



# PANORAMA

ANIF



## PROYECCIONES **Económicas** ENERO - MARZO DE 2023

ISSN 2745-0902



REFORMA PENSIONAL:  
ALGUNOS AVANCES Y MUCHOS  
TEMAS POR CORREGIR



PROYECCIONES ECONÓMICAS  
DE ANIF



PROYECCIONES DEL MUNDO  
Y LA REGIÓN

# CONTENIDO



EDITORIAL ..... 3



**1.**  
**REFORMA PENSIONAL:  
ALGUNOS AVANCES Y MUCHOS  
TEMAS POR CORREGIR** ..... 4



**2.**  
**PROYECCIONES ECONÓMICAS DE ANIF**

- La economía pierde impulso en el inicio de 2023 ..... 8
- Mercado Laboral  
El 2023 no será un año fácil para el empleo ..... 15
- Situación monetaria y financiera ..... 24
- Análisis de la inflación  
primer trimestre 2023 ..... 32
- Plan financiero 2023:  
ajuste de cuentas y perspectivas fiscales ..... 37
- Resultados de la cuenta corriente  
al cuarto trimestre de 2022 ..... 42
- Resultados de la cuenta de capitales  
al cuarto trimestre de 2022 ..... 46
- Tasa de cambio ..... 49
- Proyecciones económicas  
de ANIF para Colombia ..... 54



**3.**  
**PROYECCIONES DEL  
MUNDO Y LA REGIÓN** ..... 55

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



Es una publicación de  
ANIF-Centro de Estudios Económicos

Presidente de ANIF  
Mauricio Santa María S.  
Vicepresidente de ANIF  
Anwar Rodríguez C.  
Investigador Jefe de ANIF  
Camila Ciurlo A.  
Investigadores  
José Antonio Hernández R.  
Laura Llano C.  
Norberto Rojas D.  
Erika Schutt P.  
Daniel Franco L.  
Fabián Suárez N.  
María Camila Carvajal P.  
Sarah Garces A.  
Ana María Castiblanco L.

Diseño y producción electrónica:  
Brigitte Avellaneda C.

Dirección: calle 70A No. 7-86  
Correo electrónico: [anif@anif.com.co](mailto:anif@anif.com.co)  
Página web: [www.anif.com.co](http://www.anif.com.co)

Esta publicación tiene carácter  
confidencial y exclusivo.  
Se prohíbe su reproducción con fines  
de publicación o divulgación a terceros.  
Este documento se finalizó el  
31 de marzo de 2023.

# EDITORIAL

---

En esta nueva edición de Panorama damos a conocer los resultados y perspectivas del país y de nuestros principales socios comerciales al cierre de 2022. Las cifras de crecimiento para Colombia fueron muy positivas. El crecimiento del PIB se ubicó en 7.5% anual, sin embargo, el dato del último trimestre (2.9%) fue el más bajo desde inicios de 2021. Ese resultado es una clara muestra de que la economía ha entrado en un periodo de desaceleración.

Conforme la ralentización de la dinámica económica se profundice, esperamos un leve deterioro en las condiciones del mercado laboral. Si además tenemos en cuenta la reforma laboral que se tramita hoy en el congreso de la república, eso podría significar un duro golpe para la generación de nuevos puestos de trabajo, producto del encarecimiento de los costos laborales y las mayores barreras para formalización.

Por otro lado, si bien la inflación registró máximos históricos en febrero de 2023, gran parte de ese incremento obedeció a factores de indexación de precios en algunas divisiones clave como el transporte, servicios de comida y educación. Con eso, esperamos que se haya alcanzado el techo de la inflación y que su reducción se materialice de forma paulatina hacia la segunda parte del año conforme se transmita el endurecimiento de la política monetaria.

Con todo, el 2023 será un año retador. En líneas generales, Colombia enfrenta un escenario de inestabilidad macroeconómica (al que ningún país del mundo es ajeno) que, además, podría profundizarse debido a la agenda reformista estructural robusta (salud, pensiones, laboral) que adelanta el Gobierno Nacional.

En vista del panorama que presentan las cifras, en ANIF proyectamos un escenario de crecimiento para 2023 del 0.9% y para el 2024 de 2.1%.

# REFORMA PENSIONAL: ALGUNOS AVANCES Y MUCHOS TEMAS POR CORREGIR

---

Durante las últimas semanas se ha venido discutiendo una reforma pensional que el gobierno buscará tramitar en los próximos días. Como se ha venido enunciando reiteradamente, es inevitable una reforma que garantice la solución de los problemas estructurales que hoy presenta el sistema, el cual es inequitativo y financieramente insostenible. El proyecto presentado por el gobierno tiene un objetivo loable, busca aumentar la cobertura, sin embargo, no corrige los problemas de fondo.

En primer lugar, se debe partir de base de que la cobertura es muy baja y no ha mostrado avances importantes en los últimos diez años. Hoy en día, tan solo una de cada cuatro personas en edad de pensionarse logra tener un ingreso en la edad de retiro, cifra que se reduce casi a cero para las personas de menores ingresos. Adicionalmente, cabe resaltar que el monto

mínimo para cotizar a pensión es sobre 1 salario mínimo (SMLV), es decir un ingreso que menos de la mitad de la población ocupada obtiene. Es importante resaltar que nos encontramos ante una situación compleja al tener en cuenta que gran parte del problema está ligado a la estructura del mercado laboral, por lo tanto, se debería trabajar en ello conjuntamente.

Así mismo, es necesaria una solución definitiva en términos de la equidad del sistema. En la actualidad, se destinan más de \$79 billones de pesos, lo cual representa un poco más de 5 puntos del PIB, es decir una de las mayores destinaciones de gasto público se concentra en financiar las pensiones del RPM. En comparación con otros países podría parecer una cifra razonable, sin embargo, es ineficiente pues se destina a financiar la pensión de tan solo 2.5 millones de pensionados (1.6 millones a través de Colpensiones y cerca

de 900 mil a través de los regímenes especiales y de excepción) que pertenecen a ingresos medios y altos, dejando por fuera a la población de menores ingresos. El problema de inequidad se ve reforzado pues las personas que se encuentran en el quintil más rico de la población reciben alrededor del 80% de los subsidios por parte del Estado, lo cual implica que están profundamente mal focalizados.

Partiendo de este diagnóstico, el gobierno ha presentado su propuesta por medio de un sistema de pilares. En primer lugar, el pilar solidario que plantea la reforma ha sido un componente en el que ha habido consenso. Debe existir un mecanismo de protección para aquellas personas en condición de pobreza o vulnerabilidad que están excluidas del sistema pensional y no reciben ningún ingreso en su vejez. Siendo así el gobierno propone una transferencia equivalente a una línea de pobreza extrema en el 2024 (cerca a 223 mil pesos) a los adultos mayores de 65 años en situación de pobreza. Ese pilar debe ser incluido en las cuentas de la reforma pues corresponde a un pilar esencial de la misma y hace parte la protección integral a la vejez que busca persigue el gobierno y que se debe seguir financiando a futuro. De igual manera, en la búsqueda de atender la inequidad del sistema y garantizar el acceso a una mesada durante la vejez, el sistema de pilares del proyecto de Ley incluye un pilar semicontributivo. Ese pilar profundiza los Beneficios Económicos Periódicos (BEPS) para aquellos que no logran acceder al sistema pensional dado que, aunque han cotizado o ahorrado en el sistema, no cumplen con los requisitos para obtener la pensión. Adicionalmente, esas personas también contarán con la renta vitalicia correspondiente a la línea de pobreza.

Es importante incluir ese pilar semicontributivo en el déficit del gobierno. Según nuestros cálculos representa alrededor de 50 puntos del PIB. Se calculó a partir de la transferencia promedio que hoy en día se hace a través de los Beneficios Económicos Periódicos (BEPS) y se multiplicó por la población elegible a ese beneficio, según la propuesta de reforma. Es decir, personas cuyo ingreso sea inferior a 1 SMLV y que realicen aportes al sistema de acuerdo con su capacidad económica, población que además recibe la transferencia fija de \$223 mil pesos del pilar solidario. De igual manera se sumaron a ese cálculo las personas que no son elegibles para el pilar solidario, pero tienen entre 150 y 1.000 semanas cotizadas y reciben una renta vitalicia con un rendimiento real sobre sus aportes.

El pilar que mayores esfuerzos de gasto representa es el Pilar Contributivo, el cual está conformado por dos componentes: i) el Componente de Prima Media y ii) el Componente Complementario de Ahorro Individual. La propuesta plantea que todos los trabajadores cotizarán sobre sus primeros 3 SMLV al componente de prima media. De tal manera, el gobierno busca poner un tope a los subsidios que hoy hacen parte de ese sistema. Sin embargo, de fijarse el umbral en esos 3 salarios mínimos se trasladarían la totalidad de las cotizaciones del 88% de los ocupados, más lo correspondiente a la cotización de los 3 primeros salarios mínimos del resto de la población irían a parar a Colpensiones. Adicionalmente, así se le ponga un tope al subsidio implícito, el tope es alto y las personas de mayores ingresos seguirían recibiendo un subsidio en su pensión.

Como se ha planteado anteriormente, es el pilar que mayor preocupación genera. Según nuestras estima-

ciones, tan solo este componente genera un pasivo pensional de 131% del PIB estimado para 2023, es decir, \$1.938 billones en VPN. La alta deuda pensional se deriva de los subsidios pensionales implícitos que otorga el RPM y con la reforma esa deuda se estaría ampliando a todos los trabajadores. Eso representa un condicionante importante para tener en cuenta para las finanzas públicas en el largo plazo

Ahora bien, en el artículo 23 del proyecto de ley se contempla la creación de un fondo de ahorro del pilar contributivo del cual no hay claridad en cuanto al manejo de los recursos. El fondo de ahorro estaría a cargo de Colpensiones a través de un patrimonio autónomo el cual podrá invertir de manera deliberada. Al promulgarse la norma, el Gobierno tendrá la potestad de definir los demás parámetros. En ese punto es importante mencionar que se debe dar una clara señal de que se ahorrará la totalidad del flujo de recursos que va a entrar al régimen público. Para ello, es importante mejorar el gobierno corporativo de Colpensiones, como se ha mencionado reiteradamente, pues la disposición de esos recursos no puede estar condicionada a la coyuntura política. A pesar de que la propuesta va en la

dirección correcta, no es clara la conformación de dicho Fondo. Aún se deben precisar temas sobre la temporalidad, los porcentajes de asignación y la destinación de los recursos del nuevo fondo, entre otras cuestiones que se tendrán que discutir en el Congreso de la República.

Si bien la propuesta tiene un objetivo loable e incrementa la cobertura a corto plazo, genera una gran preocupación dado que aún quedan temas sin resolver que ponen en riesgo la sostenibilidad del sistema pensional y las mismas finanzas públicas. Ante un tema tan importante como la protección de la vejez de los colombianos, no pueden quedar incertidumbres en el aire. El costo fiscal de un sistema de pilares diseñado con los umbrales contenidos en la propuesta de reforma estaría más que duplicando el pasivo pensional, que de por sí hoy alcanza una cifra cercana a 110% del PIB<sup>1</sup>, y llegaría a representar 249% del PIB en Valor Presente

<sup>1</sup> Incluyendo el costo de los actuales y futuros pensionados a través del Régimen de Prima Media (RPM) administrado por Colpensiones, así como las proyecciones del costo del programa Colombia Mayor, los BEPS actuales y la devolución de saldos.

### Resumen del impacto de la reforma

COMPONENTE	STOCK ACTUAL (PENSIONADOS COLPENSIONES)	PILAR SOLIDARIO	PILAR SEMICONTRIBUTIVO (BEPS + INDEMNIZACIONES)	PILAR CONTRIBUTIVO (FUTUROS PENSIONADOS RAIS + RPM EN SUS 3 PRIMEROS SM)	VENTANA + TRANSICIÓN	PASIVO PENSIONAL
VPN A 2070 (% DEL PIB, 2023)	-26.0%	-24.1%	-54.3%	-130.7%	-14.2%	-249.2%
VPN A 2070 (BILLONES DE PESOS 2023)	-385.7	-357.7	-804.7	-1,937.7	-209.9	-3,695.7

Supuestos generales: inflación de largo plazo 3.5%. tasa de descuento 4.0%.  
Nota: el pasivo sin reforma pensional se aproxima a 110% del PIB (cifra preeliminar).  
Fuente: cálculos ANIF con datos del DANE. Superfinanciera. Asofondos y MinHacienda.

Neto (VPN a 2070). De esa manera, se daría un fuerte golpe al ahorro, la sostenibilidad fiscal y se pondría en alto riesgo la posibilidad de pagar las pensiones futuras.

Además, se está perdido la oportunidad de hacer ajustes necesarios que requiere el sistema en términos de los parámetros que lo estructuran. Es importante resaltar que a futuro será fundamental el cambio en la tasa de reemplazo, que es una de las más altas del mundo y pone presión sobre el monto de la mesada otorgada y por ende sobre el subsidio; así mismo la edad de pensión así sea un parámetro difícil de cambiar políticamente.

Para finalizar, es importante mencionar que nos parece positivo que desde el gobierno se den oportunidades para discutir técnicamente la construcción de la refor-

ma. Esa clase de discusiones, que no han sucedido con otras reformas, son las que hemos buscado tener con el gobierno y otros centros de pensamiento.

En cuanto a las estimaciones, reiteramos que el mayor impacto fiscal de la reforma se genera por ampliar el subsidio a todos los trabajadores por su cotización de los primeros tres salarios mínimos al régimen público. Si bien se da un paso en acotar el monto del subsidio, se está ampliando la base. Por eso consideramos que el umbral del componente público del Pilar Contributivo se debe fijar en 1 SMLV. De esa forma el pasivo pensional de ese pilar se reduce de manera considerable (de 131% a 53% del PIB). Igualmente, esperamos que se esclarezca el componente de ahorro que contempla la reforma que, de llegarse a materializar, sería un alivio para las finanzas públicas.

# LA ECONOMÍA PIERDE IMPULSO EN EL INICIO DE 2023

Los resultados del Producto Interno Bruto del cuarto trimestre estuvieron por debajo de las expectativas. En promedio, los analistas esperaban una mayor expansión de la Economía para el cierre de año. La tasa de crecimiento del 2022 (7.5%) se ubicó dentro del rango proyectado por ANIF, único centro de pensamiento que acertó en las expectativas de crecimiento. Esos resultados muestran una economía que empieza a sentir los rigores de la política monetaria que busca controlar la inflación y de un mercado global incierto. Eso se confirma con el primer dato de 2023 que se debe mirar en detalle.

En esa línea, analizamos los principales resultados del Indicador de Seguimiento a la economía del mes de enero y repasamos los resultados del Producto Interno Bruto de cierre de 2022.

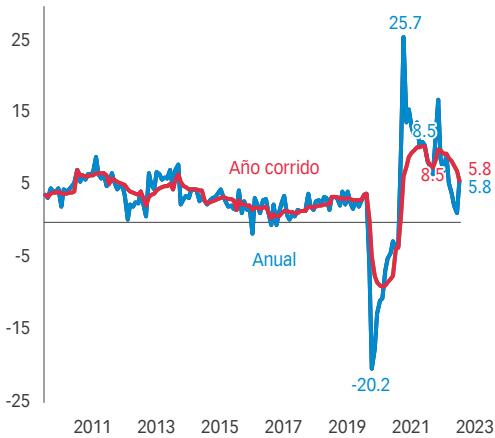
## Indicador de Seguimiento a la Economía

En enero, el Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) registró un crecimiento de 5.8% respecto al mismo periodo del año anterior. Ese resultado contrasta con lo observado en el último trimestre de 2022 donde octubre, con un 4.1%, había sido el mejor registro. En términos intermensuales, la variación ascendió a 2.6% respecto a diciembre de 2022.

Entrando en detalle de las actividades, en el caso de las financieras y de seguros, su variación de 64.3% en enero de 2023 obedece principalmente a un efecto de base, pues en enero de 2022 la actividad se había contraído 28.5%. Eso, producto del pago de la indemnización del proyecto hidroeléctrico de Ituango que



**Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE)**  
(Variación %, a enero de 2023)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

generó una gran erogación de recursos por parte del sector asegurador. Sin embargo, cuando se descuentan ese aporte, la economía hubiese crecido 3.1%.

Para la siguiente línea de aporte, los juegos de azar y apuestas tuvieron un papel destacado en el mes. Los eventos deportivos, especialmente de fútbol, promo-

vieron el consumo de este tipo de servicios. Además, los servicios de salud registraron una dinámica positiva por el aumento en servicios de apoyo diagnóstico y hospitalización en general.

Por otra parte, las actividades primarias registraron un crecimiento de 0.6% que hace retornar al sector a terreno positivo después de 4 meses de decrecimientos consecutivos. De a poco la mejora en las condiciones climáticas beneficia al sector y los efectos acumulados de la devaluación sobre los insumos importados dejaron atrás su peor momento.

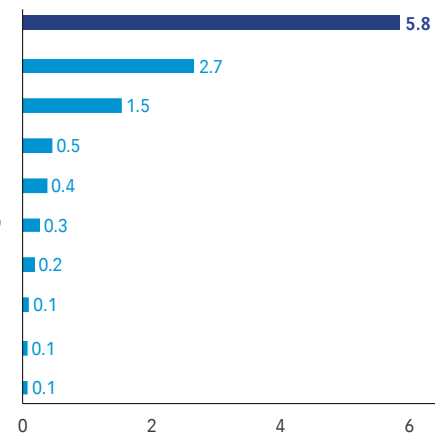
En términos intermensuales, la agrupación de comercio, transporte y turismo registró la mayor expansión con una variación de 3.7%. Eso, explicado por el transporte aéreo y urbano que crecieron a dos dígitos en el periodo.

**Análisis por el lado de la oferta**

Para el cuarto trimestre, el producto registró un crecimiento leve de 2.9%. 9 de las 12 actividades presen-

**ISE**  
(Contribución a la variación anual (pp), enero 2023)

Actividad	Contribución (pp)
ISE	5.8
Actividades financieras y de seguros	2.7
Administración pública y defensa; salud y educación	1.5
Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas; transporte y almacenamiento; alojamiento y servicios de comida	0.5
Actividades secundarias	0.4
Actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades de servicios administrativos y de apoyo	0.3
Actividades inmobiliarias	0.2
Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado; distribución de agua; evacuación y tratamiento de aguas residuales, gestión de desechos y actividades de saneamiento ambiental	0.1
Información y comunicaciones	0.1
Actividades primarias	0.1

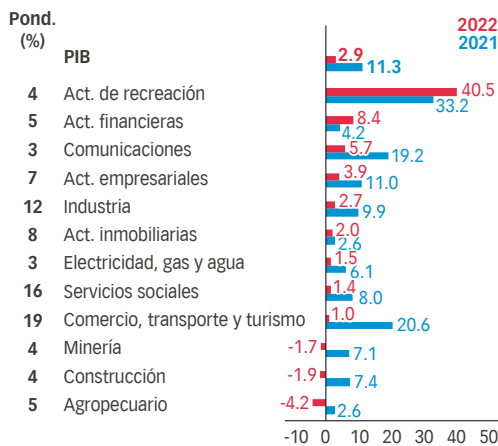


\* Por efecto del redondeo, la suma de las contribuciones puede no coincidir con el total del ISE.  
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

taron comportamientos positivos. Las ramas que lideraron ese resultado son las artísticas y de entretenimiento, las financieras y de seguros, más la industria manufacturera, con contribuciones de 1.3pp, 0.4pp y 0.3pp, respectivamente.

