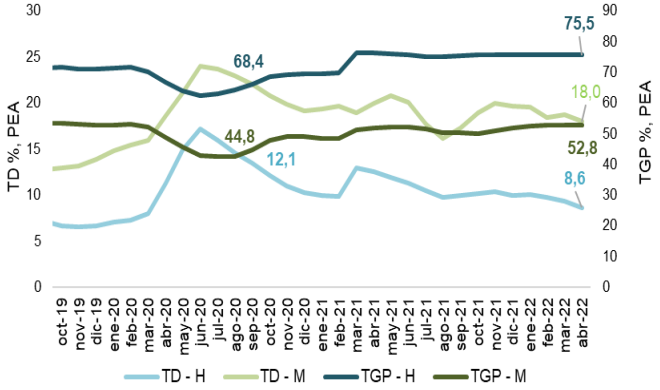
FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Gráfico 18. Tasa de desempleo y tasa global de participación por sexo y por región

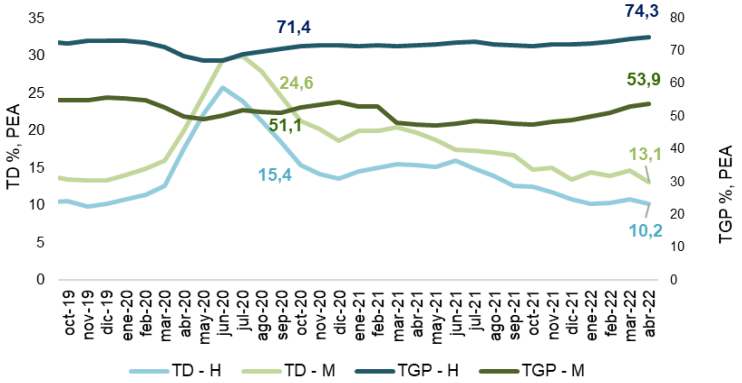
Bogotá D.C



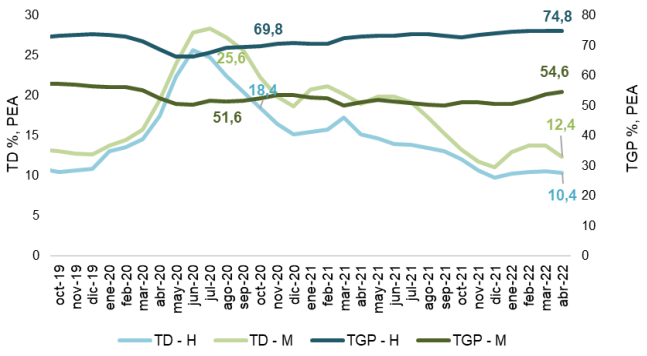
Región Caribe



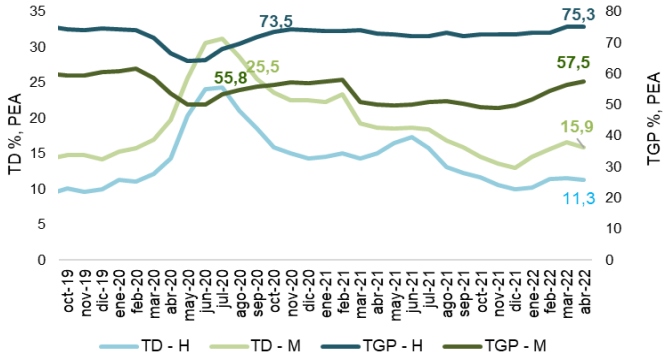
Región Central



Región Oriental



Región Pacífica



Fuente: DANE. Cálculos: Fedesarrollo.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

7.2.1. Bogotá

En la capital del país, los resultados en términos de desempleo muestran una mejoría bastante discreta, así como un aumento en el número de ocupados a corte del mes de abril. En particular, Bogotá presentó la tasa de desempleo más baja de 2022 en el trimestre móvil febrero-abril (12,6%). A comparación del año pasado hubo una reducción de 6,2 pps, que estuvo acompañada de un aumento de 41,1 mil ocupados. En relación con el 2019, la TD aumentó 0,7 pps, y la cantidad de ocupados no ha logrado recuperarse del todo ya que aún hay una diferencia de 336,4 mil personas. Respecto a la tasa global de participación (TGP), en el trimestre móvil febrero-abril se ubicó en 67,5%, con lo cual se ve un incremento con respecto al año pasado, pero un decrecimiento a comparación de 2019 y de marzo 2022. De esta manera, aún queda un largo camino para llegar una TD alrededor del 10% y una TGP oscilando el 69%, como se vio en 2019. No obstante, la recuperación del empleo está siguiendo un camino de alta volatilidad pero positivo si se mira en términos de variaciones anuales.

