

# Economía Colombiana

## ANÁLISIS DE COYUNTURA

Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno  
Grupo de estudios en Economía y Empresa

|  |            |
|--|------------|
| <b>Contenido</b>   |            |
| <b>Resumen ejecutivo</b> .....   | <b>4</b>   |
| <b>Capítulo 1</b> .....  | <b>7</b>   |
| Políticas restrictivas, incertidumbre y temores de recesión: el panorama económico global .....                                      | 7          |
| <i>Jesús Botero García</i> .....   | 7          |
| <b>Capítulo 2</b> .....  | <b>15</b>  |
| Perspectivas de la economía colombiana: deuda social, déficit fiscal y desarrollo productivo .....                                   | 15         |
| <i>Jesús Botero García</i> .....   | 15         |
| <b>Capítulo 3</b> .....  | <b>22</b>  |
| Nowcast de la actividad económica del último trimestre 2022 a partir de indicadores líderes y las tendencias de Google Colombia..... | 22         |
| <i>Jose Fernando Loaiza</i> .....  | 22         |
| <i>Diego Montañez-Herrera</i> .....  | 22         |
| <b>Capítulo 4</b> .....  | <b>29</b>  |
| Estadísticas de mercado laboral, segundo trimestre 2022 .....  | 29         |
| <i>María José Bernal</i> .....   | 29         |
| <b>Capítulo 5</b> .....  | <b>35</b>  |
| Balanza de Pagos de Colombia, primer semestre de 2022 y proyecciones hacia el final de 2022.....                                     | 35         |
| <i>Humberto Franco González</i> .....  | 35         |
| <b>Capítulo 6</b> .....  | <b>50</b>  |
| Inflación y política monetaria .....   | 50         |
| <i>Carlos Esteban Posada P.</i> .....  | 50         |
| <i>Liz Londoño-Sierra</i> .....  | 50         |
| <b>Capítulo 7</b> .....  | <b>58</b>  |
| Ingresos tributarios, ejecución presupuestal y, las finanzas públicas.....   | 58         |
| <i>Álvaro Hurtado Rendón</i> .....   | 58         |
| <b>Capítulo 8</b> .....  | <b>69</b>  |
| ¿Cómo afectan la inflación, la depreciación y la política monetaria las finanzas públicas? .....                                     | 69         |
| <i>Carlos Esteban Posada P.</i> .....  | 69         |
| <i>Liz Londoño-Sierra</i> .....  | 69         |
| <b>Capítulo 9</b> .....  | <b>77</b>  |
| Mercados financieros a corte de noviembre de 2022.....   | 77         |
| <i>Jaime Alberto Ospina Mejía</i> .....  | 77         |
| <i>Juan Felipe Restrepo Yepes</i> .....  | 77         |
| <b>Capítulo 10</b> .....   | <b>88</b>  |
| Resultados del sistema financiero colombiano agosto del 2022.....  | 88         |
| <i>Jaime Alberto Ospina Mejía</i> .....  | 88         |
| <b>Anexo 1</b> .....   | <b>98</b>  |
| La reforma tributaria.....   | 98         |
| <i>Jesús Botero García</i> .....   | 98         |
| <b>Anexo 2</b> .....   | <b>108</b> |
| Efectos de la Doble Tributación sobre el Costo de Capital en Colombia .....  | 108        |
| <i>Juan Carlos Gutiérrez</i> .....   | 108        |

# **Economía Colombiana**

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Nº 19. Diciembre de 2022.

Universidad EAFIT

**Claudia Patricia Restrepo Montoya**

Rectora

**César Eduardo Tamayo Tobón**

Decano Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno

**Andrés Ramírez Hassan**

Director del Grupo de Investigación de Economía y Empresa

Semillero de Coyuntura Económica

Coordinador

**Jesús Botero García**

Autores en esta edición

**Jesús Botero García**

**José Fernando Loaiza**

**Diego Montañez-Herrera**

**María José Bernal**

**Humberto Franco González**

**Carlos Esteban Posada**

**Liz Londoño-Sierra**

**Álvaro Hurtado Rendón**

**Jaime Alberto Ospina Mejía**

**Juan Felipe Restrepo Yepes**

**Juan Carlos Gutiérrez**

Edición y corrección de estilo

**María Paola Aguilar Rojas**

**Valentina Velásquez Escobar**

Diagramación y diseño

**María Paola Aguilar Rojas**

**Valentina Velásquez Escobar**



# Resumen ejecutivo

Pronósticos de crecimiento global, como los divulgados en octubre por el Fondo Monetario Internacional, indican que el crecimiento de las economías avanzadas se reducirá al **0,8%** en 2023, tras cerrar el presente año en **2%**, y ello, en medio de significativos riesgos de estanflación, es decir, bajos crecimientos con altas tasas de inflación. La economía de los Estados Unidos, se prevé que crecerá en torno al **1%** en 2023, pero el equilibrio entre crecimiento e inflación es todavía incierto, porque la inflación, aunque se ha reducido levemente desde junio, sigue siendo alta; **7,8%** al cierre de octubre. El Banco de la Reserva Federal debe encontrar una senda adecuada de incremento de la tasa de interés de los fondos federales, que contribuya a reducir la inflación sin debilitar demasiado la economía y sin exacerbar la volatilidad en los mercados financieros, que ha empezado ya a incrementarse.

Las decisiones que tome el Banco serán, por lo demás, cruciales en la determinación del curso que tomará la transición en los mercados financieros globales, desde una situación de extrema abundancia de liquidez, como la que se generó en el mundo para enfrentar la pandemia, a un escenario de estrés financiero, inducido por tasas de interés elevadas, altos niveles de endeudamiento de agentes públicos y privados y creciente aversión al riesgo en entidades financieras y fondos de inversión.

Hechos recientes han producido un alivio en esos mercados: las minutas de la reunión de noviembre del comité que define las tasas de interés en Estados Unidos indican que la mayoría de sus miembros perciben que podría empezarse a moderar el ritmo de incremento de las tasas de interés, tras cuatro períodos consecutivos de incremento de **75 puntos** básicos desde junio: "La mayoría (de ellos) vieron un aumento de **50 puntos** básicos en el rango objetivo para la tasa de fondos federales en la reunión de diciembre como el resultado más probable" (Federal Open Market Committee, 2022, p. 3). Pero, aun así, la incertidumbre domina el panorama económico global, especialmente cuando se considera que otras economías avanzadas han entrado o están a punto de entrar en recesión, como es el caso, respectivamente, del Reino Unido y de Alemania; y que China experimenta agudas dificultades, asociadas a nuevos brotes de COVID y a la crisis inmobiliaria, con un claro debilitamiento de su crecimiento, que alcanzó sólo el **3,9%** en el tercer trimestre de 2022.

Con el telón de fondo de esta compleja situación de la economía mundial, de presiones inflacionarias generalizadas, de políticas monetarias restrictivas y de tendencias recesivas, la economía colombiana empieza a mostrar signos de desaceleración, que la llevarán de tasas de crecimiento del **9,4%** en los tres primeros trimestres del año, a niveles del orden del **1,7%** en 2023. El aumento de las tasas de interés y la reducción del crecimiento de la demanda que ello induce, la volatilidad del mercado cambiario y, especialmente, la incertidumbre política, están debilitando ya la actividad económica, llevando a un crecimiento en el cuarto trimestre del orden **3,35%**, según nuestro *Nowcast*, pero con un sesgo a la baja hasta el **1,6%**, si la inflación y la tasa de interés afectasen más profundamente el consumo de los hogares en la temporada comercial de final del año, como probablemente ocurra.

