



---

# I. INTRODUCCIÓN

Después del optimismo que observamos en 2021 con la aplicación masiva de vacunas contra el Covid-19 y la recuperación de la actividad económica mundial, el año 2022 ha sorprendido con una aceleración en el ritmo de crecimiento de la inflación a niveles no vistos en varias décadas, la ralentización del crecimiento global, un ajuste a la baja en los precios de gran parte de los activos financieros internacionales y una caída generalizada en el optimismo. A las preocupaciones económicas se han sumado aquellas derivadas de la invasión rusa a Ucrania y el resurgimiento de tensiones geopolíticas que continúan fragmentando el espacio de lo que hasta hace pocos años considerábamos un mundo económico globalizado. No podríamos dejar de mencionar aquí las enormes desigualdades socioeconómicas que se han exacerbado tras la pandemia, no solo entre países sino al interior de estos.

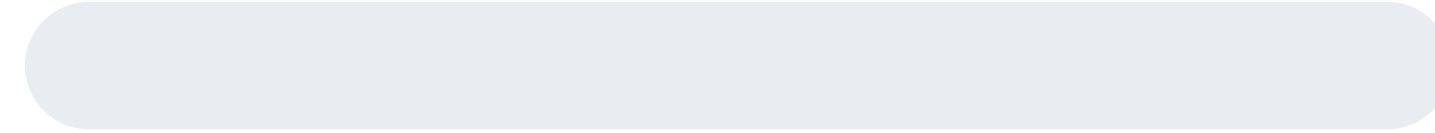
Aunque son bien conocidas las causas del rebrote inflacionario, vale la pena señalar que obedecen tanto a factores de oferta como de demanda. En lo que al primer aspecto se refiere, durante la pandemia se deterioró la capacidad de transporte a nivel global y muchas empresas desaparecieron, a lo que se sumó una demanda vigorosa impulsada por los mayores ahorros de ciertos grupos económicos, una movilidad potenciada por las vacunas y políticas monetarias y fiscales que a la luz de los acontecimientos fueron excesivamente generosas.

La respuesta de política monetaria ante el aumento de la inflación ha sido el incremento en las tasas de interés con todo lo que ello trae en términos de desvalorización de la renta variable y la renta fija en el mundo. En este proceso, las monedas de varios países emergentes e industrializados, en especial de aquellos con altos déficits en la cuenta corriente, han sufrido una marcada depreciación.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



En el caso colombiano, hay que agregar que la elección de un presidente de izquierda, a pesar de los espacios de diálogo y acuerdo que ha ofrecido, ha generado incertidumbre en relación con la visión con la que se hará la conducción del Estado.

Las expectativas para 2023 parten de una realidad económica que no permite ser excesivamente optimista sobre la evolución del crecimiento global y la resolución rápida de los problemas sociales actuales en el mundo. Sabemos que el aumento de las tasas de interés en prácticamente todos los países deberá reducir el consumo. También sabemos que los altos niveles de deuda pública, derivados de las políticas diseñadas para atenuar los impactos de la pandemia, disminuyen las posibilidades del activismo de la política fiscal. Adicionalmente, la fragmentación del mundo en espacios geopolíticos rivales puede llevar a tener costos importantes en términos de una menor eficiencia económica global y la falta de coordinación en la formulación de políticas para afrontar problemas globales como los derivados del cambio climático.

Uno de los aspectos que seguirá marcando el devenir económico el próximo año será, definitivamente, el de la incertidumbre. Los pronósticos de los agentes sobre la evolución de las principales variables económicas -tanto a nivel local como externo- han alcanzado rangos y dispersiones con escasos precedentes. Ante la incertidumbre creciente y en ausencia de una visión clara sobre el futuro, los hacedores de política dependen cada vez más de la información que día a día se va conociendo, lo cual a su vez genera una enorme volatilidad.

En los últimos dos años y medio, Colombia tuvo que enfrentar fenómenos complejos derivados de la pandemia. Si bien se hizo un manejo adecuado en varios frentes (incluyendo el sanitario), el financiamiento del gasto público no fue acertado<sup>1</sup>. Como resultado de esta situación se perdió el grado de inversión para el soberano por parte de las calificadoras S&P y Fitch, con lo cual la prima de riesgo país ha aumentado, y con ello el costo de la financiación

<sup>1</sup> El gobierno tuvo dos traspies importantes en su esfuerzo por equilibrar las finanzas públicas: 1. La caída por inconstitucionalidad del "Impuesto solidario" que gravaba exclusivamente a empleados del sector público y 2. El rechazo a la primera propuesta de reforma tributaria del 2021, propuesta que ni siquiera alcanzó a ser discutida en el Congreso.

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷





internacional. Además, ha hecho que la economía del país sea más vulnerable -por cuenta de un mayor déficit fiscal y en cuenta corriente- a los efectos en los cambios en la política económica de los países desarrollados.

A esto, debemos sumar otros dos factores de incertidumbre específicos de nuestro país: el alcance de las políticas que implementará el nuevo Gobierno Nacional y el efecto que puede llegar a tener la reforma tributaria sobre el crecimiento. Sobre este último punto vale la pena resaltar que, tal como se discute más adelante en este capítulo, los programas de ajuste fiscal caracterizados por un aumento en los impuestos y una disminución del gasto, tradicionalmente suelen tener efectos recesivos. En esta oportunidad, sin embargo, no se aplicará la receta tradicional, pues si bien hay un aumento en los impuestos, también se espera una expansión del gasto. Los resultados de esta combinación de políticas son, intrínsecamente, difíciles de pronosticar<sup>2</sup>.

---

*“Los pronósticos de variables económicas tienen una incertidumbre con escasos precedentes..”*

---

## El legado del Covid-19: más allá de los efectos macroeconómicos<sup>3</sup>

### Recuadro No. 1

---

La distribución masiva de vacunas contra el Covid-19 en el mundo a partir del primer semestre de 2021, el especial cuidado que se ha tenido en su distribución entre la población más vulnerable -en particular los adultos mayores-, y la predominancia de variantes del virus con menor sintomatología, han permitido que la letalidad del fenómeno a nivel mundial se haya reducido considerablemente. Aunque es probable que continuemos hablando de sus efectos durante mucho tiempo, el virus ha dado paso a otro tipo de preocupaciones económicas y geopolíticas a nivel mundial.

<sup>2</sup> Vale la pena destacar también el compromiso de la nueva administración con el cumplimiento de la regla fiscal.

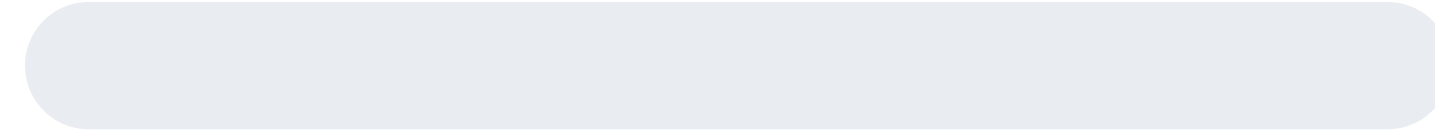
<sup>3</sup> Este recuadro se inspiró en el análisis contenido en el documento “Global Economic Effects of COVID-19”, Noviembre de 2021. Recuperado de:

<https://crsreports.congress.gov/product/details?prodcode=R46270>



COMPARTIR





Además de la recesión mundial, los elevados niveles de deuda pública para atender la emergencia y el fenómeno inflacionario que se ha observado desde mediados de 2021, son los impactos visibles más importantes que dejó el fenómeno. Sin embargo, existen muchas otras consecuencias de mediano y largo plazo que están siendo dejadas de lado. El objetivo de este recuadro es precisamente ahondar en algunas de estas consecuencias -de carácter no macroeconómico- bajo la hipótesis de que no son impactos menores y que muchas de ellas exigen respuestas de política pública.

El primer efecto que podemos señalar es el directamente relacionado con el número de muertos y el impacto productivo de estas muertes. A la fecha de publicación de este informe, cerca de 141 mil personas habían muerto en nuestro país por Covid-19, en tanto que en el mundo se registraban 6.4 millones de muertes. Aunque en Colombia el 73% de los fallecidos tenían más de 60 años, con lo que podría pensarse que la producción sacrificada no sería tan alta, un 8.6% de la población estaba en el grupo de los 40 a 49 años y un 3.2% estaba entre los 30 y 39 años, es decir, en los grupos etarios con mayor productividad laboral y con elevada expectativa de vida.

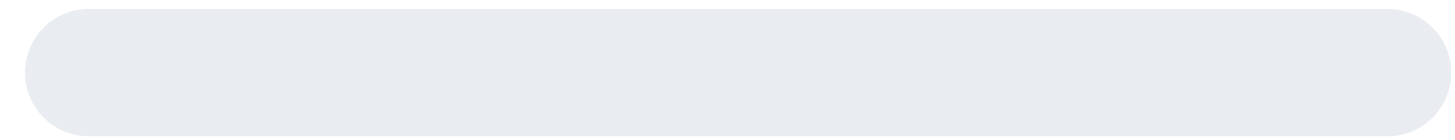
Si bien es difícil de cuantificar desde el punto de vista médico, las cuarentenas y el propio Covid-19 dejaron secuelas en términos de salud física y mental. Alguna evidencia al respecto sugiere que el sedentarismo afectó el metabolismo de la población y aumentó los casos de obesidad y sobrepeso. Las enfermedades nerviosas también se incrementaron tanto en la población afectada por la enfermedad como en la población confinada<sup>4</sup>. Muchos de estos efectos adversos impactarán negativamente la capacidad productiva y están exigiendo un incremento en los gastos de salud.

<sup>4</sup> Lamentablemente, datos recolectados a nivel mundial indican que el aislamiento social ha tenido un drástico impacto en los niveles de actividad física de la población: se observó una disminución de entre 7% a 38% en la cantidad de pasos caminados diariamente. En el caso chileno, por ejemplo, estos estudios entregan evidencia de que períodos cortos de inactividad física inducida y aumento de la conducta sedente (tiempo dedicado a estar sentado), provocados por las condiciones de confinamiento o aislamiento social durante la pandemia de Covid-19, podrían tener importantes implicaciones metabólicas en la salud de la población. Recuperado de:  
[https://www.scielo.cl/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-98872020000600885](https://www.scielo.cl/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-98872020000600885)



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



Una de las áreas en las que ha habido mayor investigación tiene que ver con el efecto de los confinamientos y de las políticas de transferencias monetarias sobre la oferta laboral. La evidencia de los confinamientos es bastante generalizada, no solo para Colombia, en demostrar que entre los grupos más afectados se encuentra el de las mujeres y las personas menos calificadas. En el caso de las mujeres se explica porque en mayor proporción pasaron a cuidar a los niños en casa dadas las dificultades para que ellos pudieran asistir a las escuelas. Es apenas natural que la menor participación laboral de las mujeres se haya reflejado en menor capacidad de generar ingreso, ahorro y en pérdida relativa de riqueza frente a otros grupos poblacionales.

En relación con las transferencias monetarias a la población, la literatura internacional revisada por el Banco de la República en su Reporte del Mercado Laboral llega a la conclusión de que estas transferencias no afectaron significativamente la decisión de regresar al trabajo. Evidencia anecdótica para los Estados Unidos<sup>5</sup> concluye que la decisión de volver o no estuvo mucho más relacionada con aspectos como la preocupación por la expansión del virus y las preocupaciones en torno al cuidado de los menores.

En el caso colombiano, el reporte mencionado indica que no hay un efecto persistente en la participación laboral de las transferencias efectuadas, aunque en los primeros meses de la pandemia sí se registró una caída en la búsqueda de empleo por parte de quienes las recibieron.

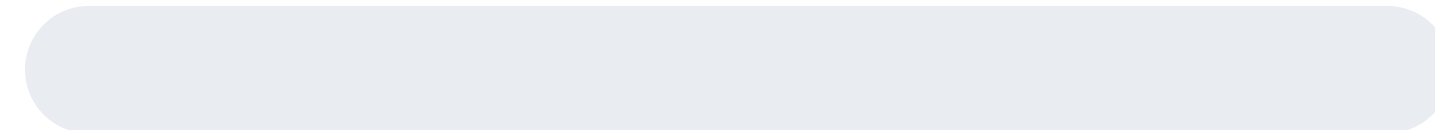
Al parecer los efectos de la pandemia sobre la cantidad y calidad de la educación en América Latina y en Colombia son los que adquieren mayor notoriedad. En el caso de la región, un estudio del Banco Mundial sugiere que el aumento de la brecha educativa de la región estaría asociado tanto a la baja cobertura de internet como a las demoras relativas en la adopción de la presencialidad. Para el caso colombiano, un estudio de Melo et al. concluye que en materia de educación básica y media *“los indicadores revelan que la pandemia generó el traslado de estudiantes de colegios privados hacia colegios oficiales, causó un aumento de las tasas de deserción y repitencia escolar y profundizó las brechas en los resultados de calidad, medidos a través de las pruebas Saber 11”*.

<sup>5</sup> En Estados Unidos algunos estados acabaron las transferencias monetarias en septiembre de 2021 mientras que otros continuaron con el programa. Esto ha permitido analizar con mayor precisión los efectos diferenciales sobre la oferta laboral entre los diferentes estados.



COMPARTIR

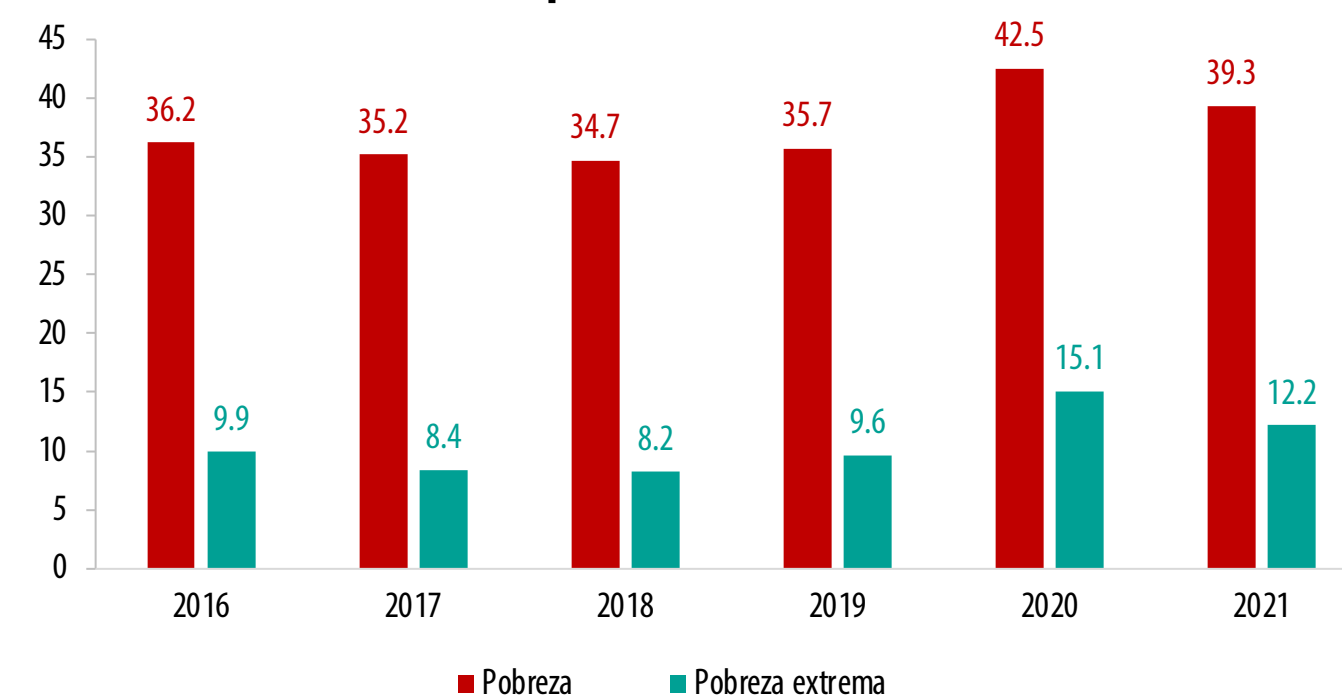
- 
- 
- 
- 
-



En particular, los grupos más perjudicados serían los estudiantes que asisten a colegios y escuelas rurales, los estudiantes que no tienen acceso a Internet o a dispositivos tecnológicos, y aquellos cuyos padres tienen menor nivel de educación y de ingreso. Es evidente la necesidad de una respuesta del Estado para atender a estos desafíos en el futuro cercano.

Los efectos sobre el capital humano son especialmente graves porque pueden aumentar la brecha de pobreza en la sociedad. Según cifras del Fondo Monetario Internacional (FMI), entre 65 y 75 millones de personas entraron en situación de pobreza extrema en 2020 y, aunque algunos pudieron salir con la recuperación del 2021, estamos lejos de haber alcanzado la situación previa a la crisis por el Covid-19. En el caso colombiano, la tasa de pobreza monetaria alcanzó 42.5% en 2020 (15.1% pobreza extrema) y si bien se redujo a 39.3% en 2021, sigue siendo muy alta frente a la observada antes de la pandemia (35.7%).

**Colombia: Incidencia pobreza monetaria\***  
**% población total**



Fuente: DANE. \* Proporción de personas cuyo ingreso está por debajo de la línea de pobreza.

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷





Finalmente, vale la pena señalar que, pese a que la pandemia causó un abrumador efecto negativo sobre la sociedad, es claro que sí se produjeron algunos efectos benéficos. Por ejemplo, la aceleración en la producción de vacunas mediante técnicas de ARN mensajero abre espacios para que puedan ser empleadas en la elaboración de otros tipos de vacunas que aparentemente podrán ser utilizadas para el tratamiento de algunas variedades de cáncer, trastornos hereditarios y enfermedades como el Alzheimer. Por otra parte, la adopción de la modalidad de trabajo híbrido ha reducido los desplazamientos diarios de las personas de sus hogares a sus trabajos y disminuido los viajes aéreos por motivos de trabajo. Esto puede tener un impacto no despreciable en la reducción de la emisión de gases efecto invernadero frente a la emisión que se hubiese dado en ausencia de la pandemia. En un plano más tangible y aplicado a la realidad de nuestro país, el virus aceleró fuertemente la bancarización: según el Reporte de Inclusión Financiera producido por Banca de las Oportunidades y la Superintendencia Financiera de Colombia, mientras que en 2019 el 66% de los adultos hicieron uso de algún producto financiero, en 2020 esta proporción aumentó a 72.6% y en 2021 a 74.8%. Esto significa un crecimiento de 4.2

millones de personas en solo dos años con la consecuente mejora en términos de seguridad y comodidad en el manejo de las transacciones.

---

*“La pandemia dejó consecuencias negativas importantes en términos de la calidad de la educación en general y los niveles de ingreso de las mujeres”*

---

#### Bibliografía

“Global Economic Effects of COVID-19”, Noviembre de 2021. Recuperado de: <https://crsreports.congress.gov/product/details?prodcode=R46270>

“Reporte del Mercado Laboral No. 23”, Banco de la República, julio de 2022.

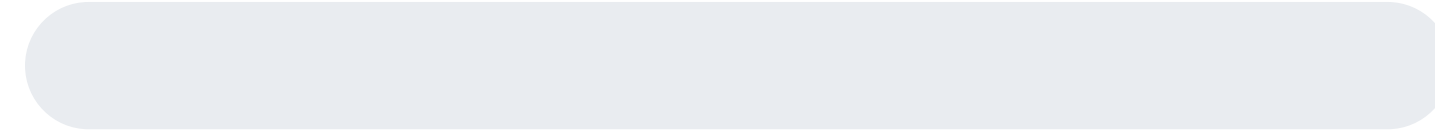
Melo, L. Ramos, J. E. et al. “Efecto de la Pandemia sobre el Sistema Educativo: El caso de Colombia”. Borradores de Economía <sup>1179</sup>

Banca de las Oportunidades y Superintendencia Financiera de Colombia (2022). Reporte de Inclusión Financiera <sup>2021</sup>. Recuperado de: [https://www.bancadelasoportunidades.gov.co/sites/default/files/2022-09/Reporte%20de%20inclusi%C3%B3n%20financiera%202021\\_07-09-2022.pdf](https://www.bancadelasoportunidades.gov.co/sites/default/files/2022-09/Reporte%20de%20inclusi%C3%B3n%20financiera%202021_07-09-2022.pdf).



COMPARTIR





## II. PRINCIPALES FACTORES DE RIESGO PARA LA ECONOMÍA EN 2023

A continuación incluimos una serie de factores de riesgo<sup>6</sup> que podrían afectar el devenir de la economía colombiana y mundial en los próximos meses:

### Riesgos de recesión en diferentes partes del mundo

Durante 2021 la recuperación económica mundial fue robusta a consecuencia de varios factores entre los que se destacan: los países continuaron con programas de transferencias monetarias a la población más afectada por la emergencia del Covid-19 y el mundo empezó a disfrutar de la distribución masiva de vacunas contra el virus, que mejoró significativamente la movilidad. Además, durante la primera mitad de ese año, pocos países hicieron ajustes al alza en sus tasas de política monetaria. Aquellos que lo hicieron correspondían a países emergentes donde era notorio el aumento de la inflación.

El fuerte rebrote inflacionario de la segunda mitad del 2021, pero sobre todo en 2022, empezó a cambiar la percepción sobre la naturaleza del fenómeno económico que se estaba gestando. De anticiparse un fenómeno inflacionario puramente temporal se pasó a anticipar uno mucho más intenso y duradero. Esta situación se complicó aún más con la invasión rusa a Ucrania el 24 de febrero de este año y con las sanciones de occidente al invasor, quien es un importante productor de gas, petróleo, trigo y fertilizantes, entre otros productos.

Uno de los precios en la economía más sensibles al aumento de la inflación es la tasa de interés de la deuda pública. En consecuencia, a nivel global ya desde 2021 pero con especial énfasis en 2022 se registraron incrementos de estas tasas en los países industrializados y, posteriormente, aumentos de las tasas de intervención por parte de sus bancos centrales.

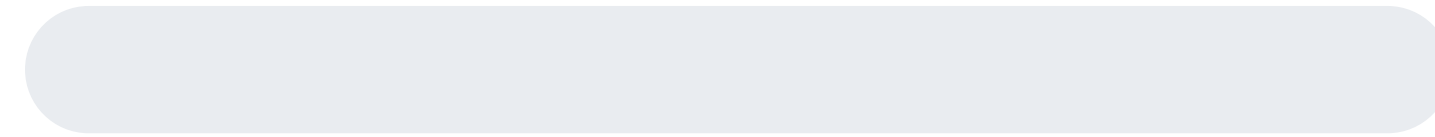
<sup>6</sup> Entendemos por factores de riesgo eventos cuya probabilidad de ocurrencia dependen de circunstancias difíciles de pronosticar y que pueden cambiar la senda de crecimiento en uno u otro sentido.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



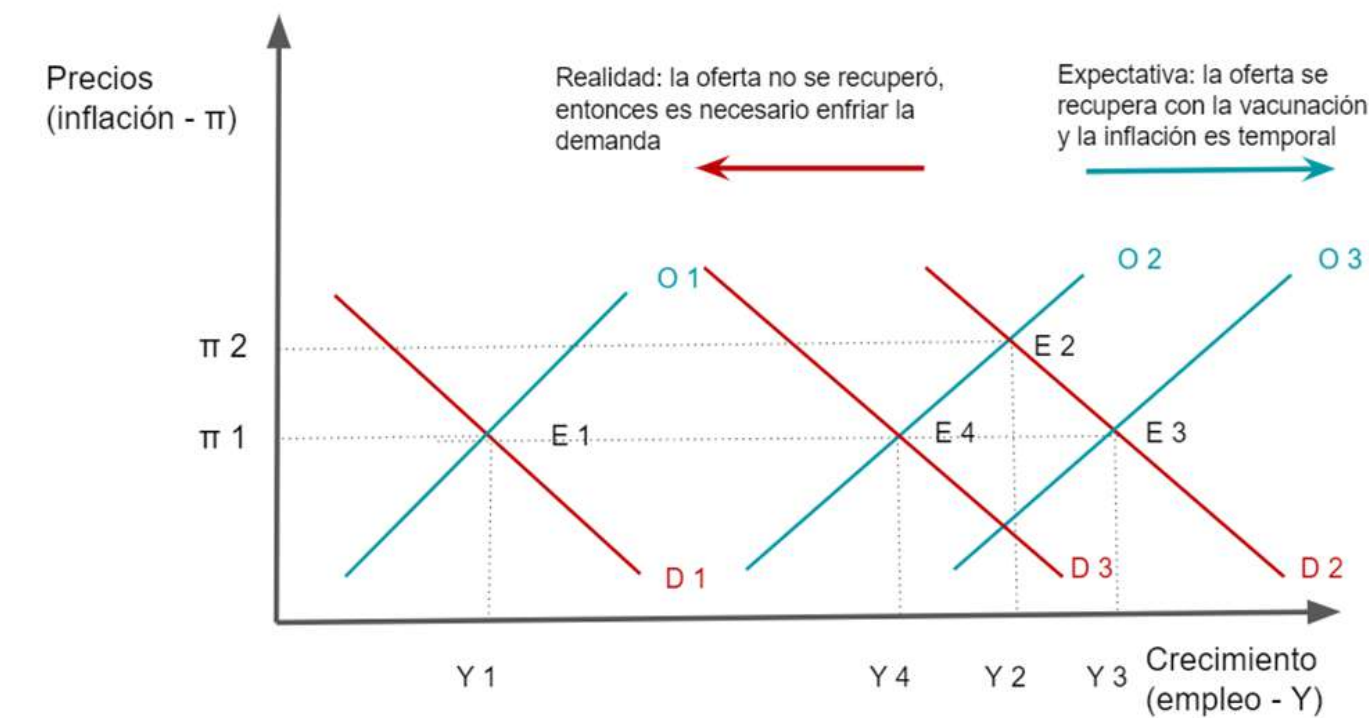


Tanto el incremento de la inflación, que termina por afectar el poder de compra de aquellos grupos de la población que no pueden ajustar sus ingresos al mismo ritmo que el aumento de la inflación, como el aumento de tasas -que encarecen el acceso al crédito- terminan por afectar la demanda, especialmente el consumo de los hogares, y por lo tanto el crecimiento. En algunos casos, como los países europeos – en especial el de Alemania-, se adiciona el racionamiento de energía que se produce a consecuencia del recorte de suministro de gas a la región por parte de Rusia. En estas circunstancias el riesgo de desaceleración o recesión es aún mayor.

## ¿Cuál es la relación macro entre el crecimiento y la inflación?

En el siguiente diagrama presentamos la relación entre el producto de la economía (eje X) y la inflación (eje Y). En cualquier mercado, la relación entre oferta y demanda determina tanto las cantidades producidas como sus precios. En este diagrama, la curva de la oferta (O) representa la totalidad de bienes y servicios que se producen en la economía de un país, por su parte, la curva de la demanda (D)

representa las cantidades dispuestas a demandar a distintos precios por los agentes que participan en dicha economía. El punto en el que se cruzan oferta y demanda agregadas es el equilibrio (E) que es una observación para un momento específico y nos indica tanto el nivel de crecimiento de la economía como su nivel de precios (inflación).



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



En el diagrama observamos los siguientes momentos y movimientos:

I. La situación generada por la pandemia: tanto la oferta como la demanda se contrajeron, pasando del nivel de equilibrio E0 a E1, en donde el crecimiento y la inflación son muy bajos. Como resultado de los estímulos de tasas y gasto público pero sobre todo cuando inició el proceso de vacunación y se empezaron a reabrir las economías la demanda agregada se movió de D1 a D2 pues se reactivó el consumo de bienes y servicios. Sin embargo, por las dificultades ya comentadas anteriormente, la oferta agregada no se recuperó con la misma velocidad que la demanda y se quedó rezagada en O2. En consecuencia, se alcanzó el punto de equilibrio E2, en el que si bien el crecimiento se recuperó, la inflación aumentó.

II. La expectativa de los bancos centrales para el período de reapertura era que la oferta pudiera recuperarse hasta el nivel O3 y alcanzar la demanda en un punto de equilibrio E3 en el que la inflación volvería a bajar, es decir, esperaban un aumento transitorio de la inflación.

III. No obstante, la realidad mostró que la oferta no pudo alcanzar a la demanda y por lo tanto, los bancos centrales ahora están enfriando esta última para que se ajuste a los niveles de oferta y se logre llegar al punto de equilibrio E4, en el que se reduce la inflación pero que implica un menor crecimiento ya que la demanda se desplaza de Y3 a Y4.

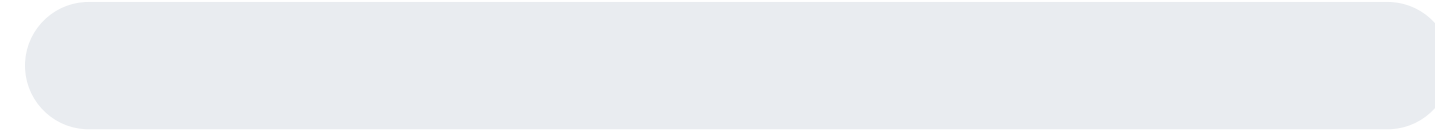
---

Hay algunos elementos que pueden moderar o aumentar el riesgo de una recesión o una desaceleración en la coyuntura actual. El primero de ellos tiene que ver con la salud del sector financiero. Sabemos por la experiencia que si a las causas que originaron un bajo crecimiento se adiciona el debilitamiento de este sector -vía el deterioro de la calidad de la cartera- las recesiones tienden a ser más profundas y prolongarse en el tiempo. Esta fue la situación que generó la prolongada recesión de 2008 a 2010 en Estados Unidos y buena parte de los países europeos en 2012-2013. Por fortuna a este respecto, los niveles de apalancamiento del sistema financiero tanto en Estados Unidos como en los países europeos parecen ser muy bajos, reduciendo la posibilidad de este tipo de contagio<sup>7</sup>.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



Por otra parte, durante la pandemia y ante la imposibilidad de realizar gastos por parte de muchas familias confinadas que continuaron recibiendo sus ingresos, los niveles de ahorro de los hogares aumentaron en forma significativa. Si bien este “stock” de ahorro ha venido disminuyendo en el tiempo, aún hay en varias economías una reserva que permitiría a los hogares mantener su nivel de gasto por un tiempo más en caso de llegarse a presentar una caída de sus ingresos, lo que mitiga la posibilidad de un fuerte desplome en el consumo y la actividad económica.

En un sentido opuesto al que hemos venido mencionando, es claro que después de la emergencia por el Covid-19 el uso contra-cíclico de la política fiscal es hoy en día mucho más limitado. En Estados Unidos el nivel de deuda a PIB en 2019 era del 79.4% y ascendió por la pandemia a más del 100%. En 2021 se redujo marginalmente a 99.6% del PIB. Muchos países, incluyendo los Estados Unidos, tienen niveles de deuda pública insostenibles, que hacen necesario un estricto control de gasto y un esfuerzo significativo por aumentar impuestos. Así las cosas, el papel contra-cíclico de la política fiscal en los próximos años será muy limitado, factor que genera una vulnerabilidad adicional en caso de una recesión.

Por último, es importante destacar una característica nueva en el contexto mundial que dificultaría el proceso de recuperación en caso de que se produzca un proceso recesivo. Por primera vez en muchos años, la vulnerabilidad de las principales economías del mundo -Estados Unidos, China y Europa- es alta, por lo que la probabilidad de que las tres estén simultáneamente en un proceso recesivo no es despreciable, lo que contrasta con la situación durante la gran recesión 2009, cuando China impidió un proceso recesivo mayor.

---

*“... la vulnerabilidad de las principales economías del mundo es alta ...”*

---

<sup>7</sup> La relación de cartera a crédito en Estados Unidos -que puede tomarse como una aproximación al exceso de apalancamiento de los bancos- a mediados de 2022 estuvo cerca de 0.95. Este nivel es ciertamente inferior al 1.2 o más alcanzado antes de la crisis financiera de 2008-2009 en EEUU.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



## ¿Hacia la desglobalización?

### Recuadro No. 2

La caída del muro de Berlín en noviembre de 1989 es el punto de quiebre que impulsó el proceso de globalización en el que hemos vivido durante las últimas décadas. La globalización, que ha sido ayudada, entre otros factores, por los grandes avances tecnológicos de los últimos tiempos, ha facilitado el movimiento global de personas, bienes y capitales, la apertura de mercados locales al comercio internacional y el acceso ampliado a la información. Su punto máximo llegó con el ingreso de China a la Organización Mundial de Comercio (OMC) en diciembre de 2001.

Sin embargo, desde mediados de la década anterior se han observado movimientos que, como el Brexit (2016) y la guerra comercial entre EE.UU. y China (2018-2019), han buscado revertir la integración global, por lo menos parcialmente. A juicio de algunos grupos de interés, la globalización ha incidido en la pérdida de empleos y ha aumentado la dependencia externa para la obtención

de suministros y bienes terminados debido a la creciente complejidad de las cadenas de producción.