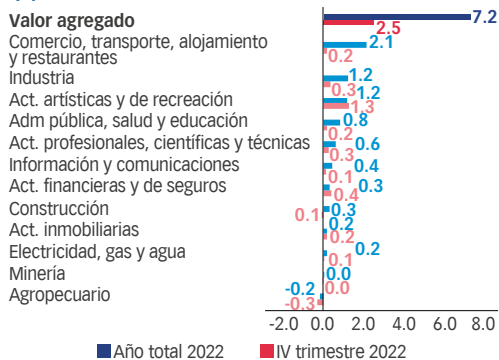
De forma específica, las actividades de recreación registraron una expansión de 40.5% motivadas principalmente por los conciertos y eventos deportivos en el último trimestre del año. Además, los juegos de azar tuvieron una fuerte dinámica por las apuestas en línea del Mundial de Qatar de 2022 y la liga de fútbol local. Las actividades financieras cerraron el año con noticias positivas producto del incremento en la intermediación financiera y los seguros, de manera que se observó un incremento de 8.4%. Vale la pena resaltar que estos sectores fueron los únicos que tuvieron un crecimiento mayor en el año de análisis que en 2021.

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Contribuciones al Valor Agregado**  
(p.p)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Nota: el PIB resulta de la suma del valor agregado bruto y los impuestos menos subvenciones sobre los productos, tales como el IVA. En ANIF estimamos las contribuciones sobre el Valor Agregado con el fin de reflejar el aporte directo de cada actividad sobre la dinámica real de la economía. \*Por redondeo, la suma de las contribuciones puede no coincidir con el total.

Por el lado de la industria, la fabricación de vehículos lideró el crecimiento al interior de la rama, debido a una mayor producción de actualización de modelos y mayor demanda del exterior. La industria de alimentos procesados, particularmente los cárnicos aumentó la producción para satisfacer la demanda de estos artículos para la temporada de fin de año. De otra parte, la industria de químicos abasteció empresas en el cierre de año y aumentó la captación de clientes, razón por la que su nivel de producción destacó en esta parte del año.

El buen desempeño general estuvo contrarrestado por la agricultura y la construcción. La situación climática del país en los últimos meses del año generó que las inundaciones afectaran gran parte de los cultivos, así como la baja demanda de exportaciones ha repercutido en la producción de otras frutas y en flores. Además, el alto costo de los fertilizantes fue determinante para la menor producción durante el trimestre. En lo que respecta al sector constructor, la contracción obedece a la terminación de proyectos

de obras civiles de gran envergadura como túneles, puentes de concesiones viales e hidroeléctricas, por lo que la actividad en general pierde fuerza.

Finalmente, en la dinámica trimestral, la desaceleración de la economía es evidente. Siete de las actividades muestran una contracción en el cuarto trimestre con respecto al tercero, donde se destacan la construcción (2.5%), la industria manufacturera (1.9%) y el comercio y reparación de vehículos (1.5%).

Por parte de las variaciones del año total, vale resaltar que cinco actividades registraron mejor desempeño en 2022 comparado con el 2021. Eso, motivado por la mayor propensión de compra de los hogares en actividades de ocio. En ese grupo se encuentran las actividades de recreación que se expandieron 37.9% vs 33.7% en 2021, información y comunicaciones que crecen 14.2%, por encima de la variación del año anterior (11.8%). Para completar el grupo,

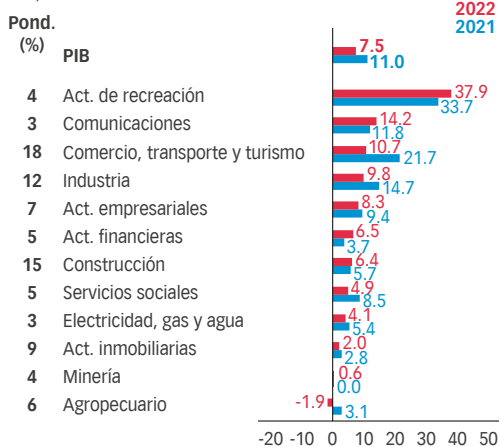
están las actividades financieras (6.5% en 2022 vs 3.7% en 2021), la construcción (6.4% vs 5.7%) y la minería (0.6% vs 0.0%).

La única actividad que se contrajo en el 2022 fue el sector agropecuario, que con una variación de -1.9% se ubica muy lejos de su desempeño del 2021 (3.1%). Uno de los productos más afectados por la ola invernal fue el café pergamino, con un decrecimiento de 15.3%. así mismo, el sector pecuario se vio perjudicado por las altas precipitaciones que afectaron las pasturas y generaron enfermedades.

## Análisis por el lado de la demanda

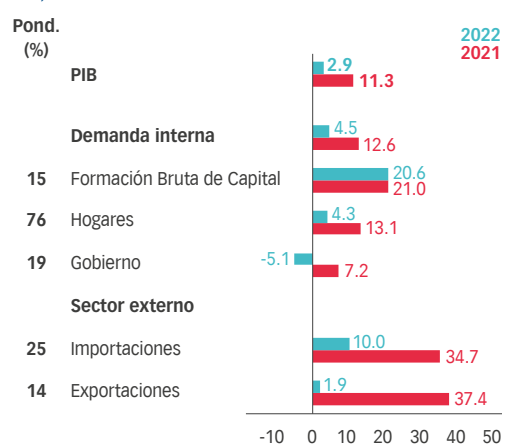
Desde la óptica del gasto, la demanda final interna registró un crecimiento de 4.5%, frente al 12.6% observado en el mismo periodo de 2021. Esa dinámica obedece en primer lugar a la formación bruta de capital, seguido del crecimiento en el consumo.

**Crecimiento año corrido del PIB por oferta**  
(%, 2022 vs. 2021)



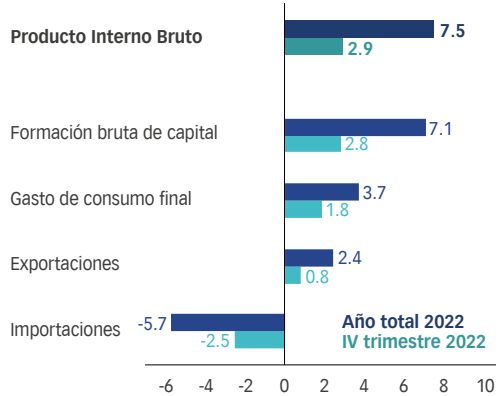
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Contribuciones al Producto Interno Bruto (p.p)**



\* Por efecto del redondeo, la suma de las contribuciones puede no coincidir con el total.  
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

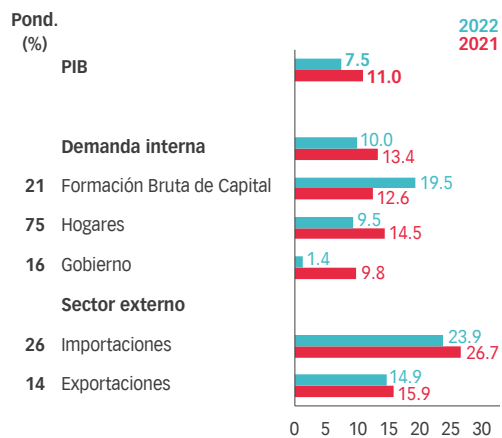
La inversión se expandió 11.8%. El crecimiento responde al crecimiento de maquinaria y equipo (27.9%) que gracias a la producción nacional y la mayor importación de maquinaria especial y general logra engrosar este componente. Además, por tipo de activo, la vivienda crece 3.9%, en línea con la dinámica del sector constructor por el lado de la oferta.

Respecto al consumo, son los hogares los de mejor desempeño en esta línea, alcanzando un crecimiento de 4.3%. Eso, principalmente en las finalidades de consumo de recreación y cultura, y bienes y servicios diversos y transporte. Por su parte, el gasto del gobierno se contrajo 5.1% comparado con un incremento de 7.2% en 2021. En ese sentido, el último trimestre de 2021 se caracterizó por un mayor volumen de compras de mercado por parte del gobierno para asistencia social, por lo que el efecto de base repercute en la variación registrada del trimestre.

En el frente de comercio exterior, las importaciones continúan creciendo más que las exportaciones. En cuanto a las ventas al exterior siguen destacando los servicios de turismo general. En lo referente a las compras que hace Colombia al exterior, los textiles y algunos productos químicos lideraron el ingreso de bienes provenientes de otras latitudes.

Para el cierre de 2022, todos los agregados de la demanda registran un menor desempeño comparado con el 2021 a excepción del consumo de la formación bruta de capital. En efecto, su crecimiento para ese año fue de 19.5% mientras que para el mismo periodo del año anterior alcanzaba un 12.6%. A lo largo del año las importaciones crecieron muy por encima de las exportaciones, en parte por la mayor adquisición de bienes de capital y maquinaria general. Esos productos alimentaron la inversión y llevaron a que superara su registro de 2021. Además, en conjunto con un buen desempeño de la industria y el

**Crecimiento año corrido del PIB por demanda (% , 2022 vs. 2021)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

comercio, los inventarios aumentaron y lograron impulsar este agregado.

En cuanto al consumo público, el 2022 vio cómo a medida que parte de la población se reincorporaba en el mercado laboral, las asistencias sociales eran cada vez menos necesarias. Si bien eso ayudó a la reactivación económica en el 2021, el 2022 se caracterizó por una consolidación en esa etapa de crecimiento y así mismo una menor necesidad de gasto del gobierno.

Finalmente, las importaciones registraron un crecimiento de 9.0pp superior a las exportaciones, razón por la que el déficit comercial empeoró en este año y afectó el delicado balance de cuenta corriente que ya vive el país.

## Perspectivas

El producto en el 2022 se expandió 7.5% en línea con las proyecciones que teníamos desde ANIF (7.4%-7.9%). El principal protagonista del crecimiento fue el consumo privado que con 9.5% constituyó el agregado de mayor contribución al crecimiento. Los excesos de demanda característicos del 2022 inclinaron el consumo a bienes y servicios de ocio a lo largo del año. Por otro lado, las noticias negativas provienen del sector agropecuario. Con una contracción acumulada de 1.9% fue la rama de peor desempeño. Las condiciones climáticas adversas afectaron las cosechas y la fuerte devaluación del peso repercutió en el coste de los insumos. Eso, además, significó un importante choque de oferta que llevó la inflación de alimentos a ubicarse en 27.81% a cierre de año.

Así mismo, los excesos de demanda exacerbaron el preocupante déficit de cuenta corriente. Si bien se redujo levemente en el 2022, sigue teniendo magnitudes nada despreciables. Las exportaciones crecen 9.0 pp menos que las importaciones lo que agrava nuestra necesidad de financiamiento.

En los datos más recientes del 2023, la economía empezó el año con un buen dato en términos de crecimiento. No obstante, como se mencionó, las actividades financieras y de seguros jalonaron el crecimiento por un efecto de base. Al mirar con lupa y descontar el aporte que esas actividades tienen sobre el total de la economía, el resultado es que, sin ese renglón, el producto hubiese crecido 3.1%. Ese crecimiento se equipara con los registros del último trimestre del año, por lo que la estrechez de las condiciones económicas sigue siendo una preocupación latente.

El 2023 sin duda será un año retador. La demanda de energía muestra débiles señales de crecimiento desde el último trimestre de 2022 y continúa hasta el momento. Además, la volatilidad que vive el mercado global por cuenta del sector financiero en Estados Unidos y algunos países de Europa, vuelve a ser fuente de incertidumbre y ensombrece el panorama. El nivel general de precio parece que llegó a su pico, pero la política del Banco de la República repercutirá en la tasa de crecimiento al encarecer el crédito que fue el principal motor en el 2022.

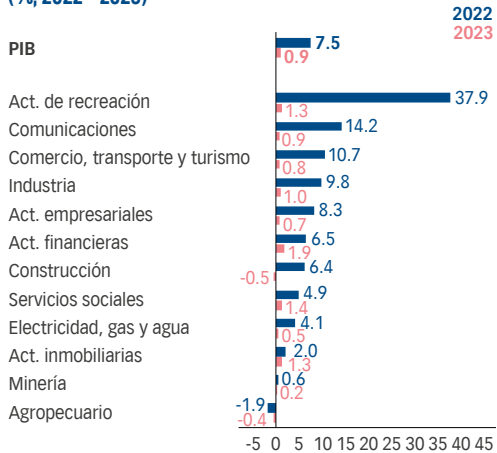
Con todo, esperamos que el producto se expanda entre 0.7% y 1.1%, con 0.9% como valor medio. La de-

manda interna se reducirá producto de la pérdida de dinamismo del consumo privado. La agricultura podría seguir en terreno negativo derivado de las difíciles condiciones climáticas que se mantienen en el primer trimestre del año y la pérdida de fuerza en la demanda. La construcción se verá afectada por el cambio en el esquema de programas sociales que facilitan el acceso a vivienda y comprometen las inicia-

ciones de nuevos proyectos. Finalmente, las exportaciones podrían ganar un poco del terreno perdido frente a las importaciones, lo que igualmente contribuiría al cierre del déficit de cuenta corriente.

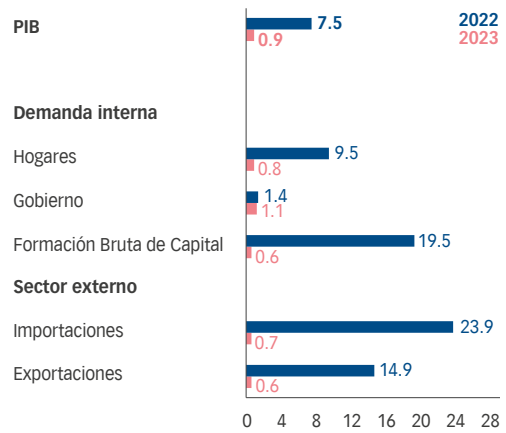
En ANIF mantenemos un constante monitoreo de las condiciones macroeconómicas para, de ser necesario, actualizar nuestras proyecciones.

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

# MERCADO LABORAL

## EL 2023 NO SERÁ UN AÑO FÁCIL PARA EL EMPLEO

El buen desempeño del año 2022 para la recuperación económica difícilmente continuará presente en el 2023. Las expectativas de crecimiento para el cierre del año son cercanas al 0.9%, en contraste con el 7.5% presentado en el año previo y, en consecuencia, las repercusiones en empleo serán relevantes. Adicionalmente, rigideces adicionales a la generación de empleo formal, como el alto aumento del salario mínimo por encima de la suma del IPC y la productividad, así como algunas propuestas contenidas en la reforma laboral, nublan aún más el panorama.

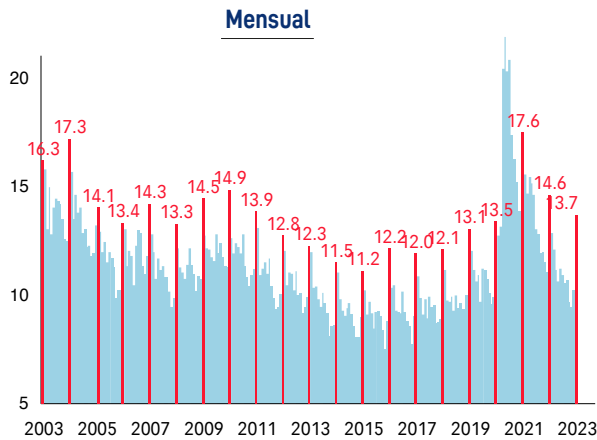
En el presente texto se hace un análisis de la situación del mercado laboral colombiano con corte a enero de 2023: en primer lugar, se tratan los principales resultados del mes de enero; en segundo lugar, se analiza la tasa de desempleo desestacionalizada; posteriormente, se hace un énfasis en las posiciones ocupacionales y las ramas de actividad; finalmente se abordan las perspectivas que tenemos en ANIF referentes al mercado laboral.

### Principales resultados de enero de 2023

En el mes de enero la tasa de desempleo nacional fue de 13.7%, que es 0.9pp más baja que la de enero de 2022 (14.6%). Con esta cifra, el promedio de la tasa de desempleo de los últimos 12 meses es equivalente al 11.1% (Ver Gráfico 1). En nuestro comentario económico de mercado laboral con corte a diciembre de 2022, Recuperación del empleo: un gran reto para 2023, publicado el 3 de febrero de 2023, vaticinamos que la tasa de desempleo del mes de enero se ubicaría entre los guarismos 13.5-14.0%, por lo que la cifra publicada confirma nuestros pronósticos.

Por su parte, las 13 ciudades principales reportaron una tasa de desempleo de 14.5%, que representa una disminución de tan solo 0.3pp frente al mismo mes del año anterior (14.8%). Durante 2022 esos dominios geográficos impulsaron de forma más que proporcional la recuperación del empleo, haciendo evidente el

**Tasa de Desempleo - Total Nacional  
(%, a enero de 2023)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

reducido tamaño del mercado laboral, los mayores problemas y la alta vulnerabilidad en el resto del país ante las mayores presiones de generación de empleo. Sin embargo, en los meses de diciembre y enero se observó una reversión de este comportamiento destacado, lo que podría impulsar al alza las tasas a nivel nacional, pues prevemos que en los próximos meses del año la situación de desempleo seguirá siendo compleja, como relataremos con mayor detalle en nuestra sección de perspectivas.

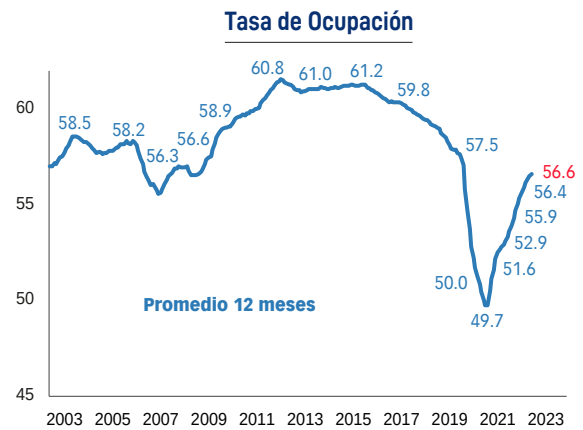
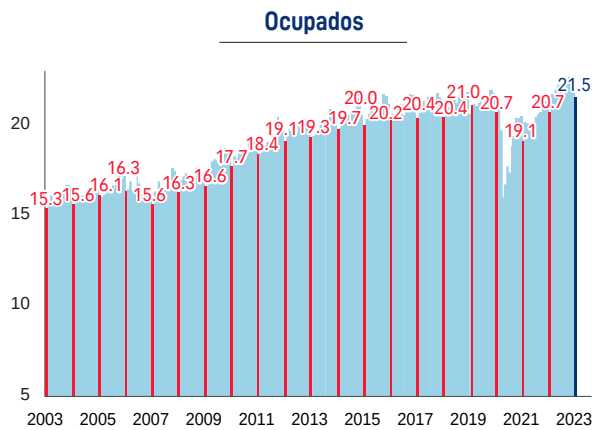
Para entender la dinámica del mercado laboral, es relevante mencionar que en enero de 2023 se observó un crecimiento de la población de ocupados que corresponde a 796 mil nuevos puestos de trabajo frente a enero de 2022 (Ver Gráfico 2), lo que implica un incremento del 3.8%. Con lo anterior, la población total de ocupados llegó a 21.5 millones de personas. 317 mil de esos nuevos puestos de trabajo se generaron en las 13 principales ciudades, lo que corresponde al 40% del total (inferior a su participa-

ción del 47% en el total de ocupados) y a un incremento del 3.2% en estos dominios geográficos. Asimismo, de los 796 mil nuevos puestos de trabajo 476 mil fueron para mujeres. Es decir que aproximadamente por cada 3 hombres que ingresaron la población ocupada, 5 mujeres lo hicieron. Sin embargo, la relación de ocupados indica que hay 12.8 millones de hombres ocupados y tan solo 8.7 millones de mujeres. Por tanto, aunque es positivo para el cierre de brechas que el número de nuevas ocupadas mujeres sea superior al de hombres, aún hace falta un largo camino por recorrer en la igualdad de género dentro del mercado laboral.