En 2023, el crecimiento podría llegar al **1,7%**, si la inflación empieza a ceder, se moderan las señales inciertas acerca de las reformas que el gobierno se propone realizar, y la inflación global

empieza también a ceder terreno, facilitando un manejo más moderado del endurecimiento de la política monetaria en las economías avanzadas. Pero no es difícil imaginar escenarios en los cuales esa tasa de crecimiento se reduzca significativamente aproximándose a cero, si la inflación no cede, se genera incertidumbre adicional en el frente político, y se deteriora la percepción de riesgo acerca del país, revirtiendo flujos de capital y encareciendo el endeudamiento de agentes públicos y privados.

Por lo anterior, son particularmente riesgosas las ideas que se han venido discutiendo acerca de la transformación energética, la reforma a la salud y la reforma a las pensiones, y acerca del uso de los recursos provistos por la reforma tributaria recién aprobada.

En el tema energético hay un consenso claro acerca de la conveniencia de impulsar una transformación profunda del sistema, desde energías fósiles y extractivas, a energías renovables no convencionales. Pero, lo que no resulta claro es el afán de hacer esta transición a través de la renuncia abrupta al aprovechamiento de una riqueza natural como la que el país tiene en hidrocarburos y carbón, y cuya representatividad queda puesta de presente en la ley recién aprobada de regalías, que estima su valor en **31,3 billones** para el período 2023-2024. Mucho más sensato resulta fundamentar la transición en un decidido esfuerzo de desarrollo de nuevas energías, que se apoye en el uso eficiente de los recursos provenientes de sectores extractivos y de combustibles fósiles, en lugar de hacerlo coincidir con las dificultades que resultarían del marchitamiento de los recursos de las regalías y la necesidad simultánea de recursos adicionales para el aseguramiento social. En nuestros cálculos, el abandono de la exploración y explotación de hidrocarburos podría reducir el crecimiento promedio de la década en un punto porcentual, generando algo más de **cinco puntos** porcentuales de pobreza, al final de ella.

En cuanto a la reforma a la salud, también hay un consenso acerca de la necesidad de mejorar el acceso en aquellas regiones en las que la oferta de servicios médicos es limitada y, especialmente, en propiciar un giro del sistema hacia actividades preventivas en un enfoque "centrado en los hogares" y no "centrado en los hospitales". Pero, en lo que no hay consenso es en que ello pueda llevarse a cabo sin una gestión eficiente del riesgo, para la que sin duda el sector asegurador es quien mejor preparado está. La ilusión de que por no pagar los costos de esa gestión se ahorrarían recursos, es una falacia, porque los costos de ineficiencia por la carencia de gestión superarían con creces los ahorros que se consigan al eliminar el gestor.

En el sistema pensional hay también consenso en que hay que corregir la regresividad del sistema, pero especialmente, su limitada cobertura. Es inaceptable que el sistema deje por fuera a **3 de cada 4 personas** en edad de pensionarse, y el país agradecerá sin duda los esfuerzos que se hagan en tal sentido. Pero el diseño que se haga de la reforma tiene que evitar dos grandes riesgos: el primero, el riesgo de trasladar recursos del ahorro al gasto, justo cuando la mayor vulnerabilidad macroeconómica del país es la brecha entre ahorro e inversión, que genera una necesidad de financiamiento neto de más de **4 puntos** del Producto Interno Bruto (PIB), en la balanza de pagos; y el riesgo de insolvencia futura del sistema, si los beneficios que genera exceden con mucho las posibilidades de acopiar recursos para cubrirlos.

Una figura de un pilar pensional hasta un salario mínimo en un régimen de reparto simple, que garantice una pensión equivalente a ese salario mínimo, con un pilar adicional en el que

los ahorros individuales aporten el exceso de pensión sobre el mínimo, y todo ello complementado con un tercer pilar solidario que profundice los Beneficios Económicos Periódicos (BEPS), podría resultar mucho más equitativo y sostenible que la propuesta que empieza a presentarse para posterior discusión en el Congreso de la República.

En cuanto al uso de los recursos provistos por la reforma tributaria, el asunto esencial es la responsabilidad fiscal: debe garantizarse que se destinen los recursos necesarios al manejo adecuado del déficit fiscal y de la deuda pública, porque una percepción inadecuada de ese manejo cerraría el acceso a los mercados mundiales de crédito y a los flujos de capital, concretando así el riesgo más grande de disrupción en el crecimiento que corre el país, dada la vulnerabilidad asociada a la brecha mencionada de ahorro e inversión. El eventual cierre de acceso a los mercados de crédito desencadenaría una crisis cambiaria de inmensas proporciones, que nos dejaría más pobres y nos condenaría a un crecimiento económico inferior al **3%**, en el horizonte de mediano plazo.

Es un panorama retador, máxime si el país enfrenta un trilema tan complejo como el que vive: Deuda social, Déficit fiscal y Desarrollo productivo. El país debe implementar políticas efectivas de atención de la Deuda social, sin poner riesgo del Déficit fiscal y sin cerrar el espacio al Desarrollo productivo necesario para lograr una sociedad pujante, más equitativa y abierta en cuanto a oportunidades para todos sus integrantes.

En ese panorama retador habrá que evitar otras tentaciones facilistas, además de las ya mencionadas al referirnos a las reformas en trámite: intervenciones inapropiadas en el mercado cambiario e interferencias en la autonomía del banco central, que debiliten una institución que ha sido tan eficaz para enfrentar coyunturas adversas, y que está operando, además, adecuadamente en la presente coyuntura; políticas de cierre de la economía, que nos devuelvan 30 años en el proceso de integración a la economía global, poniendo en riesgo el tipo de inserción en las cadenas globales de valor, que definirá las oportunidades de nuestro desarrollo productivo futuro; o excesivos subsidios, que pretendan ser una vía fácil y rápida hacia un bienestar general que sólo se logra a través de la generación de empleo formal de calidad y de sistemas de aseguramiento social incluyentes y sostenibles.

## Referencias

FOMC (2022). Minutes of the Federal Open market Committee. November 1-2, 2022. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>



# Capítulo 1

## Políticas restrictivas, incertidumbre y temores de recesión: el panorama económico global

Jesús Botero García<sup>1</sup>

### 1. Introducción

El efecto combinado de políticas monetarias y fiscales expansivas, tanto en las economías avanzadas como en las economías emergentes; de restricciones de oferta, en un entorno de recuperación rápida de la demanda tras la crisis del COVID; de disrupciones en las cadenas logísticas, que apenas empiezan a ceder, tras alterar de manera profunda los flujos comerciales en el mundo; de reacomodos radicales en las cadenas globales de valor, por cuenta del desacople de China y Estados Unidos y de la creciente reticencia al avance de la globalización; y de significativos choques exógenos, como la invasión a Ucrania y la prolongación del COVID en China, han generado intensas presiones inflacionarias en todo el mundo, forzando a las autoridades económicas a implementar políticas restrictivas, tendientes a moderar su impacto y a evitar que terminen por ser incorporadas en las expectativas de los agentes.

El endurecimiento de la política monetaria que esto implica se ha extendido por el mundo desarrollado, forzando a las economías emergentes a elevar también sus tasas, en el doble propósito de frenar la inflación y de mantener una posición competitiva adecuada en los mercados financieros mundiales, para evitar salidas de capitales que profundicen los efectos recesivos que se han ido difundiendo en el mundo, a la par de las presiones inflacionarias.

Los efectos previsibles son el aumento significativo de los riesgos de recesión en todo el mundo, y un complejo proceso de reacomodo de los mercados financieros, que limitará la capacidad de gestión presupuestal de aquellos agentes públicos y privados que hayan quedado altamente endeudados después de la crisis del COVID.