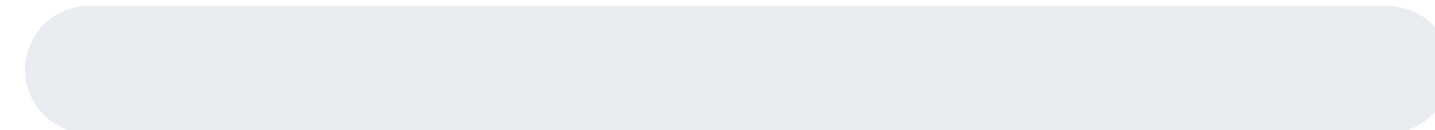
La pandemia del Covid-19 y la invasión de Rusia a Ucrania han tenido un fuerte impacto en el suministro de alimentos, energía y microprocesadores, acelerando el proceso de reorganización de los bloques comerciales. Estos eventos también han dejado en claro que cualquier proceso de integración requiere de la voluntad política de cada país miembro para acogerse a las reglas grupales. Al mismo tiempo, y como menciona el Foro Económico Mundial, actualmente nos encontramos no sólo ante una globalización física sino también en una globalización digital en la que aún está pendiente definir muchos de los estándares internacionales y que es fundamental para el acceso a la información y a la tecnificación de los procesos productivos.

La coyuntura en la que nos encontramos lleva cuestionamientos sobre qué tan fuerte será la fragmentación de los canales de comercio, servicios, inversión y migración; y si se van a constituir nuevos bloques de poder aislados en los mundos físico y virtual. La creciente importancia de China que se desarrolló, precisamente,



COMPARTIR



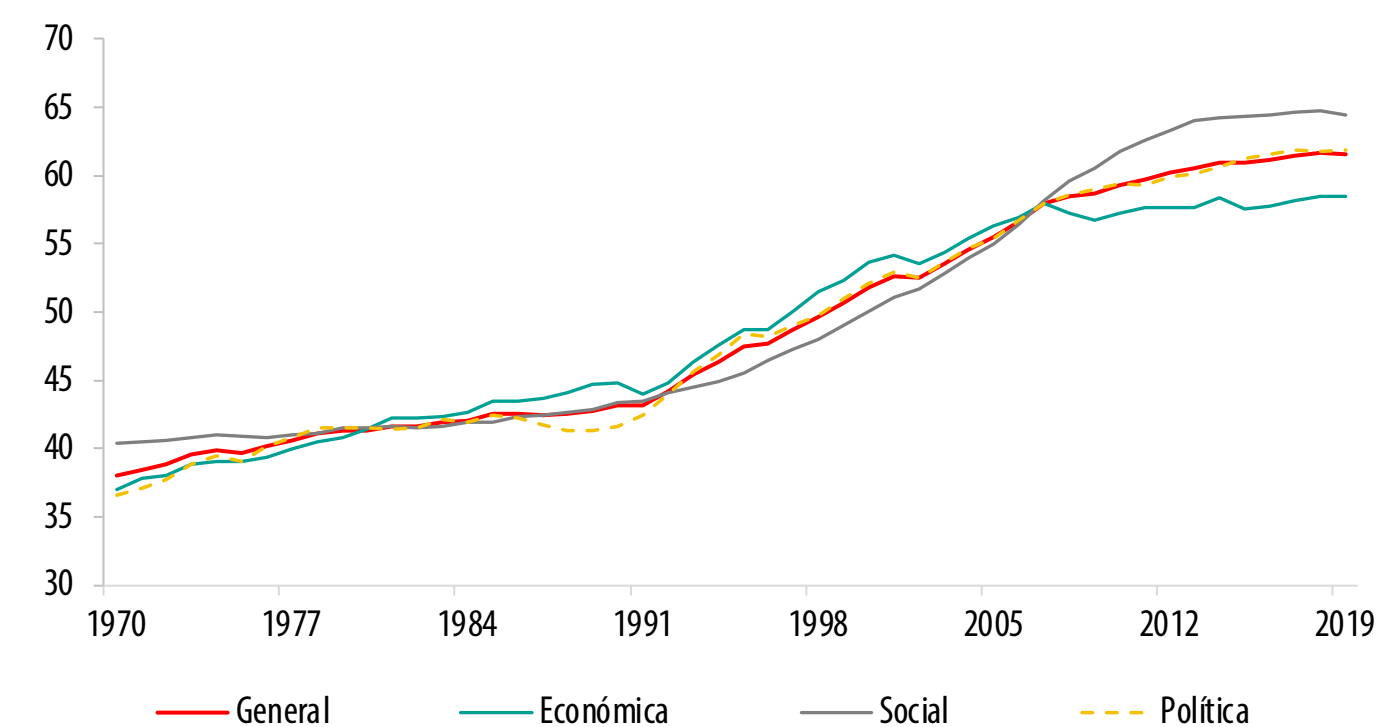


bajo el amparo de la globalización, ha puesto en jaque este mismo proceso, porque si bien China quiere continuar con el proceso, ya no está dispuesta a seguir las reglas de juego establecidas sino que está interesada en definir las.

### ¿Qué tan globalizado está el mundo?

En la década de los ochenta la globalización fue avanzando a un ritmo moderado, pero en los noventa se aceleró debido a los avances tecnológicos y a la caída de la Unión Soviética que abrió grandes mercados que antes estaban bajo un régimen planificado. El proceso de integración acelerada continuó en el inicio del siglo hasta la crisis global de 2008, cuando la globalización comercial perdió fuerza mientras que la globalización social se aceleró. Los índices de globalización del Instituto Económico Suizo KOF<sup>8</sup> permiten observar que, en general, la globalización continuó a un ritmo más moderado hasta 2019, última fecha disponible.

Avance de la globalización



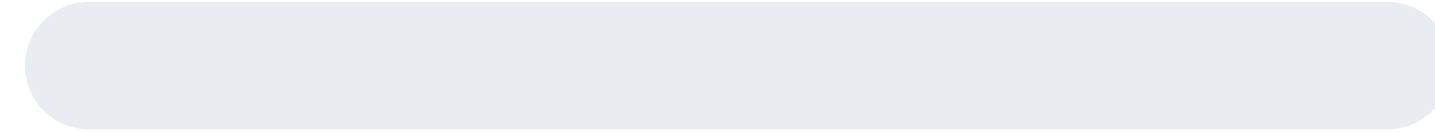
Fuente: Instituto Económico Suizo KOF

<sup>8</sup>El índice de globalización KOF es producido por el Instituto Económico Suizo KOF y mide la globalización tanto de facto como de jure en las dimensiones económica, social y política. Para un mayor detalle de la metodología consultar la bibliografía. Para un mayor detalle de las variables que componen el índice y sus ponderaciones se puede consultar: [https://ethz.ch/content/dam/ethz/special-interest/dual/kof-dam/documents/Globalization/2021/KOFGI\\_2021\\_structure\\_19.pdf](https://ethz.ch/content/dam/ethz/special-interest/dual/kof-dam/documents/Globalization/2021/KOFGI_2021_structure_19.pdf).



COMPARTIR

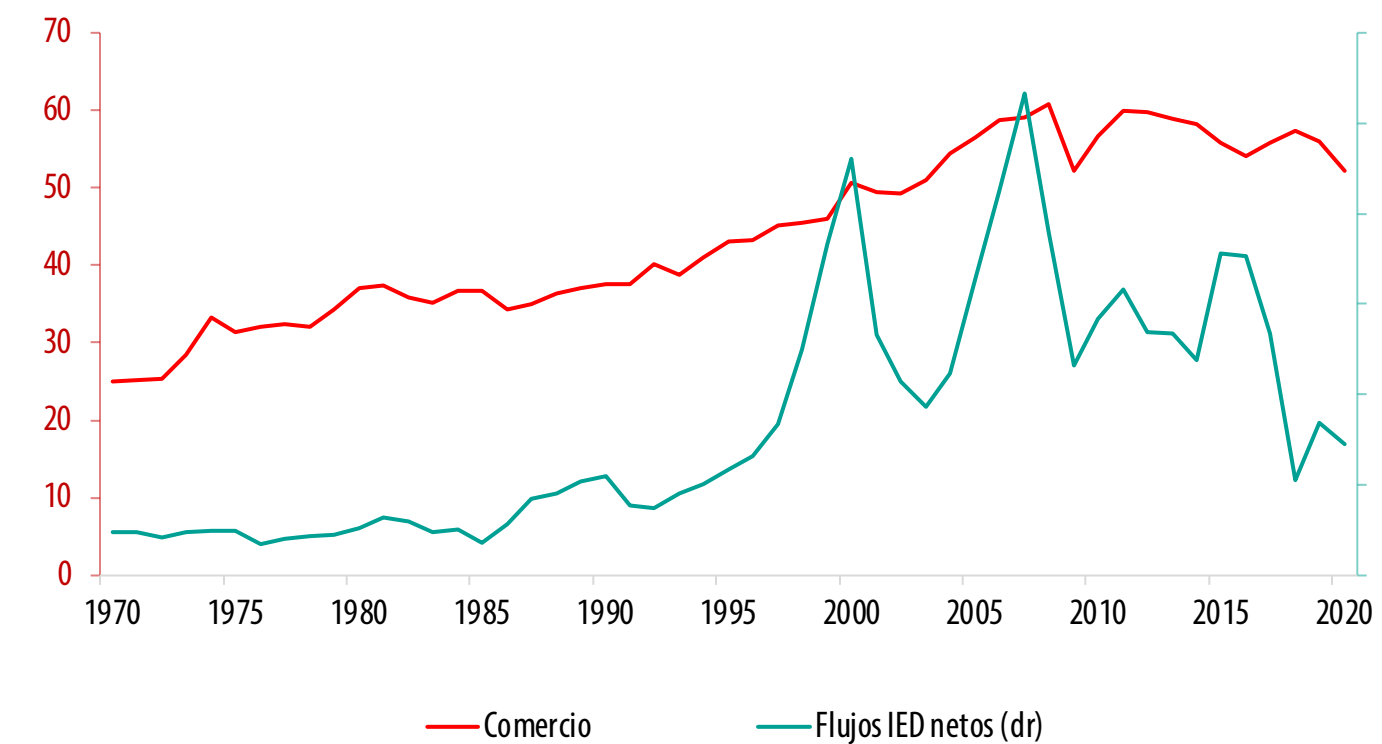
- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



## Globalización Económica

La globalización económica tiene dos componentes muy importantes: el comercio y la inversión extranjera. El auge de la apertura y de los tratados comerciales permitió la rápida integración y el crecimiento del comercio mundial. La crisis de 2008 es el punto de inflexión del proceso de integración económica, particularmente en inversión extranjera directa (IED). La separación del Reino Unido de la Unión Europea y el incremento de los aranceles de EE.UU. a las importaciones de diferentes países son los eventos más relevantes que evidencian este proceso. La pandemia del Covid-19 ha incidido negativamente en la globalización económica, con el incremento en los costos logísticos y las fuertes presiones en las cadenas de suministro globales. También se destacan aquí las políticas nacionalistas en la distribución de vacunas, lo que significó, de alguna manera, la crisis en la cooperación global para lograr una distribución más equitativa de ellas.

Comercio e inversión extranjera directa  
% PIB mundial



Fuente: Banco Mundial

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷





La invasión de Rusia a Ucrania, la política de cero tolerancia al Covid-19 en China y los efectos del cambio climático han fragmentado aún más el comercio a nivel mundial por la escasez de variados tipos de suministros y el cierre temporal de plantas de producción en China y permanente en Rusia. Además, el escalamiento de las tensiones entre China y EE.UU. genera un ambiente más hostil para las empresas extranjeras que están ubicadas en China. Por lo tanto, durante el presente año, las multinacionales han buscado reubicar sus plantas de producción bien en sus países de origen (onshoring) o en países cercanos (nearshoring) para favorecer la resiliencia de las cadenas de producción y reducir los costos financieros, de transporte y los riesgos políticos.

El congelamiento de las reservas internacionales de Rusia por parte de EE.UU. ha acelerado el cambio de la composición de las reservas de varios países, especialmente los menos cercanos a EE.UU. De acuerdo con el FMI, mientras que la participación del dólar estadounidense en el total de las reservas internacionales era de 65.46% en el primer trimestre de 2016, para el primer trimestre de

2022 había descendido a 58.88%, y monedas como libra esterlina, el dólar canadiense, el renminbi chino y “otras monedas”<sup>9</sup>, en conjunto, representaban el 13.54% del total de reservas en el primer trimestre de 2022.

### Globalización Migratoria

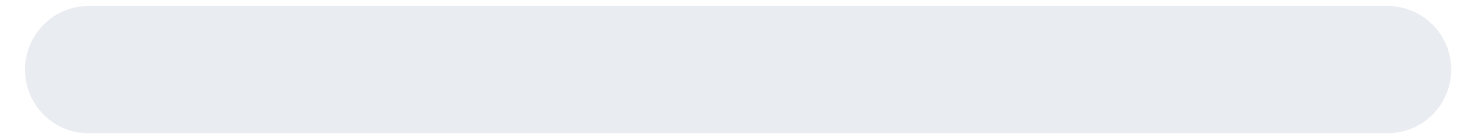
La movilidad de personas hacia diferentes países se ha incrementado también a partir de los años noventa, alcanzando los mayores niveles en 2007. Como es de esperar, los residentes en países de menores ingresos son quienes se trasladan hacia los de altos y medio-altos ingresos en términos netos. La migración se ha facilitado tanto por los menores costos de transporte, como por el acceso a mayores recursos de información y de comunicaciones con el avance de las tecnologías.

<sup>9</sup> El FMI no desglosa “Otras Monedas” por lo que no es posible saber cuáles son.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



Este proceso migratorio ha sido altamente cuestionado desde el punto de vista de algunos grupos de interés en países de acogida pues se argumenta que puede presionar a la baja el nivel de salarios. Con la pandemia del Covid-19 y el surgimiento del trabajo remoto podría reducirse la migración porque la conectividad ha reemplazado a la presencialidad en ciertos sectores.

Una de las principales consecuencias de la movilidad de la población es el continuo aumento en el flujo de remesas hacia los países de origen. A diferencia de otras medidas, las remesas han presentado una fuerte tendencia alcista durante el presente siglo, con un repunte importante en 2020 debido al otorgamiento de nuevos subsidios durante la pandemia que en el caso de los países de altos ingresos fueron elevados. Según el Banco Mundial, el valor de las remesas recibidas correspondía al 0.37% del PIB mundial en el año 2000 y su valor se fue incrementando hasta llegar a 0.79% del PIB mundial en 2020.

### ¿Hacia una fragmentación?

No es sencillo predecir cómo va a continuar el proceso de globalización. Dependerá en gran medida de la influencia de China a nivel global y de cómo su predominio puede moldear los mercados de bienes, de trabajo y tecnología. Es probable que las fragmentaciones en los mercados internacionales de bienes físicos continúen junto con la relocalización de plantas de producción. Sin embargo, la fragmentación tecnológica será determinante en la reorganización de los mercados internacionales.

Quienes tengan el control de la tecnología y las redes de información podrán determinar quiénes pueden acceder a los mercados internacionales y quiénes deben ser aislados. La confrontación entre EE.UU. y China es ante todo una disputa entre EE.UU., quien busca mantener su liderazgo a nivel global mediante el establecimiento de los estándares aplicables a la tecnología y a las comunicaciones, y un país que ha alcanzado un importante desarrollo y busca definir de ahora en adelante las reglas de juego.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-





La prohibición de que empresas americanas vendan microprocesadores a China es un ejemplo claro de que la globalización física dependerá cada vez más de la virtual.

Varias voces han destacado las preocupaciones que se derivan del resurgimiento del nacionalismo o de la conformación de bloques geopolíticos aislados. Por ejemplo, se destacan los efectos negativos de la ausencia de cooperación internacional que puede llegar a tener sobre el control a los efectos del cambio climático, los ciberataques y el crimen transnacional. Además, la concentración de los países en resolver sus propios problemas puede disminuir la solidaridad internacional con los países más pobres. Finalmente, desde el punto de vista económico, la fragmentación de las cadenas globales de valor tiene impactos importantes en términos de aumentos en los costos de los bienes producidos, en la medida que ya no se realizan compras a los proveedores globales más eficientes.

---

*“Episodios como la invasión rusa a Ucrania han frenado el proceso de globalización”*

---

#### Bibliografía

Serkan Arslanalp y Chima Simpson-Bell (2021): US Dollar Share of Global Foreign Exchange Reserves Drops to 25-Year Low. IMF Blogs, Mayo 5. Recuperado de: <https://blogs.imf.org/2021/05/05/us-dollar-share-of-global-foreign-exchange-reserves-drops-to-25-year-low/>

Bank of International Settlements. Globalization and Deglobalization (2018): BIS Paper no. 100, Monetary and Economic Department. Diciembre. Recuperado de: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap100.pdf>

Gygli, Savina, Florian Haelg, Niklas Potrafke and Jan-Egbert Sturm (2019): The KOF Globalisation Index – Revisited. Review of International Organizations, 14(3), 543-574. Recuperado de: <https://doi.org/10.1007/s11558-019-09344-2>.

Gwartney, James, Robert Lawson, Joshua Hall & Ryan Murphy (2021): Economic Freedom of the World: 2021 Annual Report. Fraser Institute. Recuperado de: <https://www.fraserinstitute.org/sites/default/files/economic-freedom-of-the-world-2021.pdf>

Slater, Adam (2022): Deglobalization and Russia's war on Ukraine. Research Briefing. Oxford Economics, 28 de marzo. Recuperado de: <https://www.oxfordeconomics.com/resource/deglobalisation-and-russias-war-on-ukraine/>

World Economic Forum (2022). Four Futures for Economic Globalization 2022: Scenarios and Their Implications. White Paper. Mayo. Recuperado de: <https://www.weforum.org/whitepapers/four-futures-for-economic-globalization-scenarios-and-their-implications/>

World Economic Forum (2022): Global Risk Report 2022. Enero. Recuperado de: <https://www.weforum.org/reports/global-risks-report-2022/>



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



## Riesgos derivados de la posibilidad del desplome de precios de la finca raíz en EEUU.

Si bien el crecimiento de la economía de EE.UU fue negativo durante la primera mitad del presente año, el buen comportamiento del empleo permite dudar que ese país haya tenido un proceso recesivo. De otra parte, la desinflación de la economía norteamericana junto con el aumento de los salarios en el corto plazo, seguramente reducen el riesgo de que en este año se registre una recesión.<sup>10</sup> ¿Significa esto que no debemos considerar el riesgo de recesión en esa economía? La respuesta es un contundente no. Existen debilidades protuberantes en el sector inmobiliario que podrían hacer que en 2023 el crecimiento de la todavía primera economía del mundo cambie en forma significativa.

Durante la pandemia el mercado inmobiliario en los Estados Unidos se dinamizó de forma considerable. Sumado a las tasas de interés de las hipotecas a treinta años más bajas en la historia, la pandemia generó una necesidad material para que muchos hogares decidieran mejorar sus viviendas. El teletrabajo permitió un retorno a los suburbios donde los precios por metro cuadrado son más bajos que en las grandes ciudades y las edificaciones tienen los espacios necesarios para desarrollar estas actividades. Los índices de precios de la vivienda usada (tanto el Case-Schiller como los del Federal Housing Finance Agency) dan cuenta de un fuerte incremento en los precios de los inmuebles, que a mayo pasado crecían entre un 19% y un 21% anual en dólares, aunque ya para junio presentaban una moderación.

<sup>10</sup> Estados Unidos no se acoge a la definición clásica de que existe una recesión si se presentan dos o más datos de crecimiento secuencial negativo. Por el contrario, los expertos del National Bureau of Economic Research (NBER) son quienes la dictaminan mediante el análisis de muchas variables, con criterios cronológicos mensuales, y criterios de intensidad y dispersión y, en algunos casos, duración.



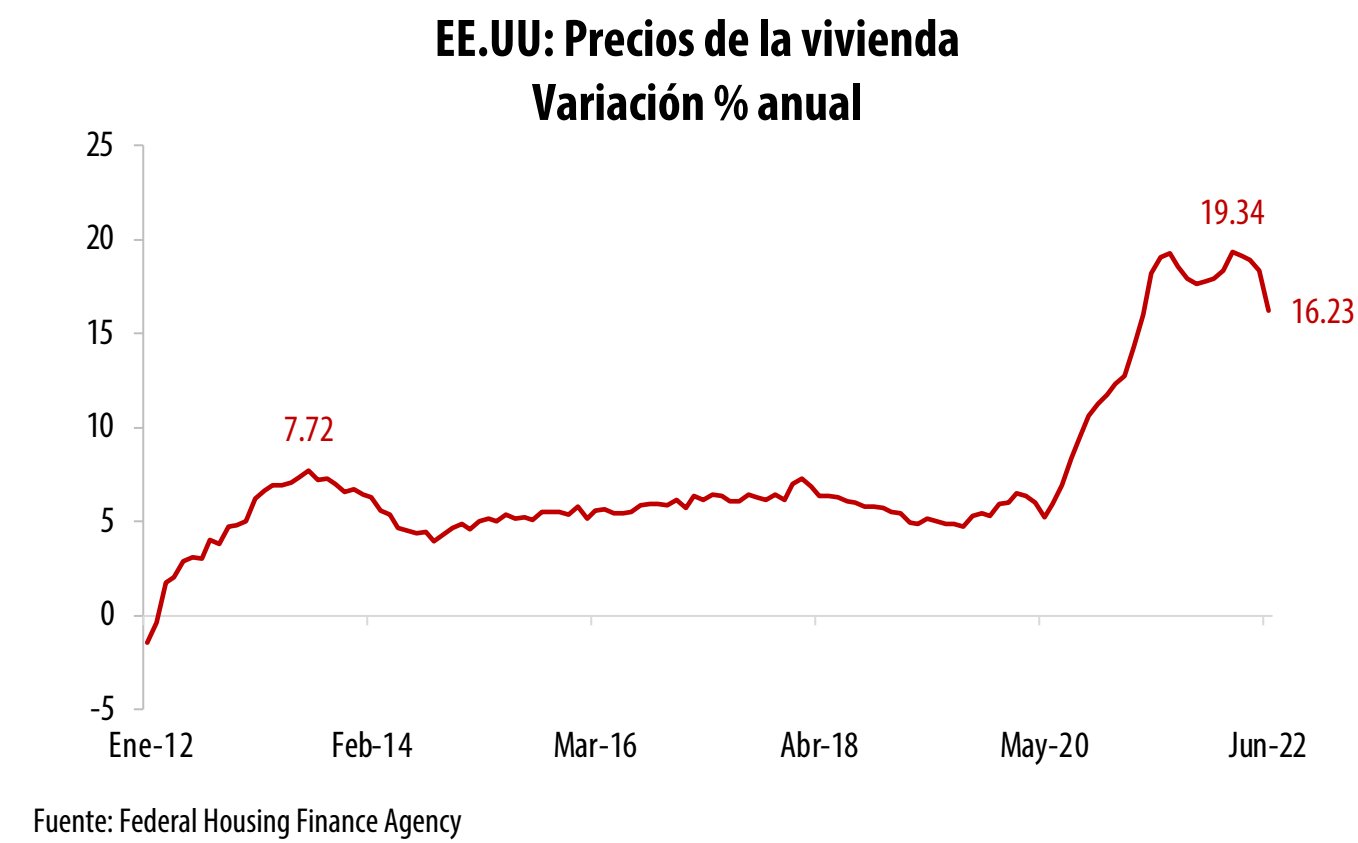
COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



Sin embargo, este fuerte incremento en los precios, sumado al ajuste en las tasas de las hipotecas -que han retornado a niveles por encima del 6.0% después de haber alcanzado 2.65% en enero de 2021-, ha hecho que los norteamericanos consideren que no es un buen momento para comprar vivienda. De acuerdo con los sondeos que realiza Fannie Mae, mientras que al finalizar 2020 el 60% de los norteamericanos consideraba que era un buen momento para adquirir vivienda, en julio de 2022 esta proporción había caído al 17%. Las cifras de ventas de viviendas nuevas muestran un descenso anual superior al 20%. El Wells Fargo National Housing Index, indicador que resume el sentimiento de los constructores en relación con el comportamiento histórico y esperado de las ventas de vivienda<sup>11</sup>, cayó en agosto a 49 después de haber alcanzado un nivel de 84 en diciembre pasado. No sólo llama la atención el fuerte desplome de este indicador sino el hecho de que la última cifra disponible es ya inferior a su promedio histórico. Las últimas cifras disponibles sugieren una corrección importante en el crecimiento de los precios de las viviendas, pero este ajuste hasta ahora comienza.

<sup>11</sup> Incluye además un componente de tráfico de potenciales compradores en las salas de venta

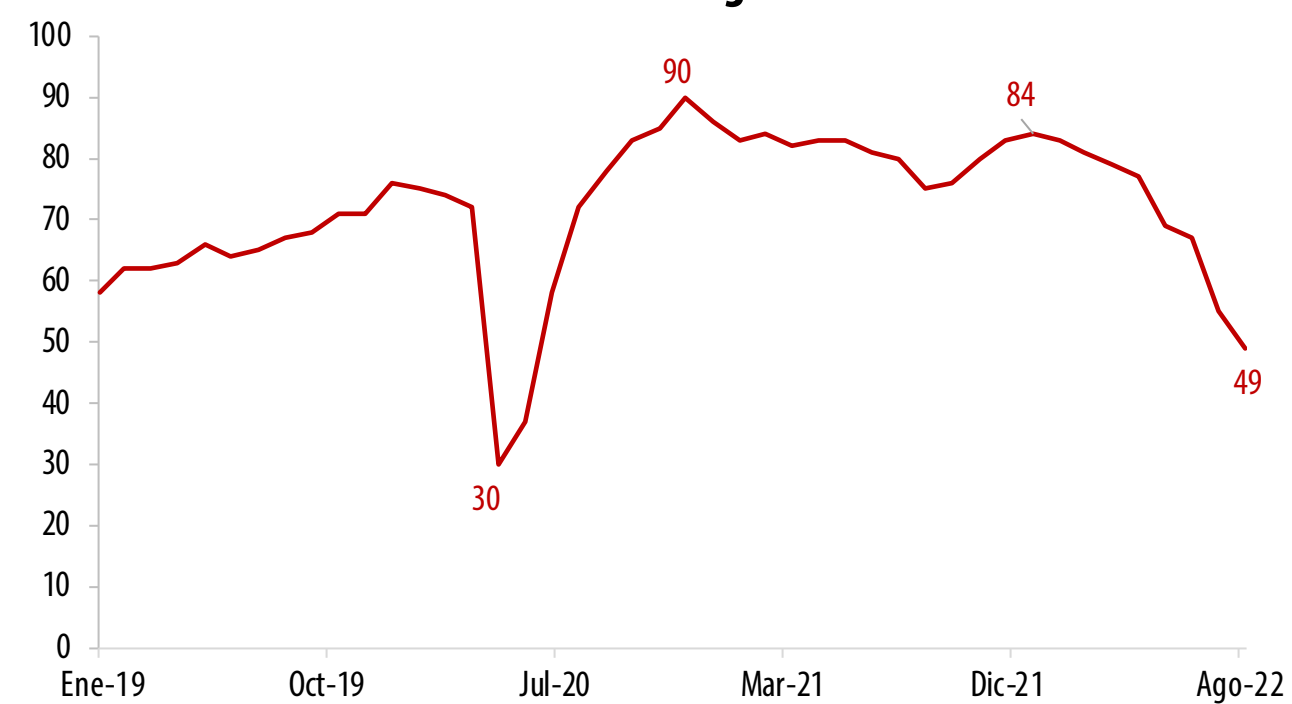




COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺

**EE.UU: Índice mercado inmobiliario  
Wells Fargo**



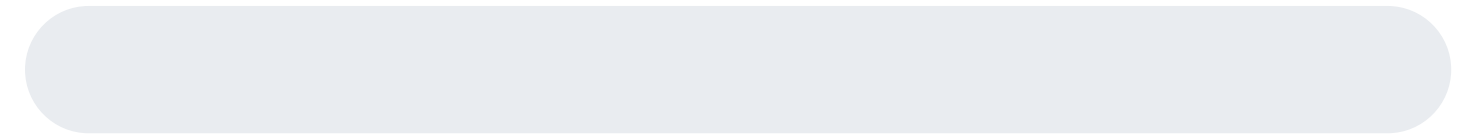
Fuente: National Association of Home Builders

Teniendo en cuenta que los inmuebles constituyen una proporción significativa de la riqueza de los hogares y que hemos venido observando una caída en los precios de las acciones, resulta evidente que las condiciones para los consumidores se está deteriorando significativamente, produciendo un efecto riqueza negativo y un deterioro del consumo (El patrimonio total de los hogares pasó de USD 136.7 billones en el primer trimestre de 2022 a USD 130.8 billones en al cierre del segundo trimestre) Por fortuna, tal como hemos señalado anteriormente, la buena situación del sector financiero y la disponibilidad de ahorro por parte de los hogares deberían moderar los efectos negativos del fenómeno descrito.

### **China Cero-Covid: ¿riesgo económico mundial?**

Dos años y medio después del inicio de la pandemia, las diferentes formas en que los países abordaron la emergencia ha abierto un espacio a la reflexión e incluso ha levantado algunas inquietudes sobre riesgos emergentes tanto a la salud pública como al crecimiento económico.

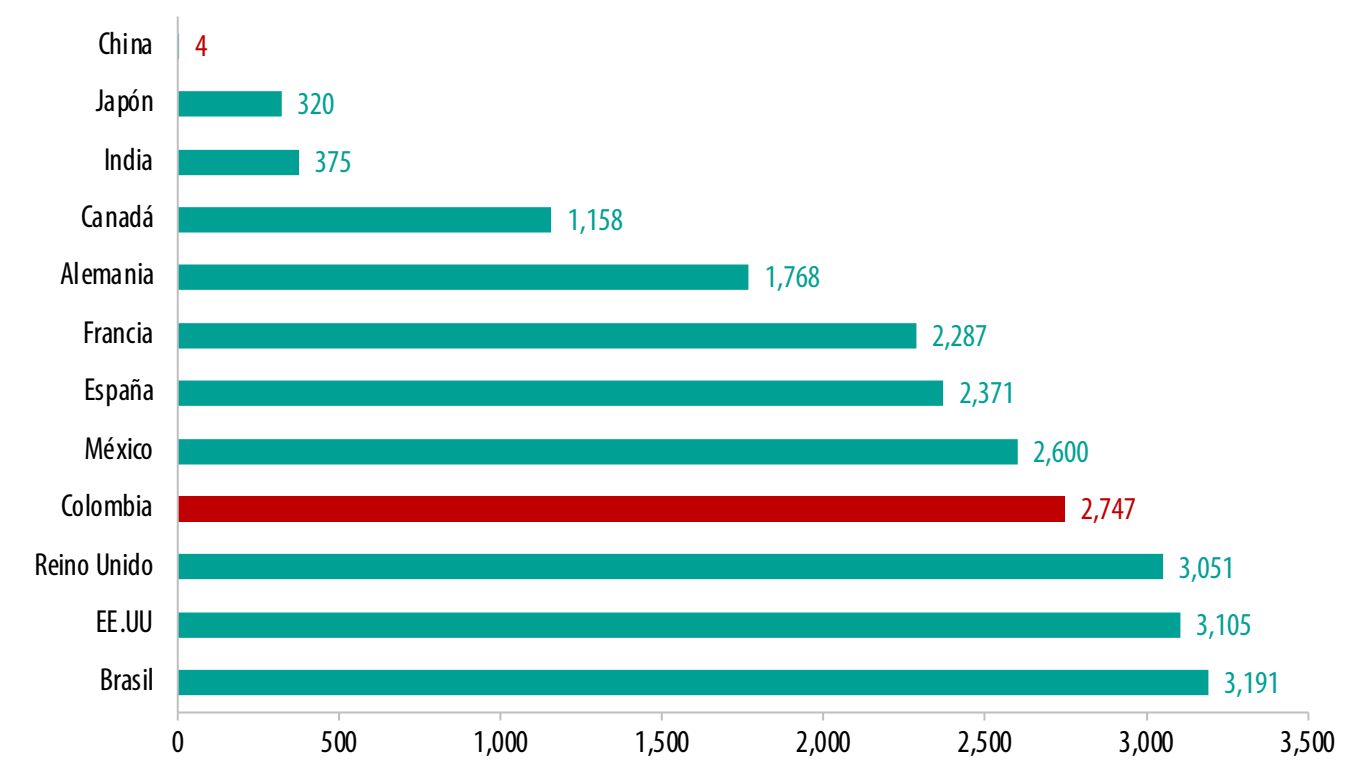




La gran diferencia en el manejo de la pandemia se encuentra entre los países occidentales y China. En los primeros se ha dado prioridad al desarrollo e implementación de planes de vacunación con vacunas de tecnologías novedosas -especialmente en los países más ricos- o incluso mediante la aceptación de la importancia de la inmunidad natural que se obtiene por el contagio con el virus. Por el contrario, China ha recurrido a la vacunación con compuestos desarrollados bajo técnicas tradicionales y una política de Cero Tolerancia al Covid, guiada a la contención del virus a través de medidas estrictas de pruebas, supervisión y aislamiento.

La política Cero-Covid ha tenido un balance positivo en materia de fallecimientos, en comparación con lo ocurrido en otros países como Estados Unidos, Inglaterra y la Unión Europea, como se observa a continuación.