De forma adicional, se redujo el número de desocupados entre enero de 2022 y enero de 2023 en 139 mil personas para un total de 3.4 millones de personas en el desempleo. En contraste, en las 13 principales ciudades se presentó un aumento de 9 mil personas en la desocupación, lo que envía señales de estancamiento en la recuperación en las centrales productivas del



**Ocupación - Total Nacional  
(a enero de 2023)**

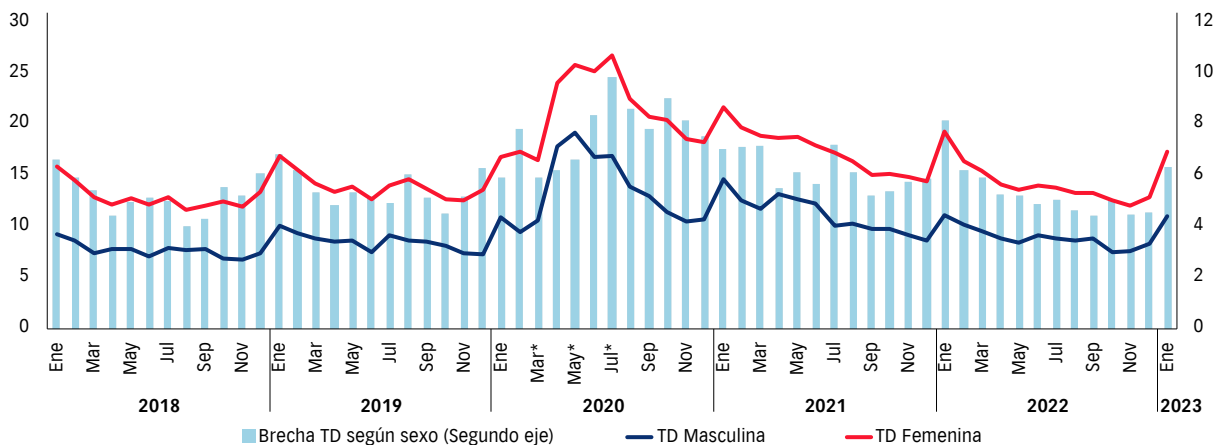


Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

país. En el mes de enero, el número de hombres en el desempleo aumentó en 8 mil, mientras el número de mujeres sí cayó en 147 mil. Sin embargo, se debe tener en cuenta que hay 1.6 millones de hombres desocupados y 1.8 millones de mujeres desempleadas.

Con lo anterior presente, La TD de los hombres fue de 11% y la de las mujeres del 17.4% (brecha de 6.4pp). En enero de 2022 la TD masculina fue de 11.2% y la femenina de 19.4% para una brecha de 8.2pp. Esto reafirma una dirección deseable en la corrección de brechas,

**Tasa de desempleo por sexo  
(a enero de 2023)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

cercanas a las vistas en periodos prepandemia, pero conserva magnitudes elevadas. Lo anterior, soporta que nos encontramos sin avances en cifras de desempleo con respecto a 3 años atrás, e incluso, al ver el plano más amplio, observamos que los traslados a la población por fuera de la fuerza de trabajo y al desempleo durante la pandemia de forma más que proporcional por parte de las mujeres, tendrá efectos de largo plazo que repercutirán sobre su vida laboral y todo lo que esto conlleva en ingresos, autonomía y seguridad social.

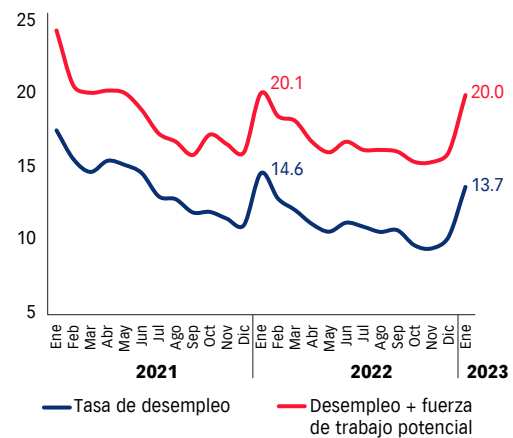
Por otro lado, la población por fuera de la fuerza laboral disminuyó en 115 mil personas (99 mil en las 13 principales ciudades). No obstante, aún hay 14.4 millones de personas por fuera de la fuerza de trabajo. La población femenina por fuera de la fuerza laboral se redujo en 35 mil personas (que se encontraban mayoritariamente realizando oficios del hogar no remunerados) mientras la población masculina cayó en 80 mil personas. El retorno masivo de mujeres a la fuerza de trabajo visto durante 2022 como mecanismo de compensación al aumento del número de ocupados se ha estancado durante los últimos meses.

Adicionalmente, si se tiene en cuenta la fuerza de trabajo potencial, que se define como población por fuera de la fuerza laboral con deseos de trabajar, pero que no buscan empleo por motivos de indisponibilidad o desaliento, se observa una tasa de desempleo potencial del 20% que se calcula como una medida combinada que captura la proporción de personas desempleadas y en la fuerza de trabajo potencial dentro del total de personas en la fuerza de trabajo y en la fuerza

de trabajo potencial<sup>1</sup>. En específico, la disminución de la tasa de desempleo de 0.9pp contrasta notoriamente con la disminución en tan solo 0.1pp de la tasa combinada por el desempleo y la fuerza de trabajo potencial. Lo anterior evidencia que el aumento de los ocupados ha estado poco influenciado por ingresos de personas que se encontraban por fuera de la fuerza de trabajo, e incluso, la cantidad de personas en la fuerza de trabajo potencial ha incrementado.

Las razones de indisponibilidad o desaliento también reflejan fuertes desigualdades en contra de las mujeres a tal punto que la medida combinada de tasa de desempleo para enero de 2023 fue de 14.1% para los hombres (3.1pp más que su TD) y de 27.4% para las mujeres (10pp más que su tasa de desempleo), para una brecha de género equivalente a 13.1pp. Por tanto, las disparidades no solo implican mayor desem-

**Tasa de desempleo vs Tasa de desempleo + fuerza de trabajo potencial (a enero de 2023)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

<sup>1</sup> Medida combinada  $TD_{FTP} = (D+FTP)/(FT+FTP)$ ; D=desocupados; FTP=Fuerza de Trabajo Potencial; FT=Fuerza de Trabajo.

pleo o trabajos con menores ingresos para quienes tienen sexo femenino, sino también mayores dificultades para salir a buscar un trabajo aun cuando se tiene el deseo.

Finalmente, la TGP en enero de 2023 fue de 63.4%, 0.8pp mayor a lo registrado en enero de 2022 (62.6%). Al analizar esta cifra con enfoque de género se encuentra que para enero de 2023 la TGP de los hombres fue de 76.4% mientras que la de las mujeres fue de 51.4%. Esto significa una brecha de 25pp, que es tan solo 0.1 puntos menor a la brecha presentada en enero de 2022 (25.1pp), cuando la TGP de los hombres era de 75.6% y la de las mujeres 50.5%.

## Análisis de la tasa de desempleo desestacionalizada

La TD desestacionalizada para el mes de enero de 2023 se ubica en 11.4% para el total nacional, mostrando un aumento de 0.1pp frente a diciembre de 2022 (11.3%). Además, se registró un 12% para las 13 principales ciudades, lo cual representa un aumento de 0.3pp frente al mes inmediatamente anterior en esos territorios. Es importante tener en cuenta que la TD desestacionalizada no ha dejado de crecer desde octubre de 2022. Eso es relevante para nuestro análisis porque si bien enero es históricamente el mes con mayor desempleo en el año por factores estacionales y de calendario, el que la TD desestacionalizada continúe con su tendencia al alza es una señal importante para ver que el aumento en el desempleo en el primer mes del año no se debe únicamente a factores característicos de ese mes, sino que arrastra pro-

**Tasa de desempleo desestacionalizada - Total nacional (%), enero 2003 - enero 2023)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

blemas estructurales del mercado laboral que no permiten una recuperación adecuada del empleo.

En ese sentido, desde ANIF hacemos énfasis en la urgencia de corregir serios problemas estructurales que dificultan la generación de empleo en el país, como la inflexibilidad en la contratación formal, la desigualdad en condiciones laborales entre hombres y mujeres y la falta de compatibilidad entre las vacantes que se ofrecen en el mercado y las capacidades con las que cuenta la oferta laboral, entre otros.

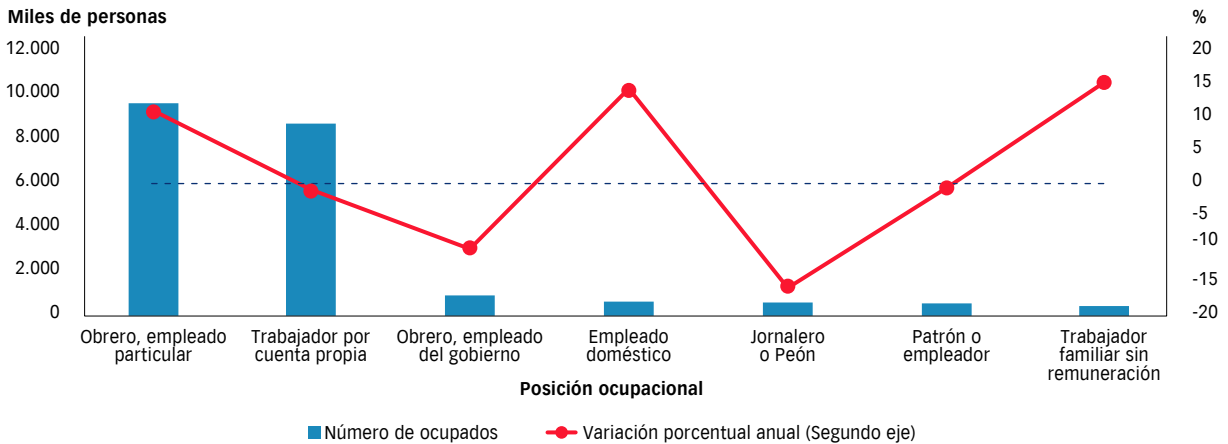
## Análisis de posición ocupacional y rama de actividad

Adicionalmente, el mercado laboral colombiano muestra señales positivas en términos de formalización de sus ocupados. Al analizar la posición ocupacional de los nuevos puestos de trabajo se nota un

crecimiento en 956 mil personas que ingresaron al empleo particular (más cercanos a las dinámicas formales), en conjunto con una reducción de 82 mil trabajadores por cuenta propia (más alejados de la formalidad). Las dos posiciones ocupacionales enunciadas concentran la mayoría del empleo del país.

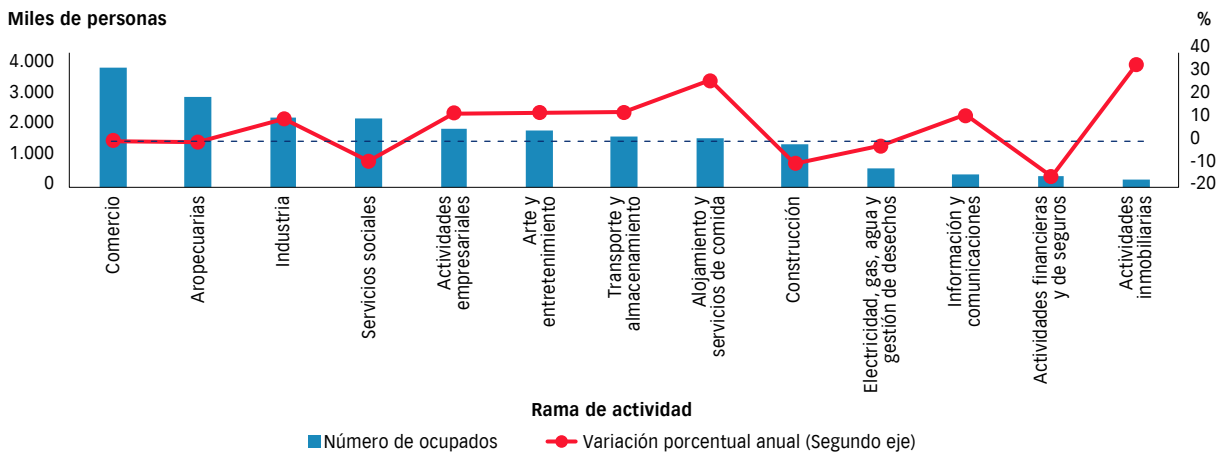
Por su parte, el alojamiento y servicios de comida (+336 mil), las actividades empresariales (+208 mil) y las actividades artísticas y de entretenimiento (+205 mil) fueron las ramas que más puestos de trabajo nuevos generaron entre enero de 2022 y enero de 2023. En contraste, los servicios sociales (-214 mil), la construcción

**Número de ocupados y variación porcentual anual según posición ocupacional (enero de 2023)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Número de ocupados y variación porcentual anual según rama de actividad (enero de 2023)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

(-148 mil) y las actividades financieras (-68 mil) fueron las ramas que más puestos de trabajo destruyeron.

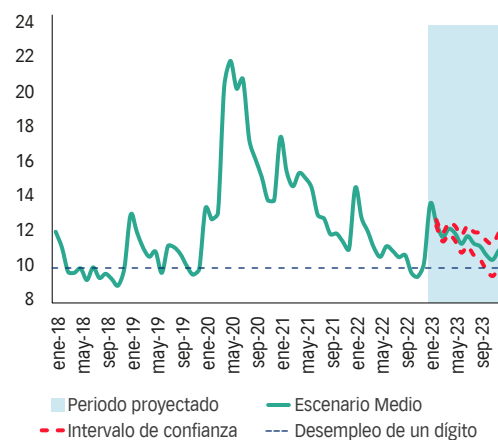
## Perspectivas para 2023

El 2023 augura un año complejo en materia económica para Colombia. Como mencionamos en nuestro informe semanal cifras que despiden al 2022, a pesar del camino recorrido en la recuperación, para 2023 se espera una desaceleración económica, tanto por la posibilidad de recesión en Estados Unidos y Europa, como por un comportamiento normal de la economía, luego de un periodo de recalentamiento con alta inflación, por un elevado crecimiento impulsado principalmente por el consumo y una política monetaria contractiva, que es acorde con el objetivo principal del Banco de la República.

Las proyecciones de ANIF nos indican expectativas de crecimiento para el año 2023 cercanas al 0.9%, que son similares a las proyecciones de la autoridad monetaria (0.8%). Todo lo anterior conduce a que nuestras expectativas sobre la capacidad de la economía de generar puestos de trabajo bajo las condiciones actuales señalen un ligero deterioro.

Algunas señales adicionales las aportan las encuestas de pulsos, con corte a noviembre de 2022. Por un lado, el Índice de Confianza Empresarial ha mostrado un deterioro en los últimos meses, donde las expectativas a futuro se han tornado pesimistas y la percepción sobre la situación económica nacional se ha deteriorado de manera importante. De forma similar, los consumidores también ven con mayor desconfianza su futuro individual y la situación económica

**Pronóstico Tasa de Desempleo para 2023 (%)**



Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE.

del país. Finalmente, las personas encuestadas en el pulso social consideran, en mayor proporción, que la situación de empleo en el país se mantendrá igual o empeorará durante los meses venideros.

Con esto presente, para el cierre de 2023 continuamos con nuestra proyección de tasa de desempleo promedio del año entre 11.5% y 12%, que es considerablemente mayor al 11.2% que se logró en el 2022. En especial, tememos por un mayor deterioro durante el segundo semestre del año.

Por otra parte, como hemos mencionado en repetidas ocasiones en ANIF, uno de los principales obstáculos que afronta el mercado laboral colombiano es la desconexión que existe entre la legislación laboral y las realidades del mercado de trabajo. La reforma que se plantea, al buscar poner más condiciones y obstáculos a la hora de la contratación formal, acentúa esa problemática y genera incentivos perversos

para que se genere empleo informal en mayor medida o, incluso, desempleo.

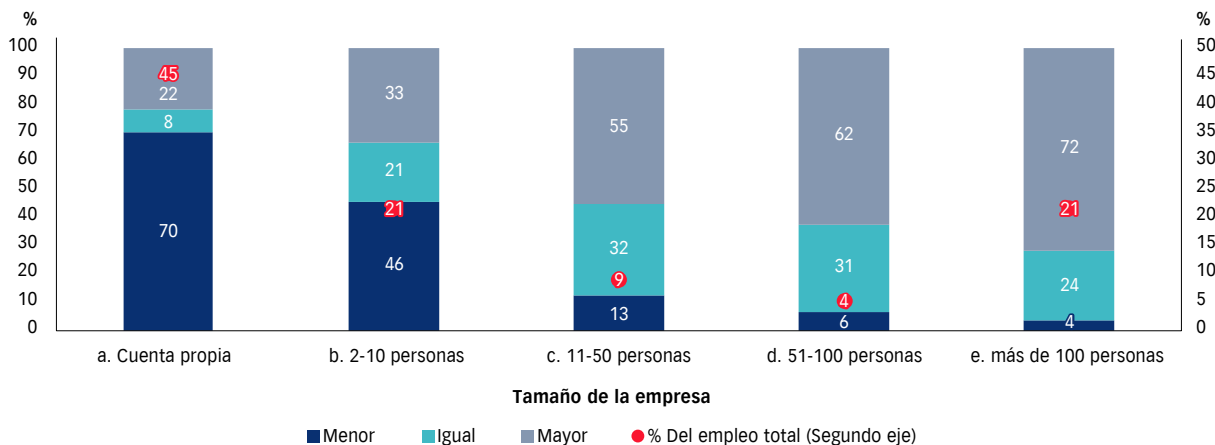
Es necesario recordar que el empleo del país se concentra en el trabajo por cuenta propia y en las microempresas. De acuerdo con datos de la GEIH de 2022, el 66% de las personas ocupadas trabajaba como cuenta propia o en establecimientos con 10 o menos empleados. Estos son negocios que hacen parte del diario vivir de los colombianos y que cuentan con capacidades muy limitadas para cumplir a cabalidad con los costos laborales que implica la formalidad. En el caso del trabajo por cuenta propia, en gran medida se compone de personas que por la necesidad de conseguir medios para vivir y la falta de oportunidades que enfrentan para conseguir empleo, han tenido que recurrir a lo que se denomina “emprendimiento de subsistencia”.

Por ejemplo, el 78% de los trabajadores por cuenta propia tienen ingresos laborales mensuales menores o

iguales al salario mínimo y este es también el caso del 67% de las personas que se encuentran ocupadas en negocios con 10 o menos trabajadores. La baja productividad que se suele presentar en estas formas de trabajo limita su crecimiento y pone en evidencia las dificultades para cumplir con rigideces que implica la formalidad. En contraste, las empresas de mayor tamaño contratan a la gran mayoría de sus empleados con ingresos superiores o iguales al salario mínimo, pero tan solo poseen el 34% del total de trabajadores del país.