Pero además de las tendencias recesivas, el aumento de las tasas de interés eleva sustancialmente la vulnerabilidad en los mercados, especialmente en países emergentes, que experimentan fluctuaciones continuas, tanto en el valor de sus divisas como en los flujos de portafolio. Es un panorama complejo, en el que reina la incertidumbre y la volatilidad, y que propicia cambios bruscos en el tono de los mercados, como reacción a todo tipo de noticias.

### 2. La política monetaria en los Estados Unidos

En Estados Unidos esto ha llevado a un incremento significativo de la tasa de interés de intervención, que ha pasado del rango de 0 a 0,25% en marzo de 2022, al rango de 3,75% - 4%

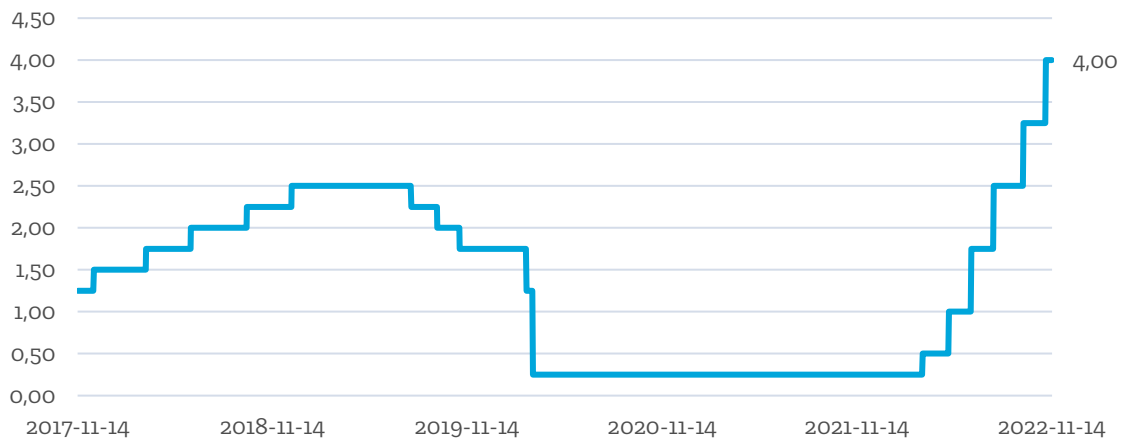
---

<sup>1</sup> Jesús Botero García. Profesor del área de Mercados y Estrategia Financiera y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jabotero@eafit.edu.co

(ver [Figura 1](#)), y a un paulatino recorte de liquidez, que empieza a manifestarse en la reducción de los activos totales del Banco Central, como lo ilustra la [Figura 2](#).

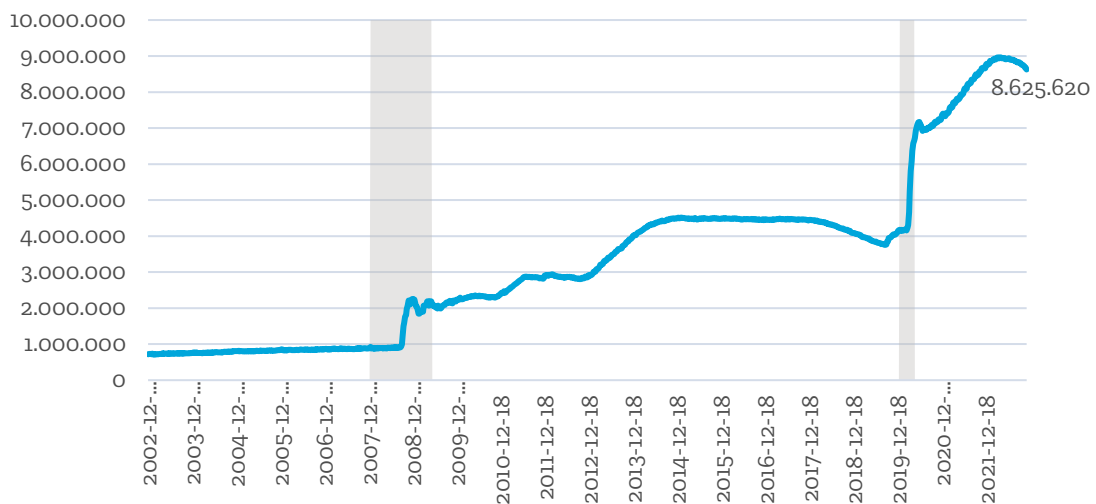
Los resultados de la inflación en octubre, sin embargo, trajeron algún alivio a los mercados, porque tras 7 meses con tasas de inflación superiores al **8%**, se alcanzó un nivel del **7,8%** (ver [Tabla 1](#)). Esto, y la aparente resiliencia del empleo, que se mantiene en **3,7%**, niveles inferiores a los observados a comienzos del año, permite suponer que el aumento de tasa de interés en la próxima reunión de Comité de Mercado Abierto (FOMC) del Banco de la Reserva Federal esté quizás en **50 puntos básicos** y no en **75**, como ha sido el caso en las cuatro últimas reuniones, limitando los reajustes de portafolio y su impacto sobre el valor de los activos financieros. El dato de inflación, que deberá divulgarse unos días antes de la reunión del 13 y 14 de diciembre del FOMC, será sin duda decisivo en la decisión.

*Figura 1. Tasa de Fondos Federales. FED. Límite superior.*



*Fuente:* Elaboración propia con datos Federal Reserve Economic Data (FRED), 2022.

*Figura 2. Activos Totales. Sistema de Reserva Federal. USA.*



*Fuente:* Elaboración propia con datos Federal Reserve Economic Data (FRED), 2022.



Tabla 1. Tasa de inflación Estados Unidos.

| Año  | Ene  | Feb  | Mar | Abr  | May | Jun | Jul | Ago | Sep | Oct | Nov | Dic |
|------|------|------|-----|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 2012 | 3,0  | 2,9  | 2,6 | 2,3  | 1,7 | 1,7 | 1,4 | 1,7 | 1,9 | 2,2 | 1,8 | 1,8 |
| 2013 | 1,7  | 2,0  | 1,5 | 1,1  | 1,4 | 1,7 | 1,9 | 1,5 | 1,1 | 0,9 | 1,2 | 1,5 |
| 2014 | 1,6  | 1,1  | 1,6 | 2,0  | 2,2 | 2,1 | 2,0 | 1,7 | 1,7 | 1,6 | 1,2 | 0,7 |
| 2015 | -0,2 | -0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,6 |
| 2016 | 1,2  | 0,8  | 0,9 | 1,2  | 1,1 | 1,1 | 0,9 | 1,1 | 1,5 | 1,7 | 1,7 | 2,1 |
| 2017 | 2,5  | 2,8  | 2,4 | 2,2  | 1,9 | 1,6 | 1,7 | 1,9 | 2,2 | 2,0 | 2,2 | 2,1 |
| 2018 | 2,1  | 2,2  | 2,3 | 2,4  | 2,8 | 2,8 | 2,9 | 2,7 | 2,4 | 2,5 | 2,2 | 2,1 |
| 2019 | 1,5  | 1,5  | 1,9 | 2,0  | 1,8 | 1,7 | 1,8 | 1,8 | 1,7 | 1,8 | 2,0 | 2,3 |
| 2020 | 2,5  | 2,3  | 1,5 | 0,4  | 0,2 | 0,7 | 1,0 | 1,3 | 1,4 | 1,2 | 1,1 | 1,3 |
| 2021 | 1,4  | 1,7  | 2,7 | 4,2  | 4,9 | 5,3 | 5,3 | 5,2 | 5,4 | 6,2 | 6,8 | 7,1 |
| 2022 | 7,5  | 7,9  | 8,6 | 8,2  | 8,5 | 9,0 | 8,5 | 8,2 | 8,2 | 7,8 |     |     |

*Fuente:* Elaboración propia con datos Bureau of Labor Statistics, 2022.