**Fallecimientos por Covid-19\***  
**Por cada millón de habitantes**



\*Acumulado al 31 de agosto de 2022. Fuente: Our World in Data



COMPARTIR

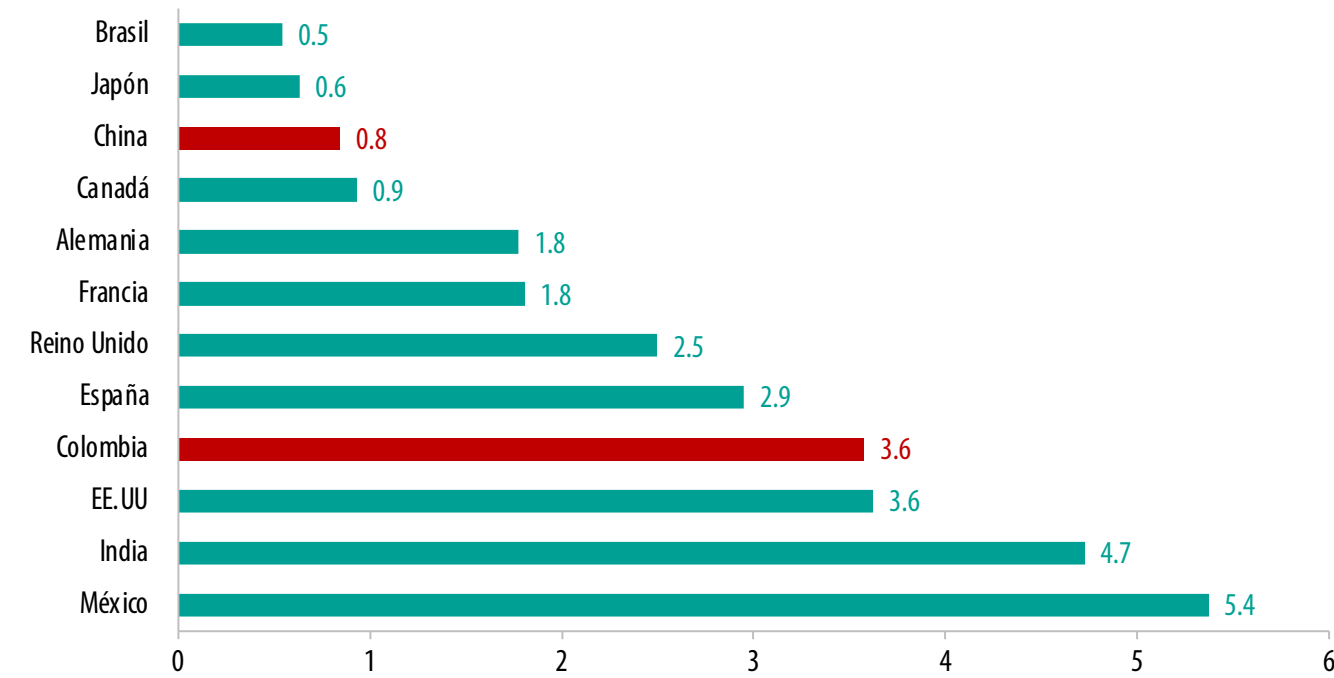
- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- f
- 📲

### Exceso de muertes acumulado por Covid-19\* Por cada mil habitantes



Corte: 29 de agosto de 2022

\* Exceso de mortalidad = diferencia entre el total de muertes y el esperado en ausencia de una crisis.

Fuente: The Economist y estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

Sin embargo, la alta transmisibilidad de las nuevas cepas ha hecho más difícil la contención del virus, ante lo cual surge la duda si está justificado el sacrificio de la actividad económica que conllevan los confinamientos o si el enfoque de las autoridades de este país debió estar más concentrado en la vacunación. Sobre este último aspecto, vale la pena señalar que China utilizó vacunas de virus inactivado<sup>12</sup>, que según la Organización Mundial de la Salud ofrecen una menor protección<sup>13</sup> frente a vacunas de ARN utilizadas en mayor medida en países desarrollados. A esto se suma que la efectividad de sus campañas de vacunación también parece ser menor, logrando una baja inmunización de su población más vulnerable.

<sup>12</sup> Actualmente China trabaja desarrollando vacunas de ARN mensajero entre las que se encuentra ArCoV en fase tercera de pruebas: la más cercana a ser aprobada para uso masivo.

<sup>13</sup> Según la Organización Mundial de la Salud: la vacuna de Sinovac tuvo una eficacia del 51% contra la infección sintomática por SARS-CoV-2 y la de Sinopharm del 79%.

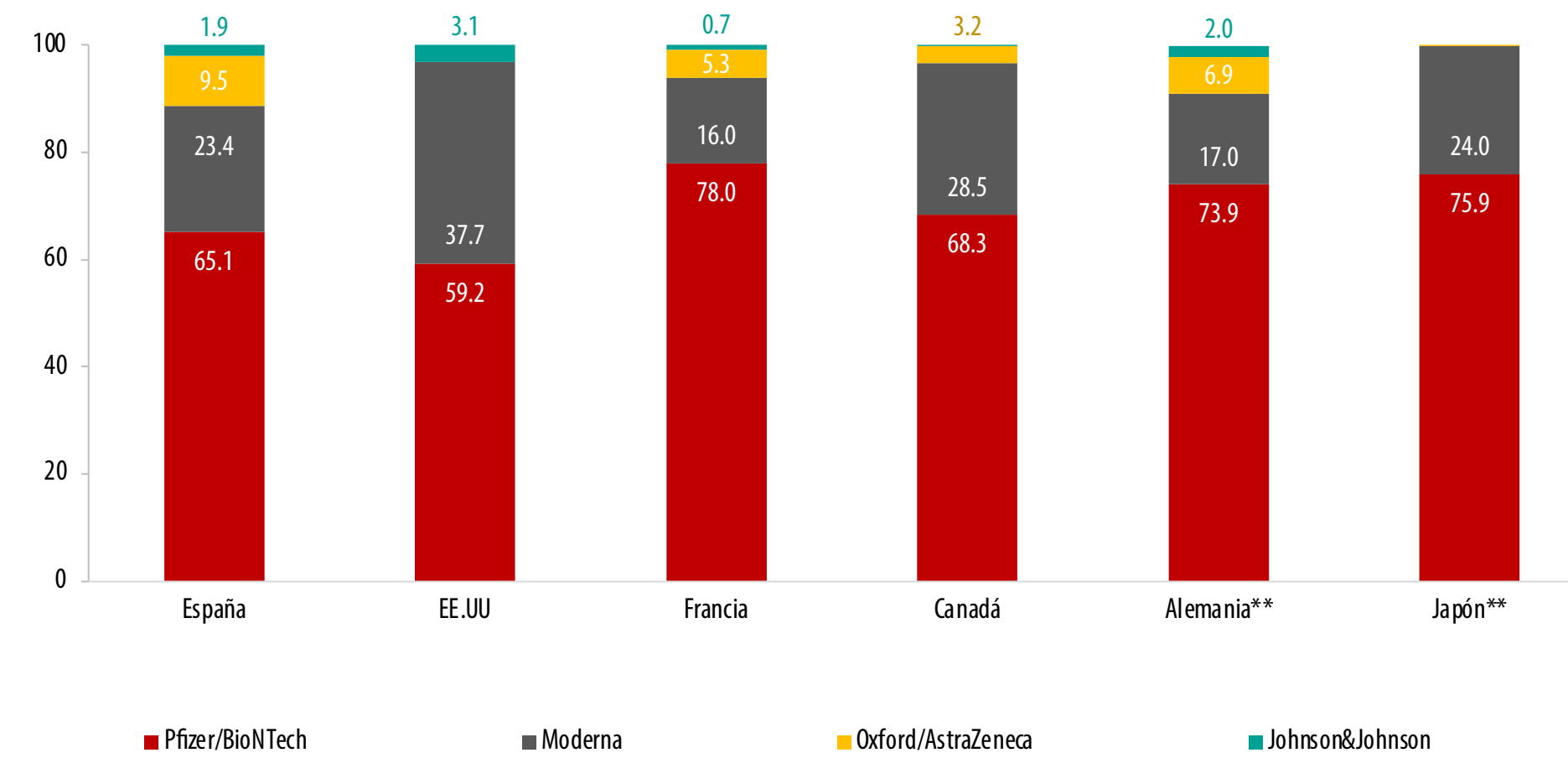




COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- f
- 📷

### Vacunas suministradas según fabricante\* Porcentaje



\*Dato disponible septiembre 2022 para cada país.

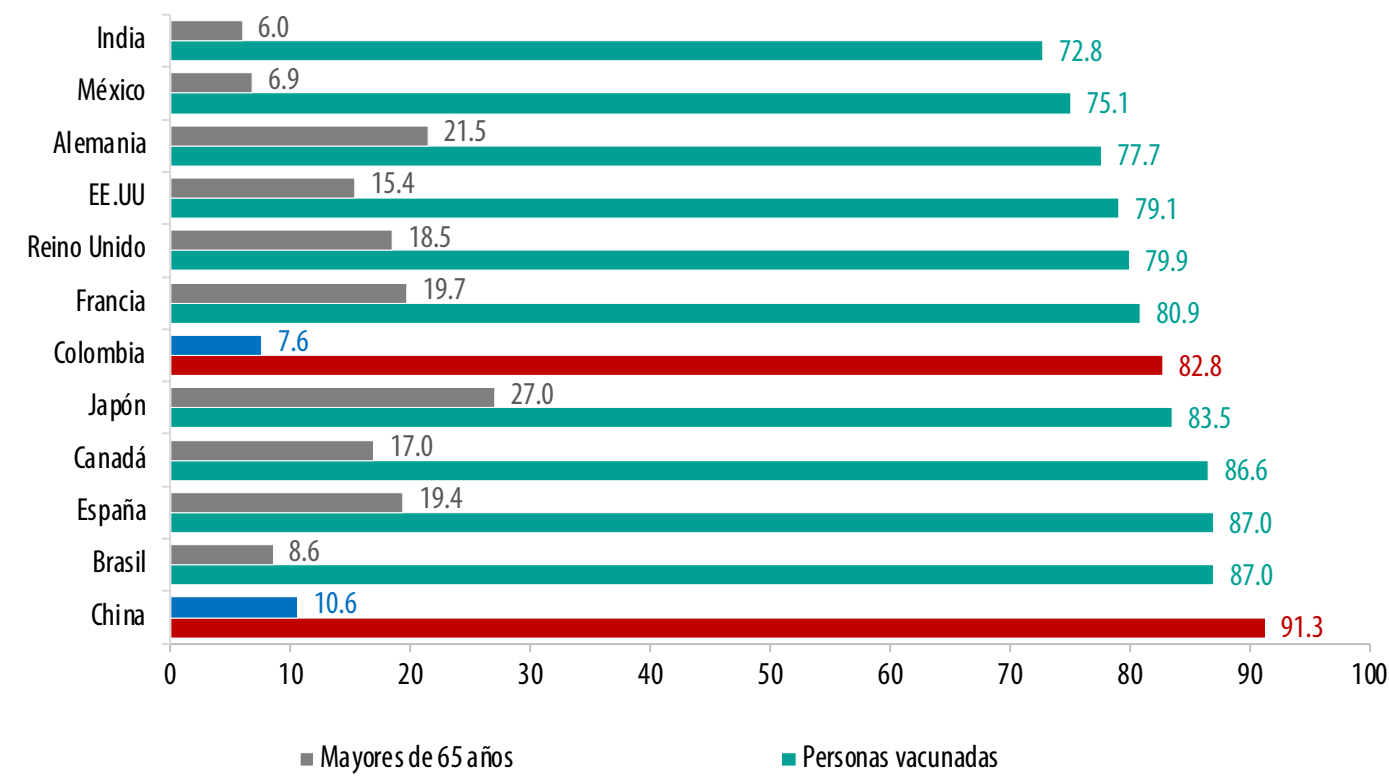
\*\* En lo casos de Alemania y Japón hay un 0.1% de vacunas suministradas por otros fabricantes.

Fuente: Our World in Daa y estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos





### Población vacunada Porcentaje población total



Corte: 31 de agosto 2022. Fuente: Our World in Data

Por otra parte, la política de Cero-Covid ha tenido un impacto social negativo, evidenciado recientemente en la cuarentena estricta impuesta entre abril y mayo en Shanghai. El impacto económico también es alto, según la última actualización del FMI, China podría crecer un 3.3% este año frente al 4.8% que estimaba el organismo al principio del año. El impacto de esta política no se limita solo al interior del país, sino que genera preocupación más allá de las fronteras por su afectación sobre las cadenas de suministro, desabastecimiento e inflación, hechos que han llevado a que algunas empresas consideren mover sus operaciones de este país.

La tensión geopolítica entre China y las potencias occidentales así como la falta de tecnología ha evitado el uso de vacunas de ARN mensajero en China y de antivirales desarrollados en Estados Unidos o la Unión Europea, por ejemplo. Estas tensiones, sumadas al conflicto político tras la invasión de Rusia a Ucrania han imposibilitado la cooperación internacional en asuntos de salud pública.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📞





Al parecer la dualidad en el manejo de vacunas continuará. En la actualidad los grandes laboratorios farmacéuticos de occidente trabajan en el desarrollo de vacunas “bivalentes o “polivalentes” producidas mediante una mezcla de compuestos desarrollados específicamente para atacar las diferentes cepas del virus y no solo la cepa original, con lo cual la efectividad de la vacunas en China podría seguir comparativamente baja.

---

*“El impacto económico de la política Cero-Covid no se limita a China”*

---

## **La encrucijada del gigante asiatico**

### **Recuadro No. 3**

---

En las últimas décadas China tuvo un apoteósico crecimiento económico que la ubicó muy cerca de ser la economía más grande del mundo. Dentro de su estrategia para lograrlo, tuvo como eje central la promoción del sector inmobiliario. Las cifras hablan por sí

solas: un aumento sin precedentes de la inversión en esta rama, que pasó de representar el 1.3% del PIB en 1990 a alcanzar máximos del 14% en 2013 y en 2020; el sector constructor pasó de pesar 8.1% en 1990 al 14.5% en 2020 empleando el 15.7% de la población; la tasa de urbanización alcanzó el 63.9% en 2020 y la tenencia de vivienda propia se sitúa sobre el 90% de los hogares.

Para llegar a esto, el gobierno chino, dueño del suelo del país, otorgó permisos para la transferencia y uso de la tierra con fines privados. Las constructoras, en alianza con el sistema financiero nacional que apalancó de manera importante sus operaciones, iniciaron un sistema de adquisición de vivienda propia que no dista mucho del sistema colombiano basado en la compra sobre planos o “preventas”, cuya hipoteca o cuota inicial se va pagando antes y durante la construcción de la vivienda. A medida que avanza el pago de esta, los recursos se orientan a la construcción del proyecto.

Sin embargo, esta práctica se corrompió por los intereses de los actores beneficiados: los constructores, el sistema financiero y el gobierno.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



De una parte, los constructores adquirieron constantemente un gran número de tierras para la edificación de viviendas lo que si bien alimentó las arcas de los gobiernos locales, generó una fuerte presión sobre los precios del suelo. Por otra parte los constructores hicieron un mal uso del dinero recibido para los avances de obra utilizándolos para promover e iniciar otros proyectos diferentes a los originales.

Así mismo, la banca presenció el incremento de la cartera y, en específico, de aquella para vivienda, y continuó apalancando al sector con importantes créditos empresariales. Finalmente, el Gobierno Central promovió este sistema en la medida que se beneficiaba de los montos de dinero recibidos por la transferencia de tierras, que registró su punto más alto en 2020 tras representar el 46% de los ingresos totales del presupuesto público y el 94% de los ingresos del fondo de los gobiernos locales.

Previo a 2019, el sector comenzó a mostrar signos de agotamiento: en su mayoría los compradores ya tenían vivienda propia (87%), la vacancia de las viviendas aumentó y se consolidaba como una de las más altas del mundo (mayor al 20%), los precios crecían a tasas no vistas (máximo de 9.5% anual en el cuarto trimestre de 2016) y comenzaron a conocerse las “ciudades fantasmas”, en donde se sitúan cientos de construcciones desocupadas. La aparición del Covid-19 y las fuertes medidas de confinamiento en China, que afectaron el curso del sector, terminaron por exponerlo luego de que la gran compañía inmobiliaria china Evergrande se viera en aprietos para cumplir con sus obligaciones crediticias. La evaluación a esta empresa dio a conocer los riesgos al que se exponía la economía china al desbordarse la crisis para las diferentes empresas del sector.

En el segundo trimestre de 2022, el país registró un lánguido crecimiento del 0.4% anual y una contracción del 2.6% frente al trimestre anterior, debido a la política Cero-Covid y a un ambiente económico global adverso. No obstante, el sector inmobiliario fue el que más se contrajo a una tasa del -7% anual ante la caída de la inversión, especialmente en el segmento residencial (-4.5% anual).



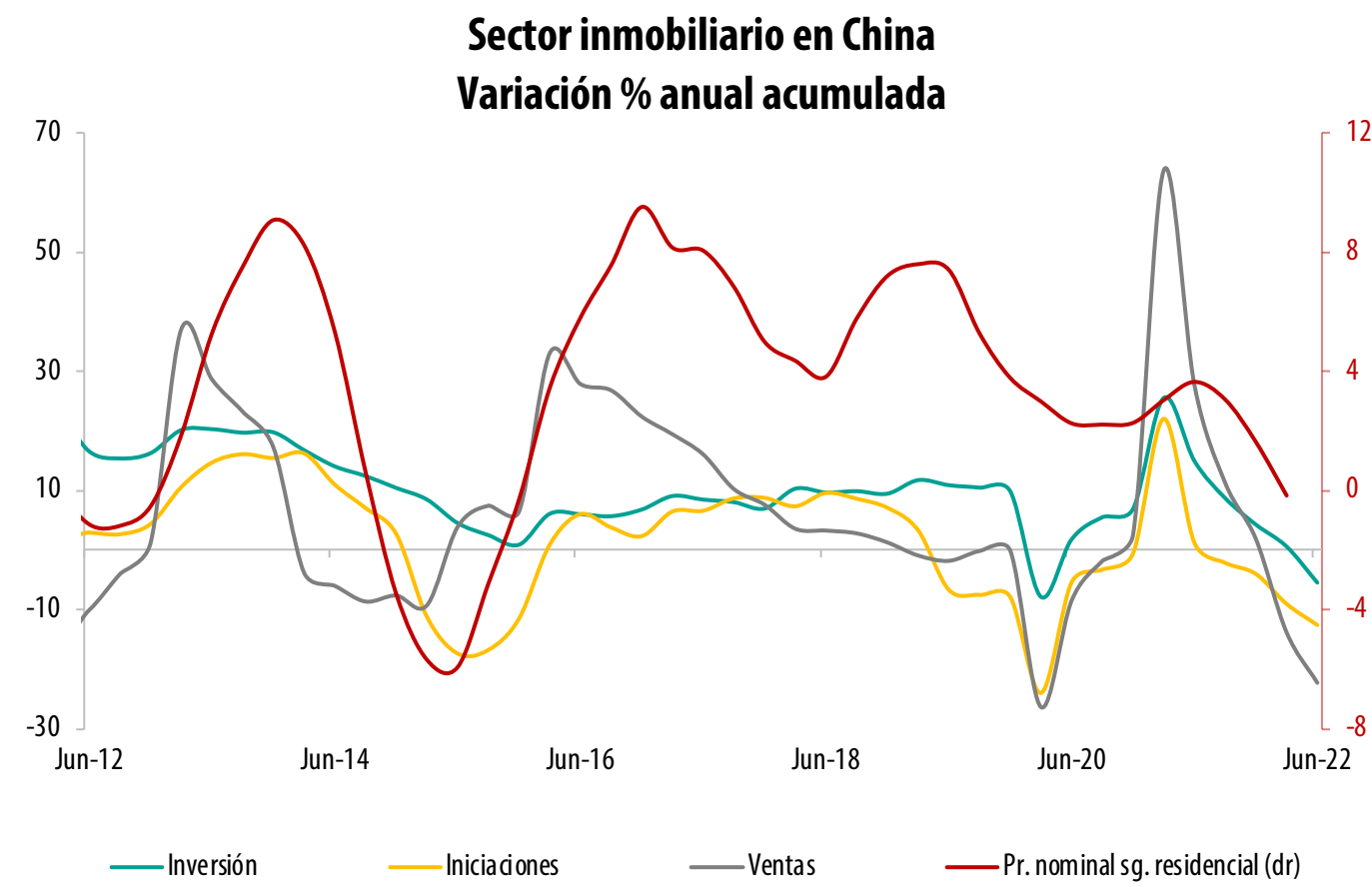
COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



Fuente: National Bureau of Statistics of China y BIS.

La presión en el sector es constante, creando un círculo vicioso: mientras que, por la oferta, las constructoras se encuentran envueltas en problemas por la falta de liquidez para responder por sus obligaciones financieras, culminar los proyectos actuales e incluso, continuar invirtiendo en el sector; la demanda se ve agotada por el poco aumento de sus ingresos, los repetidos confinamientos en las ciudades más pobladas del país, la disminución de la confianza según los datos que se van conociendo de la economía y el sector, y las múltiples protestas que han abarcado decenas de ciudades por el no cumplimiento de los tiempos de entrega de las viviendas, esto último incurriendo en la falta de pago voluntaria de las hipotecas por los compradores. Cabe agregar que el bajo crecimiento poblacional hace que las expectativas de la demanda en el largo plazo no sean altas, un fenómeno que no luce distinto al que ya se observa en otros países del globo, puesto que la baja generación de hogares implica una menor demanda por nuevas viviendas y bajo crecimiento del sector.



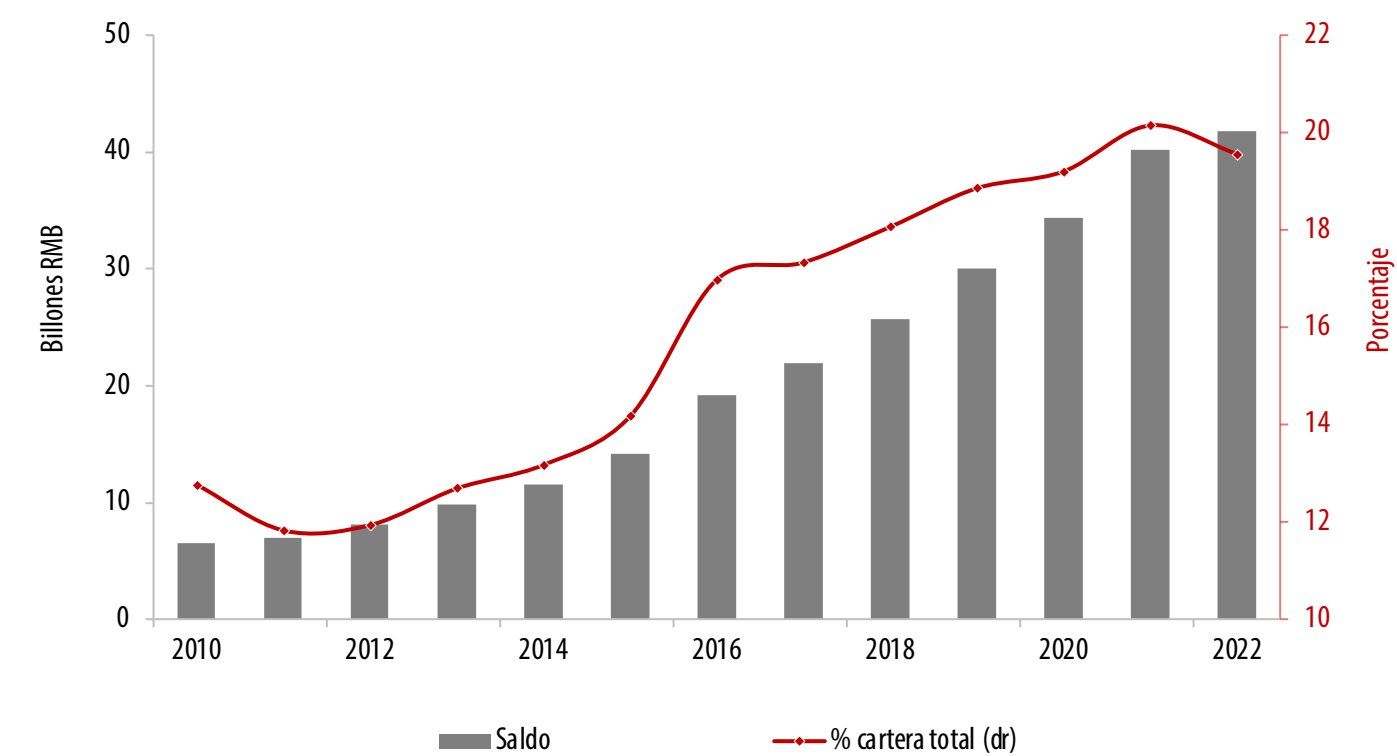


## ¿Cómo esta situación podría afectar al sistema financiero?

La promoción de la vivienda como motor de la economía se ha reflejado en la participación de los créditos hipotecarios dentro de la cartera total. Esto permitió que al corte de 2021, la cartera hipotecaria alcanzara un saldo de RMB 40.2 billones, representando un 20% de la cartera total, cuando diez años atrás se encontraba en niveles cercanos al 12%.

Dada la incertidumbre presente en el sector inmobiliario, la exposición del sistema financiero a este sector puede representar una amenaza a la estabilidad financiera de China. Si bien la cartera hipotecaria vencida se encuentra en niveles aceptables (alrededor del 3% al cierre de 2021), existen algunos indicadores que deberán ser monitoreados constantemente.

China: Evolución de la cartera hipotecaria



Corte: junio 2022. Fuente: People's Bank of China (PBOC) y Bloomberg Finance LP.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



En primer lugar, si bien en términos agregados el sistema financiero cuenta con suficientes provisiones<sup>14</sup> y sus colchones de capital se encuentran por encima de los requerimientos regulatorios para atender un eventual riesgo de impagos, existen brechas importantes entre los bancos estatales y los bancos municipales, rurales y los cooperativos. Los bancos estatales, que representan el 46.8% de los activos bancarios, reportan posiciones de capital y provisiones más adecuadas, mientras que los otros establecimientos bancarios tienen posiciones menos favorables<sup>15</sup> y más vulnerables ante condiciones de mercado adversas. De igual manera, esta brecha persiste en la cartera vencida.

Por otro lado, el bajo dinamismo del mercado puede afectar la oferta de crédito total en la medida que las viviendas funcionan como colaterales en cerca del 50% de los créditos totales. Si la incertidumbre generada por la desconfianza en las constructoras y las restricciones a la movilidad reducen significativamente el valor de las viviendas, la disposición a colocar créditos podría caer notablemente, teniendo consecuencias importantes en la demanda agregada.

Asimismo, un colapso en los precios tendría un efecto negativo sobre las hojas de balance de los hogares, las empresas y el gobierno, dado que las viviendas son uno de los activos más importantes de inversión, especialmente para los hogares, para quienes la finca raíz representa más del 60% de los activos totales. Adicionalmente, detrás de este sector, también se encuentra el capital de bancos y fondos de inversiones extranjeros, pudiendo transmitir parte del impacto a los mercados internacionales, y las diferentes inversiones en otros sectores que podría crear efectos indirectos al resto de la economía.

De esta manera, el gobierno chino tendrá un papel fundamental en mitigar las vulnerabilidades del sector inmobiliario y que sus efectos sobre los demás sectores no sean de alto impacto. En particular, el levantamiento gradual de las restricciones de movilidad será clave en la recuperación de la confianza, la inversión y el consumo, los cuales, sumados a una política monetaria que soporte el crecimiento del crédito y a una política de intervención sobre el sector inmobiliario para que los proyectos pendientes sean



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



completados, trazarán la senda de recuperación económica del gigante asiático en los próximos años.

---

*“Las viviendas son uno de los activos más importantes de inversión en China”*

---

<sup>14</sup> Al cierre de 2021, las provisiones del sistema financiero cubrían el 196% del valor de la cartera total.

<sup>15</sup> Las provisiones de los bancos estatales cubren al cierre de 2021 el 230% de la cartera, mientras que en los bancos rurales la cobertura es inferior al 130%.

#### Bibliografía

Rogoff, K. S. & Yang, Y. (2020). Peak china housing (No. w27697). National Bureau of Economic Research. Recuperado de: [https://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/number\\_27697\\_peak\\_china\\_housing\\_1.pdf](https://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/number_27697_peak_china_housing_1.pdf)  
World Bank. 2022. China Economic Update - June 2022: Between Shocks and Stimulus - Real Estate Vulnerabilities and Financial Stability in China. Washington, DC. © World Bank. Recuperado de: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/37530>

---

## Riesgos derivados de un aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos.

A pesar del riesgo de recesión que tienen varios países desarrollados y que hemos hecho referencia anteriormente, existe en forma simultánea el riesgo de que la autoridad monetaria en los Estados Unidos deba incrementar sus tasas de interés aún más de lo que los mercados han venido anticipando. La razón de esto se fundamenta en dos hechos: uno relacionado con la incertidumbre en las proyecciones de inflación en esa economía y el otro derivado del compromiso de las autoridades monetarias con el control de la inflación. Veamos a continuación estos temas con más detalle.

En lo que a incertidumbre en el comportamiento de la inflación se refiere, es importante destacar que esta proviene del hecho de que la evolución futura de esta variable depende no sólo de factores propiamente económicos sino políticos, climáticos y relacionados con la dinámica del Covid-19, los cuales son muy difíciles de pronosticar. En primer lugar, en cuanto a los factores económicos, vale la pena resaltar el mayor o menor ritmo al cual las cadenas productivas se reconstituyen.



COMPARTIR





Por su parte, sobre los factores políticos se destacan las decisiones de Rusia relativas al volumen de suministro de gas a Europa y a la salida de las cosechas ucranianas a los mercados internacionales, ello sin descartar el estallido de conflictos geopolíticos en otras partes del mundo<sup>16</sup>. Entre los elementos climáticos hay que señalar que las fuertes sequías en los últimos meses -que podrían continuar hacia futuro- han causado daños en los cultivos y restricciones en la generación de energía hídrica, lo que ha encareciendo algunos alimentos y obligado a recurrir a mayor uso de combustibles fósiles, presionando al alza el precio del petróleo, el gas y el carbón. Por último, con respecto a los efectos del Covid-19, vale la pena recordar que el virus tiene una importante capacidad de mutación, que puede derivar en nuevas variantes que impliquen resistencia a las vacunas y el resurgimiento de confinamientos y escasez de insumos en el mundo. Incluso, si no hay más mutaciones, la política de Cero-Covid-19 en China sigue siendo un factor de perturbación importante, tal como se discutió previamente.

<sup>16</sup> Solo para citar un ejemplo, uno de los conflictos que han tenido desarrollos recientes es el de Taiwán

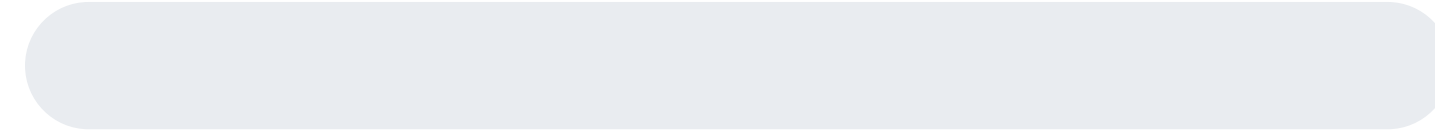
Ante estas dificultades de pronóstico, las autoridades monetarias en los diferentes países han tenido que recurrir a la toma de decisiones sobre la base de la nueva información estadística que se va publicando y que permite conocer la dinámica del proceso inflacionario. En la actualidad, la mayor parte de proyecciones sugiere que el proceso de desinflación mundial inició entre julio y septiembre de 2022, sin embargo las sorpresas al alza podrían continuar en los próximos meses con la necesidad de realizar nuevos ajustes.