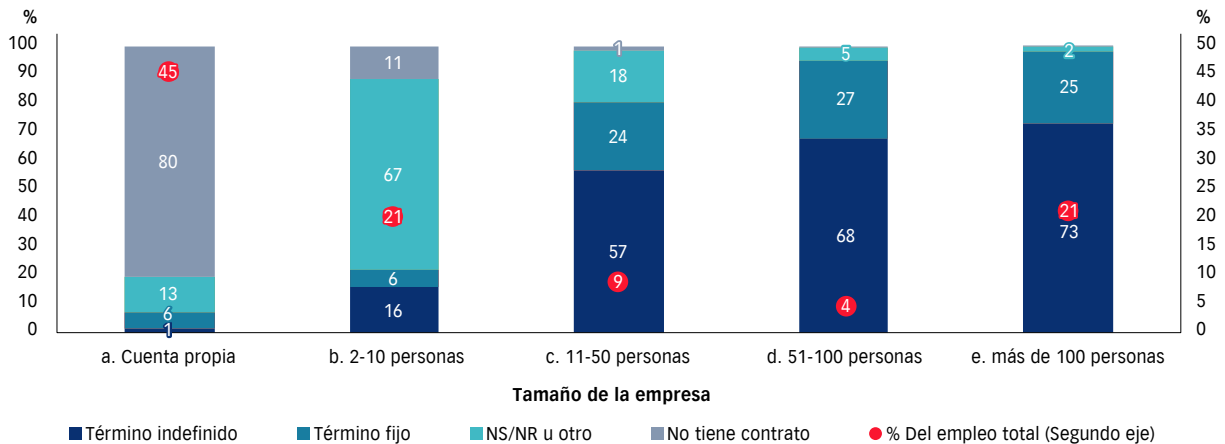
De manera similar, el 80% de las personas que trabajan por cuenta propia no cuentan con ningún tipo de contrato. En los negocios más pequeños, con 10 o menos trabajadores, solo el 22% tiene un contrato a término fijo o a término indefinido. En cambio, dentro de las empresas de más de 10 empleados la gran mayoría de los trabajadores cuenta con contratos a término fijo o a término indefinido, que es acorde a trabajos formales con ingresos superiores o iguales al

**Proporción de personas con ingresos laborales menores, iguales o mayores al SMMLV según tamaño de la empresa (%)**



Fuente: elaboración ANIF con datos de la GEIH 2022.

**Tipo de contrato según el tamaño de la empresa (%)**



Fuente: elaboración ANIF con datos de la GEIH 2022.

mínimo. Por tanto, si bien el 62% de los ocupados no cuenta con un contrato a término fijo o a término indefinido, existe una alta concentración de esta realidad en el trabajo por cuenta propia y en negocios muy pequeños para los cuales es muy complejo sostener el empleo con mayores salarios y requisitos en la contratación. Es claro entonces, que los empresarios, en su mayoría, son gente común y corriente que se levanta a diario para sacar adelante su negocio con altas restricciones presupuestales.

Por tanto, la alta acumulación de personas en el trabajo por cuenta propia y en negocios muy pequeños de baja productividad, impide que puedan hacer frente en muchas ocasiones a rigideces presentes en la normativa laboral, quedando así en condiciones precarias, en la informalidad y, por tanto, desprotegidos de la seguridad social. Por consiguiente, se teme que las propuestas de la reforma sirvan para beneficiar a aquellos po-

cos que ya se encuentran en buenas condiciones, a costa de excluir a quienes presenten mayores dificultades para cumplir con estas normas, limitando aún más la capacidad de crecimiento de los negocios más pequeños, la creación de nuevas empresas y como resultado la creación de más y mejores empleos.

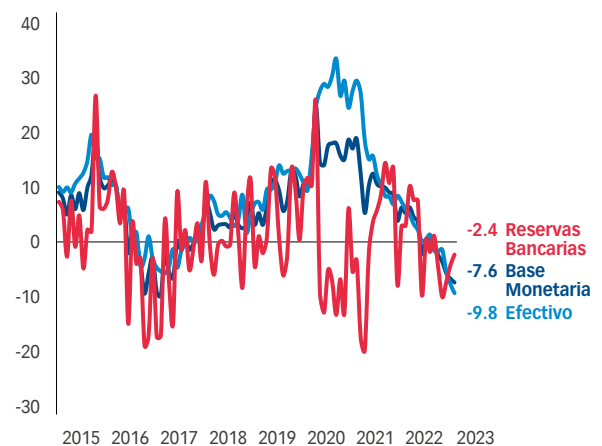
Hacemos un llamado a que la discusión de la reforma incluya a las diferentes organizaciones, centros de pensamiento, agremiaciones y sindicatos que hacen parte del debate, pero también a los trabajadores formales e informales, a los trabajadores por cuenta propia, a los desempleados y a los pequeños empresarios, para que así el articulado final se construya atendiendo a las dinámicas y necesidades propias del mercado laboral colombiano. De nada sirve una reforma llena de buenas intenciones, si termina afectando negativamente a los trabajadores a la hora de materializarse.

# SITUACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

## Agregados Monetarios y Cartera de Crédito

La base monetaria, compuesta por el efectivo y las reservas bancarias, presentó una variación real anual negativa de -7.56% en enero de 2023. Este resultado obedece principalmente a la contracción del efectivo, que mantuvo una tendencia negativa durante todo el periodo, con una variación anual del -9.37%. Por su parte, las reservas bancarias presentaron altibajos considerables relacionados con los resultados anuales de la inflación y la economía en general. Para enero de 2023 la variación real anual de las reservas bancarias fue del -2.37%.

**Base Monetaria y sus Componentes**  
(Variación real % anual, febrero 2023)



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



El signo negativo de la variación real anual del efectivo en enero de 2023 contrasta con la variación real de 6.13% observada un año atrás. El resultado de la variación real anual de -9.37% es congruente con la política monetaria contractiva que ha liderado el banco central y que ha disminuido las necesidades de liquidez del público.

Las reservas bancarias, contrario a lo observado para el efectivo, no presentaron una tendencia definida durante los últimos meses y han oscilado entre terreno negativo y positivo. Los resultados anuales de la inflación y la percepción de una desaceleración en el crecimiento económico han motivado a los usuarios del sistema a disminuir su consumo, lo que conduce a que los bancos aumenten sus reservas para poder solventar este nuevo ahorro. No obstante, en enero de 2023 se reportó una variación real anual negativa (-2.37%) en comparación con las reservas presentes en enero de 2022, la mayor participación del banco central entre los tenedores de TES puede haber influido en la reducción de las reservas, teniendo en cuenta que se presentaron aumentos nominales importantes en la tenencia de TES en junio y en los últimos meses de 2022.

Respecto de la evolución de la cartera, con corte a diciembre de 2022 se observan variaciones anuales positivas, pero con tendencia decreciente, principalmente marcada en la cartera de consumo que a cierre de 2022 se ubicó en 4.6%, que es 2.2pp menor al 6.8% observado en el último mes de 2021, lo que envía la señal de que el aumento de la tasa de política monetaria ha logrado desincentivar el consumo, en control de la inflación. Por su parte, la cartera comercial incrementó en un 3.2%, y es la única que no muestra una

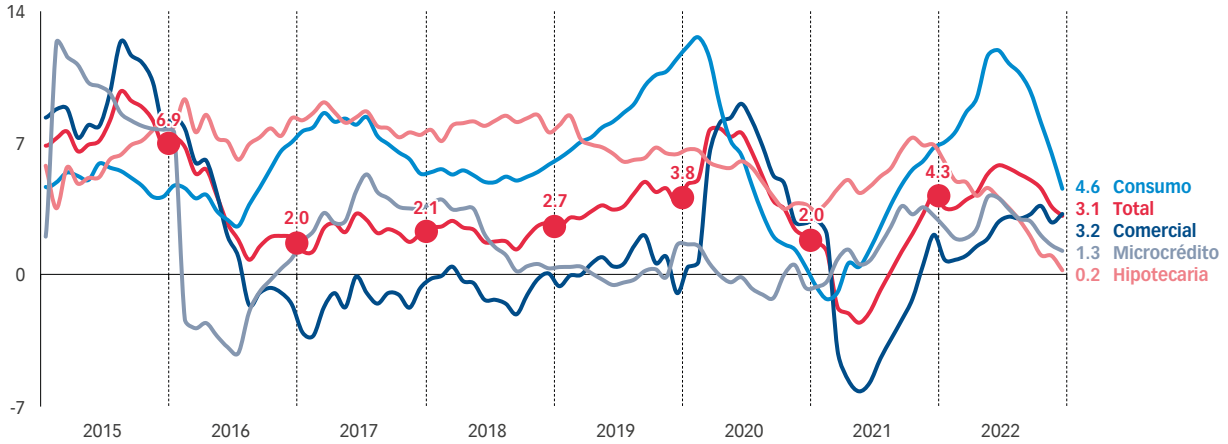
tendencia decreciente marcada en la magnitud de las variaciones anuales. Con esto, consolida su recuperación y representa una buena noticia frente a la realidad económica de las empresas del país.

Adicionalmente, el crédito hipotecario tiene una variación positiva, pero su magnitud es tan solo del 0.2%. El encarecimiento de este componente de la cartera de crédito, como resultado del incremento de tasas y la desaceleración económica que deterioran su demanda, lo cual, también se combina con factores adicionales que restringen la oferta y con la demora en la entrega de subsidios, como hemos mencionado en RASEC, que remarcan un deterioro en el mercado de vivienda colombiano.

La cartera de microcréditos se ha mantenido con un crecimiento estable, con una variación en su cartera bruta del 1.3% anual a corte de diciembre de 2022, manteniéndose por encima de los niveles de variación evidenciados desde el 2020 hasta la primera mitad del 2021. No obstante, durante el 2022, la demanda de microcrédito disminuyó por falta de capacidad de pago de los clientes, derivados de las altas tasas de interés y el alza en la tasa de usura. En respuesta a esta disminución en el acceso, se han implementado acciones focalizadas que amplían en acceso a los microcréditos y a los créditos de bajo cupo mediante la disminución de tasas.

Lo anterior es importante, no solamente porque contribuye a la capacidad de pago de un segmento vulnerable de la población, sino porque mantiene la sanidad financiera de los bancos. Según la Superintendencia Financiera, los indicadores de calidad de cartera por mora, que miden la proporción de cartera

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

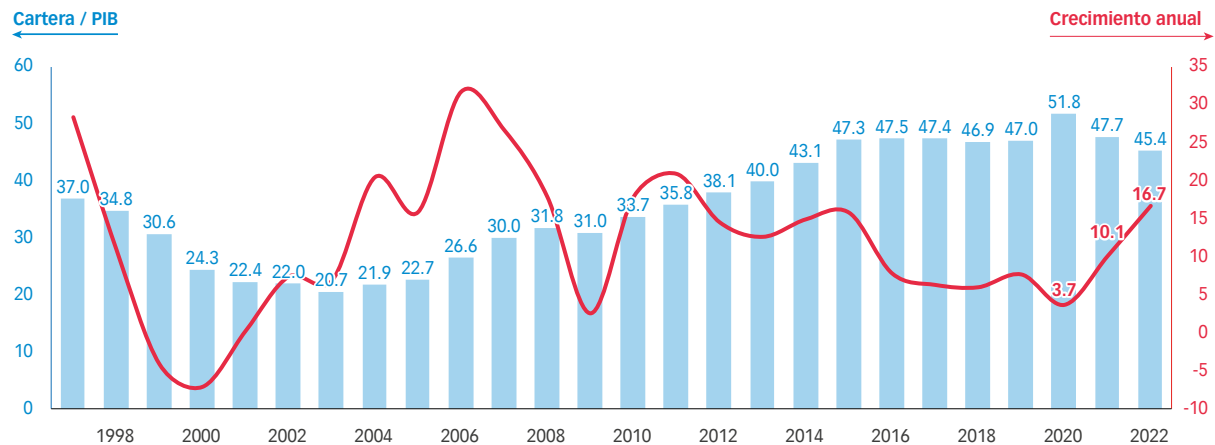


Fuente: cálculos ANIF con base en Superintendencia Financiera, Titularizadora Colombiana y DANE.

vencida entre cartera bruta, siguen siendo más altos para los microcréditos (5.7% a diciembre de 2022, frente al 3.66% del total del portafolio), por lo que aumentar la capacidad de pago de los clientes evitará

señales de deterioro en el futuro. Según Leonardo Villar, gerente del Banco de la República, los grupos a los que se dirigen estas ayudas representan una proporción baja de la cartera del sistema financiero, por

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



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

lo que no se ve ningún riesgo de que las acciones de reducción de tasas obstruyan la transmisión de la política monetaria ni que afecten de manera general el costo del dinero en el país.

Por su parte, la calidad de cartera en general ha presentado una mejora con el tiempo. El indicador que mide el total de cartera vencida, sobre el total de cartera vencida y vigente, muestra una reducción del 6.6% al 5.6% en el microcrédito, del 3.7% al 2.7% en la cartera comercial y del 3.1% al 2.5% en la cartera hipotecaria, al comparar el indicador de calidad de cartera visto en diciembre de 2021 con el observado en diciembre de 2022. Empero, la cartera de consumo vio un deterioro en lo corrido del año pasado al pasar de 4.4% en diciembre de 2021 a 5.5% en diciembre de 2022, lo que es coherente con el aumento excesivo del crédito de consumo y el incremento de tasas en el transcurso del año, por lo que el aumento de cartera de consumo vencida como proporción del total de la

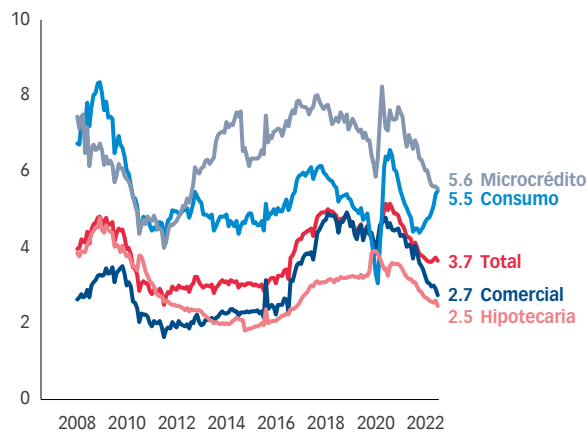
cartera de consumo debe ser monitoreado para evitar consecuencias indeseables. Con esto presente, la cartera y leasing bruto presenta una leve mejora en su indicador de calidad al pasar de 3.9% en diciembre de 2021 a 3.7% en diciembre de 2022.

## Mercado de Renta Variable

Al analizar el mercado de renta variable, encontramos que tanto en Colombia como en el resto del mundo se sigue presentando un estado general de incertidumbre, que aumenta la aversión al riesgo y como consecuencia limita el apetito de inversión de los agentes del mercado. Durante en 2022, los dos factores fundamentales que movieron el mercado fueron la inflación y las tensiones geopolíticas derivadas de la guerra entre Rusia y Ucrania. En el 2023, se ha dado un cambio de dialéctica, a medida que los esfuerzos por controlar el nivel de precios han generado preocupaciones por un aterrizaje forzoso y por la estabilidad del sistema financiero.

En momentos de turbulencia en el mercado financiero, resulta importante monitorear el movimiento de índices como el VIX, que mide la volatilidad en el mercado y por lo tanto puede interpretarse como una señal de miedo o incertidumbre. En este momento, el VIX no solamente ha corregido el efecto del peor momento de la crisis bancaria, sino que se ubica niveles del 2021. Lo anterior entrega un parte de tranquilidad sobre la recuperación del mercado de renta variable, dado que a medida que se disipa el miedo de los inversionistas, disminuye el riesgo de nuevas caídas como las que vimos el año pasado.

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



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

En Estados Unidos, el *S&P 500* mostró mantuvo rentabilidades negativas durante el 2022, acumulando una caída total de 20.27% entre el 3 de enero (4.796,56) y el 30 de diciembre (3.824,14) de 2022, alcanzando mínimos de 3.577,03 en el mes de octubre. No obstante, durante las últimas semanas, la estabilización del sistema financiero y los comentarios moderados de la Reserva Federal de EE.UU. logran atraer compradores, acercando el índice a los 4050 puntos (31 de marzo de 2023). Así, las mayores expectativas de que la Fed se encuentre cerca de su techo de alza de tasas de interés de intervención, y unos sólidos datos macroeconómicos, disminuyen los temores de recesión en EE.UU. Y por primera vez desde el 2021 empiezan a sentar las bases para la primera fase de un mercado alcista.

De forma similar, el *Eurostoxx 50*, que agrupa las 50 empresas listadas en bolsa más importantes en Europa, se encuentra cerca de los 4.300 puntos (31 de marzo de 2023), lo que implica un crecimiento del 13% desde finales del año pasado. Durante el 2022, el índice registró una disminución de 12.42%, al pasar de 4.331,82 el 3 de enero a 3.793,62 el 30 de diciembre, con mínimos de 327,04 en el mes de septiembre. Este año, la evolución del mercado sigue en línea con datos macroeconómicos robustos, apoyados por precios de la energía más bajos de lo previsto que han disminuido preocupaciones por el costo de vida y por una posible recesión en la eurozona. Además, a pesar de la inestabilidad, el apetito de los inversionistas sigue al alza, dado que el Banco Central Europeo suele responder a la crisis con inyecciones de dinero para garantías y rescates.

El *Nikkei 225* de Japón también se ha visto afectado por la volatilidad derivada de la incertidumbre en los

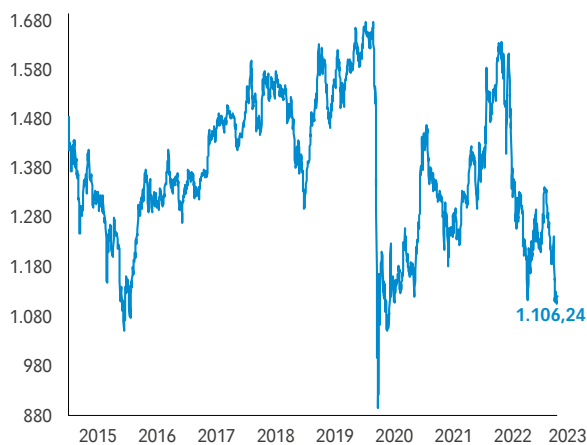
mercados. Durante el 2022, presentó una caída de 10.95% entre el 4 de enero (29301.79) y el 30 de diciembre (26.094,5) del año pasado, llegando a mínimos de 24.717,53 en marzo, niveles no vistos desde el 2020. No obstante, a medida que la reapertura económica desde China mejora el desempeño de los indicadores macroeconómicos, las bolsas de Asia, incluyendo al *Nikkei*, se ven presionadas al alza. El índice llega a 28.041,48, con una recuperación importante luego de las fuertes caídas que sufrió al final del año pasado. La política monetaria laxa del Banco de Japón, que ha mantenido desde el 2016 un tipo de interés de -0.1%, soporta la confianza de los inversionistas, por lo que no esperamos caídas importantes del índice en el 2023, a menos de que se presenten signos de desaceleración significativa en Asia.