Los pronósticos generales acerca de la economía del país del norte indican que el crecimiento se debilitará sustancialmente en 2023, con riesgo incluso de recesión, pero que a partir de 2024 empezará una suave senda de recuperación, propiciada por el ajuste esperado de la inflación, que la llevará a un crecimiento promedio anual del **2%**. El consenso entre los analistas económicos parece indicar que habrá posiblemente una leve recesión, pero que no será duradera. Pero, como lo afirmó, a mediados de noviembre, la vicepresidenta del Banco de la Reserva Federal, Leal Brainard, "a medida (que en la FED) que nos adentramos en territorio restrictivo (...) los riesgos se vuelven más de dos caras... Los riesgos duales serían que la inflación se mantuviera demasiado alta o que la Reserva Federal desacelerara la economía de manera demasiado pronunciada". Concluye, por ello, que "lo que es realmente importante enfatizar, es que hemos hecho mucho, pero tenemos trabajo adicional que hacer tanto para aumentar las tasas como para mantener la moderación en el propósito de reducir la inflación al **2%** con el tiempo" (US News, 2022).

La **Tabla 2** resume los principales pronósticos de crecimiento mundial del último informe de perspectivas económica del Fondo Monetario Internacional (FMI, por sus siglas en inglés). Para Estados Unidos, el pronóstico de crecimiento es **1,6%** en 2022, y **1%** en 2023, un pronóstico que podría considerarse optimista a juzgar por la visión de los administradores de fondos de inversión en Wall Street, que tienen a ver cada vez más posibilidades de estanflación, un fenómeno que combina bajo crecimiento con alta inflación, y que cuya probabilidad de ocurrencia estaría en torno al **92%**, según una reciente encuesta del Bank of America, presentada por Tsekova en Bloomberg (2022).

Tabla 2

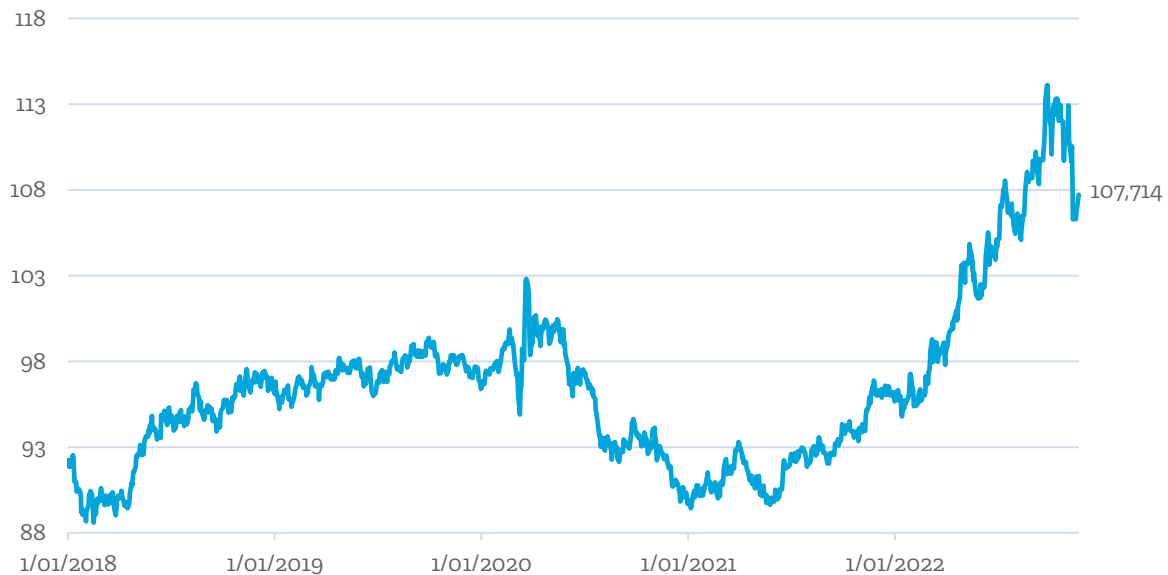
| Crecimiento PIB real (% anual) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Brasil                         | 2,8  | 1    | 1,9  | 2    | 2    | 2    |
| Chile                          | 2    | -1   | 2    | 2,3  | 2,4  | 2,5  |
| China                          | 3,2  | 4,4  | 4,5  | 4,6  | 4,6  | 4,6  |
| Colombia                       | 7,6  | 2,2  | 2,8  | 3,2  | 3,3  | 3,3  |
| Mercados emergentes            | 3,7  | 3,7  | 4,3  | 4,3  | 4,3  | 4,3  |
| Zona Euro                      | 3,1  | 0,5  | 1,8  | 1,9  | 1,7  | 1,5  |
| Unión Europea                  | 3,2  | 0,7  | 2,1  | 2,2  | 2    | 1,7  |
| India                          | 6,8  | 6,1  | 6,8  | 6,8  | 6,5  | 6,2  |
| Latinoamérica y el Caribe      | 3,5  | 1,7  | 2,4  | 2,5  | 2,5  | 2,4  |
| Economías avanzadas (G7)       | 2    | 0,8  | 1,3  | 1,7  | 1,7  | 1,5  |
| México                         | 2,1  | 1,2  | 1,8  | 2,1  | 2,1  | 2,1  |
| Panamá                         | 7,5  | 4    | 4,5  | 4,5  | 4,5  | 4,5  |
| Perú                           | 2,7  | 2,6  | 3,2  | 3,1  | 3    | 3    |
| Federación Rusa                | -3,4 | -2,3 | 1,5  | 1    | 0,8  | 0,7  |
| Reino Unido                    | 3,6  | 0,3  | 0,6  | 2,3  | 2,2  | 1,5  |
| Estados Unidos                 | 1,6  | 1    | 1,2  | 1,8  | 2,1  | 1,9  |
| Mundo                          | 3,2  | 2,7  | 3,2  | 3,4  | 3,3  | 3,2  |

*Fuente:* Elaboración propia con datos de International Monetary Fund, 2022.

La evolución de la economía de los Estados Unidos en lo que resta del año y en 2023, será decisiva para el mundo, por tres razones: de una parte, porque definirá qué tan efectivas son las medidas restrictivas de política monetaria para frenar una inflación que parece estar determinada primordialmente por factores de oferta; segundo, porque obligará a todos los países del mundo a considerar el uso de ese mismo tipo de medidas, para frenar sus propios procesos inflacionarios; y tercero, porque definirá nuevas condiciones de crédito en los mercados financieros, tras un largo período de liquidez excesiva en el que la aversión al riesgo disminuyó y facilitó el acceso generalizado al crédito que dio soporte al proceso de recuperación de la economía global en la postpandemia.

El endurecimiento de la política monetaria tendrá, además, efectos sobre los mercados globales de bienes y servicios. Entre diciembre 31 de 2021 y septiembre 27, el índice del dólar estadounidense (DXY), que mira la fortaleza del dólar frente a un conjunto representativo de monedas mundiales, se fortaleció un **19,4%**. Aunque desde entonces ha perdido fuerza, cayendo a niveles de **106**, desde el nivel de septiembre 27 (**114,188**), ese sigue siendo un nivel alto, por lo menos desde la perspectiva de los últimos 5 años, como lo ilustra la **Figura 3**, y propiciará sin duda reacomodos en los flujos comerciales y en los precios de *commodities*.

Figura 3. Índice DXY.



*Fuente:* Elaboración propia con datos de Bloomberg, 2022.