El otro elemento que ha quedado claro en las ruedas de prensa y las declaraciones del presidente de la FED es que el control de la inflación es un objetivo prioritario incluso frente al objetivo de crecimiento en el corto plazo. El argumento detrás de este compromiso es que la inercia inflacionaria genera más daños en el largo plazo a la economía que los efectos adversos que se generarían en el corto plazo por la falta de control a la inflación. Este compromiso se entiende al revisar el nivel de la tasa de interés real que existe en la economía norteamericana en la actualidad: históricamente hablando, en marzo la tasa de interés real de la FED alcanzó su nivel más bajo desde cuando se tiene historia y si bien



COMPARTIR

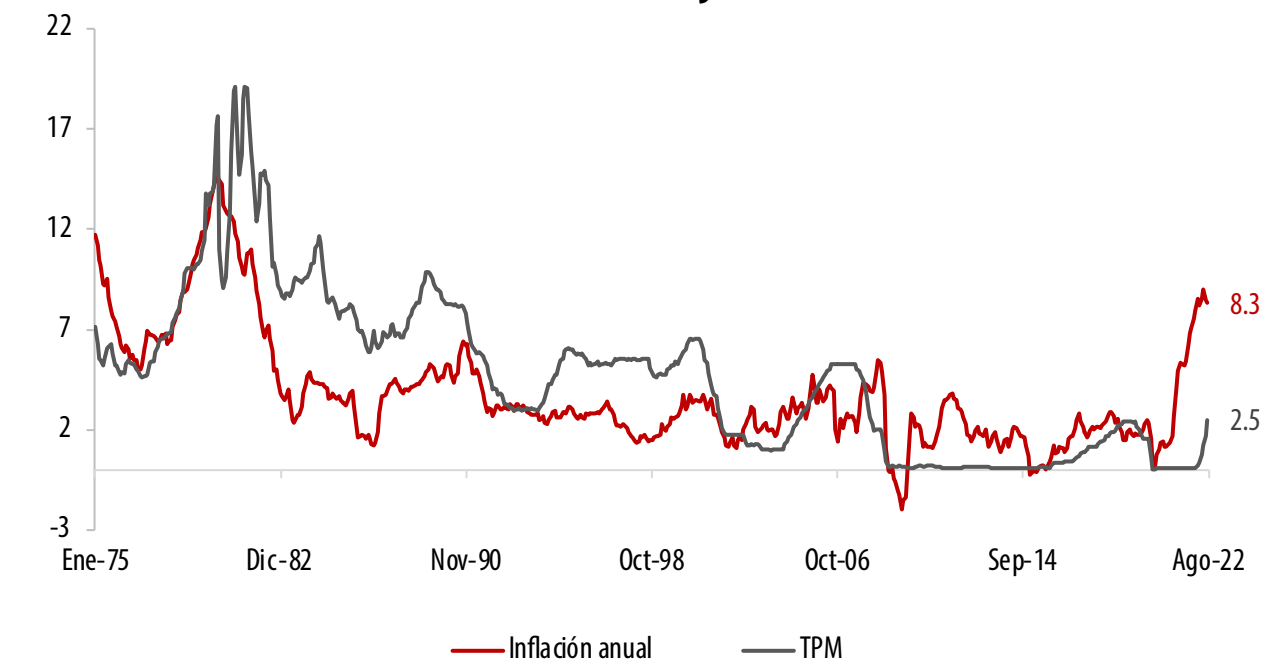
- 
- 
- 
- 
-



en los últimos meses ya se ha empezado a corregir, continúa siendo excesivamente baja. Así las cosas, sin correctivos adicionales en las tasas de interés, la posibilidad de que la demanda y la inflación sigan siendo altas no es despreciable.

En la historia económica de América Latina se recuerda con especial temor el ajuste en la tasas de política monetaria en los Estados Unidos en el período enero de 1978 a julio de 1981 cuando la tasa de la FED pasó de 6.7% a 19.05%, generando una salida masiva de capitales de la región -que entonces registraba importantes déficits en cuenta corriente-, un fuerte proceso de depreciación de sus monedas y una recesión que abrió la puerta de la llamada “década perdida de América Latina”.

EE.UU: Inflación y tasa interés FED  
Porcentaje



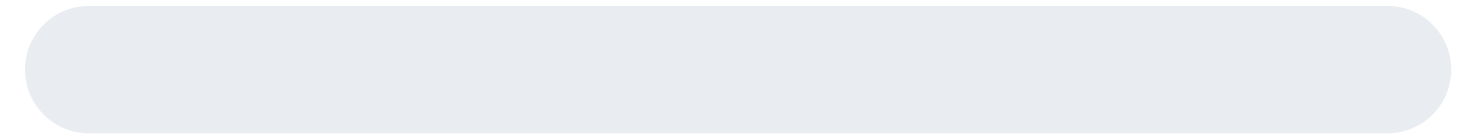
Fuente: FED St. Louis, FRED



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷





---

### III. PRODUCTO INTERNO BRUTO

El 2022 ha sido el año de la consolidación en la recuperación económica tras la debacle generada por el Covid-19. En efecto, durante el primer semestre del año el PIB se expandió 10.6%, tras haber experimentado crecimientos de 8.6% y 12.6% en el primer y segundo trimestre respectivamente. Nuestras estimaciones sugieren que para la segunda mitad del año el crecimiento se ubicará en torno a 5.3%, lo que permitirá cerrar 2022 con una expansión del PIB de 7.8%.

---

*“2022 cerraría con una expansión del PIB de 7.8%”*

---

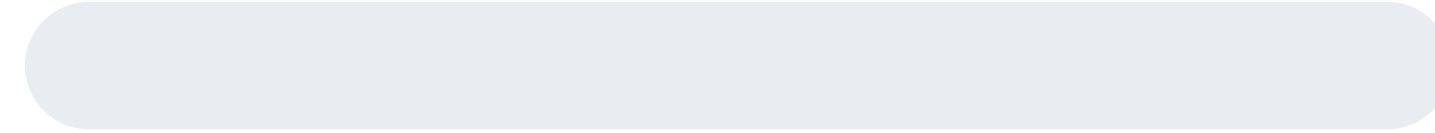
Aún cuando buena parte de la magnitud del crecimiento observado en el segundo trimestre obedece a un efecto base<sup>17</sup>, pues el paro nacional afectó significativamente la actividad económica durante el segundo trimestre de 2021, lo cierto es que la economía colombiana ha conseguido crecer aún frente a su referente pre-pandemia. Sin embargo, la recuperación no ha sido homogénea: algunos sectores pudieron sobrellevar mejor la pandemia que otros, ya sea porque la pandemia no afectó de manera grave su actividad o porque la política sectorial -como en el caso de la construcción de edificaciones- consiguió dinamizar la actividad.

<sup>17</sup> Si bien el crecimiento de la actividad económica luce bueno cuando se analizan las variaciones anuales, los crecimientos secuenciales (crecimientos trimestrales sobre datos desestacionalizados) muestran que el producto viene perdiendo impulso: de un crecimiento del 6.3% en el tercer trimestre de 2021 se pasó a crecer 2.9% en el cuarto trimestre de 2021 y en los primeros dos trimestres de este año el país creció 1.4% y 1.5%, respectivamente. La diferencia entre la dinámica reportada con las variaciones anuales frente a las secuenciales pone de manifiesto la importancia del efecto de relativa baja base de comparación a la que ya hemos hecho referencia.



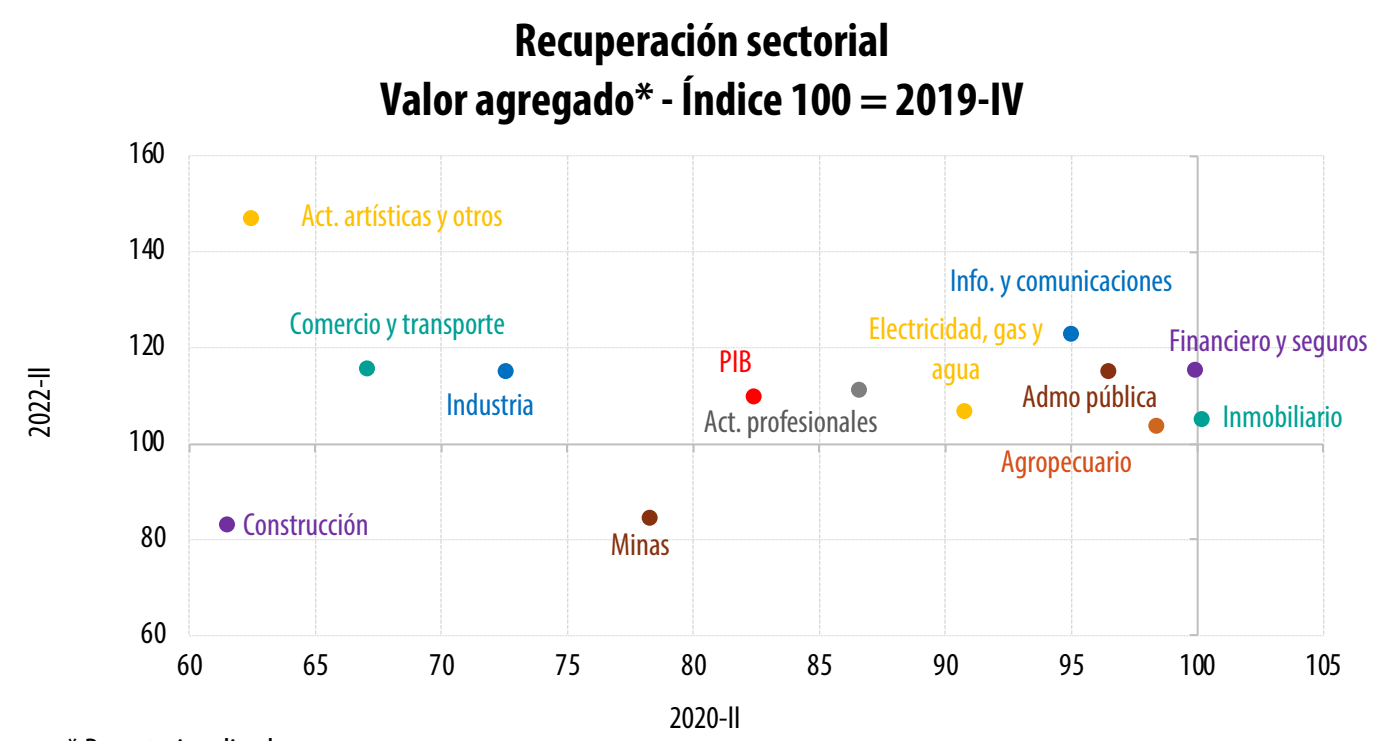
COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️



\* Desestacionalizado.  
Fuente: Estimaciones Davivienda - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos.

En 2023 la perspectiva es mucho menos favorable, pues el crecimiento de la economía colombiana alcanzaría 2.2%. Entre los factores que explican una menor expansión para el próximo año se destacan: a) el menor crecimiento mundial, b) el aumento en el costo de uso del capital, explicado por el efecto de la fuerte depreciación de la tasa de cambio en los últimos dos años, así como por el alza de las tasas de interés, c) las presiones bajistas que los incrementos en los costos de los insumos están generando sobre los márgenes de rentabilidad en algunos sectores y d) la incertidumbre sobre el cambio en las reglas de juego y la profundidad de las reformas que el nuevo gobierno piensa implementar. También existe incertidumbre relacionada con la pérdida de poder adquisitivo como resultado de la persistencia del fenómeno inflacionario.

Como ya se ha comentado en la introducción de este capítulo, uno de los factores que genera especial incertidumbre en las proyecciones para 2023 es la relacionada con el proyecto de reforma tributaria que ha sido presentado por el gobierno. En el momento de la publicación de este documento existe claridad sobre aspectos





tales como el aumento de los impuestos hacia las personas naturales y el cumplimiento de la regla fiscal. Sin embargo, otros temas -como la doble tributación- o la carga tributaria al sector minero energético podrían modificarse. De otra parte, y tal como se presenta en el capítulo fiscal, existe cierta incertidumbre sobre los efectos macroeconómicos de un paquete fiscal que, a diferencia de otros aplicados en el mundo, no sigue la receta clásica de aumento en impuestos y reducción de gastos: en este caso se aumentarán tanto impuestos como gastos.

---

*“En 2023 el crecimiento alcanzaría 2.2%”*

---

A continuación se describen algunos de los componentes que sustentan nuestras estimaciones:

### PIB por el lado del gasto

#### Proyecciones PIB por el lado del gasto

Variación anual

Variables	2022 (e)	2023 (p)
Importaciones	13.0%	3.0%
Consumo total	7.9%	2.7%
Consumo de los hogares	8.8%	2.3%
Consumo del gobierno	4,1%	4.3%
Formación bruta de capital	12.9%	2.4%
Exportaciones	6.2%	2.6%
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>7.8%</b>	<b>2.2%</b>

(e) estimaciones (p): proyecciones

Fuente: DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

### Consumo de los hogares

Además de ser el componente de mayor participación en el PIB (70.5% en los últimos cinco años), el consumo de los hogares es también el componente que ha estado jalonando la recuperación de la actividad económica desde que se desató la pandemia de Covid-19. Durante el primer semestre de 2022, el crecimiento del consumo de los hogares (13.6%) estuvo soportado en los incrementos del gasto en bienes semidurables (35.5%), durables (16.3%) y en servicios (16.2%), mientras que el gasto en bienes no



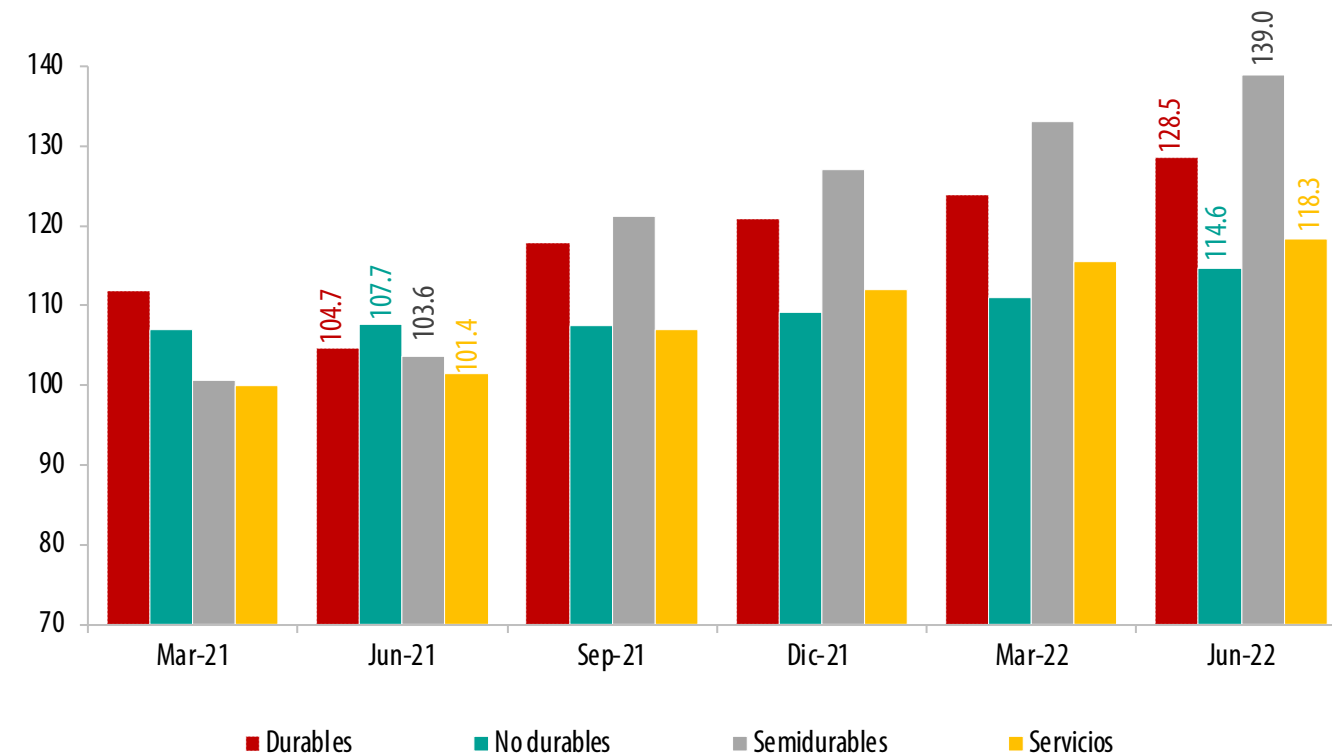
COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



durables fue el de menor crecimiento (5.2%). Entre los grupos de bienes y servicios con mayor aumento estuvieron las prendas de vestir y el calzado, así como el transporte y los restaurantes y hoteles. Por el contrario, la menor dinámica se observó en alimentos y bebidas no alcohólicas.

**Gasto real en consumo por durabilidad\***  
Índice 100 = 2019 - IV



\* Nivel desestacionalizado.

Fuente: DANE y estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

Teniendo en cuenta los elevados niveles de inflación, el ciclo de normalización monetaria que en consecuencia se viene desarrollando y que el gasto de los hogares no tiene una capacidad ilimitada de expansión, prevemos un crecimiento de 8.8% anual en el agregado de 2022. Aunque la estimación parece elevada, denota una desaceleración importante frente a los valores registrados durante el primer semestre. Esta desaceleración, que se anticipaba por la dilución del efecto base, está reforzada por el escenario menos favorable que enfrentan los hogares para financiar su consumo vía crédito y un menor poder adquisitivo derivado de la alta inflación.

Así mismo, avizoramos una expansión de 2.3% en el consumo de los hogares en 2023, en buena medida por la acentuación de las medidas de freno descritas en el párrafo anterior. Desde luego, existen algunos riesgos que podrían debilitar aún más la capacidad de gasto de los hogares colombianos, como lo son: un deterioro del mercado laboral que se derive de la menor actividad productiva, un mayor incremento del previsto en las tasas de interés o una inflación que no se pueda controlar en el tiempo esperado y continúe socavando el poder adquisitivo de los consumidores.



COMPARTIR

- Like
- Email
- Twitter
- Facebook
- WhatsApp



---

*“Preveamos un crecimiento de 8.8% al finalizar 2022”*

---

## **Crecimiento vulnerable: ¿Qué esperar del consumo y la inversión?**

### **Recuadro No. 4**

---

La economía colombiana creció 12.6% anual en el segundo trimestre de este año, una magnitud significativamente superior a la de la mayoría de países en este periodo. Aunque buena parte de la variación obedece a un efecto rebote, tras la baja base de comparación que se tuvo en el segundo trimestre de 2021 por cuenta del paro nacional y de las alteraciones al orden público, lo cierto es que al realizar la comparación con el mismo periodo de 2019 -antes de la pandemia-, se encuentra un crecimiento de 11.2%, el mayor contrastado con pares regionales como Brasil (3.5%), Chile (6.9%), Perú (3.0%) o México, que continúa aún por debajo del producto pre-pandemia (-0.4%).

El liderazgo en el crecimiento no es solo local. Las variaciones en el producto durante este mismo lapso en grandes economías del mundo como EE.UU. (4.2%), Canadá (2.6%), Alemania (0.5%), Francia (0.9%), Italia (0.3%) o Reino Unido (1.1%), fueron también menores a la nuestra. En Asia, países como Japón siguen sin recuperarse (-2.7%), mientras China está entre las pocas economías que supera nuestro crecimiento (11.7%).

El crecimiento de la economía colombiana ha estado apalancado en el gasto de los hogares, el rubro de mayor participación en el producto. Cuando se revisan las contribuciones al crecimiento desde que se tocó fondo en segundo trimestre de 2020, se encuentra que la cuenta viene contribuyendo en promedio con 7 puntos porcentuales al crecimiento anual de cada trimestre, en contraste con las contribuciones del gasto del gobierno (1.1 p.p.), la formación bruta de capital fijo (0.5 p.p.) o las exportaciones netas (-2.8 p.p.). Estas contribuciones son el resultado de variaciones elevadas en la mayoría de rubros, salvo en la inversión, que se muestra como el componente que más se retrajo por la pandemia y el menos dinámico en la fase de recuperación.



COMPARTIR

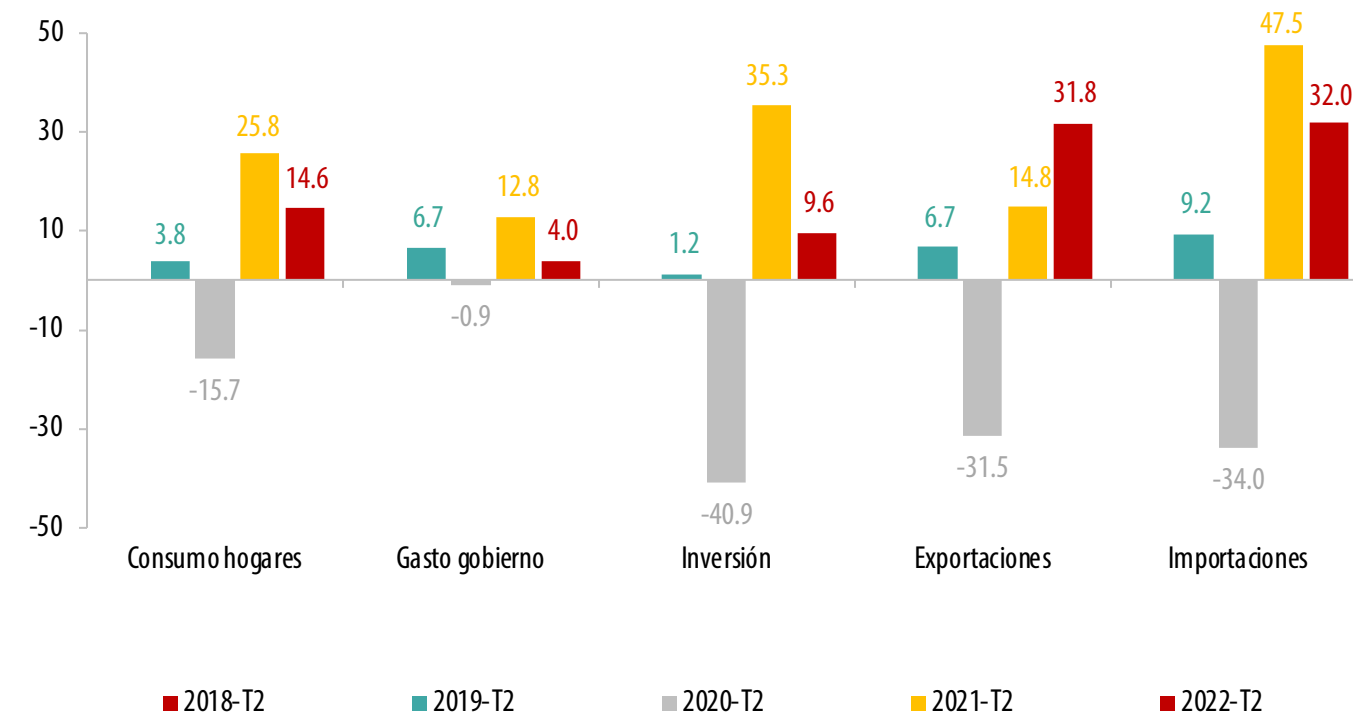




COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷

### PIB por el lado del Gasto Variación real anual %



Fuente: DANE

Ahora bien, la sostenibilidad del crecimiento del PIB a partir de expansiones en el consumo de los hogares, sin que esté acompañado de aumentos en la inversión, genera algunas dudas; máxime cuando buena parte del crecimiento del gasto que hemos observado obedece a factores transitorios o que se espera reduzcan su dinamismo de forma significativa en el corto plazo.

Las llamadas Cuentas Institucionales, publicadas tanto por el Banco de la República como por el Dane, son útiles para identificar factores el comportamiento de las variables correspondientes a los hogares<sup>18</sup>. Lo primero que conviene identificar es que, desde este marco contable, el ingreso disponible de los hogares en 2020 apenas disminuyó (-0.4%), toda vez que se presentaron aumentos en los ingresos laborales de los asalariados (0.6%), por asistencia social en dinero (11.8%) y en especie (6.8%), así como en diversas transferencias corrientes (35.8%). La única de las grandes subcuentas del ingreso en registrar disminución fue la renta de propiedad y activos financieros (-12.6%). En resumen, al parecer el ingreso agregado de los hogares no recibió una afectación tan considerable.

<sup>18</sup> Es importante tener en presente que estas cifras se publican en términos nominales, no reales.





### Cuentas financieras de los hogares colombianos

Rubro	2019	2020	2021	2022-T1*
<b>Saldos (1)</b>				
Variación anual (%)				
Cartera	13.4%	3.0%	12.1%	15.7%
CDT's	9.0%	12.8%	7.7%	15.2%
Fondos de pensiones	13.8%	7.2%	6.6%	6.5%
Depósitos	13.9%	30.6%	17.1%	11.9%
<b>Flujos (2)</b>				
Como proporción del ingreso (%)				
Ingreso de los hogares **	100%	100%	100%	100%
Ingresos laborales asalariados	47.4%	47.8%	45.7%	41.4%
Renta por propiedad y activos financieros	16.4%	14.4%	13.7%	10.9%
Asistencia social en dinero	3.0%	3.4%	3.2%	3.3%
Asistencia social en especie	7.9%	8.5%	8.7%	6.3%
Transferencias corrientes diversas	7.3%	9.9%	10.0%	12.8%
Gasto de los hogares	93.5%	90.8%	98.2%	92.7%
Ahorro bruto	7.5%	10.7%	2.7%	7.7%

\* Las variaciones de 2022-T1 están calculadas frente a 2021-T1, mientras la proporción es frente al total del ingreso en ese mismo trimestre.

\*\* El ingresos para los años 2019, 2020 y 2021 fue de \$773.94 billones, \$770.82 billones y \$857.40 billones respectivamente.

Fuente: (1) Superintendencia Financiera de Colombia; (2) CNTSI - DANE & Banco de la República.

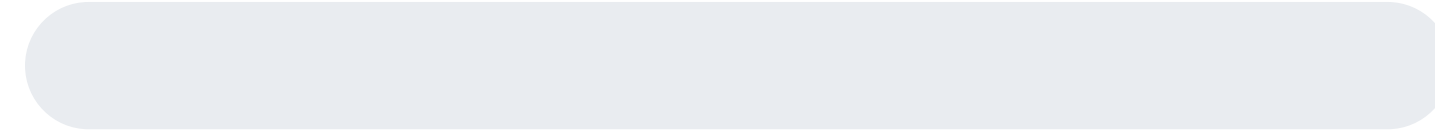
Entretanto, el gasto de los hogares disminuyó 3.3% ese mismo año, como consecuencia de una contracción del consumo ante una alta incertidumbre y la limitación en el acceso a productos y servicios por las restricciones a la movilidad. Esta situación se tradujo en un aumento importante del ahorro en este periodo (41.3%). Este fenómeno también se vio reflejado en el bajo crecimiento de la cartera de créditos de los hogares, de la cual la modalidad de consumo representa cerca del 60%.

De esta manera, la acumulación del ahorro durante 2020 apalancó el crecimiento del gasto de los hogares en la fase de recuperación, impulsando el consumo y la demanda de crédito en 2021 y en lo corrido de 2022. Es claro que en la medida en la que el ahorro se continúe desacumulando, se reducirá de manera significativa el estímulo del consumo, sumado al efecto que tendrá el ciclo de normalización de política monetaria sobre el crecimiento del crédito.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📞



La relación más interesante es tal vez la trayectoria de la proporción de algunas de las subcuentas listadas en la tabla anterior frente al total de ingresos y gastos. En efecto, mientras la proporción de ingresos por asistencia (en dinero y especie) respecto al ingreso total fue en promedio de 10.3% en el periodo 2016-2019, en 2021 ascendió hasta cerca del 12%, mientras en el caso de otras transferencias corrientes la participación pasó del 6.6% al 10%. Por su parte, el ahorro bruto representa la cuenta con mayor volatilidad. Mientras su relación frente al ingreso era en promedio de 8.3% en el lapso 2016-2019, en 2020 aumentó hasta 10.7%, y en 2021 esta proporción cayó hasta 2.7%, de lejos la más baja desde que se contabilizan estos registros. Aunque el ahorro creció 41.3% en 2020, la caída de 71.4% en 2021 y de 50.7% en el primer trimestre de este año muestra un agotamiento del impulso que puede aportar al crecimiento futuro este componente.

Teniendo en cuenta que la inversión es el mecanismo mediante el cual se amplía la capacidad productiva de una economía, recobra importancia el papel que esta jugará en el desempeño económico en el corto y mediano plazo. Conviene recordar que el crecimiento

de la inversión era exiguo ya desde antes de la pandemia; mientras el PIB creció en el quinquenio inmediatamente anterior (2015-2019) a una tasa anual promedio de 2.4%, el gasto de los hogares lo hizo a una del 2.8%, el gasto del gobierno general 4.6%, y la inversión a un ritmo de solo 1% anual. Es por ello que ya varios economistas venían advirtiendo sobre problemas en este frente si se querían conseguir tasas de crecimiento más dinámicas y sostenidas.

Uno de los determinantes de la inversión en cualquier economía es el denominado "costo de uso del capital". Este concepto hace referencia al costo que tiene para una firma poseer activos productivos. Detrás del costo, están elementos como el precio del bien, la tributación, la tasa de depreciación y las tasas de interés, de ahí que identificar la trayectoria que puedan seguir algunos de estos elementos nos pueda dar luces sobre el papel de la inversión en el mediano plazo. Desde luego, a mayor costo de uso del capital, menor es el incentivo a invertir.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷





Respecto al precio de los bienes, se observa un encarecimiento abultado de la inversión, visible en la variación que viene presentando el deflactor de la formación bruta de capital en el PIB y que alcanzó 33.9% el segundo trimestre de este año. Detrás de este comportamiento podrían estar factores como la inflación de precios del productor y la apreciación del dólar, pues buena parte de los bienes de capital que se adquieren son importados. Por otro lado, el ciclo de subida de tasas de interés que atravesamos eleva aún más el costo de financiamiento de las inversiones.

Finalmente, los efectos de la reforma tributaria en este rubro no parecen ser favorables. Tras la reforma de 2019 -que creó algunos alivios a las empresas-, la llegada de la pandemia forzó la necesidad de búsqueda de nuevos recursos. El estallido social observado el año pasado que tumbó la reforma tributaria propuesta por el gobierno y que derivó en la presentación de una nueva reforma, centrada en conseguir los recursos faltantes en las empresas, elevó aún más su carga. Si bien el gobierno es consciente de la necesidad de bajar los impuestos a las empresas en línea con las recomendaciones de la OCDE, pareciera que en el actual proyecto de reforma no se tocarán

de manera importante las principales tasas impositivas para las empresas, aunque sí que se eliminarían varias exenciones a sectores específicos, lo que a la postre se traduce, en términos generales, en un aumento de la carga impositiva en algunos sectores

En todo caso, esta propuesta abre un nuevo frente de tributación, pues busca obtener recursos de las personas naturales con mayores ingresos, por lo que esta transferencia de poder adquisitivo desde hogares de altos ingresos hacia hogares de bajos ingresos podría favorecer en algún grado un aumento en el consumo de los hogares. Como se ha observado en estadísticas de ingresos y gastos del DANE, los hogares de menores recursos tienen una propensión marginal a consumir entre 2 y 3 veces mayor que la de los hogares de mayores ingresos (visto por quintiles).

---

*“... se observa un encarecimiento abultado de la inversión...”*

---



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



## Consumo del Gobierno

En los últimos dos años, el consumo del gobierno ha estado enmarcado por las acciones implementadas para mitigar los efectos de la pandemia e impulsar la actividad económica y el empleo. El comportamiento del gasto público y de las transferencias a los hogares fue uno de los responsables del crecimiento de 10.3% logrado en 2021, el más elevado en la última década.

Teniendo en cuenta el avance del proceso de normalización de la actividad económica después de la pandemia, para 2022 anticipamos una reducción -aunque modesta- en el crecimiento de este rubro. En esta línea, durante el primer semestre de 2022 este rubro registró un crecimiento promedio de 6.4%, inferior al 10% obtenido en el mismo periodo de 2021. Para el segundo semestre del año esperamos que se mantenga la reducción de su dinámica de manera que en el agregado del año logre un crecimiento de 4.1%.

Para 2023, si bien se conserva un alto grado de incertidumbre por efecto de la distribución de los recursos de la reforma tributaria, proyectamos un crecimiento para este rubro de 4.3%, que resulta ser cercano a nuestra estimación para el año anterior. A pesar de la desaceleración de la economía colombiana, este resultado está influenciado por el alto nivel de inflación estimado para 2022 y la implementación de medidas que forman parte del programa de gobierno de la nueva administración.

Con el fin de conocer más información sobre los aspectos que pueden impactar el consumo del gobierno, lo invitamos a consultar la sección de finanzas públicas en este documento.

## Formación bruta de capital

La formación bruta de capital tiene como principal componente la formación bruta de capital fijo, también denominada como inversión. Este rubro es el que presenta un mayor rezago frente a los componentes del PIB por el lado de la demanda. Si bien, registró un crecimiento anual de 20.2% en el primer semestre del año, su nivel



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



sigue siendo inferior frente aquel del primer semestre de 2019 (-7.5%) y su variación secuencial frente al primer trimestre de 2021 fue -0.3%, lo que sugiere que en buena parte del crecimiento anual es resultado de una baja base de comparación.

Para 2022 prevemos que la formación bruta de capital cerrará con un aumento real de 12.9% frente a 2021, como resultado de la buena dinámica que ya se observó en el primer semestre y una desaceleración de la misma durante la segunda mitad del año.

De cara a 2023, un aumento en el costo de uso del capital hace previsible una floja dinámica de la inversión, por lo que avizoramos una expansión de tan solo 2.4%. La causa más importante para el bajo desempeño de la inversión está relacionada con el aumento en el costo de uso del capital, el cual ha venido creciendo y podría continuar haciéndolo en la medida que: a) el proyecto de reforma tributaria presentado por el Ministro de Hacienda al Congreso elimina beneficios tributarios sectoriales, y por lo tanto representa un aumento en el costo de uso del capital de determinados sectores; b) los altos costos de los insumos que enfrentan los empresarios

(visibles a través del Índice de Precios del Productor o el Índice de Costos de la Construcción de Edificaciones) y que son resultado tanto de la depreciación como del aumento de precios de algunas materias primas en los mercados internacionales, están reduciendo márgenes y en algunos casos reduciendo la factibilidad nuevos proyectos de inversión; y c) el aumento de tasas de interés nacionales e internacionales -incluyendo la mayor prima de riesgo país- crean condiciones menos favorables para el fondeo de las inversiones y reducen el espectro de proyectos rentables<sup>19</sup>.