Por otro lado, analizando la situación del mercado laboral por sexo, la ciudad presenta un logro notorio a comparación del resto de regiones en cuanto a la disminución de la brecha de desempleo entre hombres y mujeres. Esta tuvo una magnitud de tan solo 1,9 pps en el trimestre móvil febrero-abril, ubicándose como la región con menor desigualdad en la tasa de desempleo. Específicamente, el desempleo en la población femenina se situó en 13,6%, lo que representa una reducción anual de 6,2 pps y constituye la cifra más baja desde marzo 2020 (13,5%). En hombres, la TD se ubicó en 11,7%, lo que se consolida como el mejor resultado desde marzo de 2020 (10,3%) (Gráfico).

7.2.2. Central

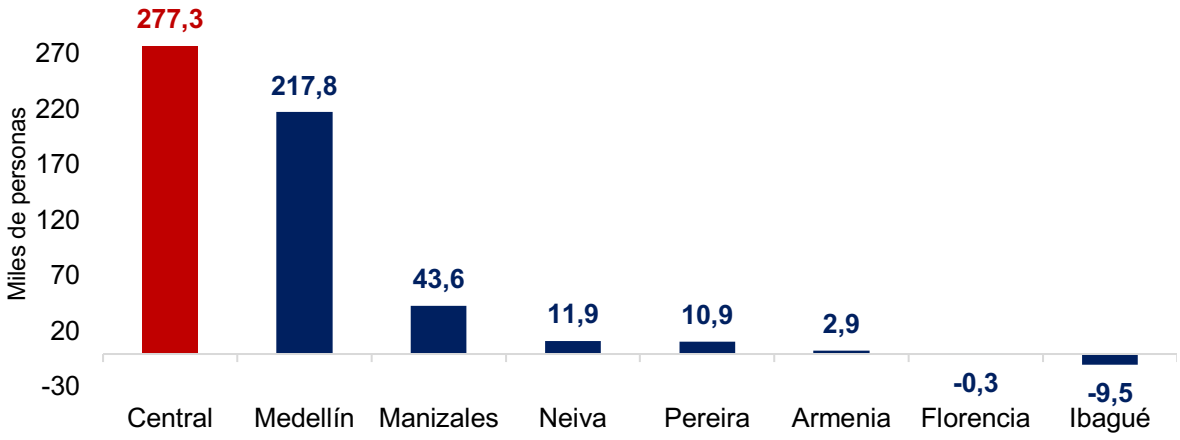
El comportamiento de los indicadores del mercado laboral en la región Central permite divisar el buen rumbo que ha tenido el resto de la actividad económica en este territorio. La tasa de desempleo se ubicó en 11,5% en el trimestre móvil febrero-abril, lo que representa una reducción de 1,0 pps frente al trimestre móvil anterior y de 6,1 pps frente al año pasado. Por su parte, la tasa global de participación alcanzó 63,3%, con lo cual refleja un aumento de 1,6 pps frente al mismo periodo del año pasado, pero una disminución de 0,4 pps frente a 2019. El número de ocupados actual es de 2,95 millones de personas aproximadamente, es decir 277,3 mil más que en el trimestre móvil febrero-abril del año pasado (Gráfico). Por otro lado, frente al trimestre móvil anterior se ve un aumento de 73 mil personas ocupadas aproximadamente.

En lo que respecta a las mujeres, el desempleo se ubicó en 13,1% en el trimestre móvil febrero-abril, 6,5 pps por debajo del mismo trimestre móvil del año pasado. Asimismo, se consolida como el porcentaje más bajo desde incluso antes de 2019. La cantidad de ocupadas es de 1,33 millones de mujeres aproximadamente, es decir 266,2 mil más que un año atrás. Por otro lado, la TGP aumentó durante el trimestre móvil febrero-abril 6,5 pps a

comparación del año pasado. Paralelamente, en la población masculina la TD bajó con respecto al anterior trimestre móvil, al igual que con respecto al año pasado. En el trimestre móvil febrero-abril registró 10,2%, 5,2 pps por debajo de la cifra de desempleo en el mismo trimestre móvil de 2021. La TGP exhibe resultados favorables, ubicándose en 74,3%. Se ubica entonces como la más alta incluso desde antes de 2019. El número de ocupados en la región es de 1,63 millones, con lo cual el aumento frente al mismo periodo de 2021 es de aproximadamente 17,1 mil hombres. En correspondencia a este contexto, la brecha de género en cuanto a desempleo es de 3,0 pps, esto constituye el dato más bajo desde mayo 2020.