La evolución futura de la tasa de intervención del Banco Central en los Estados Unidos será decisiva en la determinación de la evolución futura de la economía global y condicionará las decisiones de política económica, tanto en economías avanzadas como en economías emergentes. Y, en conjunción con las medidas de restricción de liquidez, tendrá también un papel primordial en el funcionamiento de los mercados financieros, que vivirán una compleja transición entre un mundo de abundante liquidez, y una situación de riesgos exacerbados, que podrá inducir crisis en algunos segmentos poco regulados del sector y dificultades de gestión financiera, en agentes altamente endeudados.

### 3. La situación en Europa y la guerra en Ucrania

Europa se prepara para adentrarse en la estación invernal, con severas limitaciones de abastecimiento energético, y aunque no resultará este un invierno particularmente frío, seguramente se generarán condiciones de bienestar poco propicias y bastantes traumatismos e incomodidades. El crecimiento pronosticado para 2023 por el FMI en la Zona Euro es exiguo (0,5%, según la Tabla 2), y seguramente, la Invasión de Ucrania seguirá impactando negativamente la región, como claramente lo ha hecho hasta ahora. El Reino Unido, por su parte, ha entrado formalmente en recesión, de acuerdo con el Canciller Jeremy Hunt y la Oficina de Responsabilidad Presupuestal (OBR por sus siglas en inglés) (NewsRescue, 2022).

Pero la invasión a Ucrania está mostrando otra dimensión, que será decisiva en el futuro: la retoma de Jersón por Ucrania estaría haciendo patente una profunda debilidad militar rusa, que podría resquebrajar su estructura de poder, en medio de riesgos extremos de escalamiento nuclear. El pronunciamiento conjunto de la mayor parte de países en el reciente encuentro del Grupo de los 20 (G20) condenando la guerra muestra que la posición rusa se ha debilitado. Pero

ese debilitamiento quizás configure en sí mismo un riesgo, que quedó puesto de relieve por la conmoción inicial que causó la explosión de un misil en territorio polaco, en medio de esa misma reunión. Fue éste un campanazo de alerta acerca de los riesgos subyacentes, incluso cuando se aclaró rápidamente que había obedecido a un error del ejército ucraniano, y no a un ataque ordenado por Moscú. El mensaje recibido es claro: las tensiones se han acumulado hasta tal punto, que hechos fortuitos podrían disparar acciones de alto riesgo, con consecuencias catastróficas.

#### 4. La situación económica de China

La economía china, por otro lado, se ha debilitado considerablemente: de una parte, por las dificultades para controlar el COVID y la política de cero tolerancia que ha sido aplicada con rigor en el país, pero también, porque los costos energéticos han golpeado una economía, afectada ya por una profunda crisis en los mercados inmobiliarios y por fenómenos climáticos adversos.

El crecimiento del tercer trimestre fue **3,9%** (ver [Tabla 3](#)), un crecimiento que parece señalar que la meta planteada por el partido en marzo, de crecer **5,5%**, no se alcanzará ya en 2022. El Gobierno chino ha anunciado un paquete de medidas tendientes a apoyar al sector inmobiliario, pero los últimos datos relativos a la actividad productiva muestran una economía debilitada, que tarda en tomar vuelo: las ventas mensuales del comercio cayeron de nuevo en octubre, tras cuatro meses de crecimiento positivo (National Bureau of Statistics of China, 2022a); la inversión inmobiliaria decrece cada vez más, hasta llegar a una tasa anual negativa del **8,8%** (National Bureau of Statistics of China, 2022b); y el índice de los gerentes de compra (PMI por sus siglas en inglés) cerró en terreno negativo en octubre (**49,2%** de respuestas positivas) tras haber tenido un breve balance positivo en septiembre (National Bureau of Statistics of China, 2022c). Son todos ellos indicadores complejos, de una situación de bajo desempeño económico, que tendrá consecuencias importantes en el mundo, especialmente a través del debilitamiento de la demanda de *commodities*, que empieza ya a generar señales complejas en mercados como el del petróleo, muy sensibles al equilibrio de oferta y demanda. La caída de los precios del petróleo en la tercera semana de noviembre, en la que el precio Brent pasó de **US\$/pb 95,99** en noviembre 11, a **US\$87,62** en noviembre 18, con una caída del **8,7%** (Bloomberg, 2022), es sin duda una muestra de la volatilidad que puede afectar a los mercados globales como consecuencia del debilitamiento de uno de sus más activos participantes.

Tabla 3. Crecimiento anual del PIB. China.

|      | Q1   | Q2  | Q3  | Q4  |
|------|------|-----|-----|-----|
| 2017 | 7    | 7   | 6,9 | 6,8 |
| 2018 | 6,9  | 6,9 | 6,7 | 6,5 |
| 2019 | 6,3  | 6   | 5,9 | 5,8 |
| 2020 | -6,9 | 3,1 | 4,8 | 6,4 |
| 2021 | 18,3 | 7,9 | 4,9 | 4   |
| 2022 | 4,8  | 0,4 | 3,9 |     |

*Fuente:* Elaboración propia con datos de National Bureau of Statistics of China, 2022.

## 5. Tendencias dominantes en el horizonte de corto plazo

Las presiones inflacionarias, los temores de recesión, el endurecimiento de las políticas monetarias y el debilitamiento general del ritmo de la actividad económica global, son todos factores que seguirán gravitando sobre los mercados, afectando los flujos de comercio, el acceso a mercados de crédito para agentes altamente endeudados, sus costos de financiación y, sin duda, los flujos netos de capital que se generen, especialmente en economías como la colombiana, que presente elevados déficits en las finanzas públicas y en la balanza de pagos.

Todo esto, configura un panorama complejo, en el que deberán imperar políticas prudentes de manejo de las finanzas públicas, y en el que el país tendrá que acelerar su proceso de transformación productiva, para aprovechar las oportunidades que también se generan en entornos complejos como los observados, y que tienen que ver con la recomposición de las cadenas de valor, con los reajustes de flujos de inversión, especialmente significativos en momentos de desacople de los grandes bloques comerciales, y con el cambio disruptivos en los factores críticos de decisión en la ubicación de los eslabones de las cadenas de valor. Los criterios de "justo a tiempo" y de "menor costo" no serán ya los únicos factores de decisión, en un mundo en el que la "seguridad del abastecimiento" y los compromisos ASG (Ambientales, Sociales y de Gobernanza) tendrán un nuevo papel decisivo. Así, navegar en aguas turbulentas, afectadas por tendencias recesivas y riesgos de estanflación, al tiempo que se aprovechan las nuevas oportunidades de transformación productiva, en un entorno de reajuste de las cadenas globales de valor, serán los retos esenciales que enfrentará el nuevo Gobierno y que decidirán el futuro de la economía colombiana.