<sup>19</sup>A esto hay que sumar las nuevas medidas de fondeo estable que exige la Superintendencia -conocidas como el CFEN- que tendrán un efecto significativo en la estructura de las captaciones de los establecimientos de crédito. El CFEN es un indicador de liquidez implementado en 2020 por la Superintendencia Financiera en línea con los estándares de Basilea III, con el fin de promover que los activos de las entidades financieras tengan un fondeo de largo plazo y baja volatilidad. Se calcula como la razón entre el Fondeo Estable Disponible (FED), que determina las fuentes de fondeo más adecuadas a largo plazo, y el Fondeo Estable Requerido. (FER), que determina el fondeo de los activos de acuerdo con su plazo y exposición al riesgo de liquidez. Con las nuevas medidas, las inversiones a largo plazo e inversiones de baja calificación requerirán de un mayor fondeo, por lo que una medida para alcanzar el CFEN requerido será diversificar las inversiones por distintos plazos y mejores calificaciones. De igual manera, el indicador exige que la cartera hipotecaria tenga un mayor fondeo requerido, lo cual puede inducir a una menor disposición a otorgar recursos en esta modalidad, de los cuales un porcentaje importante son destinados a proyectos de construcción de vivienda, edificaciones y obras civiles.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📞



Es importante mencionar que de los tres componentes que conforman la inversión, se espera que sea el de maquinaria y equipo el que presente un menor dinamismo. Por el contrario, la inversión en construcción, especialmente en edificaciones residenciales, continuará registrando buenos resultados.

*“Es previsible una floja dinámica de la inversión en 2023”*

**PIB por el lado de los sectores.**

### Proyecciones PIB por ramas de actividad

Variación anual

Variables	2022 (e)	2023 (p)
Agricultura, ganadería y caza	-0.3%	2.8%
Explotación minas y canteras	2.1%	4.2%
Industria manufacturera	11.1%	1.8%
Suministro electricidad, gas y agua	4.6%	1.4%
Construcción	7.5%	4.1%
Comercio, transporte y hoteles	11.6%	1.9%
Información y comunicaciones	12.7%	0.4%
Actividades financieras y de seguros	7.0%	3.7%
Actividades inmobiliarias	1.9%	2.7%
Actividades profesionales, científicas y técnicas	7.9%	2.5%
Admo pública, educación y salud	6.3%	3.3%
Actividades artísticas y de los hogares	26.9%	1.9%
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>7.8%</b>	<b>2.2%</b>

(e) estimaciones (p): proyecciones

Fuente: DAVIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

### Agricultura, ganadería, caza, pesca y silvicultura

El primer semestre del 2022 fue negativo para el sector agropecuario, presentando una contracción del -0.78% comparado con el mismo período del año 2021. Las fuertes lluvias y el alto costo de los fertilizantes e insumos agrícolas fueron los principales



COMPARTIR





factores que generaron una reducción en la producción de café, palma de aceite, caña de azúcar y arroz mecanizado, en mayor medida.

Para el año 2022 esperamos que el sector agropecuario tenga una caída de -0.3%, explicada por un continuo decrecimiento en la producción de los cultivos agrícolas debido a las fuertes lluvias y la menor calidad en la producción, a causa de los altos costos de los fertilizantes que ha desincentivado el uso de los mismos. Por el lado del sector cafetero, se espera que la producción finalice el año en 12 millones de sacos de café, mostrando una reducción de 4.6% frente a aquella de 2021. En el sector ganadero, el continuo aumento en las exportaciones y la demanda interna de carne para consumo han dinamizado el sector y este podría presentar un crecimiento del 2.3% en el año 2022.

Por su parte, para el año 2023 esperamos que la rama crezca 2.8%. Los cultivos agrícolas transitorios presentarían una leve expansión anual de 1.6%, jalonada por el incremento en la producción de caña de azúcar, fruto de palma y arroz mecanizado, principalmente.

En cuanto a la producción de café, se espera que en el 2023 la producción anual se eleve a niveles de 12.3 millones de sacos, teniendo en cuenta los altos precios internacionales del grano. La ganadería mantendría el dinamismo dada la alta exportación de carne bovina y el mayor consumo por parte de los hogares colombianos.

Es importante resaltar que entre los mayores riesgos que pueden afectar al sector agrícola se encuentran el factor climático adverso y los continuos incrementos de precio en los insumos y fertilizantes que se han visto agravados por la fuerte depreciación del peso colombiano.

---

*“... los mayores riesgos provienen de factores climáticos y precios de insumos ...”*

---



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-

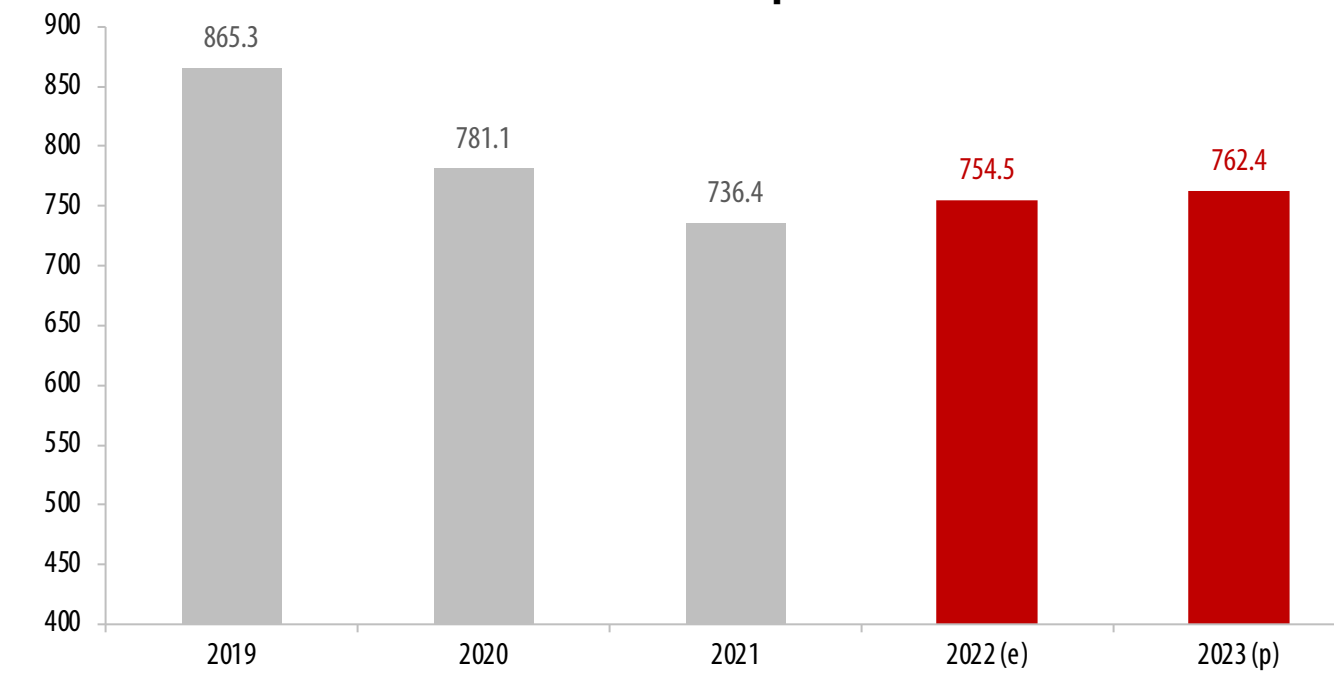


## Explotación de minas y canteras

La rama creció 0.7% durante el primer semestre del año, como resultado de una variación anual positiva en la extracción de petróleo y gas natural (2.6%), en la extracción de otras minas y canteras (6.5%) y en las actividades de apoyo para otras actividades de explotación de minas (1%); crecimiento que estuvo contrarrestado por las variaciones negativas en la extracción de carbón de piedra y lignito (-4.2%) y de minerales metalíferos (-5.4%).

En lo que resta de 2022 el sector debería acelerar su crecimiento sustentado en las altas cotizaciones de estos bienes, que estimulan la producción, así como en un aumento en la demanda externa, especialmente de petróleo y carbón, productos de gran importancia en la canasta exportadora colombiana, por lo que este año cerraría con un crecimiento de la rama del 2.1%.

**Producción petróleo**  
Miles de barriles diarios promedio

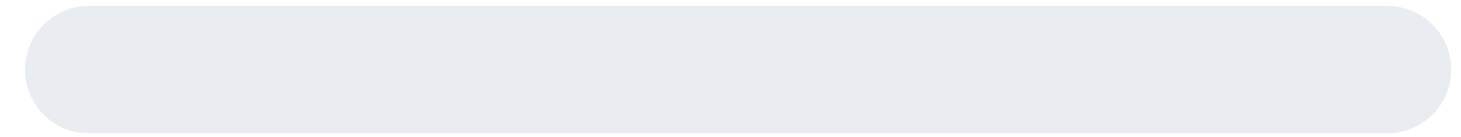


(e): Estimado, (p): Proyectado  
Fuente: ANH | Estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



Las perspectivas de crecimiento del sector para el próximo año tienen que ver en buena medida con los frutos de las inversiones y actividades exploratorias que se han desarrollado en el último año, acelerando la dinámica productiva de toda la rama, que se encuentra estimulada también por los elevados precios de las materias primas en todo el mundo. Estimamos que la producción promedio de petróleo el próximo año se ubicará entre los 760 y 765 mil barriles diarios, la producción de gas natural alcanzará entre 1,100 y 1,150 millones de pies cúbicos diarios, mientras que el volumen extraído de carbón aumentaría entre 5% y 6%. En este escenario, el crecimiento del sector podría alcanzar 4.2% el próximo año y sería la rama con mayor expansión.

En todo caso, es importante señalar que el proyecto de reforma tributaria contempla medidas que afectan de manera especial a las empresas de la rama de explotación de minas y canteras: la propuesta de establecer al sector una sobretasa al impuesto sobre la renta y un nuevo impuesto a la exportación de carbón y petróleo. Estas determinaciones sobre un sector que, de acuerdo con la Comisión de Expertos en Beneficios Tributarios, ya

tiene a cargo las tarifas efectivas de tributación más altas en el país, tendrán un efecto disuasorio sobre las inversiones en las que no se esperan altos márgenes de rentabilidad.

---

*“... la reforma tributaria afecta de manera especial a empresas de esta rama ...”*

---

### **Industria manufacturera**

Esta rama ha sido una de las impulsoras de la notable recuperación económica de Colombia. La demanda interna y externa han jalonado el crecimiento de la producción manufacturera en los últimos trimestres, haciendo que el valor agregado creciera 15.6% durante el primer semestre de este año. Los subsectores industriales que mayor contribución realizaron al crecimiento fueron: la elaboración de bebidas, la elaboración de papel, cartón y sus productos, y la confección de prendas de vestir.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



La industria manufacturera fue también el sector más golpeado por el paro nacional del año pasado y las alteraciones al orden público que surgieron en el marco de este, especialmente en Valle del Cauca, Cauca, el Eje Cafetero y Bogotá, dominios geográficos con gran participación en la producción manufacturera. Aunque buena parte del crecimiento señalado en el párrafo anterior se debe a este fenómeno, ya desde el primer trimestre de 2021 la industria manufacturera había conseguido superar en términos reales el valor de su producción pre-pandemia, por lo que el resultado es favorable cualquiera sea el punto de comparación.

A pesar de los buenos resultados, la industria manufacturera no será ajena al endurecimiento en las condiciones de financiación debido a las subidas en las tasas de interés. Estas se seguirán trasladando paulatinamente a las empresas, por lo que es previsible una dinámica más moderada del sector en el segundo semestre del año, cuando también se materializará la dilución del efecto base de comparación que por varios trimestres amplificó el crecimiento de diversas actividades de la economía. De esta manera, estimamos un crecimiento para 2022 que cerraría en 11.1%.

Una caída en la demanda interna y externa golpearían al sector en 2023. Un costo de uso del capital más alto derivado de condiciones de financiamiento menos favorables, de precios de bienes capital elevados -visible a través de la inflación en el índice de precios del productor- y ciertos aspectos de la reforma tributaria, mermarán significativamente la expansión que podría conseguir el sector el próximo año, la cual estimamos en 1.8%.

Los mayores riesgos para el sector vienen de dos frentes. En primer lugar, una disminución en las demandas interna y externa más allá de lo previsto se podrían traducir en un menor volumen de pedidos, lo que golpearía de forma directa el desempeño de la producción. Además, el precio de las materias primas continúa jugando en contra de los fabricantes, que con el ánimo de no sacrificar la demanda han mantenido los precios de venta de sus productos con menores variaciones que las experimentadas por sus insumos. Esta situación no será sostenible en el caso en que se siguiera acentuando la inflación de precios de los insumos.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-





---

*“Esta rama ha sido una de las impulsoras de la recuperación económica.”*

---

## Construcción

Actualmente, la construcción es la rama de actividad económica con mayor rezago frente a su nivel antes de la pandemia. En efecto, mientras el PIB creció 10.9% trienal en el primer semestre de 2022, la actividad económica del sector de la construcción se ubicó un 17.9% por debajo.

Por subsectores, la construcción de edificaciones, que pesa el 51% del sector, ha sido el de mejor desempeño en lo corrido del año: crecimiento anual del 10.9% y un rezago trienal del -11%. Esta anterior variación se explica principalmente por las construcciones residenciales, luego de los niveles récord de ventas de vivienda nueva en el país en 2021 (más de 192 mil unidades comercializadas y un incremento del 29.7% real sobre su valor) que impulsaron significativamente al alza el área iniciada y en proceso de

construcción (18.9% y 16.2% anual, respectivamente a junio de 2022). Para las construcciones no residenciales, el impacto negativo tras la pandemia fue mayor en la medida que se desincentivó la edificación de inmuebles como locales, oficinas y bodegas ante la disminución de la actividad económica y la difusión del trabajo en casa. Sin embargo, este balance ha cambiado en los últimos cortes pues, a junio, el área iniciada creció sobre el 27.7% anual.

Lo anterior contrasta para las obras civiles, cuyo valor agregado se sigue contrayendo y exhibiendo altas tasas de rezago frente a 2019: -1.1% anual en el primer semestre de 2022 y una diferencia trienal del -33.8%. Según el Indicador de Producción de Obras Civiles (IPOC), este comportamiento obedeció a una menor producción de tuberías y líneas de comunicación (-27.1% anual real); puertos, canales, presas y acueductos (-11%), y carreteras, calles, puentes y túneles (-0.8%). Ello aunado a un menor porcentaje de ejecución de obras (28% para el total del sector de transporte a agosto), el incremento de los costos de los insumos de construcción (8.9% anual) y la culminación de diferentes obras 4G en los últimos meses (10 proyectos).



COMPARTIR





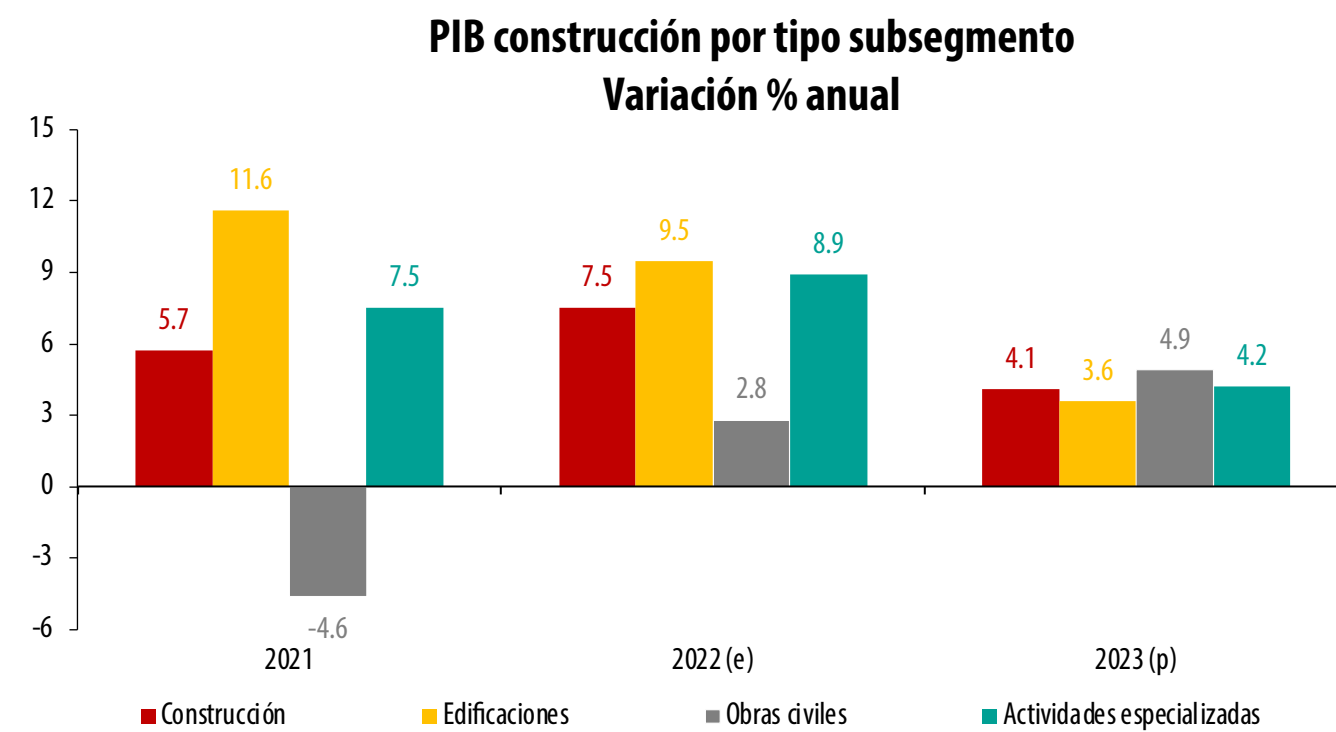
Según nuestras estimaciones, al cierre de 2022, el sector constructor llegaría a un crecimiento anual del 7.5%, producto del buen comportamiento del subsector de construcción de edificaciones (9.5%) y un cambio de tendencia del de obras civiles (2.8%).

Estas previsiones parten principalmente de la continuación del excelente desempeño de la construcción de edificaciones residenciales, ante los altos niveles de iniciaciones de vivienda que aún responden a las ventas de meses atrás, la expectativa de culminación de más de 180 mil viviendas en el país (38% adicionales frente a 2021) y la política de otorgamiento de subsidios por parte del Gobierno Nacional, sumado al significativo incremento anual del área licenciada para obra en lo corrido del año tanto para destinos residenciales como no residenciales (15.6% y 17% a junio, respectivamente). En cuanto a las obras civiles, se prevé una aceleración en su ejecución e inversiones en infraestructura por parte de gobiernos municipales y regionales para lo que resta del año.

Para 2023, proyectamos que el sector constructor consolidaría un crecimiento del 4.1% anual, uno de los más altos en comparación a las demás ramas de la economía. Este resultado se deriva, en primer lugar, del aumento del 3.6% de la construcción de edificaciones ante las buenas estimaciones de entregas en 2023 (más de 246 mil viviendas), que elevaría el área nueva y en proceso de construcción.

COMPARTIR

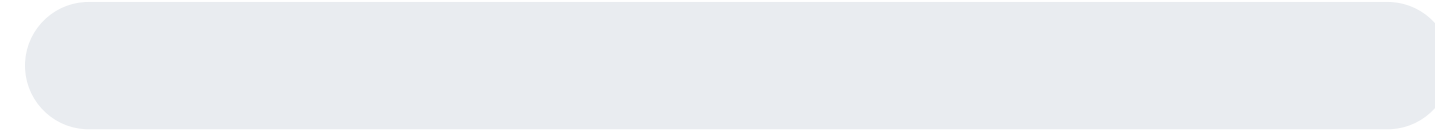
- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



(e): estimado, (p): proyectado

Fuente: DANE y estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos.





Sin embargo, es probable que tales niveles se vean afectados por los cambios en los costos de los insumos para construir, que a julio se aproximaban a una variación del 10% anual.

Esto podría alterar los planes previstos tanto de las constructoras como de los compradores de vivienda, puesto que, de una parte, se presentarían modificaciones sobre el precio final de la vivienda, retrasos en los tiempos de entrega y, en última instancia, paralizaciones y cancelación de proyectos. Para los hogares, aunado a los continuos aumentos de las tasas de interés esto significa un menor poder compra y ocasionaría la disminución de las ventas y el aumento de desistimientos. Adicionalmente, la política de vivienda del Gobierno, especialmente en cuanto a la continuación de los subsidios de vivienda, sería clave para tal crecimiento. De minimizar tales riesgos, es probable que el subsector crezca aún más de lo estimado.

Para la construcción de inmuebles no residenciales, se anticiparía una expansión debido al incremento de la actividad económica, sin embargo, el segmento estaría igualmente presionado por los costos de construcción y los niveles de vacancia en el país.

Por su parte, las obras civiles crecerían 4.9%, el mejor desempeño estimado corre por cuenta del avance y terminación de las obras 4G restantes, el inicio de los primeros proyectos 5G, que cuentan con una inversión de \$20.5 billones para la primera ola, y la contribución positiva de las obras municipales y regionales, cuyas inversiones superarían los \$63 billones tan solo en las cinco principales ciudades del país en el presente cuatrienio.

No obstante, el aumento de los costos de construcción como efecto adverso no deja de ser una preocupación para que se den unos correctos niveles de ejecución, al afectar la demanda de insumos y rentabilidad del proyecto. A esto se sumaría la estimación del aumento significativo del salario mínimo para el siguiente año que alteraría la mano de obra empleada en ambos subsectores.

---

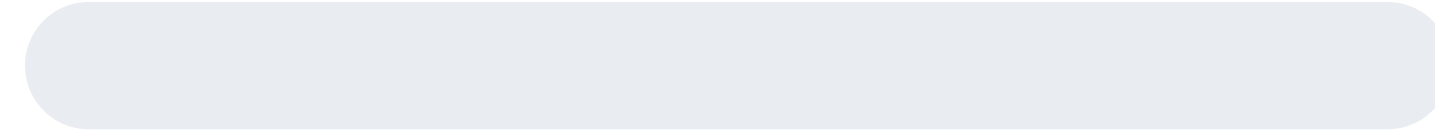
*“La construcción es el sector con mayor rezago frente a su nivel prepandemia”*

---



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-

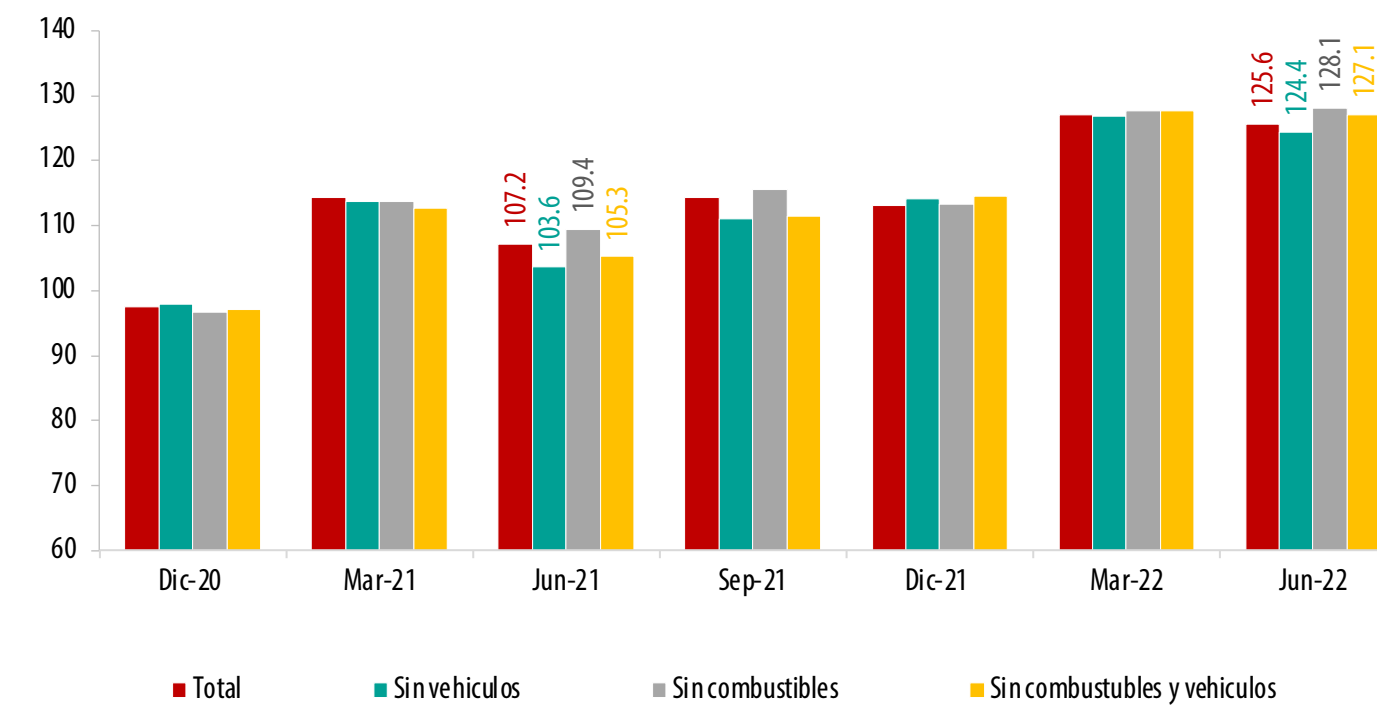


## Comercio, reparación de vehículos, almacenamiento, transporte, alojamientos y servicios de comida

Esta gran rama fue una de las más afectadas por la pandemia. Actividades como el transporte, los alojamientos o los servicios de comida, que en buena medida se sustentan en actividades de esparcimiento, ocio y algunas no esenciales para la existencia humana, sufrieron las consecuencias de los aislamientos decretados para hacer frente a los contagios tras la llegada de la pandemia de Covid-19 a Colombia.

Aún así, este sector también ha sido una de los de mayor ritmo en la recuperación. En el primer semestre de 2022 la rama registró un crecimiento anual de 19.2%, el segundo más alto entre las 12 grandes ramas de actividad que conforman el valor agregado del PIB<sup>20</sup>. Detrás de sus resultados, se encuentran las variaciones de las actividades comercio y reparación de vehículos (10.6%), transporte y almacenamiento (25.5%)<sup>21</sup> y alojamiento y servicios de comida (33.8%).

Ventas reales comercio minorista  
Índice 100 = mismo mes 2019



Fuente: DANE - EMC y estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

<sup>20</sup> El crecimiento de esta rama fue únicamente superado por la rama de actividades artísticas, de entretenimiento, recreación y otras actividades de servicios

<sup>21</sup> En el caso del transporte aéreo, la variación anual en el primer semestre superó el 110%.



COMPARTIR

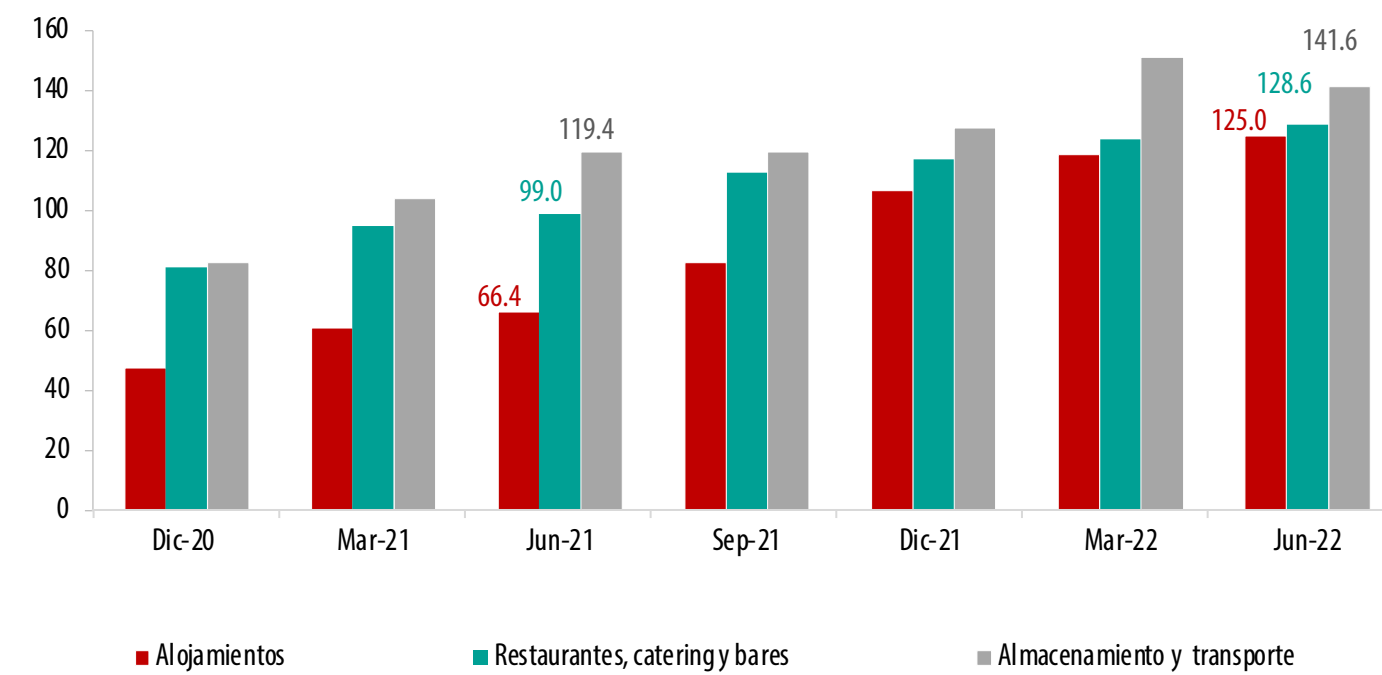
- Like icon
- Email icon
- Twitter icon
- Facebook icon
- WhatsApp icon



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️

### Ingresos nominales por servicios Índice 100 = mismo mes 2019



Fuente: DANE - EMC y estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

Nuestra estimación de 11.6% para el crecimiento de 2022, además de considerar los resultados del primer semestre y una disipación del efecto rebote que estuvo acompañando varias actividades en el primer semestre, considera también la pérdida de poder adquisitivo de los hogares colombianos como consecuencia de la inflación más alta en décadas, así como un menor acceso a crédito tras el incremento en las tasas de interés, que se desprende del ciclo de normalización monetaria que se encuentra adelantando el Banco de la República.

Para 2023 proyectamos un crecimiento de 1.9% por los mismos factores descritos anteriormente. Elementos que podrían aminorar aún más el crecimiento provienen de una afectación significativa al mercado laboral por un menor crecimiento de la actividad económica al que se tiene previsto, una tasa de cambio más alta que la considerada en nuestras estimaciones, que encarecería los precios de todos los bienes importados; y una menor cantidad de viajeros internacionales que podría darse si las economías desarrolladas se deterioran en mayor grado de lo esperado actualmente.





---

*“esta rama también ha sido una de las de mayor ritmo en la recuperación.”*

---

### Actividades financieras y de seguros

Durante el primer semestre de 2022 las actividades financieras y de seguros crecieron 4.1% respecto al primer semestre del año anterior, reflejando el buen desempeño del sector a pesar de que en el primer trimestre se registrara una caída de -3.2% anual<sup>22</sup>. Por su parte, los establecimientos de crédito presentaron un impulso notable en la primera mitad del año, producto de la expansión de la cartera de créditos, que al cierre del primer semestre alcanzó un crecimiento anual del 16%, gracias a las variaciones a doble dígito en todas las modalidades y en especial el impulso de la cartera de consumo, la cual registró expansiones superiores al 22%. De igual manera, estos comportamientos han sido posibles gracias a la desacumulación en provisiones bancarias y a la mejora en la calidad de la cartera, indicadores que llegaron a niveles similares a los que se tenían en los periodos previos a la pandemia.

Respecto a la industria aseguradora, información del gremio asegurador señala que si bien el pago de la póliza por parte de una importante compañía a principios del año afectó los resultados del sector, en el primer semestre del año se evidenció un comportamiento positivo producto de un crecimiento sostenido en las primas emitidas (23% frente a 21% en el primer semestre de 2021), en las comisiones de intermediación y de un comportamiento estable en la liquidación de siniestros.

Para lo que resta del año, esperamos que las actividades financieras y de seguros presenten un crecimiento de 10% en el segundo semestre del año, con lo que el aumento para todo 2022 sería del 7%. Este comportamiento se soportaría en el dinamismo de la cartera de créditos, cuyo impulso se mantendría durante el tercer trimestre y no se vería afectado sino hasta el último trimestre del año, debido a que el aumento en las tasas de interés recaería sobre la demanda de crédito y la calidad de la cartera, especialmente en

<sup>22</sup> Este comportamiento obedeció a un factor coyuntural en el segmento asegurador, dado el desembolso de US\$633 millones por parte de la aseguradora Mapfre a Empresas Públicas de Medellín (EPM) por la contingencia ocurrida en Hidroituango



COMPARTIR





el segmento de consumo, cuya calidad es más sensible a aumentos en las tasas de interés. Cabe destacar que los resultados de los establecimientos de crédito estarían parcialmente afectados por la mayor necesidad de ajuste de fondeo de largo plazo ante los requisitos que exige la Superintendencia Financiera mediante el Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN)<sup>23</sup>, que obligaría a las entidades a ofrecer tasas de captación más altas por los recursos de mayor plazo.