Finalmente, evaluando los indicadores por ciudades, los resultados del trimestre móvil febrero-abril indican que Ibagué (15,1%) y Florencia (14,7%) tienen las tasas de desempleo más altas. Sin embargo, ambos casos son alentadores debido a que se caracterizan por estar siguiendo una senda decreciente desde mediados de año, pasando de cifras alrededor del 20% en el segundo trimestre de 2021 a las que manejan actualmente. En particular, la tasa de desempleo disminuyó con respecto al año pasado y también con respecto a 2019. En contraposición, Armenia (10,6%) y Medellín (11,1%) son las ciudades con los mejores escenarios de desempleo en la región. Conviene destacar que durante el segundo trimestre de 2021, Armenia registraba una de las tasas de desempleo más altas de la región (20,1% en junio), situación que ha logrado revertir.

Gráfico 19. Cambio anual en el número de ocupados en la región Central
(Miles de personas, trimestre noviembre-enero)



Fuente: DANE.

7.2.3. Oriental

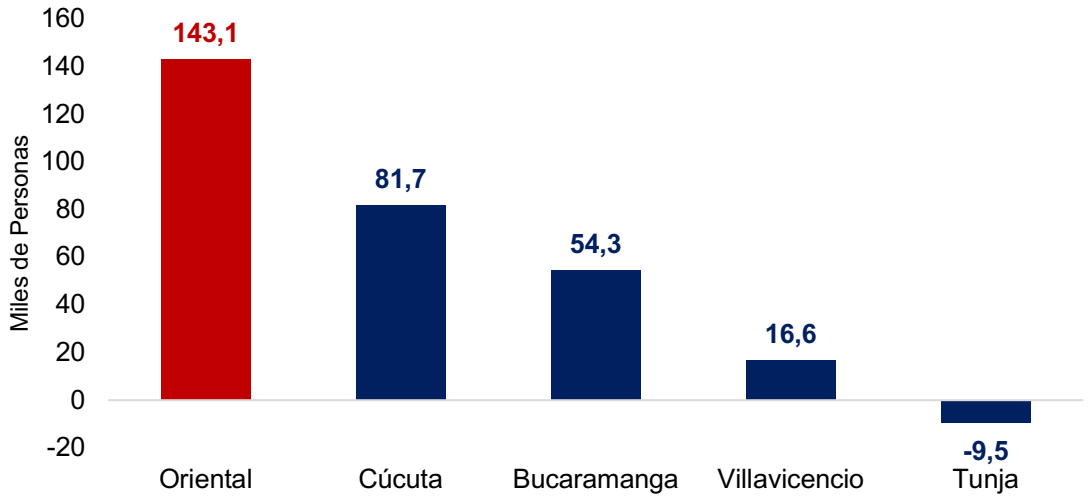
La tasa de desempleo en la región Oriental se situó en 11,3% en el trimestre móvil febrero-abril, un resultado favorable que constituye un mínimo no visto desde antes del 2019, lo cual quiere decir que el desempleo en la región ya ha logrado superar los niveles prepandemia. La cifra de ocupados es de 1,3 millones aproximadamente, lo que significa un incremento de 143,1 mil personas frente al trimestre móvil de febrero-abril de 2021

(Gráfico). La tasa global de participación se ubica en 64,2%, exhibiendo un aumento frente a 2021 (1,3 pps) y frente a 2019 (0,6 pps).

Al descomponer el balance del mercado laboral por sexos, se tiene que la TD en mujeres es de 12,4% y en hombres es de 10,4%, según los últimos reportes del mes de abril. Con esto, la brecha de género se ubica en 2,1 pps y significa un escenario de mejoría frente al resto de meses de 2022. Por otro lado, en el caso del desempleo masculino se evidencia que el porcentaje se ubica incluso por debajo de los niveles presentados antes de la pandemia, ya que presenta una diferencia con respecto al mismo período de 2019 de 1,7 pps.

Por último, de las cuatro ciudades capitales que componen esta región, Bucaramanga se lleva el primer lugar en cuanto a empleo, con una TD de 8,9%, siendo una de las cinco ciudades con mejor balance a nivel nacional. De forma contraria, Tunja se consolida como la ciudad con peor desempeño regional (15,0%).