En el frente local, el índice COLCAP absorbe la incertidumbre frente a la estabilidad económica, política y social en el país. En Colombia, los altos déficits fiscales que resultan en aumentos en la carga de la deuda, junto con la alta dependencia de productos básicos y cuentas externas débiles, mantienen la calificación crediticia de Colombia en BB+ (por parte de Fitch Ratings), lo que aleja al país del grado de inversión. Lo anterior resalta la importancia de que el gobierno nacional siga comprometido con adherirse al marco fiscal y monetario, salvaguardando la independencia del banco central y manteniendo la regla fiscal actualizada, con el fin de no generar rebajas en la calificación. No obstante, lo realmente preocupante es la divergencia entre la postura de las calificadoras y la percepción de riesgo de Colombia en el mercado, que se refleja en un CDS (*credit default swaps*) más alto que en pares de Latinoamérica. Lo anterior disminuye el

apetito de inversionistas por activos colombianos, limitado por la incertidumbre alrededor de las reformas, que implican cambios importantes para el país, y que al debatirse de forma simultánea generan una percepción generalizada de inestabilidad.

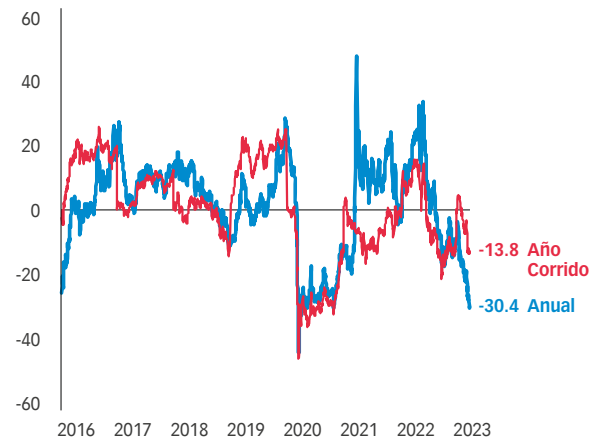
El índice COLCAP sigue los 20 emisores y las 25 acciones más líquidas del mercado colombiano, por lo que sus movimientos dependen del comportamiento de acciones de grandes compañías como Ecopetrol. El futuro del precio de la acción se mantiene incierto, en tanto contrastan resultados financieros robustos con un gobierno corporativo aparentemente inestable. En esta línea, frente a los niveles de 1286 vistos el 29 de diciembre de 2022, el COLCAP ha caído casi un 10%, hasta llegar a los 1157,8 (31 de marzo de 2023). En lo corrido del 2023, el comportamiento del mercado de renta variable en Colombia contrasta con la recuperación de las bolsas a nivel global, con un movimiento

**Índice COLCAP**  
(a marzo 29 de 2023)



Fuente: cálculos ANIF con base en BVC.

**Evolución del COLCAP**  
(Variación %, al 29 de marzo de 2023)



Fuente: cálculos ANIF con base en BVC.

bajista que esperamos se extienda en tanto se mantenga la incertidumbre local, y a medida que la aversión al riesgo a nivel global aleje la demanda de los inversionistas de los activos colombianos. No obstante, si se mantiene la efectividad de la política monetaria para controlar el nivel de precios al tiempo que se evita una ralentización excesiva de la economía, las pérdidas del COLCAP se pueden ver limitadas.

## Perspectivas

Como hemos resaltado en varias de nuestras publicaciones, en ANIF prevemos una desaceleración en el crecimiento de la economía, que se refleja principalmente en la caída del ritmo de crecimiento de la cartera de consumo, consecuencia de un reordenamiento de preferencias de los hogares por la alta inflación y el encarecimiento del crédito por la vía de una polí-

tica monetaria más restrictiva. Esto es de particular importancia porque el gasto de consumo de los hogares y de las instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares representa cerca de tres cuartas partes del crecimiento total del PIB. En especial, el emisor considera que el consumo de bienes durables se continúe atenuando en los meses próximos, pues, por ejemplo, en el cuarto trimestre de 2022 el consumo de los hogares creció en 4.7%, pero el consumo de bienes durables cayó en 8.1%. En todo lo corrido de 2022 el incremento real del consumo de los hogares fue del 9.6% y el incremento real del consumo de bienes durables fue de 6.2%, lo que muestra que el descenso en el consumo de bienes durables se ha acentuado durante los últimos meses.

Es pertinente anunciar que el Banco Central considera que la inflación ha tocado un techo y pronostica que en los meses próximos empieza a ceder, aunque de forma paulatina, durante el resto de 2023. Aunque el objetivo de la autoridad central continúa siendo llevar la inflación al rango meta del 3%, el mercado no espera llegar nuevamente al rango meta hasta el 2025. De igual manera, dados los resultados positivos del ISE de enero, el equipo técnico del Banco de La República actualizó al alza sus expectativas de crecimiento de 0.2% a 0.8%, que son cercanas al 0.9% que pronosticamos desde ANIF, pero la desaceleración en el crecimiento sigue siendo lo esperado para el año en curso, con posibles impactos negativos sobre el desempleo ante la menor actividad económica. Finalmente, no esperamos que la volatilidad en los mercados internacionales, relacionados con problemas de estabilidad financiera en Estados Unidos y algunos

países europeos tenga repercusiones preocupantes sobre la economía colombiana, dada la regulación nacional y la baja probabilidad de que se consolide un colapso sistémico del sector financiero.

Resulta también importante tener en cuenta que, según el Comité de Coordinación y Seguimiento del Sistema Financiero, los indicadores de solvencia, liquidez de corto plazo y fondeo estable siguen establecidos dentro de un marco regulatorio que permite la estabilidad del sistema. A cierre de enero del 2023, los niveles se encuentran sobre los 18.2%, 187.2% y 109%, respectivamente, los cuales permiten al sistema financiero hacer frente a los riesgos que se puedan materializar en el año. Esto quiere decir que, a pesar del contexto de incertidumbre, en un escenario base de menor dinamismo de la cartera como el que hemos empezado a observar, la solvencia podrá mantenerse por encima del mínimo exigido.

Por todo lo anterior, nuestras perspectivas indican que las tasas podrían estar muy cerca de encontrar un techo, aunque reconocemos que esto estará sujeto a las cifras de inflación de los meses próximos y a las señales de desaceleración de la economía por reducciones importantes en el consumo de los hogares. Además, es posible que solo hasta final del presente año, o incluso hasta 2024, se vean reducciones en la tasa de política monetaria. De igual manera, en caso de que se observe mayor moderación en la política monetaria adelantada por la FED, también se verá menor presión al alza en la tasa de política del Banco de la República. Finalmente, las tensiones que se introducen por cuenta de reformas

que han generado polémica acerca de su sostenibilidad fiscal e idoneidad, complejizan el panorama para el desempeño económico, pero este efecto podría mitigarse en tanto el gobierno logre mantener la estabilidad y los hacedores de política monetaria logren frenar la inflación sin generar restricciones excesivas sobre la economía, de forma técnica y enteramente autónoma.

La estabilidad macroeconómica en Colombia, sin señales de recesión, podrá mejorar el apetito de los inversionistas por activos colombianos, lo que permitiría una recuperación del mercado de renta variable local. No obstante, un repunte en el sentimiento de

incertidumbre de los inversionistas a nivel global dirigiría los flujos de capital a activos refugio, a la misma vez que disminuiría la demanda por activos más riesgosos, como los colombianos. A nivel internacional, esperamos que a medida que las señales del mercado sigan disminuyendo el temor por una recesión global, el comportamiento de las bolsas siga mejorando como lo ha hecho durante las últimas semanas. No obstante, si en Colombia la incertidumbre política y social sigue generando interrogantes sobre la estabilidad económica del país, podemos esperar que el comportamiento del mercado de renta variable local se desancle de los resultados internacionales y extienda sus pérdidas.

# ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN

## PRIMER TRIMESTRE 2023

---

Durante los primeros meses del año, la inflación en Colombia mantiene la tendencia alcista que se viene presentando desde el 2021. Al cierre de febrero de 2023 la variación mensual presentó un resultado de 1.66%, lo cual supone un aumento de 3pb con respecto a la variación mensual para el mismo mes de 2022. Sin embargo, en contraste con el resultado mensual del año pasado, se mantuvo dentro de las expectativas de mercado, las cuales se ubicaban en un nivel promedio de 1.57% y un máximo del orden de 2.10%. Adicionalmente, esta variación sobrepasa pues la variación de la inflación acumulada ya se encuentra en 3.47% en tan solo dos meses, superando la meta del Banco de la República.

De manera general, el comportamiento de las variaciones mensuales y anuales se encuentran en la mis-

ma línea. Al examinar los resultados mensuales fue posible destacar cinco divisiones que se encuentran por encima de promedio nacional. En el plano nacional, Colombia se caracteriza por un inicio de año que contempla la indexación de precios en rubros como la educación y el transporte. Siendo así, resulta natural que la división con la mayor variación mensual en febrero fuera la de Educación con una variación de 8.50%, resultado que es casi el doble en comparación a febrero del año pasado (4.48%). Lo anterior corresponde a las matrículas de colegios de calendario A y universidades. La variación mensual de educación preescolar y básica primaria es de 8.17%. De la misma manera, las inscripciones y matrículas en carreras técnicas, tecnológicas y universitarias presentaron una variación de 9.61% y educación secundaria 8.35%. Cabe resaltar que es un comportamien-



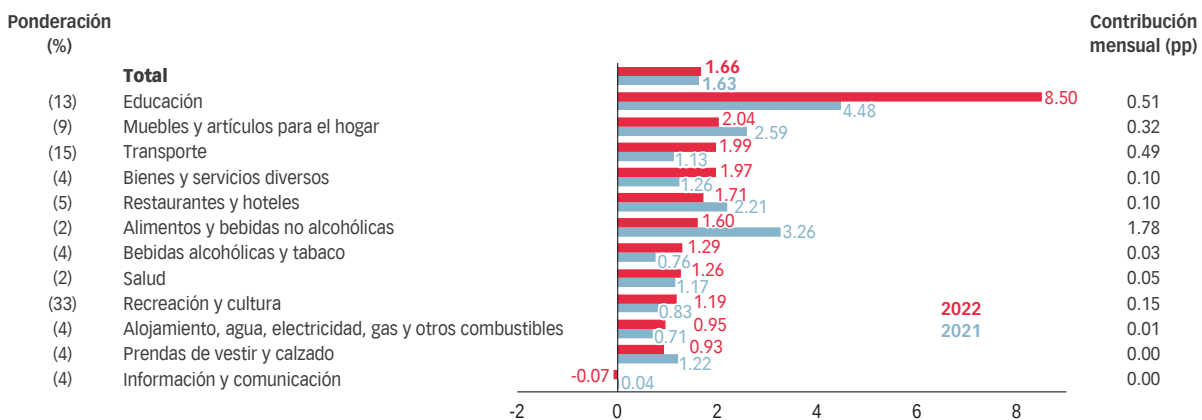
to general en todo el territorio nacional. Tanto Tunja como Sincelejo, es decir los dominios geográficos con mayor y menor variación mensual respectivamente, presentaron grandes incrementos en los precios de la educación.

Así mismo, la división de Muebles, artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar presentó una variación de 2.04% y una contribución de 0.09p.p. El incremento en precios ha sido constante los últimos meses y se ha derivado de los productos de limpieza y mantenimiento como jabones en barra, jabón de loza, detergentes y el servicio doméstico. La división de transporte obtuvo una variación de 1.99% y una contribución de 0.26p.p a la inflación total siendo la tercera división con mayor variación. El comportamiento del incremento de precios se explica por alzas en el transporte urbano el cual presentó una variación de 2.13%. Es interesante notar que en Bogotá fue el rubro con mayor variación (3.37%). El

indicador que tiene que ver con la compra de vehículos particulares nuevos o usados evidencian un comportamiento alcista desde mediados de 2021. Obedecen en gran parte a la dinámica que ha tenido la tasa de cambio del dólar y para febrero los vehículos particulares nuevos o usados presentaron una variación de 1.81%.

Las divisiones de Bienes y Servicios Diversos y Restaurantes y Hoteles son las últimas dos categorías por encima del promedio nacional con variaciones de 1.97% y 1.71% respectivamente. En el caso de Restaurantes y hoteles se ha mantenido una tendencia alcista desde el 2022 derivada del incremento en comidas en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio las cuales presentaron una variación de 1.62%. En las ciudades como Tunja, Barranquilla y Popayán fue aún más importante el alza de precios en este rubro con variaciones de 3.31%, 2.85% y 2.61% respectivamente, ver Gráfico 1.

**Inflación mensual por divisiones de gasto (%)**



Fuente: elaboración ANIF con cifras del DANE.

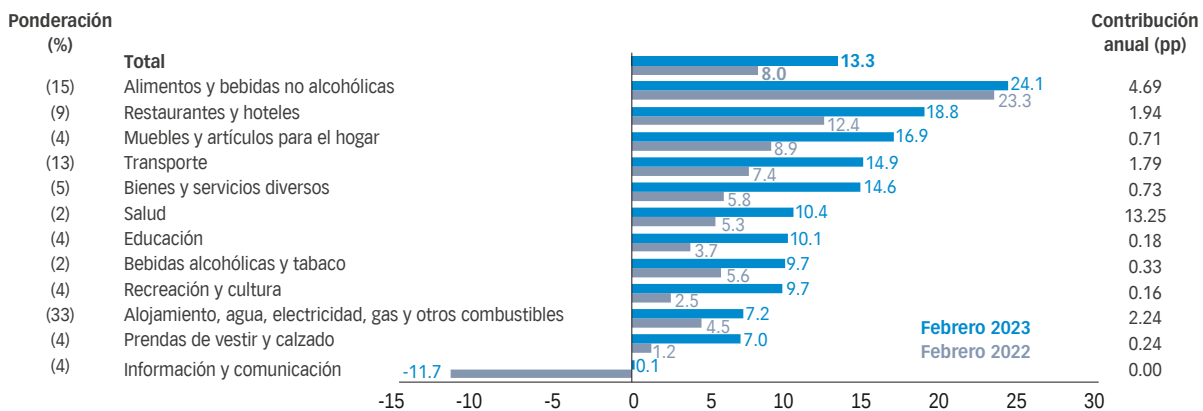
Manteniendo la tendencia alcista del 2021, la inflación en febrero alcanzó el 13,28% en términos anuales, resultado que no se veía desde marzo de 1999. Siendo así es importante mencionar la división de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas. Esta última división ha sido indiscutiblemente la que más ha ejercido presión inflacionaria con una variación anual de 24.14% y es de gran importancia debido al peso que este rubro tiene en la canasta básica (15%).

De igual manera, se encuentra la división de Restaurantes y Hoteles con una variación de 18.77 y una contribución de 1.89 p.p a la inflación total. El incremento en los precios es derivado del alza en el precio de los alimentos el cual recae de forma directa en esta división. Es importante mencionar que se ha mantenido la presión al alza de las comidas en establecimientos de servicio a la mesa y comidas preparadas fuera del hogar para consumo inmediato.

Finalmente, las divisiones de Artículos para el hogar y la conservación con 16.88%, Transporte con 14.89% y Bienes y Servicios Diversos con 14.61% completan las cinco divisiones con mayor variación anual. Como fue mencionado anteriormente, el alza en la división de Artículos para el hogar ha sido un comportamiento regular durante estos últimos meses debido a alza de los precios en productos de limpieza y mantenimiento. En cuanto al transporte, la indexación de precios a comienzo de año en el transporte urbano han sido la base del incremento de precios, ver Gráfico 2.

Para finalizar, la división de Alojamiento, Agua, Electricidad, Gas y otros combustibles presenta una variación de 7.22%, la cual es derivada del comportamiento al alza de las subclases como la variación de la electricidad que fue de 19.51% y el arriendo imputado con 4.5%. Es importante resaltar su contribución en la inflación total dado que es el segundo rubro más im-

**Inflación anual por divisiones de gasto (%)**



Fuente: elaboración ANIF con cifras del DANE.

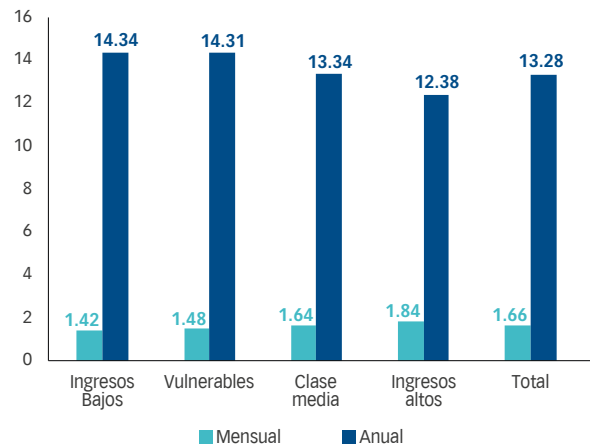
portante (2.3 p.p) manteniendo el mismo comportamiento desde el 2022.

Al hacer un análisis de la ponderación diferenciada de la canasta básica por nivel de ingreso fue posible observar que, en el primer bimestre del 2023, se generó una ruptura del efecto regresivo de la inflación debido a la variación mensual del rubro de educación. La subida en el precio de las matrículas universitarias tiene un mayor impacto sobre los sectores de más altos niveles de ingreso. De hecho, la subclase de inscripciones y matrículas en carreras técnicas, tecnológicas y universitarias lideró la variación mensual, con un crecimiento del 9.61%.

Ahora bien, en términos anuales, la mayor preocupación a nivel social sigue debiéndose principalmente al fenómeno inflacionario en la división de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas. Teniendo en cuenta que implica un gasto de primera necesidad, supone que los hogares de menores recursos son los que mayor porcentaje de sus ingresos usan para suplirlo. Siendo así, se mantiene la tendencia de la totalidad del 2022, es decir que los hogares de bajos recursos se enfrentan a un incremento anual en el costo de vida superior que los hogares de ingresos altos (ver Gráfico 3).

La inflación anual sigue mostrando un comportamiento regresivo, así, mientras la inflación para los hogares de ingresos altos y clase media es de 12.38% y 13.34%, respectivamente, para los hogares pobres es de 14.34% y para los vulnerables de 14.31%. La diferencia entre los hogares de ingresos altos y bajos es de 1.96 p.p, que, aunque aún alta, es 0.82 p.p menor que la diferencia registrada en el mes de enero.

**Inflación por nivel de ingresos (%)**



Fuente: elaboración ANIF con cifras del DANE.

La diferencia en el patrón regresivo de las presiones inflacionarias se evidencia en el alza de precios 42 p.b mayor en los hogares de ingresos altos (1.84%) respecto a los hogares pobres (1.42%). Dado el caso que se mantenga el comportamiento en los precios de alimentos, esperamos que se aliviane su presión sobre la brecha de desigualdad en el país.