## Referencias

- Bloomberg. (2022). CO1:COM. Generic 1st 'CO' Future.  
<https://www.bloomberg.com/quote/CO1:COM>
- Federal Reserve Economic Data. (FRED). (2022a). Federal Funds Target Range – Upper Limit.  
<https://fred.stlouisfed.org/series/DFEDTARU>
- Federal Reserve Economic Data. (FRED). (2022b). Assets: Total Assets: Total Assets (Less Eliminations from Consolidation): Wednesday Level.  
<https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>
- International Monetary Fund. (IMF). (2022). World Economic Outlook.  
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>
- National Bureau of Statistics of China. (2022a). Total Retail Sales of Consumer Goods in the First Ten Months of 2022.  
[http://www.stats.gov.cn/enGLiSH/PressRelease/202211/t20221116\\_1890351.html](http://www.stats.gov.cn/enGLiSH/PressRelease/202211/t20221116_1890351.html)
- National Bureau of Statistics of China. (2022b). National Real Estate Development and Sales From January to October 2022.  
[http://www.stats.gov.cn/enGLiSH/PressRelease/202211/t20221116\\_1890350.html](http://www.stats.gov.cn/enGLiSH/PressRelease/202211/t20221116_1890350.html)
- National Bureau of Statistics of China. (2022c). Purchasing Managers Index for October 2022.  
[http://www.stats.gov.cn/enGLiSH/PressRelease/202211/t20221101\\_1889909.html](http://www.stats.gov.cn/enGLiSH/PressRelease/202211/t20221101_1889909.html)
- NewsRescue. (2022). Chancellor breaks silence on British economy in recession.  
<https://newsrescue.com/chancellor-breaks-silence-on-british-economy-in-recession/>
- Tsekova, D. (2022). Wall Street Rebuffs Soft-Landing Dream as 92% Bet on Stagflation. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-11-19/wall-street-rebuffs-soft-landing-dream-as-92-bet-on-stagflation?leadSource=verify%20wall>
- US Bureau of Labor Statistics. (2022). Databases, Tables & Calculators by Subject.  
<https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>
- US News. (2022). Fed Vice Chair Brainard Is 'Reassured' by Inflation Report.  
<https://www.usnews.com/news/business/articles/2022-11-14/fed-vice-chair-brainard-is-reassured-by-inflation-report>



# Capítulo 2

## Perspectivas de la economía colombiana: deuda social, déficit fiscal y desarrollo productivo

Jesús Botero García<sup>2</sup>

### 1. Introducción

El trilema que el país enfrenta en el momento presente es complejo, ejecutar una política social coherente y efectiva que reduzca lo que el Gobierno denomina “deuda social”; mantener bajo control el “déficit fiscal”, preservando la reputación del buen manejo macroeconómico que ha permitido disfrutar de acceso a los mercados financieros internacionales y desplegar una política de “desarrollo productivo” que lleve al país a etapas superiores de bienestar colectivo a través de mayor generación de riqueza. En medio de condiciones macroeconómicas muy complejas, asociadas al aumento de la inflación y a la previsible desaceleración de la economía, en un entorno mundial recesivo en el que el endurecimiento general de la política monetaria alterará las percepciones de riesgo en los mercados financieros internacionales.

La reforma tributaria aprobada en el Congreso representa sin duda un esfuerzo importante para abordar el trilema: genera rentas del orden de **20 billones de pesos**, que permitirían empezar a atender el tema de la deuda social, cumpliendo las promesas a través de las cuales el presidente ganó las elecciones. Permitiría, además, ordenar las finanzas públicas, facilitando el acceso a los mercados de crédito, sin cerrar el espacio a programas ambiciosos de transformación productiva que aprovechen las oportunidades que se dan en un entorno de reacomodo de las cadenas de valor globales; en el que nuevos criterios de decisión han ganado espacio como la seguridad del abastecimiento, la cercanía a otros eslabones de la cadena y los criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG) en los que el país podría construir sin duda ventajas competitivas.

Por supuesto, la reforma tiene también aspectos polémicos importantes, especialmente en el tratamiento de los sectores extractivos y, probablemente, en los costos de capital, como se analizan en el Anexo del informe.

Pero, la solución del trilema y las reformas a los sistemas de aseguramiento social que también se anuncian, pondrán en juego la temática esencial del relacionamiento del sector público y el sector privado en la economía colombiana, definiendo el futuro del modelo económico del país.

---

<sup>2</sup> Jesús Botero García. Profesor del área de Mercados y Estrategia Financiera y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jabotero@eafit.edu.co

Es por esto por lo que es un momento histórico decisivo, en el que el análisis cuidadoso de las reformas y el diseño detallado de la dirección y secuencia de las transformaciones profundas que emprendamos, serán la mayor prioridad y deberán convocar a toda la sociedad en su discusión y ajuste.

Hay, sin duda, consensos esenciales; es clara la necesidad de políticas sociales profundas, que cambien de manera radical los patrones distributivos de la economía y extiendan el acceso a oportunidades de ascenso social a todas las personas. Es pertinente la necesidad de preservar el manejo prudente y ponderado de las finanzas públicas. También, es ostensible la necesidad y la oportunidad de transformaciones radicales en la estructura productiva y en el sector energético. Pero, no es obvio cómo articular esos propósitos. La clave del éxito estará en el diseño adecuado de políticas públicas que combinen esfuerzos estatales con gestión empresarial del sector privado, para alcanzar un uso eficiente de los recursos en los fines que se propongan.

## 2. La economía colombiana en 2022

El desempeño económico en 2022 ha sido destacado, como lo ilustra la [Tabla 4](#). Con excepción de la rama agropecuaria (que decrece **1%**), las demás ramas han tenido un desempeño positivo. Cinco ramas presentan crecimientos superiores al **10%**: actividades artísticas y otros servicios (**37%**); información y comunicaciones (**17,6%**); comercio, transporte, alojamiento y restaurantes (**15,1%**); industria manufacturera (**12,6%**); y actividades profesionales y servicios de apoyo (**10%**).

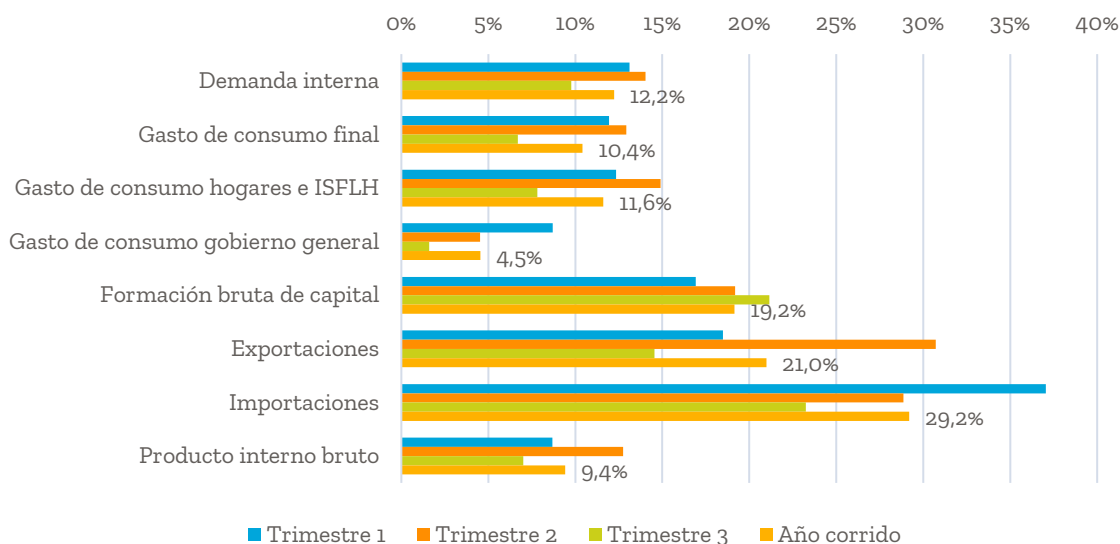
Tabla 4.