Gráfico 20. Cambio anual en el número de ocupados en la región Oriental
(Miles de personas, trimestre móvil noviembre-enero)



Fuente: DANE.

7.2.4. Caribe

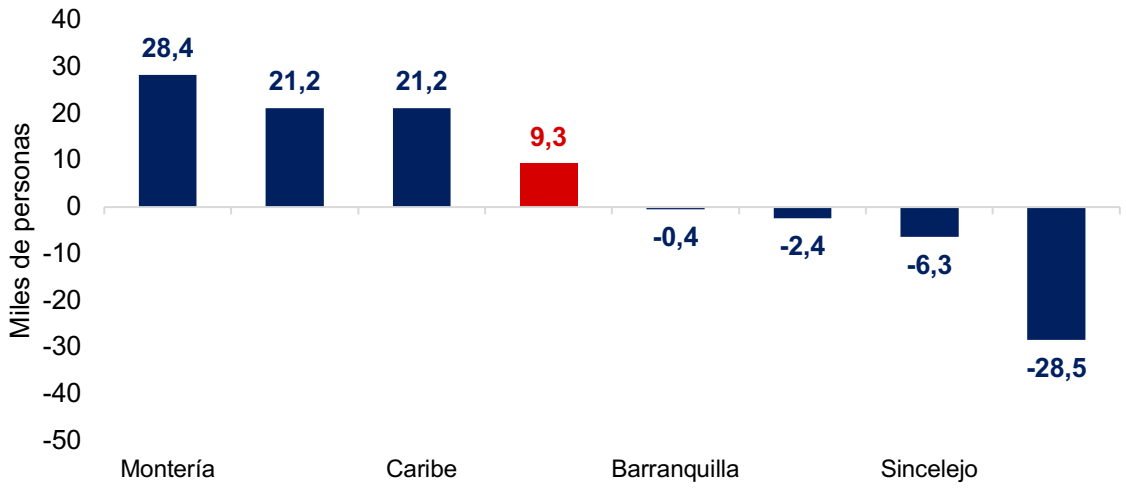
El Caribe colombiano, desafortunadamente, se ubica como la segunda región con mayor desempleo en el trimestre móvil febrero-abril 2022. Según los reportes, la tasa de desempleo en el trimestre móvil febrero-abril fue de 12,7%, valor que se traduce en una disminución de 0,9 pps frente al mismo trimestre de 2021, pero a un aumento de 2,9 pps frente a 2019. Los ocupados en la región son 1,98 millones de personas aproximadamente, de las cuales la gran mayoría se encuentra en Barranquilla (847 mil personas) y Cartagena (423 mil personas); relativo al año pasado, se observa un incremento en la cantidad de ocupados de 21,2 mil personas (Gráfico). La tasa global de participación es de 63,5%,

porcentaje que representa una disminución de 0,1 pps a comparación del anterior trimestre móvil.

Además, las dinámicas laborales en esta región se caracterizan por la desigualdad de género, pues la brecha es de 9,3 pps en la TD. La clara desventaja es para las mujeres. De acuerdo con los datos del trimestre móvil febrero-abril, el desempleo en la población femenina corresponde al 18,0%, mientras que en hombres es de 8,6%, es decir un poco menos de la mitad. Así, la cantidad de mujeres desocupadas es de aproximadamente 179 mil y de hombres 110 mil.

Realizando una evaluación por ciudades, se encuentra que Valledupar (16,1%) y Montería (14,5%) poseen los mayores niveles de desempleo, aunque con respecto al año pasado ambas ciudades tuvieron una disminución, particularmente de 3,1 pps y 1,8 pps respectivamente. Por otra parte, Cartagena (10,9%) y Sincelejo (12,1%) presentan los mejores balances en empleo. No obstante, ambas ciudades reportan resultados superiores a los de 2019.

Gráfico 21. Cambio anual en el número de ocupados en la región Caribe
(Miles de personas, trimestre móvil mayo-julio de 2021)



Fuente: DANE.