## Perspectivas

A cierre de marzo de 2023, la tendencia de la inflación anual se mantiene alcista, alcanzando nuevos máximos y siguiendo el comportamiento observado durante el 2022. No obstante, la inflación sigue estando asociada a indexación de precios de transporte y educación correspondientes al inicio del año. El menor ritmo de crecimiento en el precio de los alimentos, y la dinámica de precios en centros de abasto, nos hacen considerar la posibilidad de que la infla-

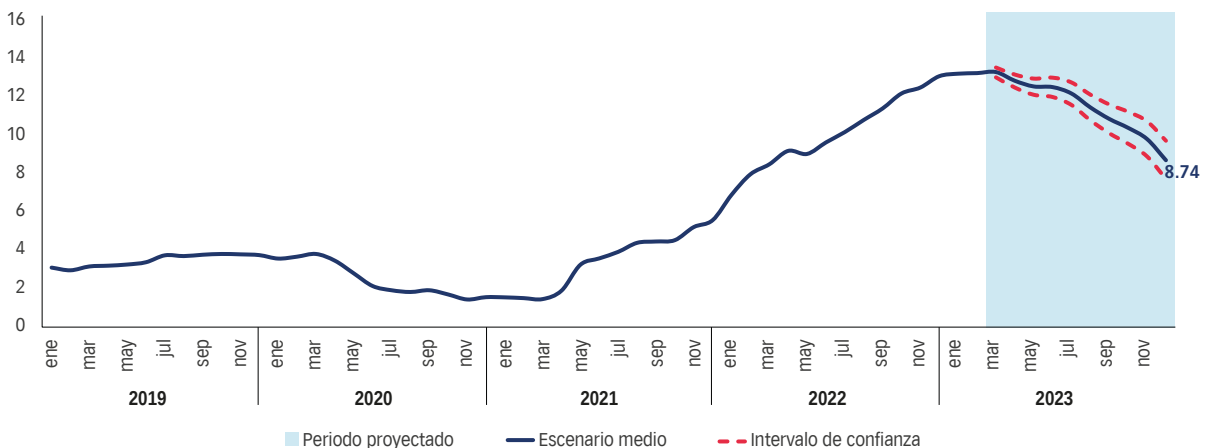
ción llegue a un techo en los próximos meses. Así mismo el Índice de precios al productor ha reportado variaciones que darían un espacio a una disminución de la inflación hacia el final del año. Por lo tanto, seguimos anticipando una desaceleración en el alza del costo de vida para los colombianos, especialmente para aquellos con menores niveles de ingresos.

Es importante mencionar que nos encontramos ante un cuadro donde el crecimiento mundial se está desacelerando. Por lo tanto, si bien se prevé que la inflación mundial se modere, se mantendrá por encima de los niveles prepandemia. El Banco de la República ha reafirmado su compromiso de alcanzar la inflación objetivo a finales del 2024 y ha venido elevando continuamente la tasa de política hasta el 13,00% el día de ayer, 30 de marzo del 2023. Tras un periodo de

fuerte relajamiento fiscal, la consolidación fiscal está avanzando gradualmente.

Teniendo en cuenta el análisis presentado anteriormente, desde ANIF creemos que la variación anual de la inflación cerrará el 2023 alrededor del 8.7%, no obstante, con un rango entre 8.5% y 9% en el escenario alcista, ver Gráfico (4). Es importante tener en cuenta que siguen existiendo factores de riesgo que podrán catalizar el nivel de precios, como la amenaza de bloqueos al interior del país que obstaculicen las cadenas de suministro, y la devaluación del peso colombiano frente al dólar y la inestabilidad económica que se puede derivar de la política reformista de este gobierno. Esos son factores que no podemos descartar dada la incertidumbre frente a la estabilidad social, política y económica en el país.

**Estimaciones IPC (%)**



Fuente: elaboración ANIF con cifras del DANE.

# PLAN FINANCIERO 2023: AJUSTE DE CUENTAS Y PERSPECTIVAS FISCALES

El pasado 22 de diciembre de 2022 el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) dio a conocer el Plan Financiero (PF) para el 2023. Posteriormente, el 20 de febrero de 2023, la publicación fue actualizada con la adición presupuestal presentada al congreso para su aprobación. Con esto, el documento contiene las cifras preliminares de cierre de 2022, la actualización de los supuestos para el 2023 y la estrategia fiscal que tendrá el gobierno nacional a lo largo del cuatrienio.

De la publicación del PF vale la pena resaltar que, en primer lugar, se presenta un escenario fiscal con cifras más positivas para 2023 que las que proyectaba el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), y una mejora en el balance primario. Ese escenario positivo se explica, en mayor medida, por un aumento en ingresos, fruto de la puesta en vigencia de la reforma tributaria, sumado a un escenario favorable en términos de precios internacionales del petróleo. En segundo lugar, el gobierno proyecta un aumento en el gasto

primario, con el que espera cubrir el aumento en el pago de intereses y saldar el déficit del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC).

## Cierre preliminar 2022 y actualización 2023

Las cuentas para el 2022 se revisaron al alza. De acuerdo con cálculos de MHCP el déficit fiscal del gobierno cerró preliminarmente en 5.5% del PIB, lo que representa una reducción de 1.6pp si se compara con lo observado en 2021. Esa misma tendencia se mantiene para 2023 y se estima que finalice con un déficit de 3.8% del PIB, favorecido por el mayor recaudo impositivo de la reforma tributaria.

No obstante, el nivel de deuda pública no tuvo la misma línea de reducción, pues el MFMP proyectaba que esta se ubicara en 56.5% del PIB. En efecto, el cierre preliminar sugiere que esa cifra rondó los 59.6

**Balance del GNC 2021 - 2023**

Concepto	Miles de millones			(\$)	%	PIB
	2021	2022*	2023**	2021	2022*	2023**
<b>Ingresos totales</b>	<b>192.058</b>	<b>238.644</b>	<b>319.591</b>	<b>16.3</b>	<b>16.6</b>	<b>20.6</b>
Tributarios	162.228	212.582	280.743	13.8	14.8	18.1
No tributarios	1.451	1.866	2.040	0.1	0.1	0.1
Fondos especiales	2.842	3.568	3.398	0.2	0.2	0.2
Recursos de capital	25.537	20.628	33.409	2.2	1.4	2.2
<b>Gastos totales</b>	<b>275.207</b>	<b>318.145</b>	<b>379.210</b>	<b>23.4</b>	<b>22.1</b>	<b>24.4</b>
Intereses	39.678	63.872	68.383	3.4	4.4	4.4
Gasto primario	235.549	254.273	310.827	20	17.7	20
Gasto primario sin FEPC	231.904	236.011	284.988	19.7	16.4	18.4
FEPC	3.645	18.262	25.839	0.3	1.3	1.7
Prestamo neto	-19	0	0	0	0	0
<b>Balance primario</b>	<b>43.471</b>	<b>-15.629</b>	<b>8.764</b>	<b>-3.7</b>	<b>-1.1</b>	<b>0.6</b>
<b>Balance total</b>	<b>-83.149</b>	<b>-79.501</b>	<b>-59.619</b>	<b>-7.1</b>	<b>-5.5</b>	<b>-3.8</b>

Fuente: elaboración ANIF con base MHCP.

puntos del producto y para 2023 estaría cercano a los 58 puntos.

En lo que respecta al 2023, vale la pena advertir que el gobierno estima que el ciclo de precios altos del petróleo Brent se mantenga el próximo año, lo que explica buena parte de los ingresos para el Gobierno Central. Sobre este punto, de acuerdo con las proyecciones de ANIF el precio promedio del petróleo Brent en 2023 estará alrededor de USD 84 por barril (contrario al 94.2 que espera el PF). Con un entorno internacional marcado por la incertidumbre que se espera observe un incremento en la demanda del combustible, en respuesta a la eliminación de las restricciones de movilidad en China, el precio del *commodity* no lograría repuntar de forma considerable. Eso, en tanto se espera un equilibrio más estrecho entre la oferta y la demanda, lo que mantendría la dinámica de precios que se observa desde diciembre de 2022 en la que el Brent no supera los USD 83.

Con eso, se espera que los ingresos tributarios para el 2023 crecerán en cerca de 58 billones. Esa meta parece difícil de cumplir si se considera la reducción en el ritmo de crecimiento económico. El PF prevé que la expansión del producto sea de 1.3%, previsión que implicaría una contracción importante del recaudo tributario por concepto de renta e IVA, principalmente. Además, de acuerdo con analistas, incluyendo a ANIF, el PIB en 2023 podría cerrar entre el 0.5% y el 1.2%.

Ahora, en lo que respecta a los gastos, el aumento en el pago de intereses sigue siendo un tema de preocupación. Si bien el PF proyecta destinar buena parte de los ingresos al pago de los intereses, cumpliendo con obligaciones necesarias para la estabilidad fiscal del país, en 2022 los intereses aumentaron en cerca de 24 billones, producto del incremento en la tasa de cambio y del encarecimiento de la deuda. Esto último, por la mayor prima de riesgo que asume el país en los mercados internacionales, si nos comparamos con

estados pares de la región. En ese sentido, en el resto del cuatrienio será clave que el gobierno imparta mensajes que garanticen la tranquilidad de mercado e inversionistas, de tal forma que sea posible materializar la proyección del PF que contempla una reducción gradual del pago de los intereses en el periodo de 2024-2026.

Una de las mejores noticias del PF es el compromiso con saldar el déficit del FEPC consistente con el cierre de brechas en los precios de la gasolina nacionales e internacionales. Se estima un gasto en 2023 de 1.7% del PIB para el cubrimiento de la deuda.

### Estrategia fiscal resto del cuatrienio (2024-2026)

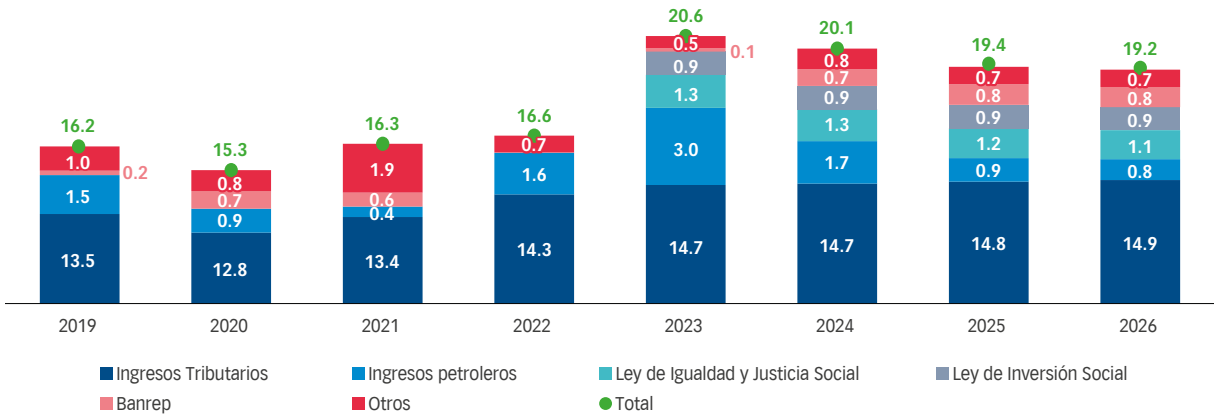
De cara a los próximos cuatro años, el Plan Financiero presenta un escenario fiscal orientado al cumplimiento de los parámetros establecidos por el Comité Autónomo de la Regla Fiscal – CARF para poder retornar, a partir de 2026, a la senda estipulada por la fórmula de la Regla Fiscal. Lo anterior se ve reflejado en la corrección a la baja de las estimaciones respecto a lo presentado en el MFMP 2022, las cuales incorporan los cambios en el ciclo económico y petrolero que tendrán lugar durante el periodo. En este sentido, para el cuatrienio se plantea una disminución del gasto total del GNC de 2.1pp, asociado, en gran parte, a la reducción de la deuda del FEPC y el pago de intereses como consecuencia de las mejores expectativas en materia de inflación y la reducción de las tasas de interés de deuda pública. No obstante, esa reducción

estaría contrarrestada por la caída en los ingresos de 1.3pp, atribuida en gran parte a la disminución de los ingresos petroleros.

Teniendo en cuenta lo anterior, en cuanto al comportamiento de los ingresos el documento estructura una senda decreciente entre 2023 y 2026, al pasar de 20.6% del PIB a 19.2% del PIB. Como se ha mencionado, la disminución responde en su mayoría a la finalización del ciclo de precios altos de nuestro principal *commodity* de exportación en 2023, que reduciría los recursos en 2.2pp. Sin embargo, esta no es la única fuente de menores ingresos. El Plan incorpora la disminución de los ingresos derivados de la Ley de Igualdad y Justicia Social, como resultado de la recomposición de las fuentes. En este frente, se espera un menor recaudo asociado a los ingresos de industrias extractivas (-0.6pp) que sería parcialmente compensado por un incremento del recaudo por impuestos saludables y las modificaciones realizadas al impuesto de renta (+0.4pp). Ahora, esas disminuciones estarían medianamente contrarrestadas por las mayores utilidades del Banco de la República, relacionadas con los mayores rendimientos financieros del portafolio de RIN (+0.7pp) y el aumento del recaudo tributario distinto a lo percibido por las reformas de 2021 y 2022 (+0.2pp).

Frente al comportamiento de las fuentes de recursos del GNC para los siguientes cuatro años, llama la atención que, si bien se tiene en cuenta el ajuste a la baja de estos, la dependencia en el desempeño macroeconómico nacional respecto al mercado mundial es muy alta y pone en riesgo la materialización de los escena-

**Ingresos totales del GNC 2022-2026**



Notas: Otros incluye No Tributarios, Fondos Especiales, Rendimientos Financieros, el Resto de Excedentes Financieros y Reintegros y otros recursos. Ingresos petroleros incluye los ingresos petroleros tributarios y los dividendos de Ecopetrol. Cifras proyectadas 2023-2026. Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

rios planteados. Por un lado, y como resalta la CARF en su pronunciamiento No.6, las mayores utilidades previstas para el Banco de la República dependen de un ajuste relevante en la inflación que puede no cumplirse si continúan los choques de precios, así como de la temporalidad de las políticas monetarias contraccionistas. De igual forma, el incremento en el recaudo tributario está atado directamente a las mejores perspectivas de crecimiento que pueden verse afectadas por el debilitamiento de la demanda externa y el incremento de la percepción de riesgo del país.

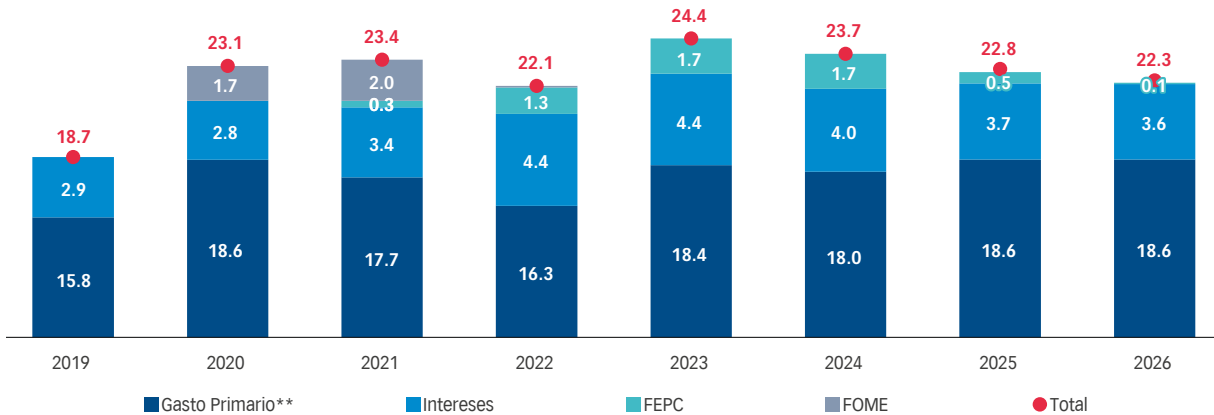
Además de eso, inquieta la clara dependencia sobre los ingresos petroleros en un escenario en donde, a pesar de que se incluye la disminución de los ingresos como consecuencia de los menores precios internacionales del crudo, se espera un alza en la producción nacional del *commodity*. Eso en tanto las señales que se están mandando desde el ejecutivo

van en contravía y dejan incógnitas sobre el plan de transición energética del país y su coherencia con la estabilidad fiscal.

Ahora, en el frente de los gastos se presenta una reducción de 2.1pp, al pasar de 24.4% del PIB en 2023 al 22.3% del PIB 2026. Las causas principales se desprenden de la reducción en los pagos al FEPC (-1.6pp entre los 4 años) y de intereses (-0.8pp). En cuanto a las transferencias al FEPC, es necesario reconocer que la decisión de cerrar las brechas entre el precio nacional e internacional de los combustibles líquidos es correcta, lo que permite avanzar en la consolidación de un escenario macro fiscal de mediano plazo sostenible. Por el lado del gasto en intereses, la reducción se encuentra atada a las menores presiones inflacionarias y la normalización de las tasas de interés de deuda pública, condiciones cuya materialización, como se mencionó, incorpora un nivel alto de



**Gastos totales del GNC 2022-2026, % del PIB**



Nota: cifras proyectadas 2023-2026.  
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

riesgo. Por otro lado, esa disminución en el gasto estaría contrarrestada en parte por el aumento del gasto primario distinto al FEPC (+0.3pp), en línea con los planes de gobierno.

En este frente, es necesario resaltar que, aunque el gasto total presenta una reducción gradual en el cuatrienio, en caso de no lograr el escenario planteado en los ingresos, se ponen en riesgo las metas planteadas para la consolidación del superávit del Balance Primario Neto Estructural.

## Perspectivas

La actualización del plan financiero muestra un escenario retador en los próximos años. Si bien el cierre preliminar de 2022 en términos de déficit fiscal es

mejor al proyectado por el MFMP, que era de 6.1% del PIB, el nivel de deuda pública no da tregua y se encuentra por encima del ancla (55%). Todo indica a que ni siquiera en 2026 lograríamos ubicarnos por debajo de esa cifra, lo que podría aumentar la percepción de riesgo que tienen los inversionistas.

En suma, si bien los escenarios centrales del PF apuntan en la dirección correcta, se deben tener en cuenta los riesgos de corto y mediano plazo que se avecinan. Todo eso repercutiría en el cumplimiento de las metas fiscales. A mediados de este año, se publicará el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2023 que contará con más información disponible y mostrará si algunos de los principales supuestos macroeconómicos sobre los que hemos llamado la atención, continúan en la misma senda. En ese sentido, nuestra proyección para 2023 es un déficit del orden de 4% del PIB.

# RESULTADOS DE LA CUENTA CORRIENTE AL CUARTO TRIMESTRE DE 2022

La cuenta corriente del país registró un déficit de 6.1% del PIB durante el cuarto trimestre de 2022 (equivalente a -US\$4.987 millones), lo que representa una disminución de 0.9 pp respecto al déficit de 7.0% del PIB (-US\$6.091 millones) registrado en el trimestre anterior y de 0.8 pp frente a lo observado en el mismo periodo de 2021 (-6.9% del PIB, equivalente a -US\$5.972 millones). Con eso, el déficit de cuenta corriente se ubicó en 6.2% del PIB (-US\$21.446 millones) en 2022, frente al 5.7% del PIB registrado en 2021 (-US\$17.981 millones).

Los resultados del trimestre revierten la ampliación del déficit que se registró en el tercer trimestre. Con esto, el comportamiento de la cuenta en los últimos tres meses del año vuelve a registrar correcciones retornando a la tendencia decreciente que se registraba en el primer semestre de 2022.

Lo anterior se desprende de la conjugación de los efectos del escenario de recuperación económica al interior del país y un contexto internacional enmarcado por tensiones geopolíticas e inflacionarias. Siendo así, la reducción del déficit de la cuenta en el cuarto trimestre versus lo registrado en los meses de junio-septiembre se explica, en términos contables, por la disminución en dólares de la cuenta (+1.3pp) y el crecimiento del PIB en términos corrientes (+0.2pp). Efectos que fueron parcialmente contrarrestados por la depreciación del peso frente al dólar sobre el valor nominal de la cuenta (-0.5pp). Ahora por componentes de la balanza, el menor déficit del trimestre lo explica la reducción del déficit de balanza comercial de bienes, así como de los menores egresos de la renta de los factores. A su vez, se registró un incremento en los ingresos por transferencias corrientes.