|  | 2022/2021  |             |            |             |
|--|------------|-------------|------------|-------------|
|  | I          | II          | III        | Año corrido |
| Agricultura, ganadería, etc.                         | -2,7       | 1,2         | -1,4       | -1,0        |
| Explotación de minas y canteras                      | 1,4        | -0,1        | 2,5        | 1,3         |
| Industrias manufactureras                            | 11,2       | 20,6        | 7,0        | 12,6        |
| Electricidad, gas, agua y saneamiento ambiental      | 4,9        | 7,2         | 2,7        | 4,9         |
| Construcción   | 4,7        | 9,6         | 13,4       | 9,2         |
| Comercio, Transporte, Alojamiento y restaurante      | 15,3       | 23,3        | 8,1        | 15,1        |
| Información y comunicaciones                         | 21,3       | 17,9        | 14,0       | 17,6        |
| Actividades financieras y de seguros                 | -3,2       | 11,3        | 9,2        | 5,8         |
| Actividades inmobiliarias                            | 2,1        | 1,9         | 2,1        | 2,0         |
| Actividades profesionales, servicios de apoyo        | 9,9        | 12,3        | 7,9        | 10,0        |
| Administración pública y defensa; servicios sociales | 6,5        | 9,1         | 2,9        | 6,1         |
| Actividades artísticas, de los hogares etc.          | 37,6       | 36,5        | 36,9       | 37,0        |
| <b>Valor agregado bruto</b>                          | <b>8,4</b> | <b>12,7</b> | <b>6,6</b> | <b>9,2</b>  |
| Impuestos menos subvenciones sobre los productos     | 11,5       | 13,4        | 10,8       | 11,9        |
| <b>Producto Interno Bruto</b>                        | <b>8,7</b> | <b>12,8</b> | <b>7,0</b> | <b>9,4</b>  |

Fuente: DANE. Cuentas Nacionales.

Desde el punto de vista del gasto (ver Figura 4) se destaca el hecho de que el crecimiento ha sido jalonado por la demanda interna (que crece el **12,2%** en el acumulado del año), con una baja participación del componente público, que crece solo el **4,5%**). Las exportaciones presentan un comportamiento dinámico (**21%**), lo mismo que las importaciones (**29,2%**)

Figura 4. Crecimiento del PIB por gasto. 2022.



*Fuente:* DANE. Cuentas Nacionales.

Sin embargo, las fuertes presiones inflacionarias experimentadas durante el año, el endurecimiento de la política monetaria, la posible recesión global que parece avizorarse y la incertidumbre asociada al cambio de gobierno, a inapropiadas intervenciones públicas de algunos funcionarios y al trámite de diversas reformas, han empezado a afectar el nivel de actividad económica, llevando el crecimiento en 2023 a niveles seguramente inferiores al **2%**, en un proceso de ajuste en el que será de extrema importancia mantener una situación fiscal adecuada, que permita el acceso a flujos de capital y a mercados de crédito globales.

Nuestras proyecciones indican que el crecimiento cerrará este año ente siete y **7,4%**, para ajustarse a un nivel del orden del **1,7%** en 2023, con elevados sesgos principalmente negativos, que podrían incluso llevarlo a niveles cercanos a cero. En efecto, si la recesión mundial fuese más pronunciada y las señales que los mercados financieros reciben sobre las reformas a los sistemas de aseguramiento social (salud y pensiones) no fuesen apropiadas, el crecimiento podría aproximarse a cero en 2023, generando considerables tensiones en el tejido social y en las perspectivas futuras de evolución de la economía.

Tabla 5. Crecimiento del PIB. 2020-2022 III observado 2023 pronosticado por tipo de gasto. Variación porcentual

|                                   | 2021         | 2022        |              |             |               | Total       | 2023        |
|-----------------------------------|--------------|-------------|--------------|-------------|---------------|-------------|-------------|
|                                   | real         | I           | II           | III         | IV pronóstico |             | Total pron. |
| Demanda interna                   | 13,6%        | 13,1%       | 14,0%        | 9,8%        | 4,5%          | 10,1%       | 2,7%        |
| Gasto de consumo final            | 13,9%        | 11,9%       | 12,9%        | 6,7%        | 3,4%          | 8,4%        | 2,7%        |
| Gasto de consumo hogares e ISFLH  | 14,8%        | 12,4%       | 14,9%        | 7,8%        | 3,5%          | 9,3%        | 2,6%        |
| Gasto de consumo gobierno general | 10,3%        | 8,7%        | 4,5%         | 1,6%        | 3,0%          | 4,0%        | 3,4%        |
| Formación bruta de capital        | 12,2%        | 16,9%       | 19,2%        | 21,2%       | 11,0%         | 17,4%       | 3,8%        |
| Exportaciones                     | 14,8%        | 18,5%       | 30,7%        | 14,5%       | 7,0%          | 16,8%       | 9,0%        |
| Importaciones                     | 28,7%        | 37,0%       | 28,9%        | 23,3%       | 20,0%         | 26,6%       | 11,0%       |
| <b>Producto Interno Bruto</b>     | <b>10,7%</b> | <b>8,7%</b> | <b>12,8%</b> | <b>7,0%</b> | <b>1,6%</b>   | <b>7,2%</b> | <b>1,7%</b> |

*Fuente:* Elaboración y cálculos propios con datos del DANE. Cuentas nacionales.

Los factores esenciales de sesgo a la baja son:

- Una recesión global más pronunciada que la que se avizora actualmente.
- Una eventual caída en los precios del petróleo, inducida por esa recesión.
- Turbulencias en los mercados financieros, por cuenta de la aversión al riesgo y la debilidad de algunos agentes altamente endeudados, que podrían tener dificultades para cumplir con sus compromisos financieros.
- Posibles efectos de difusión del colapso de FTX, la plataforma de negociación de criptomonedas que se declaró en quiebra a principios de noviembre.
- La persistencia de la inflación en Colombia, alimentada, además, por un eventual aumento excesivo del salario mínimo y la respuesta de política monetaria que se seguiría de ello.

En el peor de los escenarios, esos factores podrían inducir un crecimiento cercano al **0%** y, de hecho, el pronóstico del equipo técnico del Banco de la República, anunciado en la conferencia de prensa posterior a la reunión de octubre de su Junta Directiva, señala un crecimiento del **0,5%** para 2023. No obstante, el dinamismo económico reciente y la importancia de las rentas petroleras en la economía del país podrían contribuir a limitar el efecto de factores negativos, acercando el crecimiento al nivel señalado en la [Tabla 5](#).

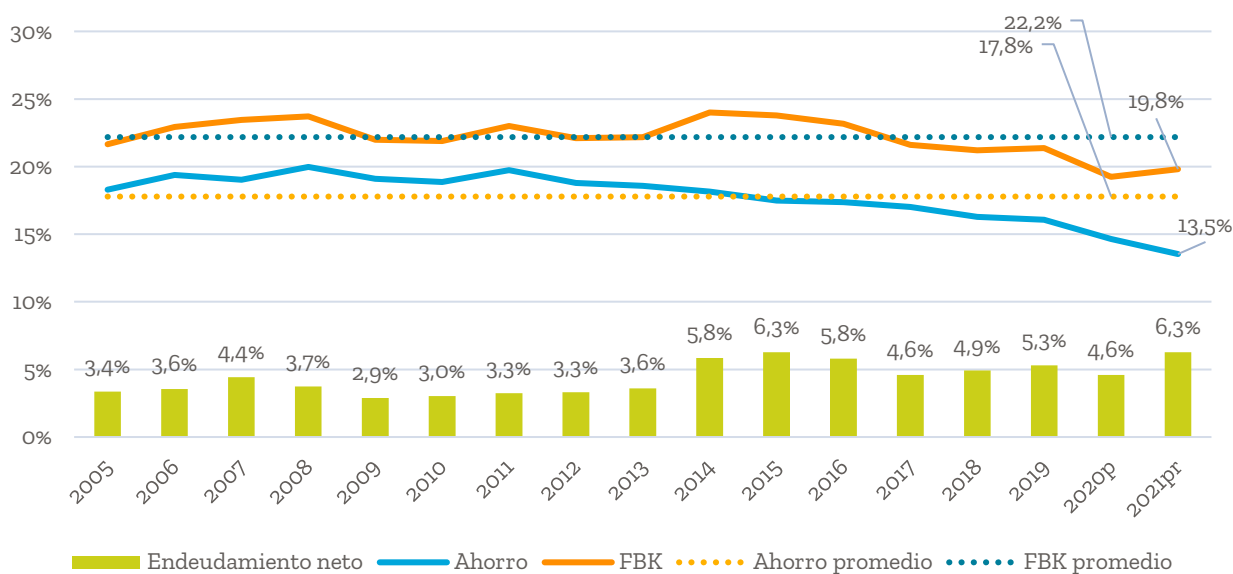
### 3. El impacto de la reforma tributaria en el mediano plazo