7.2.4. Pacífica

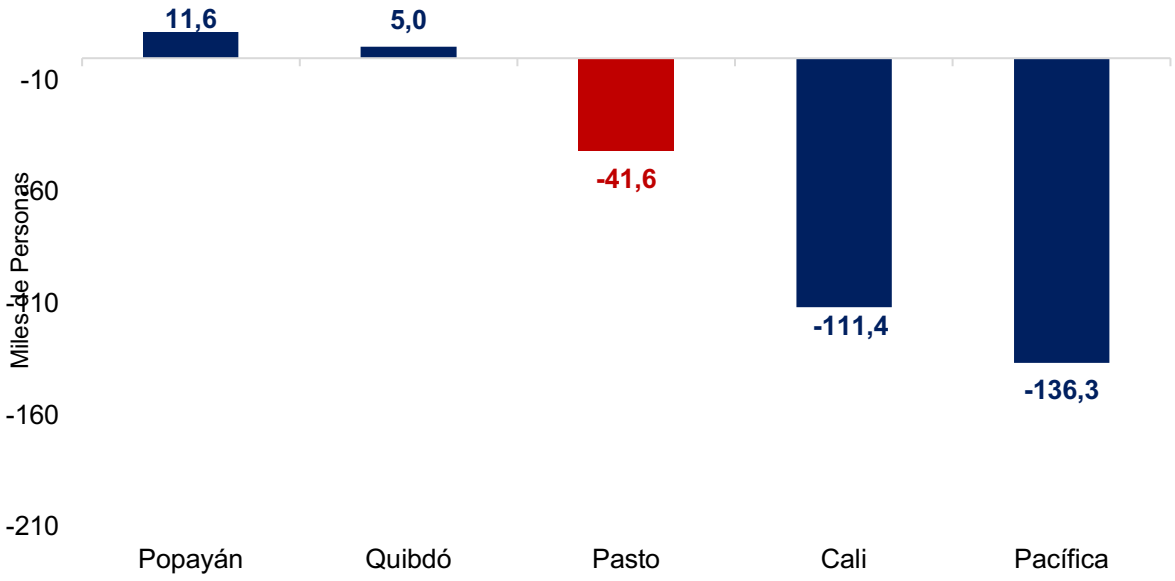
En esta región el desempleo en el trimestre móvil de febrero-abril se ubicó en 13,5%, convirtiéndose en la región con peor desempeño. No obstante, hubo una disminución de 4,8 pps con respecto al año pasado. El número de ocupados registra disminuciones anuales y mensuales de -135,3 mil y 22 mil respectivamente, de los cuales la mayoría corresponden a la ciudad de Cali (Gráfico). En cuanto a la TGP, para el trimestre móvil febrero-abril alcanzó 65,5%, reflejando el valor más alto desde octubre 2021.

Al diferenciar los resultados por sexos, la tasa de desempleo en mujeres se ubica en 15,9%, mientras que en hombre alcanza 11,3%. En este sentido, la brecha corresponde a 4,6 pps,

siendo la segunda región más desigual del país. Sin embargo, analizando las cuatro principales ciudades de la región, preocupa la TD femenino en Quibdó especialmente (26,7%), ya que esta ciudad también representa el peor desempeño en términos de empleo a nivel nacional. Esto demuestra entonces que existen aún lugares que no han logrado bajar sus tasas de desempleo del orden de 20%.

Por su parte, volviendo al análisis general del mercado laboral, la ciudad de Pasto y Cali poseen los mejores resultados dentro de la región, con una TD de 13,1% y una cantidad de desocupados de 23 mil y 160 mil personas actualmente, respectivamente. Los resultados en cantidad de desocupados de Cali se entienden también porque se trata de la ciudad con mayor población en la región. En contraste, Quibdó registra el desempleo más alto (21,9%), mostrando que no ha podido recuperarse de la pandemia en términos de desempleo.

Gráfico 22. Cambio en el número de ocupados en la región Pacífica
(Miles de personas, trimestre móvil noviembre-enero)



Fuente: DANE.

Referencias

Aeronáutica Civil (2022). Boletines Operacionales: Estadísticas de Origen-Destino

ANDEMOS (2022). Informe Vehículos Mayo 2022.

ANDEMOS (2022). Informe Motos Mayo 2022.

Camacol (2022). Tablas de Coyuntura Mayo 2022. Bogotá D.C.

Departamento Administrativo Nacional de Estadística (2022). EMC Abril 2022.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Departamento Administrativo Nacional de Estadística (2022). EMMET Abril 2022.

Departamento Administrativo Nacional de Estadística (2022). Mercado Laboral por sexo Abril 2022.

Departamento Administrativo Nacional de Estadística (2022). EMA Abril 2022.

Departamento Administrativo Nacional de Estadística (2022). ECG Abril 2022.