Identificada la dinámica del trimestre, en lo acumulado de 2022 se presentó un incremento de 0.6pp en el déficit de cuenta corriente respecto a 2021. Esto se explica por la profundización del déficit en dólares en 1.1pp y por el efecto de la depreciación del peso sobre el PIB nominal que añadió 0.5pp al déficit. Estos dos efectos se contrarrestaron parcialmente por el crecimiento del PIB nominal que aportó 1.1pp. En cuanto a la explicación por componentes, la ampliación del balance deficitario de la renta de los factores (97% frente a 2021) es el principal responsable del incremento observado. En tanto, la balanza comercial de bienes y la

de servicios registraron reducciones que ayudaron a contrarrestar la dinámica del ingreso primario (-15% y -21%, respectivamente), al tiempo que las transferencias corrientes crecieron un 10%.

Ahora bien, el déficit de la cuenta corriente para 2022 se compuso de la siguiente forma: (i) el déficit de la balanza comercial, bienes y servicios, (-US\$16.579 millones), equivalente a -4.8% del PIB (vs. -6.3% del PIB presentado un año atrás); (ii) el déficit en la renta de los factores (-US\$ 17.209 millones), correspondiente a -5.0% del PIB (-2.7% del PIB); y (iii) el superávit en las

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

	2020	2021	2022
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>-9.346</b>	<b>-17.981</b>	<b>-21.446</b>
%PIB	<b>-3.5</b>	<b>-5.7</b>	<b>-6.2</b>
<b>Bienes y servicios</b>	<b>-13.090</b>	<b>-20.032</b>	<b>-16.579</b>
%PIB	<b>-4.8</b>	<b>-6.3</b>	<b>-4.8</b>
Bienes (Balanza Comercial)	<b>-8.870</b>	<b>-13.984</b>	<b>-11.818</b>
%PIB	<b>-3.3</b>	<b>-4.4</b>	<b>-3.4</b>
Exportaciones	32.309	42.736	59.764
Importaciones	41.179	56.719	71.582
Servicios	<b>-4.220</b>	<b>-6.049</b>	<b>-4.761</b>
%PIB	<b>-1.6</b>	<b>-1.9</b>	<b>-1.4</b>
Ingreso Primario (Renta de los factores)	<b>-5.044</b>	<b>-8.723</b>	<b>-17.209</b>
%PIB	<b>-1.9</b>	<b>-2.7</b>	<b>-5.0</b>
Ingreso Secundario (Transferencias corrientes)	<b>8.788</b>	<b>10.775</b>	<b>12.342</b>
%PIB	<b>3.2</b>	<b>3.4</b>	<b>3.6</b>
Remesas de trabajadores	6.909	8.597	9.429
<b>Cuenta de Capital y Financiera</b>	<b>8.161</b>	<b>16.513</b>	<b>20.460</b>
%PIB	<b>3.0</b>	<b>5.2</b>	<b>5.9</b>
Inversión Directa	<b>5.772</b>	<b>6.201</b>	<b>13.327</b>
%PIB	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>3.9</b>
Inversión Extranjera Directa	<b>7.459</b>	<b>9.381</b>	<b>17.048</b>
%PIB	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>	<b>4.9</b>
Inversión de cartera	<b>1.768</b>	<b>4.595</b>	<b>-265</b>
%PIB	<b>0.7</b>	<b>1.4</b>	<b>-0.1</b>
Activos	5.747	3.751	3.145
Pasivos	7.515	8.347	2.880
Otra Inversión	<b>4.435</b>	<b>6.736</b>	<b>8.792</b>
%PIB	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>2.5</b>
Derivados Financieros	<b>513</b>	<b>-365</b>	<b>-823</b>
%PIB	<b>0.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>
<b>Variación activos externos *</b>	<b>-4.328</b>	<b>654</b>	<b>571</b>
%PIB	<b>-1.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.2</b>

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

transferencias corrientes (US\$12.342 millones), con lo cual se ubica en el 3.6% del PIB (vs 3.4% del PIB).

Al interior de la balanza comercial de bienes, se registró un déficit de US\$11.818 millones (-3.4% del PIB). Ahí, las exportaciones se expandieron un 40% anual hacia niveles de US\$59.764 millones (vs. US\$42.736 millones un año atrás). El incremento fue generalizado, no obstante el mayor valor del carbón y del petróleo crudo (83% y 29%, respectivamente), así como por el aumento en el volumen exportado de carbón y petróleo (2.2% y 3.4%) explican en mayor medida la expansión. A esto le siguieron las exportaciones de productos industriales y de café.

Las importaciones, por su parte, en 2022 se incrementaron en 26% frente a 2021, con lo cual se ubicaron en US\$71.582 millones (vs. US\$56.719 millones). Al igual que en las exportaciones, el incremento se dio de forma generalizada. Sin embargo, las importaciones que terminaron por jalonar el crecimiento fueron las de los

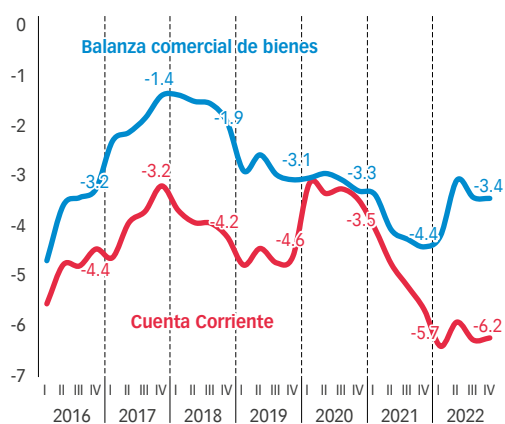
insumos y bienes de capital (crecimiento de 18%), los combustibles y lubricantes (94%), equipo de transporte (62%) y los bienes de consumo (17%). Cabe señalar que el menor déficit de la balanza se mantiene a pesar del menor crecimiento de las importaciones.

Por el lado de la balanza de servicios, el déficit se ubicó en US\$4.761 millones correspondientes a 1.4% del PIB. En el frente de las exportaciones estas totalizaron US\$12.733 millones. Lo anterior se deriva de las mayores exportaciones de servicios tradicionales (103%) y modernos (15%). En cuanto a las importaciones en el año se alcanzaron los US\$17.494, los servicios tradicionales jalonaron el crecimiento al registrar una expansión de 48%, seguida de los modernos con un incremento de 17%.

El mayor déficit del rubro de la renta de los factores se explica, en mayor medida, por el incremento en los egresos por utilidades asociadas a la Inversión Extranjera Directa (IED) en Colombia (66% de los egresos del rubro) y en menor medida al pago de dividendos e intereses de inversiones extranjeras de cartera (21%) y pagos de intereses (12%). En cuanto a las utilidades derivadas de la IED, se destaca las actividades de minas y canteras, explotación petrolera, establecimientos financieros y servicios empresariales, industria y comercio, restaurantes y hoteles, así como suministro de servicios públicos.

Frente a las transferencias corrientes, se registró un crecimiento de 15% frente al superávit de US\$10.775 millones registrado en 2021. El incremento de las transferencias se desprende de aumento de las remesas (10% anual), provenientes de Estados Unidos y Reino Unido, y los ingresos por otras transferencias (28%). Los cuales ayudaron a compensar el crecimen-

**Cuenta corriente y balanza comercial acumulada (% del PIB)**



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

to de 18% anual que se registró en los egresos por transferencias al exterior.

## Perspectivas

La dinámica de la cuenta corriente en 2022 es el resultado de la conjugación de la coyuntura nacional e internacional, enmarcado por tensiones geopolíticas que impactaron de forma contundente el precio de los combustibles y por un escenario inflacionario resultante del proceso de reactivación económica. Ahora, los resultados del último trimestre empiezan a mostrar la dinámica que se espera para 2023.

En el frente de la balanza comercial, la corrección en el consumo interno, en respuesta a los altos precios y el menor apalancamiento de los hogares, será un determinante clave para la reducción de las importaciones. En cuanto al comportamiento de las exportaciones, se espera una disminución producto del menor ritmo de crecimiento de las economías a nivel mundial que podría estar parcialmente compensada por

las exportaciones no tradicionales que se beneficiarían de la tasa de cambio. La mayor reducción del déficit se espera que provenga de la renta de los factores en línea con la desaceleración de la actividad económica y los menores egresos por utilidades asociadas a la IED en un contexto de menores precios de los combustibles. Por último, en el frente de las transferencias corrientes, la menor dinámica internacional se traducirá en una menor recepción de remesas.

Bajo ese panorama, el déficit de cuenta corriente para 2023 sería del orden de los US\$14.436 millones, equivalente a -4.3% del PIB. Por componentes, el déficit de la balanza comercial pasaría a ser de 3.9% del PIB. Le sigue el ingreso primario con un déficit correspondiente a 2.7% del PIB. Los balances deficitarios estarían parcialmente compensados por las transferencias corrientes (2.9% del PIB). Ese resultado va de la mano del crecimiento proyectado de la economía de 0.9% por ANIF y de la devaluación del peso frente al dólar (proyección de \$4.790 promedio para 2023, correspondiente a una devaluación de 12.5%).

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

	2019	2020	2021	2022	2023*
<b>Cuenta Corriente</b>	-14.808	-9.346	-17.981	-21.446	-14.436
<b>% del PIB</b>	<b>-4.6</b>	<b>-3.5</b>	<b>-5.7</b>	<b>-6.2</b>	<b>-4.3</b>
I. Bienes y Servicios	-14.146	-13.090	-20.032	-16.579	-13.236
<b>% del PIB</b>	<b>-4.4</b>	<b>-4.8</b>	<b>-6.3</b>	<b>-4.8</b>	<b>-3.9</b>
Bienes (Balanza Comercial)	-9.863	-8.870	-13.984	-11.818	-9.086
<b>% del PIB</b>	<b>-3.1</b>	<b>-3.3</b>	<b>-4.4</b>	<b>-3.4</b>	<b>-2.7</b>
II. Renta de los factores	-9.717	-5.044	-8.723	-17.209	-10.900
<b>% del PIB</b>	<b>-3.0</b>	<b>-1.9</b>	<b>-2.7</b>	<b>-5.0</b>	<b>-3.3</b>
III. Transferencias	9.055	8.788	10.775	12.342	9.700
<b>% del PIB</b>	<b>2.8</b>	<b>3.2</b>	<b>3.4</b>	<b>3.6</b>	<b>2.9</b>

\*Proyectado.

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

# RESULTADOS DE LA CUENTA DE CAPITALES AL CUARTO TRIMESTRE DE 2022

En el cuarto trimestre de 2022, el déficit de la cuenta corriente que se analizó en el apartado anterior se fondeó con un superávit en la cuenta de capitales de 6.2% del PIB (equivalentes a US\$5.094 millones). Inferior en 0.3pp a los superávits registrados un trimestre atrás y año atrás, los cuales se ubicaron en 6.5% del

PIB (US\$5.638 y US\$5.640 millones, respectivamente). Con eso, en 2022 el superávit de la cuenta de capitales sumó US\$20.460 millones, correspondientes al 5.9% del PIB. Lo que representa un incremento de 0.7pp frente al 5.2% del PIB registrado en el mismo periodo de 2021, equivalentes a US\$16.513 millones.

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

	2019	2020	2021	2022	2023*
<b>Cuenta de capital y financiera</b>	<b>13.298</b>	<b>8.161</b>	<b>16.513</b>	<b>20.460</b>	<b>14.570</b>
<b>% del PIB</b>	<b>4.1</b>	<b>3.0</b>	<b>5.2</b>	<b>5.9</b>	<b>4.3</b>
Inversión directa	10.836	5.772	6.201	13.327	10.420
<b>% del PIB</b>	<b>3.4</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>3.9</b>	<b>3.1</b>
Inversión Extranjera Directa	13.989	7.459	9.381	17.048	14.720
<b>% del PIB</b>	<b>4.3</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>	<b>4.9</b>	<b>4.4</b>
Inversión de cartera	-24	1.768	4.595	-265	300
<b>% del PIB</b>	<b>0.0</b>	<b>0.7</b>	<b>1.4</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.1</b>
Otra inversión	5.904	4.435	6.736	8.792	4.950
<b>% del PIB</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>2.5</b>	<b>1.5</b>
Activos de Reservas	3.333	4.328	654	571	1.500
<b>% del PIB</b>	<b>1.0</b>	<b>1.6</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>
<b>Saldo Reservas Internacionales Netas</b>	<b>53.167</b>	<b>59.031</b>	<b>58.579</b>	<b>57.269</b>	<b>58.769</b>
<b>% del PIB</b>	<b>16.5</b>	<b>21.8</b>	<b>18.4</b>	<b>16.6</b>	<b>17.5</b>

\* Proyectado

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

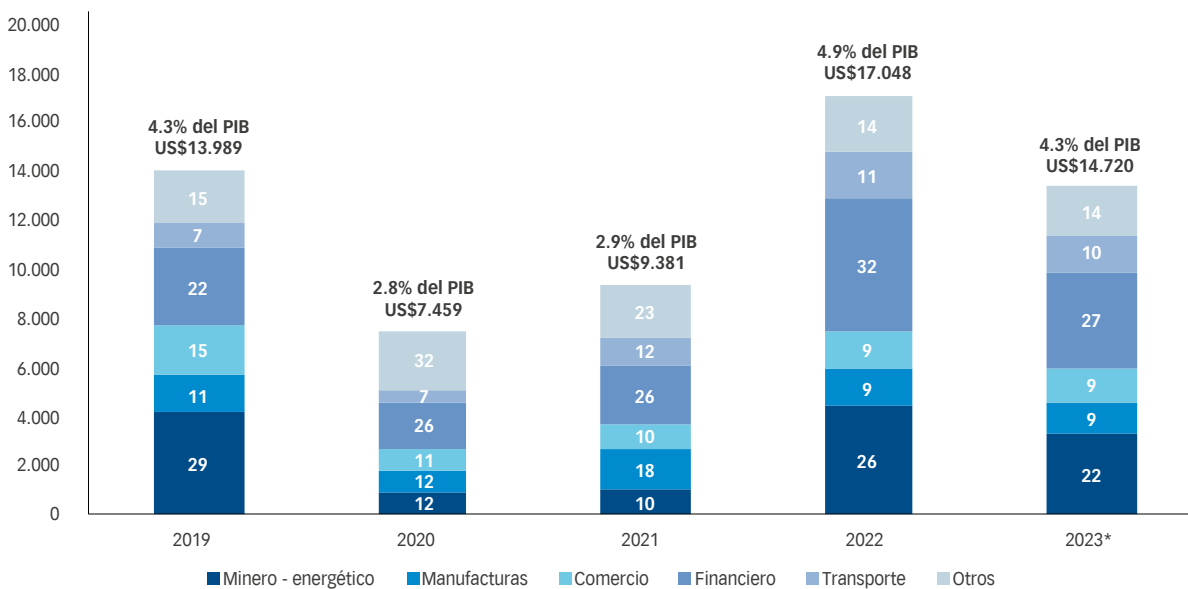
El desempeño de la cuenta de capitales en 2022 se explica por el aumento en los ingresos de capital extranjero (US\$33.020 millones vs. US\$27.235 millones), de salidas de capital colombiano hacia el exterior (US\$11.166 millones vs. US\$9.703 millones) y en el pago de derivados financieros (US\$823 millones vs. US\$365 millones). De igual forma, se registró un aumento de las reservas internacionales por un valor de US\$571 millones.

Por componentes sobre salen los flujos de: (i) inversión directa (US\$13.327 millones), equivalentes al 3.9% del PIB (vs. 1.9% del PIB en 2021); (ii) inversión de cartera (-US\$265 millones), correspondiente al -0.1% del PIB (vs. 1.4% del PIB); y “otra inversión” (US\$8.792 mi-

llones), equivalentes a 2.5% del PIB (vs. 2.1% del PIB). Todo eso es consistente con una acumulación de Reservas Internacionales por US\$571 millones (0.2% del PIB), llevando a un saldo neto de RIN (Reservas Internacionales Netas) de US\$57.269 millones.

Al interior del rubro de inversión directa, la Inversión Extranjera Directa (IED) bordeó los US\$17.048 millones correspondientes al 4.4% del PIB. Monto superior a los US\$9.381 millones registrados un año atrás. Por actividad económicas, los servicios financieros fueron los que mayor IED registraron (32% del total), seguidos por minería y petróleo (26%), transporte y comunicaciones (11%), industria manufacturera (9%), comercio y hoteles (9%) y electricidad (6%).

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



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

## Perspectivas

Los mencionados déficits externos nos llevan a pronosticar un superávit de la cuenta de capitales de 4.3% del PIB para 2023 (vs. 5.9% del PIB en 2022), incluyendo los activos de reserva. En esa línea proyectamos una recomposición en cuanto a los flujos de: (i) IED neta, que pasaría de 3.9% del PIB en 2022 al 3.1% del PIB en 2023 (US\$10.420 millones); (ii) inversión de cartera, que

aumentaría de -0.1% del PIB en 2022 hacia 0.1% del PIB en 2023 (US\$300 millones); y (iii) otra inversión, que se espera registren una disminución del 2.5% del PIB en 2022 al 1.5% del PIB en 2022 (US\$4.950 millones).

Ese panorama es consistente con un escenario de expansión de Reservas Internacionales Brutas, por un valor de US\$1.500 millones. Lo que dejaría al país con un saldo total de US\$58.769 millones en 2023.

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

Sector	2019	2020	2021	2022	2023*
Minero - energético	4.117	896	970	4.367	3.238
Manufacturas	1.499	894	1.719	1.499	1.325
Comercio	2.125	847	957	1.506	1.325
Financiero	3.132	1.920	2.402	5.530	3.974
Transporte	1.006	538	1.133	1.812	1.472
Otros	2.109	2.364	2.199	2.334	14.720
<b>IED Bruta</b>	<b>13.989</b>	<b>7.459</b>	<b>9.381</b>	<b>17.048</b>	<b>14.720</b>
<b>IED Bruta (% del PIB)</b>	<b>4.3</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>	<b>4.9</b>	<b>4.3</b>
<b>IED Colombiana en el extranjero</b>	<b>3.153</b>	<b>1.686</b>	<b>3.181</b>	<b>3.720</b>	<b>4.300</b>
<b>IED Neta</b>	<b>10.836</b>	<b>5.772</b>	<b>6.201</b>	<b>13.327</b>	<b>10.420</b>
<b>IED Neta (% del PIB)</b>	<b>3.4</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>3.9</b>	<b>3.1</b>

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



# TASA DE CAMBIO

---

En años recientes, la tasa de cambio ha sido una de las variables macroeconómicas de mayor protagonismo. Eso, debido a su alta volatilidad que exacerbó el comportamiento del mercado cambiario y puso en aprietos a la economía.