Finalmente, para 2023 esperamos que el crecimiento anual del sector se desacelere hasta 3.7%, en la medida en que se complete durante el primer semestre el efecto de transmisión del incremento de tasas de interés sobre el crecimiento de la cartera y sobre el aumento de la morosidad. Asimismo, el ajuste de fondeo por el requerimiento del CFEN continuaría disminuyendo la brecha entre las tasas de colocación y las tasas de captación, por lo que el resultado del sector por concepto de intermediación se vería reducido.

---

*“El aumento en las tasas de interés afectaría la cartera y la morosidad.”*

---

## IV. INFLACIÓN

En el año 2022 la inflación se ha posicionado como uno de los temas más importantes. En la mayoría de los países del mundo se están viendo presiones inflacionarias bastante marcadas, en muchos casos, las más altas en varias décadas. En Colombia, los últimos datos observados son los más altos en 23 años.

A principios del 2022 existía mucha incertidumbre en las proyecciones de inflación para el año debido a la combinación simultánea de varios factores: restricciones de oferta, la incertidumbre por la dinámica de consumo de los hogares y el endurecimiento de las condiciones financieras. En enero, la Encuesta de Expectativas del Banco de la República mostraba que los analistas, en promedio, esperaban que la inflación del 2022 cerrara en 4.42%, mientras que en la última encuesta (septiembre) se espera que la inflación cierre el año en 11.22%.

<sup>23</sup> Ver nota 19



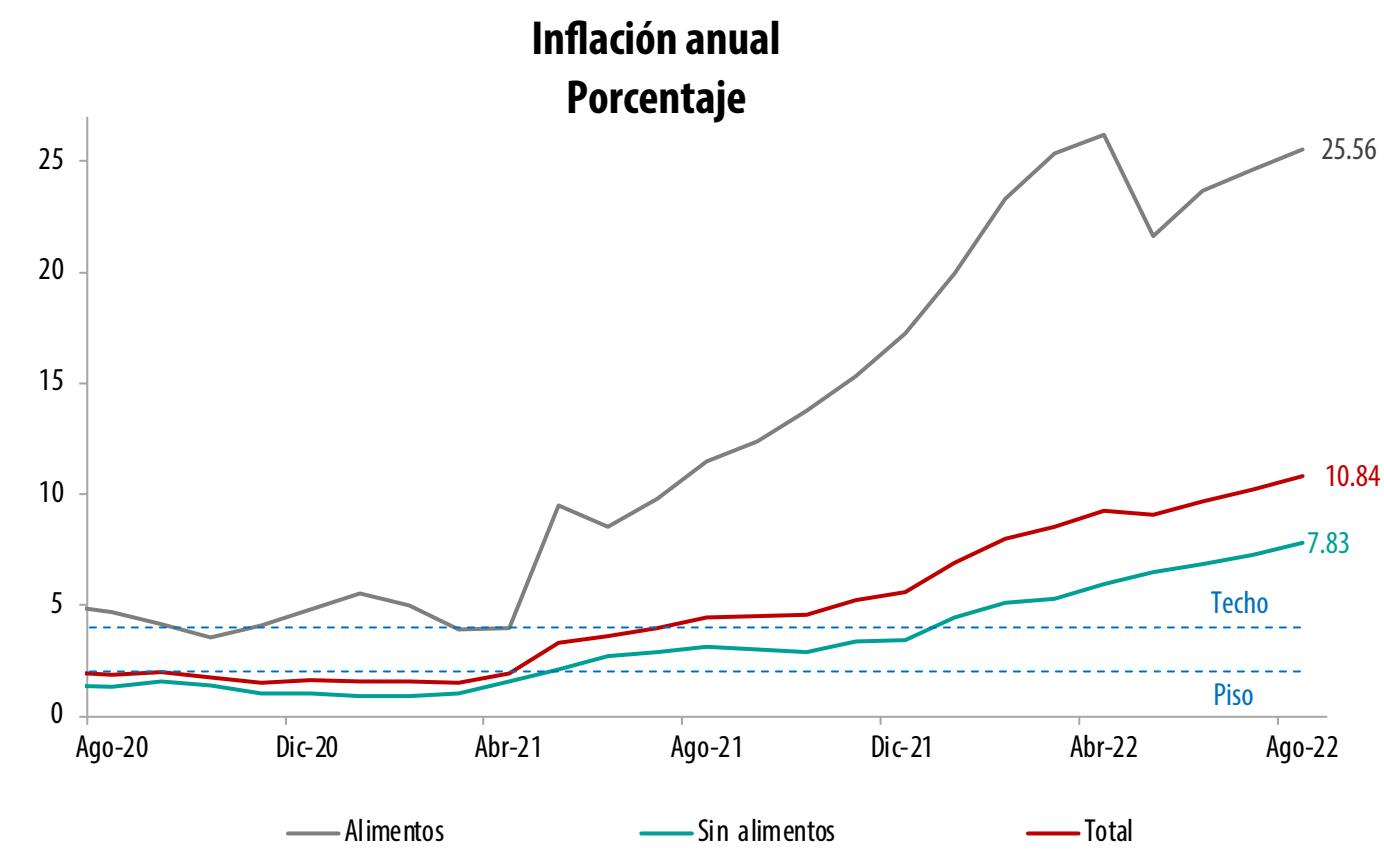
COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- f
- 📷



El fuerte incremento en la expectativa de inflación para finales de año obedece a las buenas perspectivas de crecimiento de la demanda agregada, a los incrementos en la tasa de cambio, al aumento en el precio de los alimentos y al dinamismo, no despreciable, de las tarifas en los servicios públicos, principalmente. Además, el anuncio del gobierno de incrementar los precios de los combustibles a partir de octubre y la advertencia del Ideam sobre un fenómeno de la Niña más intenso han contribuido a elevar estas expectativas.

A continuación se destacan algunos puntos importantes que han impactado la inflación a lo largo del año en curso:

En el primer trimestre del año la inflación mensual sobrepasó de manera sistemática las expectativas del promedio de los analistas. En marzo, la división de alimentos y bebidas no alcohólicas se consolidaba como la mayor aportante a la inflación del trimestre, a causa del comportamiento de alimentos como las papas, las frutas, la leche y la carne de res, en mayor medida. Como reacción natural ante los fuertes incrementos en los precios de los alimentos, los





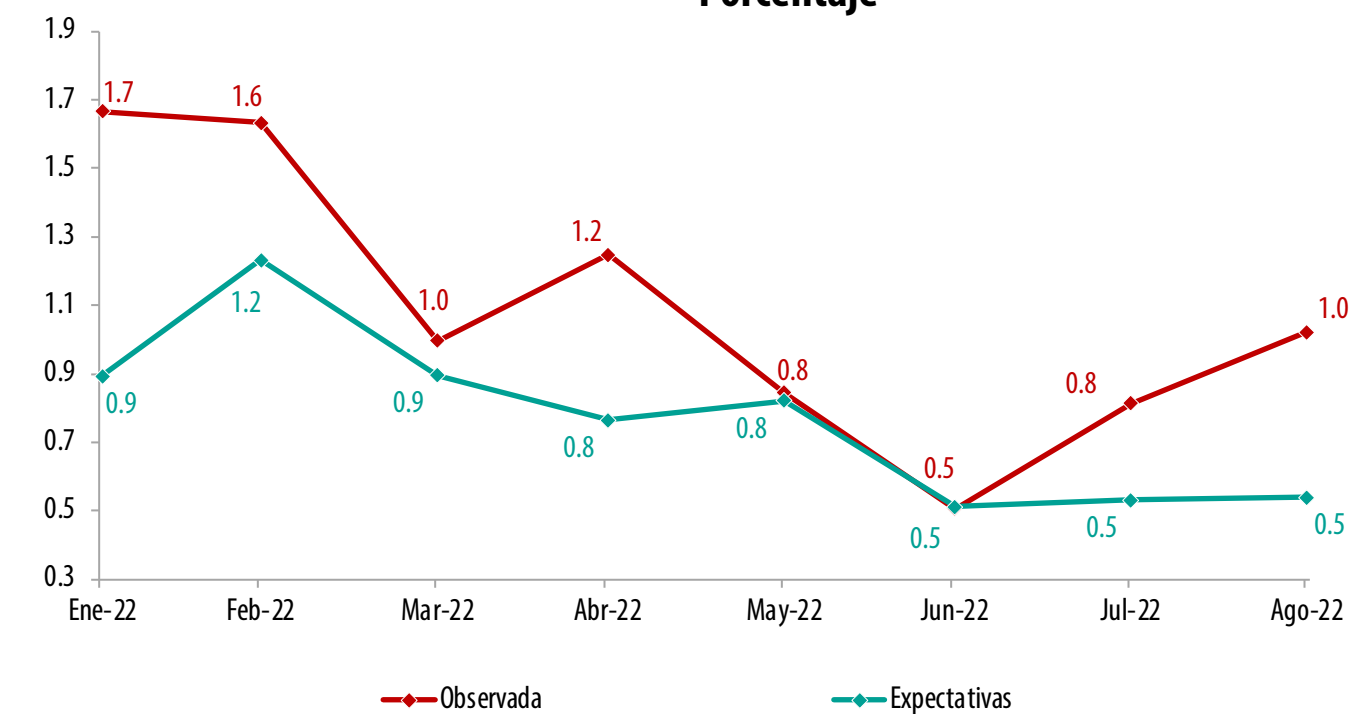


restaurantes y hoteles respondieron con un aumento en sus tarifas. El trimestre cerró con una inflación anual de 8.53%.

Para el segundo trimestre, la inflación anual sorprendió al alza respecto a las expectativas de los analistas sólo en abril. Nuevamente la división de alimentos y bebidas no alcohólicas siguió representando el mayor aportante a la inflación trimestral, en virtud del incremento en precios de alimentos como: la carne de res, la leche, el arroz y las frutas. Sin embargo, para este trimestre la división de alojamiento y servicios públicos empezó a recobrar relevancia; los continuos incrementos en las tarifas de electricidad y la indexación de los cánones de arrendamiento a la inflación del año pasado permitieron ubicar a esta división como la segunda con mayor influencia a la inflación del segundo trimestre del año.

En abril, se presentó el máximo de la inflación anual de alimentos, 26.18%, disminuyendo de manera paulatina para cerrar el segundo trimestre en 23.64%. Por su parte, la inflación anual a final del segundo trimestre fue de 9.67%.

**Expectativas de inflación vs Inflación observada**  
Porcentaje



Fuente: Banco de la República - Encuesta mensual de Expectativas y DANE.



COMPARTIR

- Like icon
- Email icon
- Twitter icon
- Facebook icon
- WhatsApp icon



En el tercer trimestre la inflación sobrepasó los dos dígitos, alcanzando máximos históricos de los últimos 23 años y sobrepasando las expectativas de los agentes del mercado. La inflación de alimentos continuó sorprendiendo al alza y consolidándose como la principal fuente de inflación. El alojamiento y los servicios públicos casi que duplicaron el aporte inflacionario de la división de restaurantes y hoteles -tercer mayor aportante a la inflación trimestral-, debido a que las tarifas de electricidad incrementaron de manera significativa y aportaron la mitad del total de la división de alojamiento y servicios públicos en el tercer trimestre.

Para finales del 2022 esperamos que las presiones alcistas en inflación se moderen debido a la desaceleración de la economía colombiana, así como la moderación en los precios de algunas materias primas a nivel mundial. Calculamos que la inflación anual de alimentos a diciembre será de 24.47%, de 9.37% sin alimentos y de 12.02% en la inflación total<sup>24</sup>.

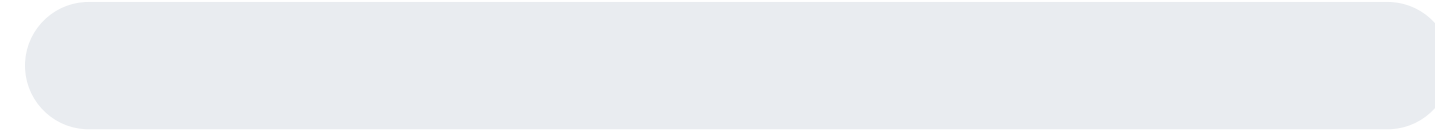
En lo que a 2023 se refiere, un factor importante a monitorear será el incremento del salario mínimo, debido a su influencia en la inflación del primer trimestre y en rubros tales como: las comidas fuera del hogar, las cuotas moderadoras en las EPS, el Seguro Obligatorio contra Accidentes de Tránsito (Soat), multas de tránsito, entre otras. Estimamos que el incremento del salario mínimo podría ser de al menos 15.07%, este es el resultado de sumar a nuestra proyección de inflación para 2022 (12.02%), la estimación de la productividad total de los factores (1.49%) y el promedio histórico de la sorpresa política (diferencia entre el incremento efectivo del salario mínimo y la suma de la inflación observada junto a la productividad) que es de 1.56%.

<sup>24</sup> En cuanto al precio de los combustibles estimamos que por cada COP 500 de incremento en el galón de gasolina, este tendría un impacto de aproximadamente 0.14% sobre la inflación al consumidor. Así mismo, si se eliminara el subsidio a la gasolina se tendría un efecto en la inflación de entre 1.73% y 2.26%, es decir, elevar el valor del galón de gasolina a entre COP 16,000 y COP 18,000.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



Entre las presiones al alza para la inflación del 2023 se encuentran: incrementos en los precios de los combustibles, indexación de algunos precios a la inflación del año anterior (arriendos, tarifas educativas, peajes, costo de las grúas, etc), depreciación del peso colombiano y el riesgo de que factores climáticos adversos reduzcan la producción de alimentos. Por el contrario, el menor crecimiento económico, la reducción en algunos precios de commodities y las mejoras en cadenas logísticas a nivel global, pueden presionar la inflación a la baja el próximo año. Dado lo anterior, se espera que la inflación total al finalizar el 2023 sea de 7.91%, la de alimentos de 12.47% y sin alimentos de 6.80%.

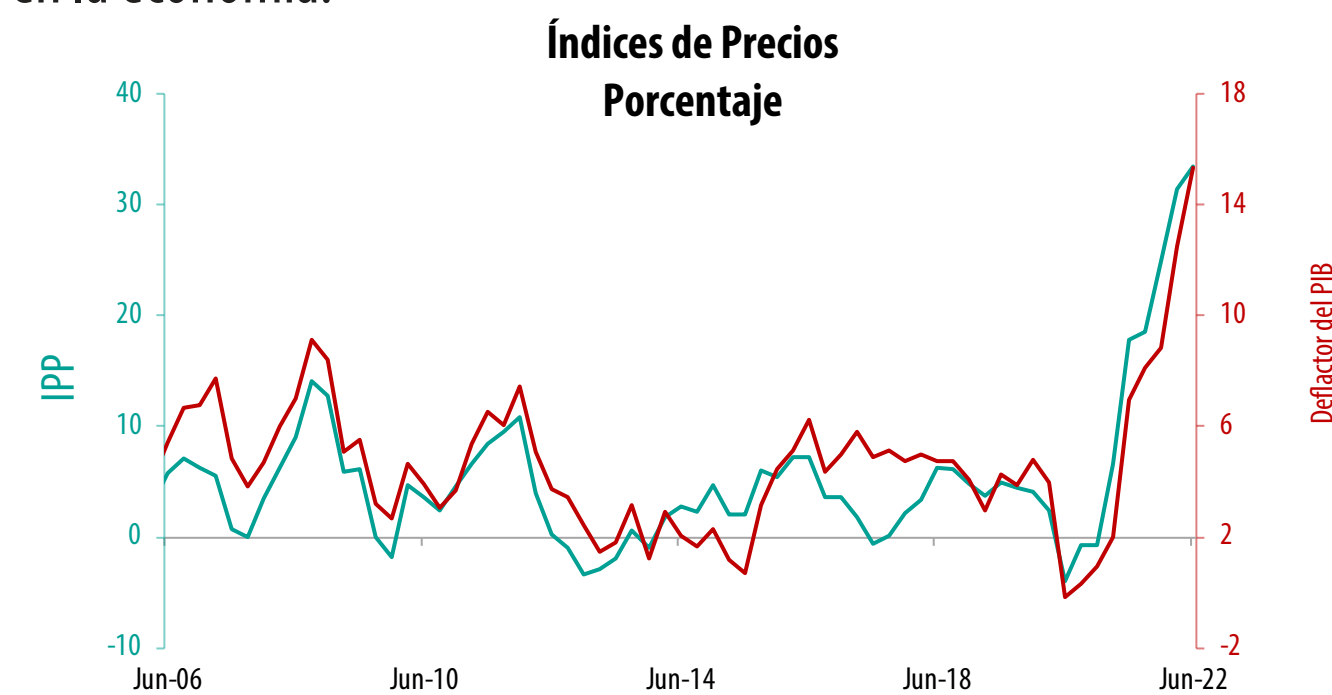
### Proyección inflación anual

Año	Alimentos	Sin alimentos	Total
2022(e)	24.47%	9.37%	12.02%
2023(p)	12.47%	6.80%	7.91%

(e): estimaciones, (p): proyecciones

Fuente: Estimaciones DAVIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

Cabe resaltar que el Índice de Precios al Consumidor (IPC) no es el único indicador para hacerle seguimiento a los precios de los bienes y servicios en una economía. Es decir, existen otros índices que hacen seguimiento a los precios, tales como: el Índice de Precios del Productor (IPP) y el deflactor del PIB. El primero mide la evolución de los precios de venta del productor, este es el primer canal de comercialización o distribución de los bienes transados en la economía. Por su parte, el deflactor del PIB mide en promedio la variación en los precios de todos los bienes y servicios que se transan en la economía.



Fuente: DANE y estimaciones DAVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos.

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗨️





En el segundo trimestre del 2022, el deflactor del PIB mostró una variación anual de 15.3%, siendo el dato más alto de los últimos 17 años. Por otro lado, en el mismo periodo, el IPP registró una variación anual de 33.5%, representando la cifra histórica más alta del indicador desde su cálculo a mediados de 1999.

## ¿Por qué es importante controlar la inflación?

### Recuadro No. 5.

La inflación es el incremento generalizado y sostenido de los precios de los bienes y servicios de una economía. Esta es causada por diversos factores que pueden ser de oferta o demanda. Por el lado de la oferta, en los últimos meses se han visto interrupciones en las cadenas de suministro, aumentos de precios en materias primas, incrementos de los salarios, entre otros. Estos choques generaron, vía costos y menor abastecimiento, un ajuste de los precios por el lado de la oferta. Por otro lado, los programas de vacunación, el

mayor estímulo monetario y el fuerte consumo de los hogares, presionaron la demanda y la posterior alza en los precios de los bienes y servicios.

Tradicionalmente la inflación afecta con mayor intensidad a las personas de ingresos más bajos. Esto ocurre por varios factores. Por lo general, la mayoría de recursos de las familias pobres provienen de sus salarios y estos recursos se consumen rápidamente y en su totalidad -imposibilitando el ahorro y la inversión en activos que les permitirían protegerse de la inflación-. Adicionalmente, el consumo de los bienes y servicios de las familias de ingresos bajos ya son de bajo costo, por lo que no es posible sustituir estos productos por unos de menor valor. Por el contrario, los hogares de ingresos altos poseen bienes que los protegen de la inflación y tienen la capacidad de sustituir sus productos de consumo por unos de menor valor. Finalmente, algunos grupos sociales tienen capacidad de reajustar los precios de sus productos o de los servicios que suministran a la sociedad; en el caso de los grupos de bajos ingresos esta capacidad es más limitada.



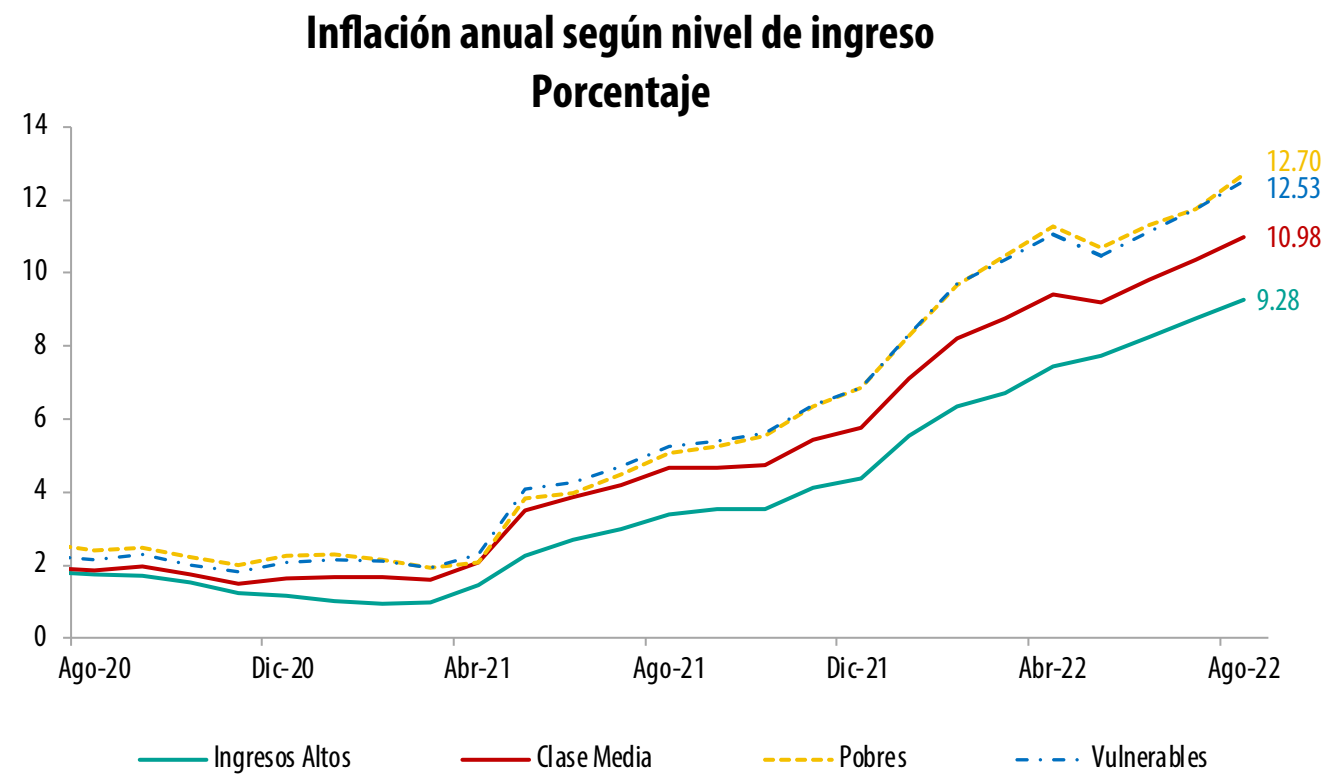
COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷

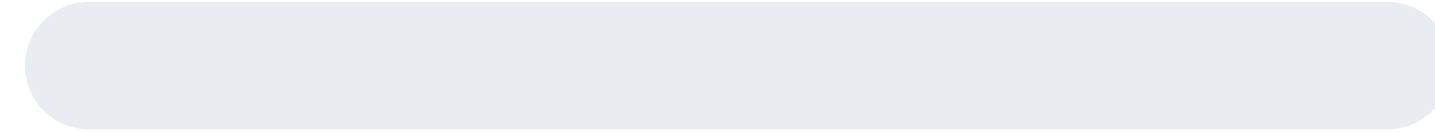


Fuente: DANE

A los elementos anteriormente considerados hay que sumar el hecho de que en nuestro país el proceso inflacionario se origina especialmente en la inflación de alimentos, grupo de gasto con la segunda mayor participación en la canasta básica de las personas de menores ingresos. Dado lo anterior, no es de extrañarse que en agosto la inflación anual para los hogares de ingreso vulnerable fue de 12.53%, mientras que la de ingresos altos fue de 9.28%. Por ello, es indispensable que las autoridades monetarias controlen de manera temprana las distorsiones de los precios, antes de que se agraven y se conviertan en un fenómeno estructural o, peor aún, en hiperinflación.

La hiperinflación es un crecimiento muy acelerado y continuo de los precios de una economía. Algunos economistas la definen cuando la inflación mensual es de al menos 50% y la anual sobrepasa incluso el 1,000%. Generalmente este fenómeno es causado por un fuerte incremento en la oferta monetaria, acompañado de una pérdida de confianza en la moneda. En América Latina hemos tenido casos de hiperinflación en países como: Argentina, que durante los 90's alcanzó una inflación anual de 3,079%, Brasil, que en 1993





presentó una inflación anual de 2,477%, Bolivia, con una inflación anual de 11,750% en 1985, Perú, que en 1990 sufrió una inflación anual de 7,482% y en Venezuela, según el Banco Central, la inflación anual alcanzó 344,510% a principios de 2019. En el caso colombiano, el país fue uno de los pocos que no presentó una hiperinflación en América Latina durante el siglo XX.

Es importante resaltar que estos períodos de hiperinflación en América Latina fueron desencadenados por un alto déficit fiscal y por las condiciones financieras internacionales más ajustadas. Debido al alto riesgo de impago de los países, se cerraron las fuentes ordinarias de financiamiento, por lo que se recurrió a la emisión monetaria por parte del Banco Central para financiar el gasto del gobierno. Esto conllevó a fuertes devaluaciones de la monedas locales, generando el descontrol de los precios en los bienes y servicios de las economías.

Durante períodos de tiempo con presiones inflacionarias muy marcadas se genera incertidumbre sobre los inversionistas, lo que reduce la inversión y la generación de empleo. Así mismo, suben los

costos de financiamiento por el aumento en el riesgo de la economía y el endurecimiento de la política monetaria para controlar la inflación, dificultando la solicitud de créditos para realizar inversión por parte de las empresas. Consecutivamente, los salarios deben aumentar para tratar de preservar el poder adquisitivo de los trabajadores, incrementando los costos de producción y generando una mayor persistencia en el fenómeno inflacionario, debido a que algunos bienes y servicios se encuentran indexados a la inflación pasada. Adicionalmente, las empresas se enfrentan a los costos de transacción o costos de menú, es decir, el valor que deben asumir las compañías al cambiar el precio de los bienes o servicios.

En Colombia, el Banco de la República por mandato constitucional tiene como función principal velar por la estabilidad de precios en la economía para preservar el poder adquisitivo de los hogares. Desde finales de 2021, el emisor en función de su mandato ha venido incrementando su tasa de política monetaria con el fin de evitar excesivas presiones de demanda y ralentizar el crecimiento de los precios.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



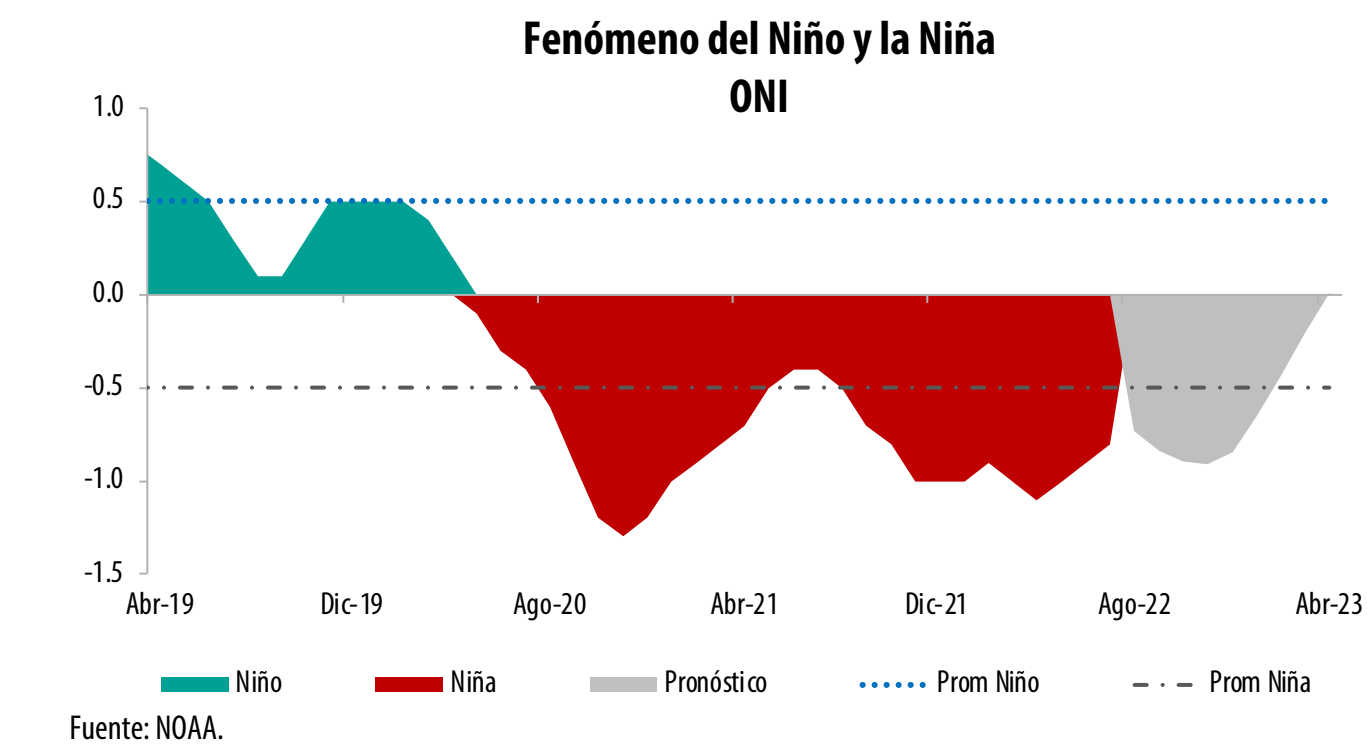
*“... la inflación afecta con mayor intensidad a personas de ingresos más bajos ...”*

**Bibliografía:**

- Ackley, G. (1978). The costs of inflation. The American Economic Review, 68(2), 149-154.
- Bach, G. L. (1974). Inflation: Who Gains and Who Loses?. Challenge, 17(3), 48-55.
- Bach, G. L., & Ando, A. (1957). The redistributive effects of inflation. The Review of Economics and Statistics, 1-13.

En cuanto a fenómenos climáticos, el indicador Oceanic Niño Index (ONI) que mide la temperatura del Pacífico Sur y suele ser un buen indicador de seguimiento relativo al fenómeno de El Niño o La Niña, sugiere que estamos atravesando un fenómeno de lluvias o de La Niña. Adicionalmente, las proyecciones que recopila la National Oceanic and Atmospheric Administration de los Estados Unidos para el indicador mencionado, sugieren que el nivel de lluvias podría mantenerse hasta el último trimestre del presente año. Así mismo, se puede esperar que el nivel de lluvias disminuya de manera paulatina a inicios del año 2023.

En el primer semestre del año, el promedio del indicador ONI se ubicó en -0.96, y se espera que el promedio de lo que resta de año y el primer trimestre del año 2023 se ubique en -0.69; ambas magnitudes superando el umbral de -0.5 que es el promedio para que se constituya el fenómeno de La Niña. De acuerdo con la información anterior, es probable que el fuerte fenómeno de La Niña continúe presionando al alza los precios de los alimentos percederos o de ciclo corto, al dificultar su recolección y en algunos casos reducir su producción, durante el período de pronóstico.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- f
- 📷



---

*“Para 2023 será importante monitorear el incremento del salario mínimo”*

---

## V. POLITICA MONETARIA

El Banco de la República inició su política de ajuste de tasas en septiembre de 2021 mediante un tímido incremento de 25 puntos básicos. El ritmo de aumento se aceleró a 50 puntos básicos en las reuniones de octubre y diciembre y posteriormente se incrementó a 100 puntos básicos en la reunión de enero de este año. Este ritmo se mantuvo en las tres reuniones siguientes pero, a partir de junio, se aceleró nuevamente hasta los 150 puntos básicos.

La aceleración en el ritmo de incrementos en la tasa de interés se debe tanto al comportamiento de la inflación (que no ha dejado de registrar noticias negativas) como al crecimiento de la actividad económica y en particular del consumo de los hogares.

A este respecto, vale la pena mencionar que si bien el crecimiento secuencial de esta última variable venía en moderación al pasar de un 4.1% al finalizar el tercer trimestre de 2021 a 3.6% en el cuarto y a 2.4% en el primer trimestre de 2022, para el segundo trimestre del año se registró un repunte importante, lo cual, sumado a la aceleración de la inflación, propició el aumento en el ritmo de incrementos a los 150 puntos básicos. Además, el Banco de la República argumenta en sus comunicados de prensa la fragilidad de la cuenta corriente y la importancia de mantener un diferencial de tasas de interés que reste presiones sobre la tasa de cambio

¿Qué esperar de esta variable para lo que resta de 2022 y el 2023? Para lo que queda del año esperamos que la política de ajuste de tasas continúe de tal manera que para el cierre del año se llegue a una tasa neutral en términos reales<sup>25</sup>. Así las cosas, además del ajuste de 150 puntos básicos de septiembre que dejaría la tasa en 10.50%, esperaríamos otros hasta alcanzar una tasa entre 11% y 11.5% en la última reunión del año, acorde a nuestras proyecciones de inflación.