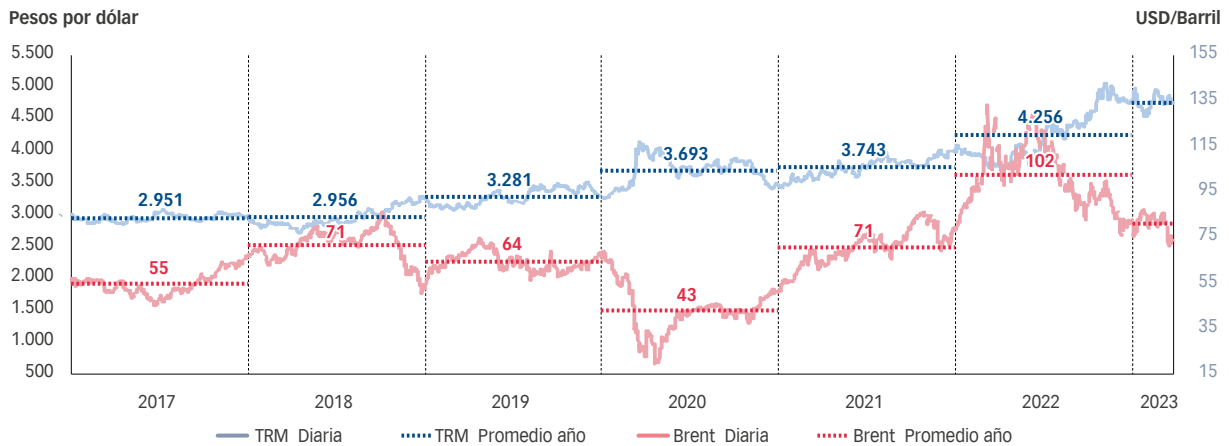
En efecto, desde la llegada del COVID-19, el dólar ha venido presentando comportamientos atípicos a la historia reciente del país, lo que implicó una fuerte devaluación de la moneda en tan solo 2 años. La caída abrupta del precio del petróleo producto de la contracción de la demanda mundial a raíz de los confinamientos fue uno de los principales factores. Así mismo, la salida masiva de capitales que buscaban refugiarse en economías más seguras en medio de la turbulencia que significó la pandemia.

Más adelante, el esfuerzo fiscal por aumentar los programas sociales y ayudar a la población vulnerable,

junto con el fracaso de la reforma tributaria en el 2021 pasaron factura. La pérdida del grado de inversión de Colombia significó un nuevo revés para el tipo de cambio, pues los inversionistas se enfrentaron a un mayor nivel de riesgo, que algunos no estaban dispuestos a asumir. Nuevas salidas de capitales aumentaron las presiones sobre el dólar que en 2021 se ubicó en promedio en \$3.743.

El 2022 no fue la excepción. La divisa norteamericana sufrió importantes cambios a lo largo del año. Inició el periodo con un valor por dólar de \$3.981 para luego superar por primera vez la barrera de los \$5.000 y ubicarse en un máximo histórico de \$5.061 el 5 de noviembre. Si bien sucedió terminando año, marcó un hito en los movimientos cambiarios que había vivido el país. Ese camino comenzó a transitar-se desde principios del año con el conflicto ruso-ucraniano que resultó en un incremento en los pre-

**Evolución de la TRM, el Brent y promedios anuales  
(Pesos por dólar – USD/Barril, al 27 de marzo, 2023)**



Fuente: cálculos ANIF con base Banco de la República.

cios de los combustibles, insumos básicos y bienes de consumo en el corto plazo a nivel mundial. Así mismo, hizo temer a los inversionistas por la seguridad de sus activos en países emergentes. Luego, a mediados del año vino un nuevo remezón, derivado de la contienda electoral que vivió el país por cuenta de las elecciones presidenciales. Fueron álgidas las discusiones y aún más las expectativas del mercado que veían con ojos de preocupación lo que sucedía en la recta final a la casa de Nariño. Además, la agenda de reformas estructurales del actual gobierno, junto con las discrepancias de las distintas carteras en un escenario de incertidumbre del manejo fiscal de país mantuvieron la alta volatilidad del peso en el segundo semestre del año.

De hecho, si se observa la devaluación generada desde la elección de la actual administración a la actualidad, el peso colombiano es la segunda moneda más

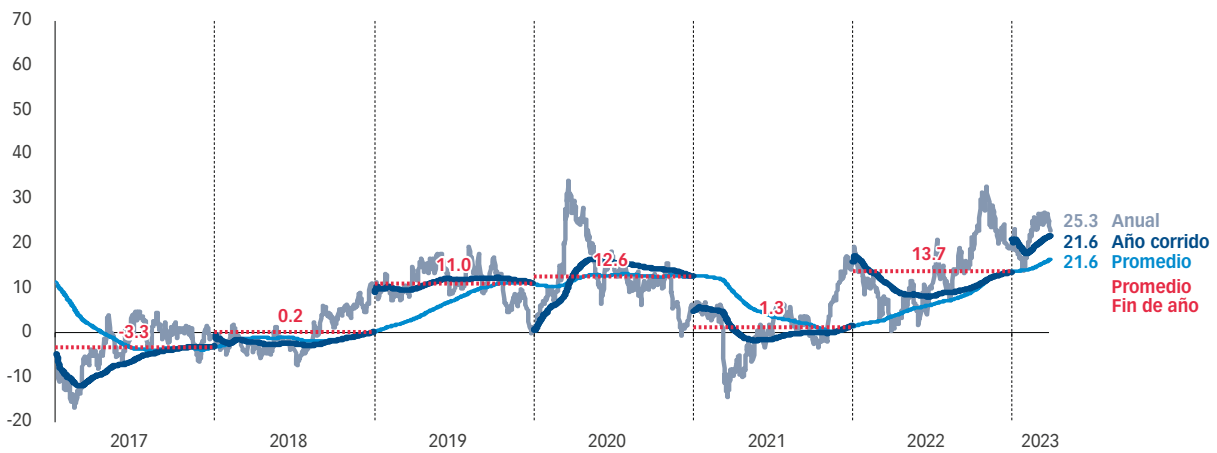
devaluada solo superada por el peso argentino para un pool de países, entre los que se incluyen algunos de la región y del mundo. Con una devaluación anual que se ubicó a cierre de 2022 en 20.8% y que llevo a un promedio de 13.7% durante el año. A pesar del buen comportamiento que ha tenido la moneda en el 2023, todavía no ha logrado recuperar el terreno perdido a causa de la incertidumbre generada en el segundo semestre del año pasado.

Eso es posible contrastarlo con el índice del dólar (DXY), al medir el valor de esa divisa frente a una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU. Con él, es útil determinar si los movimientos del precio del dólar en Colombia se explican por el contexto global o por la incertidumbre local. Durante el 2022, el DXY alcanzó niveles máximos si se consideran los registros de los últimos 20 años (114 unidades en septiembre), lo cual coincidió con nive-

les históricamente altos del precio del dólar en Colombia. Por lo tanto, es posible inferir que el dólar a \$5.000 COP se derivó de un contexto externo de aversión al riesgo que fortaleció de manera desmedida la

demanda de dólar como activo refugio y disminuyó el apetito por activos de mercados emergentes. En el 2023 la situación es diferente, mientras el DXY se encuentra en una senda bajista (retornando a las 102

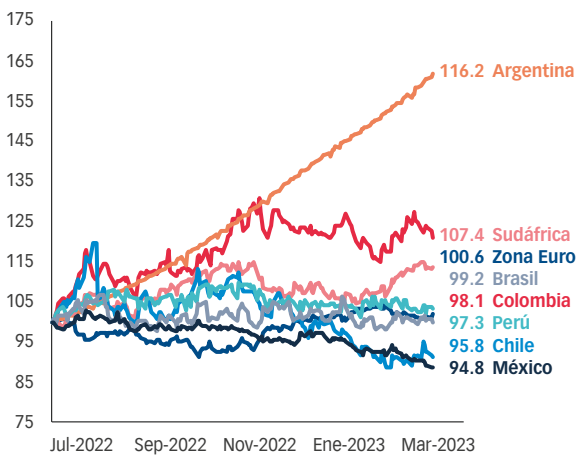
**Evolución de la TRM y Promedios anuales (% a marzo 27 de 2023)**



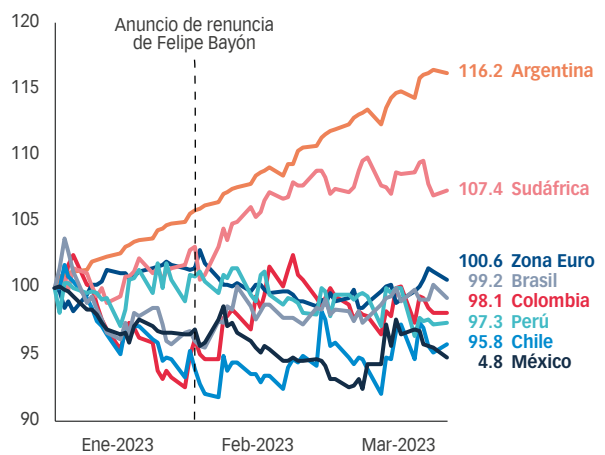
Fuente: cálculos ANIF con base Banco de la República.

**Devaluaciones de divisas mundiales frente al dólar**

**Índice, 20 de junio de 2022 (=100) al 27 de marzo de 2023**



**Índice, 1 de enero de 2023 (=100) al 27 de marzo de 2023**



Fuente: elaboración ANIF con datos de Yahoo Finance.

unidades, niveles de abril de 2022), el precio del dólar en Colombia sigue en niveles históricamente altos, sólo superados por el pico del segundo semestre del 2022. Lo anterior puede ser evidencia de que la devaluación del peso colombiano se ha visto apalancada durante el 2023 por la incertidumbre del contexto local. Así, el comportamiento de la divisa en Colombia se ha desanclado de los movimientos de sus pares emergentes, como México, cuya divisa se ubica en un valor de 18.06 pesos mexicanos por dólar (niveles del 2017), y Brasil, que ha regresado a los 5.07 reales por dólar (niveles de 2021).

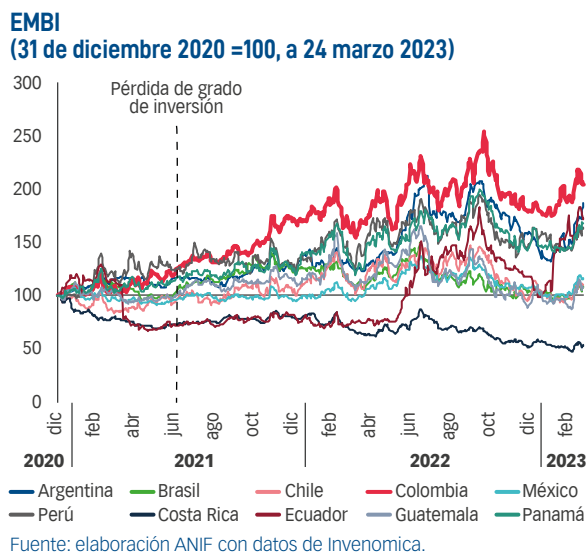
Es así como el país parece haberse encaminado en una senda de no retorno en cuanto al riesgo se refiere. Para los mercados, Colombia se ha convertido en un país más riesgoso en comparación con sus pares. La prima de riesgo que asume el país es mucho más cos-

tosa y se ha alejado del lote de países de la región. Por ejemplo, si se toma como punto de partida el final de 2020, hoy nos encontramos por encima de países tradicionalmente más riesgosos como Brasil. Todo eso, producto de las señales provenientes del gobierno nacional que han puesto en tela de juicio la política de hidrocarburos no solo del futuro sino amenazando el cumplimiento de las reglas de juego vigentes.

Todo eso se traduce en una menor atracción de inversionistas y la posible salida de los actuales. A su vez, repercute en una tasa de cambio más devaluada que incrementa el nivel de riesgo del país. Es una compleja espiral de incertidumbre.

## Perspectivas

Teniendo en cuenta los escenarios mencionados, así como las proyecciones macroeconómicas del país en los demás frentes, para el año 2023 en ANIF esperamos que la tasa de cambio promedio se ubique en \$4.790 lo que resultaría en una devaluación del 12.5% respecto al 2022. Las reformas estructurales que adelanta el gobierno, de no incorporar la visión más amplia a la que pueden contribuir analistas y centros de pensamiento, podrían poner en riesgo la estabilidad fiscal del país, repercutir en la credibilidad de honrar nuestra deuda y posteriormente afectar el tipo de cambio con la salida de capitales. Por otro lado, la relativa mejoría en las condiciones externas ha hecho que nuestra moneda se revalúe en lo corrido de este año, lo que podría generar un contrapeso a las ya difíciles señales emitidas por el gobierno.



No obstante, de forma reciente ha venido creciendo el temor de la estabilidad del sector financiero por cuenta del colapso del Silicon Valley Bank en Estados Unidos que pone sobre la mesa un nuevo flujo de recursos en la economía global. De no estabilizarse completamente, podría significar un revés para la en-

trada de nueva inversión a nuestro país y con eso una devaluación más pronunciada.

Con todo, mantenemos un cercano monitoreo de la situación global para modificar nuestra previsión de tasa de cambio de ser necesario.

## Proyecciones económicas de ANIF para Colombia

COLOMBIA (PROYECCIONES ANIF)	OBSERVADO				PROYECTADO
	2019	2020	2021	2022	2023
<b>PRODUCCIÓN (VARIACIÓN % ANUAL)</b>					
Producto Interno Bruto	3.3	-7.0	10.7	7.5	0.9
<b>COMPONENTES DE PRODUCCIÓN DEL PIB</b>					
Agropecuario	2.3	2.0	3.1	-1.9	-0.4
Minas y canteras	1.7	-15.6	0.2	0.6	0.2
Industria	1.2	-9.8	16.4	9.8	1.0
Electricidad, gas y agua	2.5	-2.6	5.1	4.1	0.5
Construcción	-1.9	-26.8	5.7	6.4	-0.5
Comercio, transporte y turismo	3.7	-13.7	20.9	10.7	0.8
Comunicaciones	1.1	-2.6	11.4	14.2	0.9
Actividades financieras	6.3	2.3	3.4	6.5	1.9
Actividades inmobiliarias	3.3	1.5	2.5	2.0	1.3
Actividades empresariales	3.4	-5.5	9.8	8.3	0.7
Servicios sociales, comunales y personales	5.1	0.1	7.6	4.9	1.4
Actividades de recreación	13.0	-11.4	33.1	37.9	1.3
<b>COMPONENTES DE GASTO DEL PIB</b>					
Consumo de los hogares	3.9	-5.0	14.8	9.5	0.8
Consumo del gobierno	5.3	-0.6	10.3	1.4	1.1
Inversión	3.8	-20.5	12.2	19.5	0.6
Exportaciones	3.1	-22.7	14.8	14.9	0.6
Importaciones	7.3	-20.5	28.7	23.9	0.7
<b>DESEMPLEO</b>					
Tasa nacional de desempleo (promedio)	10.5	16.1	13.8	11.2	11.5 - 12.0
Tasa de desempleo trece ciudades (promedio)	11.2	18.4	15.2	11.4	11.7-12.2
<b>INFLACIÓN (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)</b>					
IPC total nacional	3.8	1.6	5.6	13.1	8.5-9
<b>TIPO DE CAMBIO Y DEPRECIACIÓN</b>					
TRM (cierre año)	3.277.1	3.432.5	3.981.2	4.810.0	4.872
Depreciación nominal anual del peso (cierre año)	0.8	4.7	16.0	13.7	1.3
TRM (promedio año)	3.281	3.693	3.743	4.256.0	4.790
Depreciación nominal anual del peso (promedio)	11.0	12.6	1.3	20.8	12.5
<b>SECTOR EXTERNO (US\$ MILES DE MILLONES)</b>					
Exportaciones de Bienes FOB	40.7	32.3	42.7	59.8	53.2
Importaciones de Bienes FOB	50.5	41.2	56.7	71.6	62.3
Balanza Comercial de Bienes FOB	-9.9	-8.9	-14.0	-11.8	-9.1
Cuenta Corriente	-14.8	-9.3	-18.0	-21.4	-14.4
Reservas Internacionales Netas	53.2	59.0	58.6	57.3	58.8
<b>SECTOR EXTERNO (% DEL PIB)</b>					
Cuenta corriente	-4.6	-3.5	-5.7	-6.2	-4.3
Balanza comercial	-3.1	-3.3	-4.4	-3.4	-2.7
Cuenta de capital	4.1	3.0	5.2	5.9	4.3
IED Bruta	4.3	2.8	2.9	4.9	4.3
IED Neta	3.4	2.1	1.9	3.9	3.0

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

# PROYECCIONES

## PRODUCTO INTERNO BRUTO

### Producto Interno Bruto (Var. Porcentual anual)

	Observado			Proyección	
	2020	2021	2022	2023	2024
Estados Unidos	-2.8	5.9	2.1	1.7	0.4
China	2.2	8.1	3.0	5.8	5.5
Zona Euro	-6.2	5.3	3.5	1.1	0.9
Japón	-5.0	2.5	1.0	0.6	0.5
México	-8.0	4.7	3.1	1.9	1.0
Perú	-11.0	13.6	2.7	2.0	2.7
Chile	-6.1	11.7	2.4	-0.4	2.4
Ecuador	-7.8	4.2	2.9	2.5	2.5
Brasil	-3.3	5.0	2.9	0.5	1.0

Fuente: JP Morgan Markets.

## CUENTA CORRIENTE

### Cuenta Corriente (% del PIB)

	Observado			Proyección	
	2020	2021	2022	2023	2024
Estados Unidos	-2.9	-3.6	-3.7	-3.1	-3.4
China	1.9	1.8	2.3	1.1	0.4
Zona Euro	1.8	2.3	-0.3	1.1	1.1
Japón	2.9	2.8	1.1	1.1	1.4
México	2.4	-0.4	-0.9	-1.2	-1.4
Perú	0.5	-2.3	-4.4	-2.9	-2.0
Chile	-1.7	-7.3	-9.0	-4.4	-2.7
Ecuador	2.5	2.8	2.5	1.9	1.0
Brasil	-1.8	-1.9	-3.0	-2.4	-2.4

Fuente: JP Morgan Markets.

## INFLACIÓN

### Inflación (Variación porcentual anual)

	Observado			Proyección	
	2020	2021	2022	2023	2024
Estados Unidos	1.2	4.7	8.0	4.2	2.6
China	2.5	0.9	2.0	1.4	2.9
Zona Euro	0.3	2.6	8.4	5.8	2.2
Japón	0.0	-0.2	2.5	2.7	2.7
México	3.4	5.7	7.9	6.0	4.1
Perú	1.8	4.0	7.9	6.4	3.7
Chile	3.0	4.5	11.7	8.1	4.2
Ecuador	-0.3	0.1	3.5	2.4	2.4
Brasil	3.2	8.3	9.3	4.9	4.3

Fuente: JP Morgan Markets.

## TASA DE DESEMPLEO

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

	Observado			Proyección	
	2020	2021	2022	2023	2024
Estados Unidos	8.1	5.4	3.6	3.8	4.9
China	5.2	5.1	5.5	5.2	5.0
Zona Euro	8.0	7.7	6.7	6.7	6.8
Japón	2.8	2.8	2.6	2.4	2.4
México	5.7	3.8	3.5	3.7	4.0
Perú	13.0	9.0	7.0	7.5	7.5
Chile	11.0	7.3	7.7	8.1	8.0
Ecuador	4.9	4.1	4.2	4.3	4.5
Brasil	13.5	13.5	9.5	9.6	9.8

Fuente: JP Morgan Markets.





# PANORAMA

---

ANIF