COMPARTIR

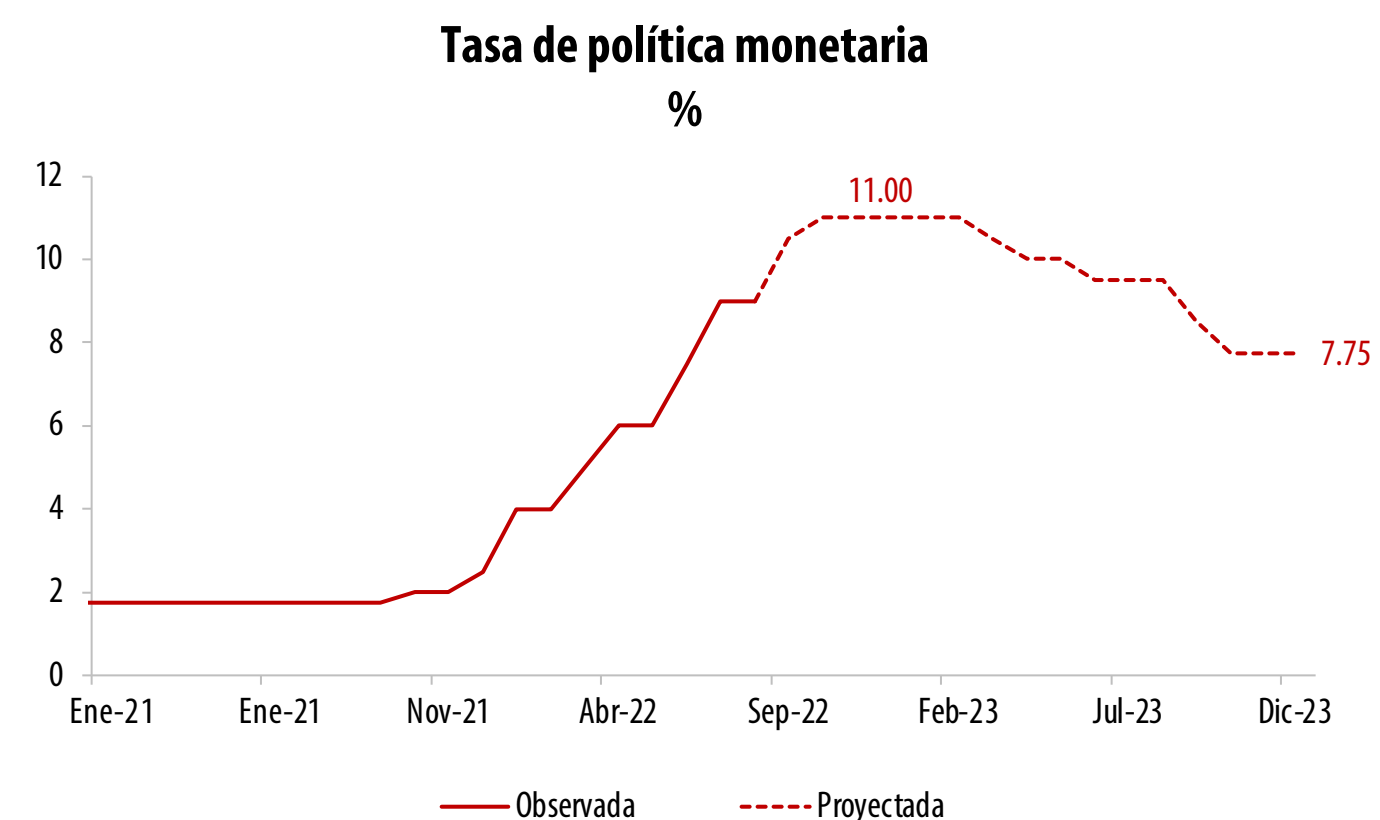






COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺



Fuente: Banco de la República y estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos.

Tal como se ha comentado en las secciones anteriores, para el próximo año se espera una moderación tanto en el aumento de la inflación como en el ritmo de crecimiento. Teniendo en cuenta los principales riesgos a la baja, en especial en el ámbito de la inversión, consideramos que no resulta apropiado que el Banco de la República siga elevando su tasa de intervención en 2023 y que más bien mantenga estable su tasa de política en los niveles de cierre de 2022 a la espera de que la desinflación de la economía permita que las tasas se tornen positivas en términos reales. ¿Qué tanto deberían mantenerse estables? Todo depende de la magnitud del proceso de moderación en la inflación y en el crecimiento. En el escenario base que estamos contemplando, la moderación en la actividad económica permitiría que el Banco de la República pudiera bajar sus tasas de tal manera que continúe siendo consistente con alcanzar niveles neutrales de tasa de interés (tasa de interés real de cero). De esta manera, la tasa de intervención en 2023 podría reducirse a niveles cercanos al 7.75%.

<sup>25</sup> Recordemos que al cierre de este documento la tasa de intervención era del 9% en tanto que la inflación se encontraba en 10.8%, es decir todavía las tasas son negativas en términos reales.





Si el crecimiento de la economía colombiana en 2023 resulta ser superior al contemplado en este documento, el Banco de la República seguramente no realizaría correcciones hacia abajo en la tasa dejando que el proceso de desinflación se traduzca en tasas de interés cada vez más altas en términos reales.

---

*“... la tasa de intervención en 2023 podría reducirse a niveles cercanos al 7.75%”*

---

## VI. SECTOR EXTERNO

La cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de 5.6% del PIB (USD 17,621 millones) en 2021, mostrando una significativa expansión frente al déficit de 3.5% del PIB (USD 9,347 millones) obtenido en 2020. Para el 2022 estimamos que este déficit llegará a representar 4.7% del PIB (USD 16,512 millones), mostrando una moderación frente al año inmediatamente anterior.

Para la cuenta de bienes y servicios esperamos una reducción de su déficit, pasando de USD 20,047 millones en 2021 a USD 13,480 millones en 2022, generado principalmente por el importante incremento de las exportaciones, especialmente de bienes, que superaría la expansión de las importaciones. Lo anterior responde a varios factores entre los que destacamos: la depreciación del peso colombiano frente al dólar, que en lo corrido del año se ubica cerca al 13% y tiende a disminuir la demanda por importaciones y a mejorar la competitividad de las exportaciones no tradicionales; el incremento en los precios internacionales de productos energéticos como el petróleo y el carbón, los cuales llegaron a representar el 61.7% del total de las exportaciones colombianas al corte de julio de 2022; y el incremento a nivel global de los precios de los alimentos, que ha impactado de forma positiva las ventas externas de café y otros bienes alimenticios producidos en el país.

Respecto a la cuenta de ingreso primario (saldo neto entre los ingresos y egresos por pago de la renta de los factores), estimamos un aumento de su déficit a USD 15,305 millones al cierre del 2022, mostrando un fuerte incremento frente al año anterior.



COMPARTIR





Este comportamiento se da como resultado, principalmente, de la dinámica positiva de la actividad económica en el país durante 2022, factor que contribuye a mitigar los efectos de la depreciación de la tasa de cambio sobre este rubro. Con relación a la inversión extranjera directa, vale la pena destacar que en el primer semestre del año Colombia recibió USD 9,846 millones, prácticamente duplicando los recursos que ingresaron al país durante el mismo periodo de 2021.

Las transferencias (ingreso secundario) se mantienen como el único rubro de la cuenta corriente con un balance positivo y estimamos que su saldo llegará a USD 12,273 millones en 2022, exhibiendo un crecimiento de 13.9% frente al año anterior. Este comportamiento responde, principalmente, al aumento de 10.2% de las remesas de los trabajadores colombianos en el exterior en los primeros siete meses del año y que anticipamos se mantendrá en lo que resta del año. Sobre este aspecto es importante mencionar que a pesar de haber registrado dos trimestres negativos en su crecimiento, el mercado laboral en EE.UU ha tenido un muy buen comportamiento en este año.

### Resumen Balanza de Pagos

Millones USD

Rubro	2021	2022 (e)	2023 (p)
Cuenta corriente	-17,621	-16,512	-13,363
1. Bienes y servicios	-20,047	-13,480	-10,474
2. Renta de los factores (Ingreso primario)	-8,349	-15,305	-14,849
3. Transferencias (Ingreso secundario)	10,775	12,273	11,960
Cuenta Financiera	-16,558		
Errores y omisiones	-1,064		

(e): estimaciones, (p): proyecciones

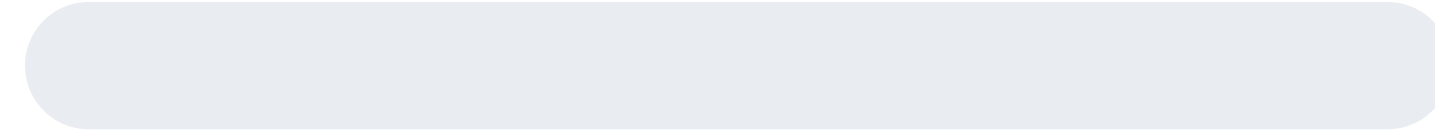
Fuente: Banco de la República y estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

Para 2023 proyectamos un déficit de cuenta corriente de 3.4% del PIB (USD 13,363 millones), mostrando una contracción de 1.3% del PIB, que refleja los efectos de la desaceleración de la actividad económica a nivel global vía una menor cotización de los precios de los principales productos de exportación.



COMPARTIR





En la cuenta de bienes y servicios proyectamos un déficit de USD 10,474 millones, cifra menor en USD 3,006 millones frente a aquella estimada para 2022. Por una parte, esperamos una caída de los precios internacionales de las materias primas que impactaría de forma negativa a los principales productos de exportación colombianos, como lo son el petróleo, el carbón y el café. A esto se suma el retroceso previsto en el crecimiento de países como EE.UU, Ecuador, México, Brasil y Chile, que son los principales destinos de las exportaciones de productos no tradicionales que realiza nuestro país. Por otra parte, esperamos que las importaciones continúen debilitándose como resultado del menor crecimiento que tendría la economía colombiana y los altos niveles en los que estimamos permanecería la tasa de cambio, sobre los cuales hablaremos en mayor detalle en la siguiente sección.

Para la renta de los factores proyectamos en 2022 un balance negativo de USD 14,849 millones, que muestra una disminución frente al año anterior. Este resultado se origina en nuestra expectativa de afectación de utilidades por el menor crecimiento, tanto de la economía local como global, y los procesos de

normalización de política monetaria que adelantan la mayoría de Bancos Centrales alrededor del mundo.

Finalmente, para las transferencias (ingreso secundario) estimamos un balance de USD 11,960 millones, lo que permite anticipar un retroceso frente al año anterior, como consecuencia de la desaceleración de las economías donde provienen la mayor parte de estos recursos. De acuerdo con las más recientes proyecciones<sup>26</sup> del Fondo Monetario Internacional, entre 2022 y 2023, EE.UU y España reducirían su crecimiento de 2.3% a 1.0% y de 4.0% a 2.0%, respectivamente.

---

*“Para 2023 proyectamos un déficit de cuenta corriente de 3.4% del PIB”*

---

<sup>26</sup> Tomado de: World Economic Outlook 2022, actualización julio 2022.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



## Perspectivas del mercado energético global

### Recuadro No. 6

Entre los grandes efectos de la pandemia de Covid-19 se encuentran las distorsiones causadas al mercado energético. En particular, las energías fósiles como el petróleo, el gas y el carbón vieron derrumbarse sus cotizaciones en los albores de la pandemia, debido a la estrepitosa caída en la demanda que supuso la parálisis de muchas actividades para reducir la interacción social y hacer frente al aumento de los contagios.

Un año más tarde, la situación se revirtió sustancialmente. La reactivación de las actividades a partir del segundo semestre de 2020 en la mayoría de economías del mundo hizo rebotar la demanda, que se vio favorecida también por programas estatales de transferencias y un mayor ahorro de los hogares. Al fenómeno anterior se sumó la salida de operación de buena parte de los centros de producción mineros y de hidrocarburos, lo que presionó las cotizaciones al alza. La rapidez con la que se recuperó la

demanda mundial no pudo ser equiparada por la oferta, que en medio de severas interrupciones en las cadenas de valor global quedó rezagada frente a la recuperación económica.

En lo que va de 2022, un suceso con el que no contaban la mayoría de analistas desató una nueva distorsión. La invasión de Rusia a Ucrania, estando ambos entre los principales exportadores de commodities energéticos y no energéticos respectivamente, disparó el precio de muchos de ellos. El caso más crítico lo viven algunos países de Europa, que dependen en gran medida del suministro ruso.

Si bien el balance global de petróleo y combustibles líquidos (incluyendo gas natural licuado, GNL) presenta actualmente un exceso de oferta de entre 1 y 1.5 millones de barriles diarios según la información de la Energy Information Administration (EIA), las limitaciones a las compras de hidrocarburos de ciertos orígenes como Irán, Rusia o Venezuela mantienen elevados los precios. De acuerdo con la EIA, se prevé que el balance continúe mostrando un exceso de oferta en lo que resta de 2022 (1 Millón de Barriles Diarios MBD), mientras que en 2023 veríamos un exceso de demanda



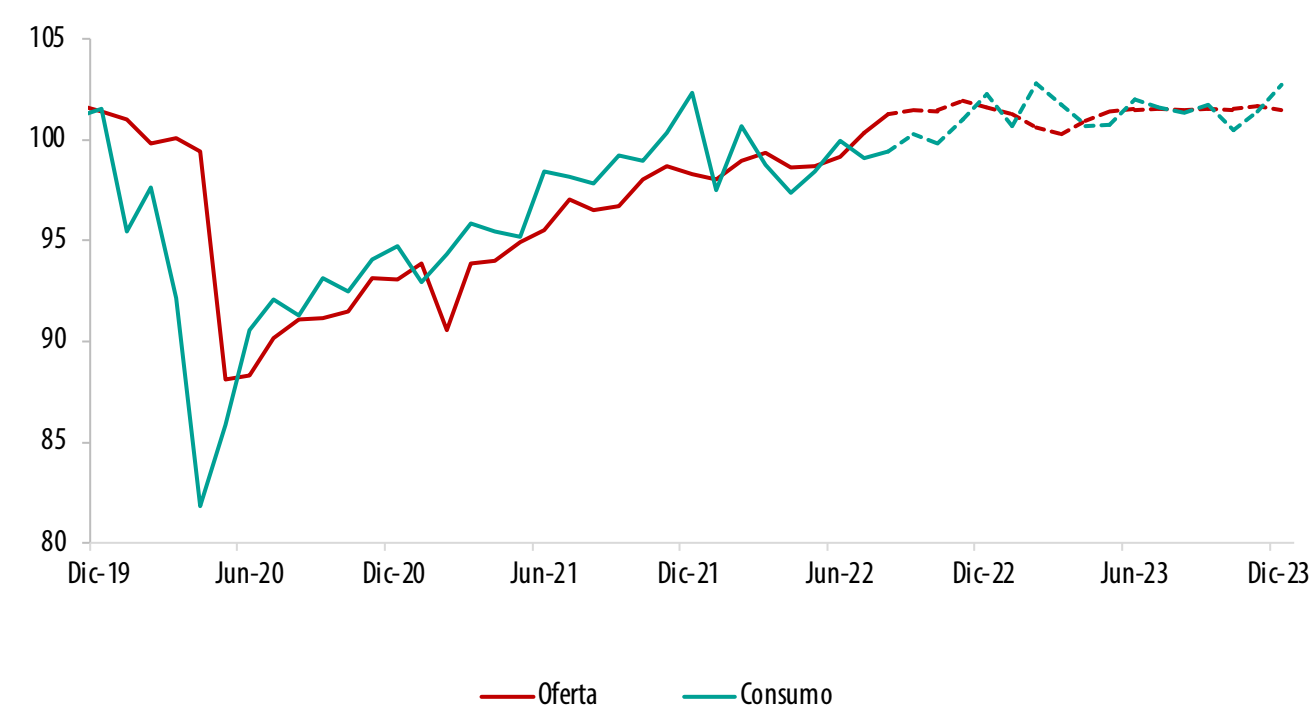
COMPARTIR





minúsculo (0.2 MBD). En todo caso, diversos factores tanto por el lado de la demanda como de la oferta podrían mover esta trayectoria.

**Balance global: petróleo y combustibles líquidos**  
Millones de barriles diarios



Fuente: EIA.

## Perspectivas de la demanda

Tres factores figuran hoy como los principales determinantes de la demanda de bienes primarios energéticos en el corto y mediano plazo: el crecimiento económico global, la inflación elevada y el ritmo en el que se continúe desarrollando la transición energética.

En cuanto al primero, conviene resaltar que se ha venido rebajando recurrentemente la perspectiva de crecimiento global para 2022 y 2023. En el caso de China, el sondeo de Bloomberg arrojó en agosto una mediana de 3.5%, cuando en meses anteriores se tenían previsiones superiores al 4%. Entretanto, en Europa juega en contra la falta de suministro de gas y petróleo, que afecta importantes centros de producción industrial, especialmente en Alemania, su principal economía y encarecen la electricidad cuyo precio está vinculado al del gas. Por su parte, las expectativas para EE.UU. también han estado cayendo y los dos últimos trimestres se registraron contracciones secuenciales del producto.

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺





La transición energética hacia fuentes renovables es el tercer factor, aunque su efecto se visibiliza en un horizonte de tiempo más largo. Diferentes centros de análisis, entre los que se encuentran la IEA, la OPEP, McKinsey o Rystad Energy, prevén que la demanda de petróleo alcance su cénit entre la segunda mitad de la década actual y la primera de la década de 2040. Aunque es una ventana de tiempo extensa, precios más altos de estas materias primas favorecen la inversión en pro de las fuentes alternativas, lo que podría alejar el pico de la cota 2040 y acercarlo hacia la de finales de esta década. En orillas totalmente opuestas se ubican el gas y el petróleo, pues mientras el primero se convirtió en aliado para la transición por su eficiencia energética y emisiones mucho menores que las de otros combustibles fósiles, por lo que se proyecta un crecimiento significativo en los próximos años, el segundo es el que mayores emisiones genera entre estos y se considera que ya habría alcanzado el cénit de demanda.

### Perspectivas de la oferta

En el caso de la oferta, la variedad de factores determinantes es aún mayor. Por un lado, la OPEP+ ha declarado estar interesada en mantener altas las cotizaciones del petróleo, por lo que es de esperar que recurran a su política de cuotas de producción en el momento en el que el mercado se dirija a precios significativamente más bajos que los que observamos hoy.

Por otro lado, las sanciones a Rusia no parecen haber funcionado de la manera esperada, ya que la reducción en el volumen de materias primas vendidas en los mercados internacionales se ha visto compensada por el incremento en las cotizaciones de esos bienes, al tiempo que países como China e India, importantes consumidores, no se sumaron al boicot.

Desde que empezó la invasión a Ucrania, Europa ha buscado desesperadamente proveedores con los que sustituir el gas, el petróleo y el carbón ruso. Entre las opciones que podrían responder muy rápidamente se encuentran Irán y Venezuela, países que por

COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
- 





encontrarse sancionados por el gobierno de EE.UU. no han podido colocar toda su oferta potencial en el mercado. Al respecto, se han conocido diálogos entre funcionarios de EE.UU. y delegados de ambos países, lo que sugiere que se baraja la posibilidad de suavizar sanciones que permitirían acceder a la oferta de esos orígenes.

Por su parte, EE.UU. viene aumentando sus inversiones y actividad de exploración y explotación de hidrocarburos, lo que le ha permitido incrementar su producción de petróleo y gas y expandir sus exportaciones de GNL a Europa. De forma similar, Canadá ha aumentado sus exportaciones a ese destino. Ambos países continuarán, con alta probabilidad, aumentando su suministro al mercado.

Europa ha buscado proveedores en otras regiones. En América Latina, por ejemplo, han comprado más carbón en Colombia con el objetivo de aprovisionar algunas de las térmicas que puedan sustituir sus centrales de ciclo combinado -que funcionan con gas-. Al mismo tiempo, han revisado sus conexiones vía gasoducto con Argelia y otros proveedores africanos y de oriente medio, con la

intención de obtener de estos la mayor cantidad posible de petróleo y gas.

Es importante resaltar que las inversiones en *upstream*<sup>27</sup> se vieron afectadas y aunque se proyectan aumentos en los capex de las compañías de hidrocarburos de aquí a 2025, los efectos no son tan inmediatos como cuando ocurre una parada en las operaciones; además, la incertidumbre puede desdibujar muchas de esas inversiones llegado el momento de la ejecución. De esta manera, el consenso del mercado espera que los precios ronden en promedio los 95.8 USD/Barril en el segundo semestre de 2022, para descender hasta los 90.4 USD/Barril en 2023. Aún así, la incertidumbre continúa siendo alta, especialmente por los factores de demanda relacionados con el crecimiento y la inflación. Aunque aún se prevé crecimiento de la economía global en 2023, la reducción de cerca de 1.5 p.p. desde principios de este año en el consenso de los analistas ya ha disminuido en cerca de 0.7 millones de barriles diarios la perspectiva de demanda.

<sup>27</sup> El upstream corresponde al segmento de la cadena que en el sector hidrocarburos se encarga de la exploración y explotación (producción) de los yacimientos.

COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
- 



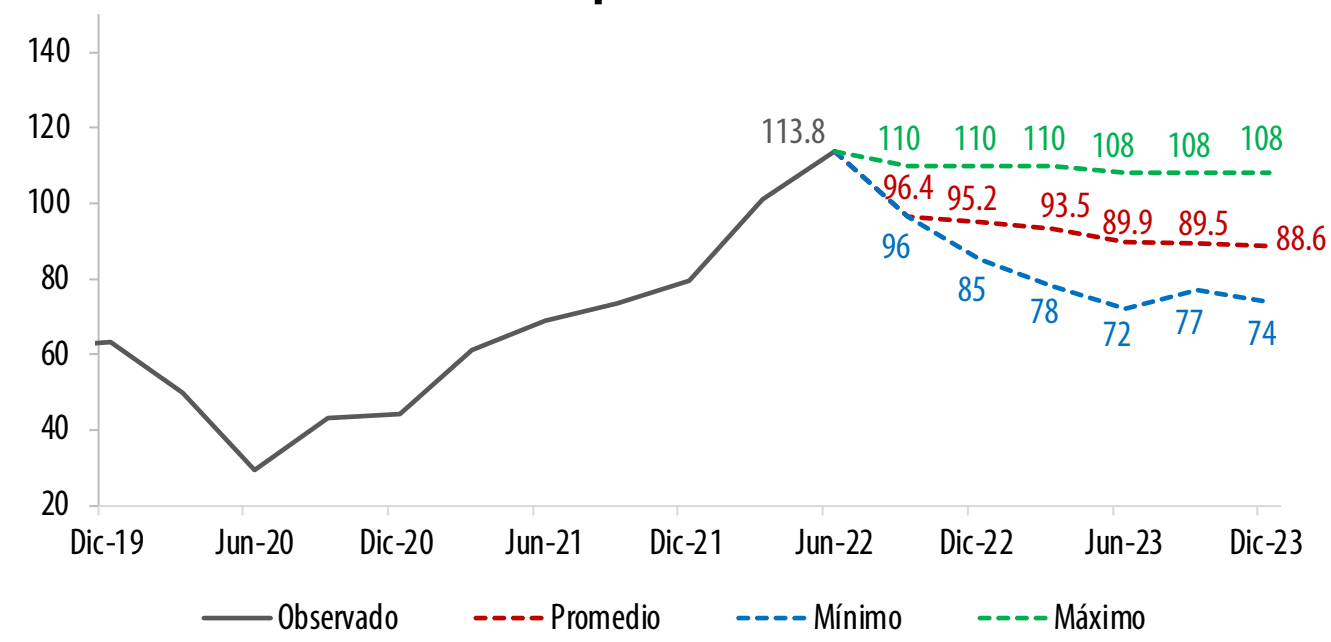




COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷

### Precio petróleo Brent USD por barril

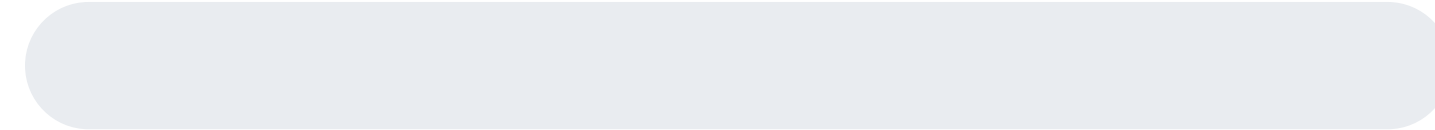


Fuente: EIA.

Finalmente, por el lado de la oferta lo que se observa son herramientas de anclaje de los precios: cuotas de la OPEP+ para evitar caídas significativas, de un lado, y proveedores de última instancia que han permanecido marginados del mercado y que frenarían subidas grandes en las cotizaciones, por otro. En conclusión, aunque se prevé una reducción paulatina en las cotizaciones, no se avizora que estas puedan retornar en el mediano plazo al nivel pre-pandemia.

*“Por el lado de la oferta lo que se observa son herramientas de anclaje de los precios”*





## VII. TASA DE CAMBIO

En lo corrido de 2022, la tasa de cambio frente al dólar ha tenido un aumento considerable, cercano al 13%. Además el pasado 14 de julio la tasa alcanzó su máximo histórico (\$4,670 en su cotización más alta durante la jornada). En la identificación de este comportamiento podemos distinguir al menos tres factores alcistas y uno bajista. A continuación examinaremos cada uno de estos factores y presentaremos nuestra visión sobre cada uno de ellos.

En lo que a factores alcistas se refiere, vale la pena destacar que como resultado de la mejor perspectiva de crecimiento en Estados Unidos frente los demás países desarrollados y a una tasa de interés mayor que la de sus principales pares, el dólar se ha apreciado a nivel global en 2022. El DXY, que mide cuántas unidades de euros, libras esterlinas y otras divisas internacionales se dan en promedio por dólar, ha aumentado de un valor de 96.54 a finales de 2021 a más de 109 en septiembre de 2022. Como es apenas natural cuando el

dólar se fortalece en el mundo, el peso colombiano se tiende a desvalorizar.

Tasa representativa de mercado



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Corte: 13 septiembre 2022



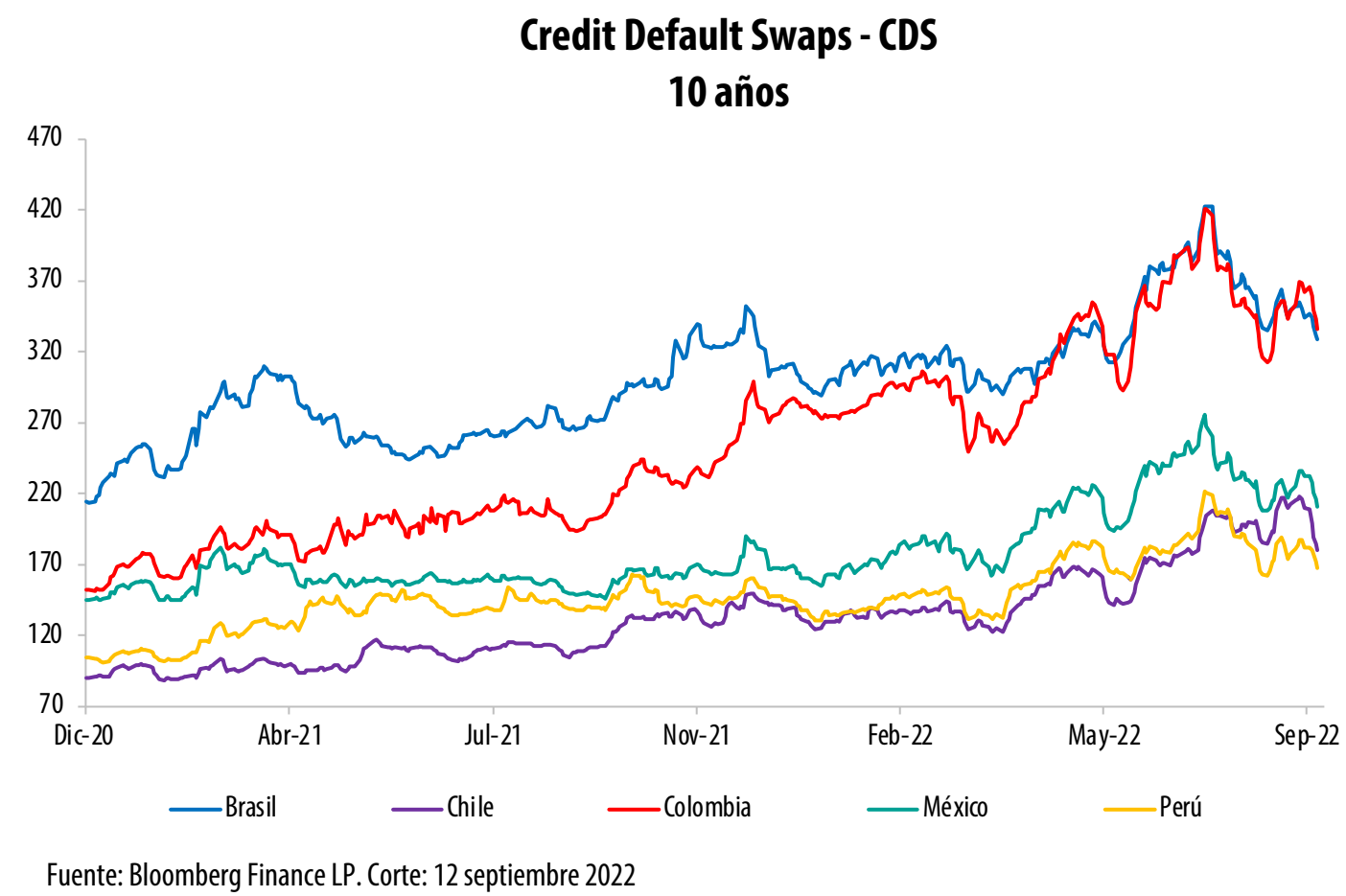
COMPARTIR

- Like icon
- Email icon
- Twitter icon
- Facebook icon
- WhatsApp icon



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



Por otra parte, la prima de riesgo de nuestro país continuó aumentando aunque a un menor ritmo de lo que lo hizo en 2021: al finalizar los primeros ocho meses del año, el CDS a 10 años alcanzó los 362 puntos, lo que significa un crecimiento del 30.31% en el año corrido. Vale la pena recordar que este incremento se suma al aumento del 56% que se observó en 2021, con lo cual Colombia es el país, entre las mayores economías del continente, con más deterioro en su prima de riesgo en los últimos dos años. De hecho, el CDS de Colombia que a principios de 2021 se acercaba al de México, hoy en día es más cercano al de Brasil, llegando a superarlo en varias ocasiones. No hay la menor duda de que este deterioro está asociado al comportamiento fiscal y a la alta vulnerabilidad externa a los cuales se ha hecho referencia en varias partes de este documento. Cabe recordar que para 2020 y 2021 el déficit fiscal alcanzó un 7.8% del PIB y que si bien para 2022 se espera una reducción al 5.6%, el déficit “real” -es decir aquel que incorpora el resultado neto del Fondo de Estabilización de Precios de la Gasolina- se estima en 7.3%<sup>28</sup>.

<sup>28</sup> El estimativo de déficit fiscal dado a conocer por el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF)





Finalmente, vale la pena mencionar que como resultado del cambio en la política de endeudamiento del Gobierno Nacional en 2022 no se ha producido una significativa monetización de divisas por efecto de endeudamiento en moneda extranjera<sup>29</sup>. Esta circunstancia aumenta la presión sobre el valor del dólar en Colombia si se tiene en cuenta que durante 2020 y 2021 las monetizaciones en el mercado alcanzaron los USD 10,524 y los USD 13,324, respectivamente.

Definitivamente el principal factor bajista de la tasa de cambio ha sido el aumento del precio del petróleo por efecto tanto de un desacelerado, aunque positivo, crecimiento económico global como de la invasión de Rusia a Ucrania y de las sanciones que este conflicto ha generado. Si bien los precios del petróleo, en la referencia Brent, llegaron a superar los USD 130 por barril a principios de marzo y han descendido a niveles por debajo de los USD 100 en los últimos meses, las cotizaciones son superiores a las observadas en 2021.

<sup>29</sup> El aumento en el endeudamiento externo agrava la vulnerabilidad de la economía ante los shocks externos. Brasil y Colombia tienen en este momento similares niveles de riesgo país. Brasil es una economía con muy alto nivel de endeudamiento cuando se la compara con Colombia. Lo que hace que nuestro país tenga un nivel de riesgo similar al de Brasil es que tenemos una alta participación del endeudamiento externo.

Las perspectivas de la evolución de la tasa de cambio para 2023 se enmarcan en un escenario de alta incertidumbre, especialmente condicionado, al momento de publicación de este documento, por el trámite de la reforma tributaria en el Congreso. Como es natural, la aprobación de una reforma tributaria estructural que garantice una senda sostenible del déficit de acuerdo con la regla fiscal es un elemento que contribuye a generar confianza en los inversionistas del exterior en el momento de comprar deuda pública colombiana. Recordemos que el principal factor que ha estado detrás del aumento de la tasa de cambio en nuestro país en el último año y medio es precisamente el aumento en el riesgo país tras la incapacidad de pasar una reforma fiscal para solventar los problemas derivados del exceso de gasto con la emergencia por el Covid-19. Además, la conformidad del déficit con la regla fiscal permitiría que el país pueda recuperar el grado de inversión en el mediano plazo, circunstancias que bajaría el riesgo país y reduciría el valor del dólar. En nuestras proyecciones asumimos que este tipo de reforma será finalmente aprobada por el legislativo. En caso de que esta reforma no se lleve a cabo o que sea insuficiente, existiría una fuerte presión alcista en la tasa de cambio.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



Un elemento adicional que podría derivarse del ajuste fiscal es el relacionado con los efectos que este produciría sobre el déficit en cuenta corriente. Tanto por efecto del ajuste fiscal como por el proceso de desaceleración de la economía colombiana, esperamos que se reduzca la demanda por importaciones, con lo cual tendríamos una reducción en el déficit en cuenta corriente que debería llevar a una menor presión sobre la tasa de cambio<sup>30</sup>.

En cuanto a precios del petróleo, tal como señalamos en el Recuadro No. 6, se espera que producto del menor crecimiento mundial y de un aumento de la oferta de los países no agrupados en la Opep, el precio caiga frente a los niveles observados recientemente. De todos modos, el conflicto entre Rusia y los países de Occidente impedirá una desvalorización considerable del *commodity*.

Para finalizar, esperamos que en el corto plazo, fruto de las mejores perspectivas de crecimiento del PIB nominal<sup>31</sup> en Estados Unidos que en Europa, el dólar continúe su proceso de apreciación frente al resto de monedas del mundo.

Sin embargo, de acuerdo a las proyecciones conocidas, en 2023 el proceso de desinflación de la economía norteamericana debería ser más acelerado que en Europa, por lo que el relajamiento de la política monetaria podría iniciar más rápidamente en aquella región que esta última. Además, producto de esta desinflación, los rendimientos de la renta fija estadounidenses podrían caer más rápidamente que en otros países desarrollados. Así las cosas, es posible que el dólar pierda valor frente al euro, especialmente en la primera parte del año. En estas condiciones la presión sobre la tasa de cambio en nuestro país debería ceder con el paso de los meses el próximo año.

<sup>30</sup> Otro elemento interesante es el relacionado con el cambio en las fuentes de financiamiento para el Gobierno Central en 2023. Ya desde 2022 el gobierno había tomado la decisión de no generar financiamiento neto positivo con fuentes del exterior. Esta política se mantiene para el próximo año. En la medida que la proporción de la deuda externa sobre la deuda interna disminuye, el nivel de riesgo país debe disminuir: el país es menos vulnerable a cambios en las tasas de interés internacionales y los efectos de cierres en mercados internacionales de capitales serían menores.

<sup>31</sup> Dado el rebote inflacionario en el mundo y la necesidad de los bancos centrales de atacar tanto los problemas derivados del incremento en precios como los excesos de demanda, el PIB nominal se puede convertir en una variable más adecuada para explicar las diferencias en el comportamiento por parte de las autoridades monetarias.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



En consideración a todo lo anterior, estimamos una tasa de cambio de cierre para 2022 de \$4,350 y para 2023 de \$4,150. En el caso de no realizarse un ajuste fiscal que permita reducir el nivel de riesgo país, la tasa de cambio podría elevarse a los \$4,900 pesos sin mayor dificultad.

---

*“Las perspectivas de tasa de cambio se enmarcan en un escenario de alta incertidumbre”*

---

---

## VIII. FINANZAS PÚBLICAS

### Proyecto de Ley: “Para la igualdad y la justicia social”

#### Recuadro No. 7

---

El pasado 7 de agosto llegó al gobierno una nueva administración y uno de sus primeros actos fue radicar ante el Congreso el proyecto de reforma tributaria denominado “Para la igualdad y la justicia social”. Sus principales objetivos son: disminuir las exenciones que pueden generar inequidades, fortalecer la lucha frente a la evasión y obtener recursos que le permitan fortalecer los programas sociales gubernamentales.



COMPARTIR





La actual administración ha manifestado que el proyecto contiene medidas que buscan atender los problemas de progresividad y eficiencia del sistema tributario del país, de manera que se puedan generar los recursos para fortalecer programas sociales que permitan mejorar la calidad de vida y avanzar en la transformación productiva del país.

El Gobierno ha venido realizando su socialización y buscando acuerdos con diversos agentes, situación que ha generado la incorporación de cambios sobre el articulado que fue radicado ante el Congreso. A continuación presentamos los principales componentes de la reforma, incluyendo las modificaciones que han sido anunciadas por el Gobierno a la fecha de elaboración de este documento.

-Impuesto a la renta de personas naturales = Los cambios propuestos sobre este impuesto no incluyen cambios sobre la base de contribuyentes, están orientados a restringir los valores máximos permitidos de rentas exentas y deducciones que pueden utilizar, de manera que se pueda incrementar el recaudo originado en personas con ingresos mensuales superiores a COP 10 millones. En el caso de ingresos por pensiones se propone una reducción importante en su exención, la cual pasaría de ser aproximadamente COP 38 millones a COP 5.7 millones.

Adicional a esto, proponen aumentar la tarifa aplicable a ganancias ocasionales de 10% a 15% y a 35% cuando esos ingresos provengan de loterías y rifas. También propone incrementar la tarifa aplicable a ingresos por dividendos de 10% a 20%.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



-Impuesto a la renta de personas jurídicas = El proyecto no contempla cambios en la tarifa general de renta, pero propone aumentar las tarifas especiales establecidas para hoteles de 9% a 35%, para zonas francas no exportadoras y uniempresariales de 20% a 35% y aumentar la sobretasa para el sector financiero del 3% al 5%.

Por otra parte, busca establecer un límite máximo de 3% de la renta líquida para que las empresas puedan aplicar beneficios, que hoy en día no existe. Con esto se limitaría el espacio disponible para hacer uso de deducciones o exenciones como: deducciones por educación de trabajadores, donaciones a entidades sin ánimo de lucro, entre otros.

A esto se suma el incremento del gravamen por ganancias ocasionales del 10% al 30%, transformación del descuento del ICA a una deducción y la introducción al estatuto tributario del concepto de "Posición económica significativa" para determinar si un extranjero debe tributar en Colombia. Este concepto se define en función de los ingresos obtenidos en el país, la utilización del

dominio de internet .co, el número de usuarios colombianos con los que interactúa, el ofrecimiento de producto para pago en pesos colombianos y va acompañado de una retención en la fuente del 20%.

-Petróleo, gas y minería = En el caso de este sector, el proyecto de ley contempla una sobretasa al impuesto de renta de 5% y la creación de un impuesto de 20% a las exportaciones de crudo, carbón, níquel y oro aplicable cuando el precio internacional de estos productos supere el promedio de los últimos 20 años.

-Impuesto al patrimonio = El proyecto incluye la propuesta de implementar este impuesto de forma permanente para patrimonios líquidos superiores a COP 3,000 millones, creando una tarifa adicional de 1.5% para patrimonios superiores a COP 10.000 millones. También proponen cambios en la determinación del patrimonio líquido, de manera que las acciones sean valoradas según su valor de negociación en bolsa cuando estas se transen en un mercado público o su valor intrínseco fiscal, estableciendo un régimen de transición para su implementación. Además, grava

COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
- 







sociedades o entidades extranjeras que no deban declarar renta en Colombia y que posean bienes en el país como inmuebles, aeronaves o derechos mineros o petroleros.

-Impuesto al valor agregado (IVA) = Con respecto a este impuesto el proyecto solo contempla modificaciones a la jornadas de días sin IVA, reduciendo el número de días de 2 a 3, y limitando los beneficios a la compra de productos colombianos.

-Impuestos verdes y/o saludables = Incorpora un impuesto al consumo de bebidas azucaradas con una tarifa sujeta al gramaje y con una implementación gradual. También contempla un impuesto al consumo de productos comestibles ultraprocesados, el cual será aplicado a una lista de productos que excluye alimentos de la canasta familiar. Sobre estos impuestos se ha mencionado que no aplicarían para pequeños productores y pequeños comerciantes. Por otra parte, propone extender la cobertura del impuesto al carbono de manera que se incluya no sólo al petróleo y sus derivados sino también el carbón, con la aplicación de una tarifa creciente en el tiempo.

Sobre estas medidas, la OCDE<sup>32</sup> ha manifestado que el proyecto de reforma sigue de cerca las recomendaciones realizadas por la Comisión de Incentivos Fiscales y otras instancias como los Estudios Económicos que esta entidad realiza sobre nuestro país.

---

A lo largo de los últimos dos años hemos podido observar los esfuerzos de las autoridades para mitigar los efectos de la pandemia y promover la normalización de la actividad económica. En consecuencia, el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) pasó de ser 2.46% del PIB en 2019 a 7.79% en 2020 y 7.06% en 2021. Por su parte la deuda neta del GNC pasó de ser 48.4% del PIB en 2019 a 60.6% en 2020 y 60.8% en 2021.

<sup>32</sup> Tomado de: "Comentarios sobre la propuesta de reforma tributaria en Colombia", OCDE, Septiembre 7 2022. Recuperado de: [https://minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=/ConexionContent/WCC\\_CLUSTER-202202](https://minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=/ConexionContent/WCC_CLUSTER-202202)



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



Para 2022, de acuerdo con la cifras presentadas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) se estableció como meta del GNC un déficit fiscal de 5.6% del PIB, cifra que representa una mejora significativa frente a los años anteriores. A nivel de sus componentes se planteó que los ingresos del GNC sumarán COP 227.5 billones, logrando un crecimiento de 26.4% frente al año anterior. De acuerdo con las cifras publicadas por la DIAN, en los primeros siete meses del año el recaudo tributario bruto ascendió a COP 136.2 billones, mostrando un crecimiento de 36.3% frente al mismo periodo del año anterior, lo que representa un cumplimiento de más del 50% del recaudo esperado para esta vigencia. Por otra parte, se espera que los gastos lleguen a los COP 303.2 billones, mostrando un crecimiento de 10.6% como resultado del incremento de 56.4% en el pago de intereses de la deuda y 39.8% en la inversión, que no logran ser compensados por una disminución de -0.8% en los gastos de funcionamiento. En estos gastos se contemplan COP 14.2 billones destinados a cubrir el déficit del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC).

Al respecto del FEPC, el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) se ha pronunciado sobre la necesidad de que el país cuente con una política de combustibles compatible con la sostenibilidad de las finanzas públicas, de manera que en los ciclos alcistas del precio del petróleo no se generen presiones deficitarias de la magnitud que estamos viendo en la actualidad. Una de sus recomendaciones es contabilizar el déficit del FEPC en la medida en que se vaya causando y sumarlo al déficit del GNC. Con este ajuste el déficit mencionado se incrementaría a cerca del 7.3% del PIB en 2022.

Para la vigencia 2023 el MFMP estableció como metas del GNC un déficit fiscal de 3.6% del PIB y una deuda neta de 56.2% del PIB. A la luz de la actual coyuntura, la nueva administración ha puesto en duda su cumplimiento debido a los siguientes factores:

- El deterioro de las perspectivas de crecimiento en 2023. Según los diferentes sondeos a analistas entre enero y septiembre de 2022 las expectativas de crecimiento han bajado cerca de un punto porcentual. Un menor crecimiento el próximo año impactaría de forma negativa el recaudo tributario que es la principal fuente de ingresos de la Nación.



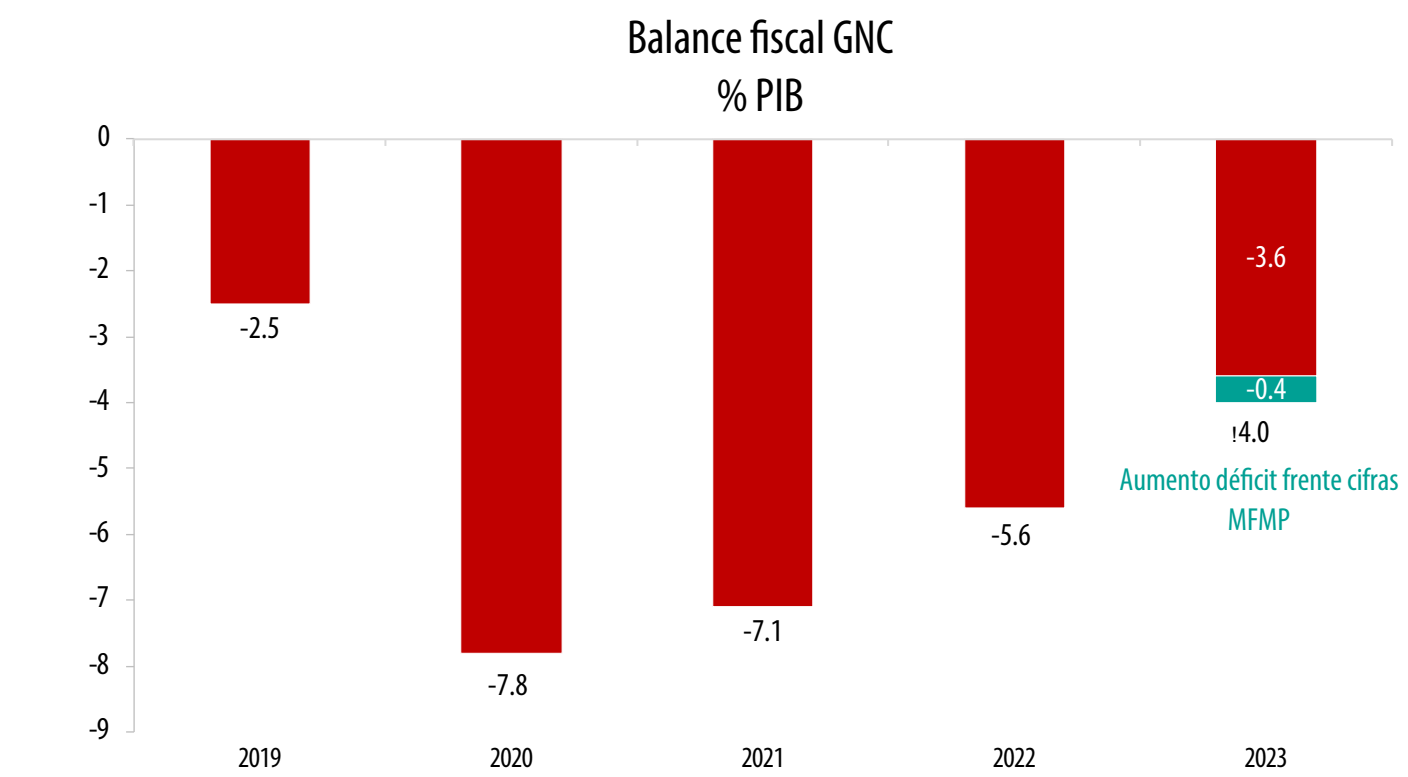
COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



- El consistente aumento de la inflación observado en lo corrido de 2022 y su comportamiento esperado para lo que resta del año genera presiones alcistas sobre los gastos de funcionamiento, gastos generales del gobierno y servicio de la deuda.
- Los altos niveles de precios internacionales del petróleo han generado una fuerte ampliación del déficit del FEPC. De acuerdo con la Ley 1955 de 2019, los recursos requeridos para cubrir este déficit deberán incluirse en el presupuesto de la siguiente vigencia. En este orden de ideas, en las proyecciones del MFMP se estimaron gastos por el orden de COP 19 billones para cubrir el déficit generado en 2022. Sin embargo, las cifras presentadas por la nueva administración indican que para cubrir el déficit de este fondo podrían llegar a requerirse COP 11.6 billones adicionales.

Teniendo en cuenta estos factores y las necesidades de recursos para la implementación de programas sociales anunciados, el Ministro de Hacienda ha manifestado que el déficit fiscal podría ascender a 4% del PIB, cifra superior a aquella presentada en el MFMP.

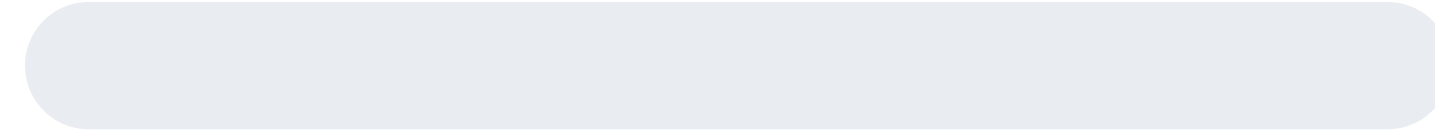


Fuente: Ministerio Hacienda



COMPARTIR

- Like icon
- Email icon
- Twitter icon
- Facebook icon
- WhatsApp icon



La nueva administración ha puesto a consideración del Congreso el proyecto de reforma tributaria denominado “Para la igualdad y la justicia social”<sup>33</sup>, con el que se busca generar fuentes de ingresos adicionales que le permitan cubrir los mayores gastos esperados para la vigencia 2023 y trabajar al mismo tiempo en la sostenibilidad de las finanzas públicas y en la promoción de programas de gasto social encaminados a reducir la desigualdad en el país.

A la fecha de elaboración de este documento se están adelantando las gestiones de socialización y concertación del proyecto de reforma tributaria. Teniendo en cuenta que las medidas contenidas en este proyecto pueden tener cambios significativos, existe gran incertidumbre sobre sus efectos sobre las finanzas públicas de cara a 2023.

Como lo mencionamos al inicio de este documento, el ajuste fiscal propuesto por el Gobierno contempla el aumento de tributación acompañado por un aumento del gasto social, dos componentes que no es usual que se apliquen de forma simultánea.

La evidencia histórica muestra que los aumentos de tributación vienen acompañados de afectaciones en el crecimiento económico (ver Recuadro No. 8), ante lo cual surge un interrogante: ¿Qué tanto puede contribuir el gasto social a la dinámica de la actividad económica en la actual coyuntura? Para obtener una respuesta deberemos ver cómo avanza el proyecto de reforma en su trámite legislativo.

Para finalizar, debemos mencionar que uno de los pilares del proyecto de reforma tributaria es introducir una mayor progresividad al sistema tributario colombiano, fortaleciendo el recaudo proveniente de los contribuyentes de mayores ingresos. De lograr implementar un ajuste fiscal de este tipo, el país estaría atendiendo una necesidad que en años anteriores ha sido señalada por las diferentes misiones de expertos como necesaria para poder mejorar la situación fiscal de Colombia.

---

*“... el déficit fiscal del GNC en 2023 podría ascender a 4% del PIB ...”*

---

<sup>33</sup> Ver Recuadro No. 7



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



## Reformas tributarias y crecimiento

### Recuadro No. 8

La política fiscal es una de las herramientas con las que cuenta un gobierno para potenciar el crecimiento económico de un país y mejorar la calidad de vida de su población. Los impuestos y el gasto público son componentes fundamentales que le permiten obtener los recursos necesarios para su funcionamiento e implementar medidas orientadas a impulsar la actividad económica, mejorar la provisión de bienes públicos y la distribución del ingreso en su territorio.

Colombia no ha sido ajena a la utilización de esta herramienta. Durante las últimas décadas se han llevado a cabo 14 reformas tributarias para garantizar la financiación del Estado. Los diferentes gobiernos han creado programas para atender a la población vulnerable, como por ejemplo “Colombia Mayor” o “Ingreso solidario”, y también han implementado medidas contracíclicas para promover la actividad en momentos de crisis, como lo observamos

en los años 2009, 2015 y 2020.

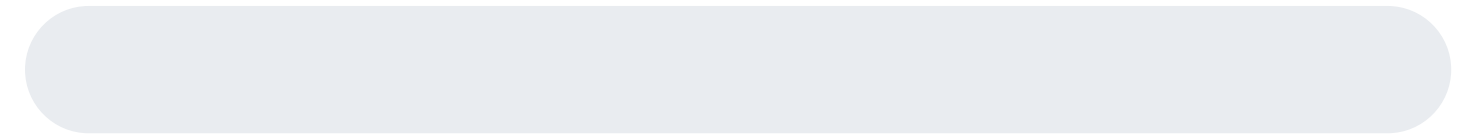
A pesar de estas reformas, la sostenibilidad de sus finanzas públicas es una de las grandes preocupaciones sobre el desenvolvimiento de la economía colombiana. Tal como lo expresó la Comisión de Expertos de Beneficios Tributarios, convocada por el Gobierno de Iván Duque, en su informe final presentado en 2021:

*“La pandemia del COVID-19 ha expuesto las deficiencias estructurales que el sistema tributario de Colombia ha sufrido por un largo periodo de tiempo. El sistema tributario no logra aportar los ingresos que el gobierno requiere para cumplir con las necesidades legítimas de sus ciudadanos, en gran parte debido al despliegue de gastos tributarios que han perjudicado la base tributaria del país. Esta gama de gastos tributarios ha complicado aún más el altamente complejo sistema, desincentivando iniciativas empresariales e inversiones, facilitando la evasión y elusión fiscal, y también frenando el desarrollo económico del país. El régimen tributario actual tampoco ha logrado abordar las desigualdades en la distribución de los ingresos y de la riqueza.”*



COMPARTIR





Frente a este diagnóstico y ante la intención de la nueva administración de realizar una reforma que atienda los problemas estructurales de la tributación en el país y que le permita expandir sus programas de carácter social, surge un interrogante: ¿qué tanto podría contribuir al crecimiento de la economía colombiana el proyecto de reforma que está en trámite en el Congreso?

Dar una respuesta no es fácil. Existe un consenso sobre los efectos positivos de las reformas tributarias en el largo plazo, sin embargo, en el corto plazo hay quienes consideran que los efectos son negativos y otros que piensan que los efectos son positivos. Yang, Fidrmuc y Gosh (2015) se dieron a la tarea de analizar los efectos macroeconómicos de corto plazo de los ajustes fiscales en 20 países pertenecientes a la OCDE durante los años 1970 y 2009. Encontraron que los ajustes fiscales tienen efectos recesivos estadísticamente significativos sobre el crecimiento del PIB, consumo privado, inversión y otras variables macro con el pico del efecto contraccionista ocurriendo en uno o dos años. Más específicamente, un ajuste fiscal equivalente a 1% del PIB reduce el crecimiento del PIB en 0.3% durante el año de su implementación.

Por otra parte, estudiaron si la magnitud de estos efectos podrían cambiar de acuerdo con el tipo de medidas implementadas y encontraron que los ajustes asociados a gasto fiscal generan menores efectos frente a aquellos originados por cambios en la estructura tributaria de un país.

Por otra parte, centrándose en la economía colombiana, Phillipini y Zuleta (2016) investigaron sobre los efectos económicos generados por los cambios introducidos al estatuto tributario durante el periodo comprendido entre 1990 y 2013, para el cual construyeron un índice de inestabilidad tributaria y analizaron sus efectos sobre la actividad económica. Concluyen que los cambios en la normatividad tributaria tienen un impacto negativo, aunque no inmediato sino rezagado, que podría llegar a reducir la tasa de crecimiento económico del país en 0.5%. Esta magnitud se reduce cuando los ajustes se realizan en tiempo de alto crecimiento y se acentúa cuando se implementan reformas en periodos de recesión.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



De acuerdo con lo anterior podríamos llegar a pensar que los efectos en el corto plazo de la reforma planteada por la nueva administración podrían ser negativos sobre el crecimiento. Sin embargo, debemos tener en cuenta que el ajuste fiscal que se ha planteado no es uno tradicional, el Gobierno propuso un paquete de medidas compuesto por un aumento en las fuentes de ingresos tributarios acompañado de un crecimiento del gasto público, enfocado en programas sociales. Este último aspecto es de gran importancia por el efecto multiplicador que tiene el gasto público dentro de una economía: un aumento de los ingresos de la población beneficiaria de programas del Estado tiene el potencial para estimular su consumo y la dinámica de la actividad económica. Si el Gobierno decide implementar programas sociales con altos multiplicadores, los efectos netos del ajuste fiscal propuesto podrían llegar a ser positivos en el corto plazo.

A lo anterior, se suma el posible efecto positivo que podría tener la reforma tributaria sobre la prima de riesgo de nuestro país. Si se logrará concretar nuevas fuentes de ingresos permanentes para el Estado se podría mitigar presiones fiscales a futuro y contener el crecimiento de la deuda pública, atendiendo preocupaciones

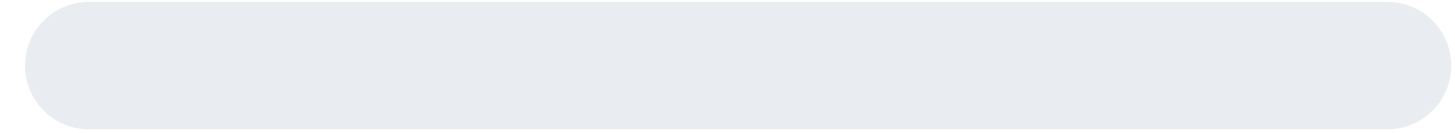
expuestas por S&P y Fitch en el momento en que anunciaron los recortes de calificación soberana para nuestro país. No obstante, se debe tener presente que el proyecto de reforma, contempla no solo aumentar los recursos derivados de la tributación de personas naturales, también incluye medidas que podrían impactar el desempeño de algunos sectores como el sector minero energético, de plásticos y la industria de alimentos, y por consiguiente los recursos que este paga por concepto de impuestos.

Desafortunadamente existe poca evidencia sobre los efectos económicos de un ajuste como el propuesto. De acuerdo con la investigación realizada por el Banco Mundial sobre los ajustes fiscales en América Latina y el Caribe, entre 1960 y 2017, el 85% corresponden a recortes de gasto público, el 11% incorporaron simultáneamente recorte de gasto e incremento de impuestos y el 4% restante se enfocó en aumentos de tasas impositivas exclusivamente. Teniendo en cuenta lo anterior, queremos presentar nuestra valoración de los efectos que podrían tener sobre la economía las medidas contenidas en el proyecto de ley de reforma tributaria presentado ante el Congreso y las modificaciones anunciadas al momento de elaboración de este documento:



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



Aspecto macro	Medidas expansionistas	Medidas contraccionistas
Consumo	Aumento de programas sociales, mediante los cuales se establecerá el traslado de recursos de personas de ingresos altos a personas de ingresos bajos y que pueden potenciar el consumo privado.	Introducción del Impuesto al consumo de plásticos de un único uso, bebidas azucaradas y alimentos ultraprocesados.
Inflación	Impuesto al consumo de plásticos de un único uso, bebidas azucaradas y alimentos ultraprocesados. Introducción concepto "Posición económica significativa".	
Sector inmobiliario y construcción		Reducción al límite de exención de utilidad en venta de vivienda destinadas a una nueva vivienda (AFC). Derogación de la exención de utilidades por venta de predios para VIS, VIP o renovación urbana. Eliminación de beneficios a mega-inversiones.
Actividad empresarial y productiva		Imposición límite a exenciones y deducciones como % de renta líquida. Eliminación de beneficios a las mega-inversiones. Introducción concepto "Posición económica significativa" Aumento del gravamen a ganancias ocasionales y a dividendos.
Sector minero - energético		Sobretasa al impuesto de renta de este sector Creación del impuesto sobre exportaciones de petróleo y minerales.

Aspecto macro	Medidas expansionistas	Medidas contraccionistas
Actividades de servicios	Aumento programas sociales.	Modificación días sin IVA Eliminación de deducciones por educación de trabajadores. Eliminación por donaciones a entidades sin ánimo de lucro.
Inversión	Aumento de límites a exenciones en herencias	Aumento del gravamen a los dividendos. Impuesto al patrimonio permanente y cambio de su base gravable. Aumento en gravamen a ganancias ocasionales. Eliminación de exención a utilidades venta de acciones en bolsa.
Ahorros	Aumento de límites a exenciones en herencias	Reducción del límite en exenciones y deducciones especiales del impuesto a la renta de personas naturales.
Balance fiscal	Generación de nuevas fuentes de ingreso permanentes	
Prima de riesgo	Reducción generada por menores presiones fiscales.	

COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
- 







#### Bibliografía

Banco Mundial <sup>(2018)</sup>, Ajuste fiscal en América Latina y el Caribe: ¿costos en el corto plazo, beneficios en el largo? Informe Semestral. Oficina del Economista Jefe Regional.

Fillipini y Zuleta <sup>(2016)</sup>, Inestabilidad tributaria y crecimiento económico en Colombia. CEDE, 2016.

Informe Comisión Expertos Beneficios Tributarios <sup>(2021)</sup>. Recuperado de: <https://www.dian.gov.co/dian/Documents/Informe-Comite-Expertos-DIAN-OCDE2021.pdf>

Yang, Fidrmuc y Gosh <sup>(2015)</sup>, Macroeconomic effects of fiscal adjustment: A tale of two approaches. Journal of International Money and Finance<sup>57</sup>.

---

COMPARTIR





## IX. RESUMEN PROYECCIONES

### I. Producto Interno Bruto por actividad económica (Variación anual)

Variables	2022 (e)	2023 (p)
Agricultura, ganadería y caza	-0.3%	2.8%
Explotación minas y canteras	2.1%	4.2%
Industria manufacturera	11.1%	1.8%
Suministro electricidad, gas y agua	4.6%	1.4%
Construcción	7.5%	4.1%
Comercio, transporte y hoteles	11.6%	1.9%
Información y comunicaciones	12.7%	0.4%
Actividades financieras y de seguros	7.0%	3.7%
Actividades inmobiliarias	1.9%	2.7%
Actividades profesionales, científicas y técnicas	7.9%	2.5%
Admo pública, educación y salud	6.3%	3.3%
Actividades artísticas y de los hogares	26.9%	1.9%
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>7.8%</b>	<b>2.2%</b>

### II. Producto Interno Bruto por el lado del gasto (Variación anual)

Variables	2022 (e)	2023 (p)
Importaciones	13.0%	3.0%
Consumo total	7.9%	2.7%
Consumo de los hogares	8.8%	2.3%
Consumo del gobierno	4.1%	4.3%
Formación bruta de capital	12.9%	2.4%
Exportaciones	6.2%	2.6%
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.2%</b>

### III. Balanza de Pagos (Millones USD)

Rubro	2022 (e)	2023 (p)
Cuenta corriente	-16,512	-13,363
1. Bienes y servicios	-13,480	-10,474
2. Renta de los factores (Ingreso primario)	-15,305	-14,849
3. Transferencias (Ingreso secundario)	12,273	11,960

### VI. Otras variables domésticas

Variables	2022 (e)	2023 (p)
Tasa intervención Banco de la República (fin periodo)	11.50%	7.75%
Inflación anual	12.02%	7.91%
Tasa de cambio (fin periodo)	4,350	4,150
Devaluación (fin de periodo)	9.3%	-4.6%

### V. Otras variables internacionales (Promedio anual)

Variables	2022 (e)	2023 (p)
Federal funds rate (límite superior - fin periodo)	4.0%	3.5%
Prime rate (fin periodo)	7.0%	6.5%
Petróleo (US/brl promedio anual - referencia Brent)	105.0	93.3

(e): estimado; (p): proyectado

Fuente: Estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

COMPARTIR





## Dirección de Estudios Económicos Grupo Bolívar

Director Ejecutivo:

**Andrés Langebaek Rueda**

[alangebaek@davivienda.com](mailto:alangebaek@davivienda.com)

Jefe de Análisis de Mercados:

**Silvia Juliana Mera**

[sjmera@davivienda.com](mailto:sjmera@davivienda.com)

Análisis Centroamérica:

Vanessa Santrich

[vasantri@davivienda.com](mailto:vasantri@davivienda.com)

Análisis Fiscal y Externo:

**María Isabel García**

[migarciag@davivienda.com](mailto:migarciag@davivienda.com)

Análisis Sectorial:

**Juan David Jaramillo**

[juan.jaramillocas@davivienda.com](mailto:juan.jaramillocas@davivienda.com)

Análisis Sectorial:

**Héctor S. Barrios**

[hector.barrios@davivienda.com](mailto:hector.barrios@davivienda.com)

Análisis Financiero:

**Juan Camilo Sánchez**

[juan.sanchezreyes@davivienda.com](mailto:juan.sanchezreyes@davivienda.com)

Análisis Inflación y Mdo Laboral:

**Carlos A. Galindo**

[carlos.galindo@davivienda.com](mailto:carlos.galindo@davivienda.com)

Análisis de Mercados:

**Mauricio Lara**

[malara@davivienda.com](mailto:malara@davivienda.com)

**Profesionales en Práctica:**

Luis Alberto Guerrero

Nicolas David Mocetón



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



Teléfono: (571) 330 0000

Dirección: Av. El Dorado No. 68C – 61 Piso 9

Consulte nuestros informes en:

<https://www.vision.davivienda.com>

Bloomberg: DEEE<GO>/DAVI<GO>

Para nosotros es importante conocer sus comentarios; si tiene alguno, por favor remítalo a:

[vision@davivienda.com](mailto:vision@davivienda.com)

La información aquí presentada es de carácter informativo e ilustrativo, por lo que no deberá interpretarse como una asesoría, recomendación o sugerencia por parte de Banco Davivienda S.A. para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacciones o negocios. La información y proyecciones mencionadas no deben ser tomadas como una garantía para proyecciones o resultados futuros. Cualquier cambio en las circunstancias actuales puede llegar a afectar la validez de la información o de las conclusiones presentadas. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad del usuario. Banco Davivienda S.A. no se hace responsable por las decisiones que sean tomadas con base en la información aquí presentada, ni por sus efectos o consecuencias. Los valores, tasas de interés, cifras y demás datos que allí se encuentren son puramente informativos y no constituyen una oferta, ni una demanda en firme, para la realización de transacciones.

En todo caso, el contenido del presente reporte no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-