La reforma tributaria para la Igualdad y la Justicia Social, aprobada por el Congreso el pasado 11 de noviembre, muestra algún avance marginal en los temas críticos del sistema tributario, que se resumen en el [Anexo 1](#), pero se queda corta también en muchos de ellos. Su mérito

fundamental está en proveer fondos para avanzar en el pago de la deuda social, un propósito que figura como prioritario en la agenda del nuevo gobierno, al tiempo que abre espacio para el ajuste de las finanzas públicas y el cumplimiento de la regla fiscal.

Los riesgos esenciales que enfrenta la economía del país en el momento actual tienen que ver con la vulnerabilidad que resulta de su déficit fiscal y con el desequilibrio entre ahorro e inversión. El déficit fiscal pone en duda la sostenibilidad de las finanzas públicas y el acceso a los mercados de crédito internacionales y a los flujos de capital. Es prioritario reducirlo, para ajustarse a la regla fiscal y garantizar la sostenibilidad de la deuda pública. En cuanto al desequilibrio entre ahorro e inversión, el país enfrenta un déficit crónico de ahorro interno, que se traduce en la necesidad de financiamiento externo por cerca de cinco puntos porcentuales del PIB. La Figura 5 ilustra la evolución del ahorro y la inversión entre 2005 y 2021, mostrando que hemos invertido en promedio el **22,2%** del PIB, pero hemos ahorrado sólo el **17,8%**. De la magnitud de la inversión depende el crecimiento potencial futuro, y en este sentido, es necesario garantizar el acceso a flujos de capital externos, bien sea asociados inversión directa, o a esquemas de endeudamiento externo.

Figura 5. Ahorro e inversión (% PIB).



Fuente: Elaboración y cálculos propios con datos del DANE. Cuentas Nacionales.

La reforma permite ajustar el déficit fiscal, al tiempo que brinda espacio a una política pública distributiva, que permita abordar el pago de la deuda Social.

La reforma se queda corta, sin embargo, en algunos propósitos esenciales no amplía la base de la tributación de las personas, no logra disminuir la tributación a las empresas, y, en ese sentido, no hace el giro que el país necesita, desde una tributación que grava la generación de riqueza, a una que grave más bien su disfrute. Reduce marginalmente algunas exenciones y prebendas, sin avanzar de manera ostensible en el propósito de reducir el gasto fiscal, ese costo que el país asume por las prebendas, exenciones y exclusiones particulares de las que está lleno el estatuto tributario.

Es necesario garantizar que los recursos generados por la reforma se usen adecuadamente; que se impulse la política social, pero se ajuste también el déficit fiscal. Si esto último no ocurre, el país perdería el acceso a los mercados internacionales de crédito y vería seriamente comprometido su desarrollo futuro.

Además, hay un factor de riesgo adicional que debe mirarse con cuidado; el énfasis en los impuestos a los sectores mineros extractivos reducirá en alguna medida los incentivos futuros a la inversión en esos sectores, pero si a ello se le suma una suspensión abrupta del desarrollo del sector, entonces tendremos problemas importantes de financiación. El país depende de manera importante de esos recursos. Tanto las finanzas públicas, como la balanza de pagos, dependen de los ingresos minero-energéticos y una eventual reducción abrupta de ellos, tendría consecuencias negativas sobre el desempeño económico del país.

Es cierto que la transición energética hacia energías limpias es un propósito loable en torno al cual puede alinearse el país, pero esa transición debe hacerse de manera prudente, fortaleciendo las fuentes de recursos que habrán de reemplazar sus aportes en el escenario futuro. Una transición como la que se requeriría para ello depende de una previa transformación productiva, que consolide los sectores llamados a cumplir el papel primordial que hoy cumplen los sectores minero-energéticos.

En medio de sus limitaciones, la reforma permite un adecuado ajuste de las finanzas públicas y abre la posibilidad de políticas sociales adecuadas para mejorar la distribución del ingreso y generar nuevas oportunidades para los más vulnerables.

No obstante, esos resultados dependen de que se aprovechen, también, los recursos para ajustar adecuadamente las finanzas públicas y de que no se asocie a ella una política pública de transición energética improvisada, que reduzca abruptamente los recursos que necesitamos para consolidar un proceso de transformación productiva. A fin de evaluar esos riesgos, hemos desarrollado escenarios alternativos de proyección que permitan visualizar las trayectorias posibles de evolución de la economía que podrían presentarse.

La **Tabla 6** resume nuestras proyecciones en cuatro escenarios posibles; el escenario base, en el que se simula lo que ocurriría al país si no se implementara la reforma; el escenario "reforma aprobada", en el que se simula la reforma tal y como fue aprobada por el Congreso, asumiendo que los recursos conseguidos se destinan en partes iguales a programas redistributivos y al ajuste de las finanzas públicas; el escenario de "reforma orientada al gasto", en el que se destinan la totalidad de los ingresos a programas sociales, sin producir un ajuste adecuado del déficit fiscal y un escenario de "reforma sin exploración de hidrocarburos", en el que se combinan sus efectos con una política energética, en la que se suspende la nueva exploración de hidrocarburos.



Tabla 6. Simulaciones alternativas de evolución de la economía. 2022-2030.

|   | Escenario base | Reforma aprobada | Reforma orientada al gasto | Reforma sin exploración hidrocarburos |
|---|----------------|------------------|----------------------------|---------------------------------------|
| <b>PIB</b>                                    |                |                  |                            |                                       |
| PIB real. Crecimiento promedio 2022-2030      | 2,8%           | 3,3%             | 2,5%                       | 2,3%                                  |
| FBK. Crecimiento promedio 2022-2030           | 1,2%           | 4,3%             | 0,2%                       | -0,4%                                 |
| <b>Finanzas públicas GNC</b>                  |                |                  |                            |                                       |
| Déficit %PIB a 2030                           | -4,9%          | -3,1%            | -4,8%                      | -5,0%                                 |
| Deuda %PIB a 2030                             | 70,7%          | 59,2%            | 71,7%                      | 74,1%                                 |
| <b>Balanza de pagos</b>                       |                |                  |                            |                                       |
| Saldo Cuenta corriente a 2030, como % del PIB | -0,9%          | -3,1%            | -0,9%                      | -0,9%                                 |
| <b>Indicadores distributivos</b>              |                |                  |                            |                                       |
| GINI a 2030                                   | 0,499          | 0,470            | 0,473                      | 0,473                                 |
| Pobreza a 2030                                | 31,0%          | 24,2%            | 28,5%                      | 29,3%                                 |

*Fuente:* Cálculos propios. Modelo de equilibrio general computable EAFIT.

Los escenarios muestran claramente que, sin reforma tributaria, el país perdería acceso a mercados financieros internacionales, limitando severamente su crecimiento. La reforma permitiría un crecimiento promedio el **3,3%** en la década, pero un ejercicio irresponsable de los recursos de la reforma, o la implementación apresurada de restricciones adicionales al sector minero-energético, terminarían por arruinar los beneficios de la reforma, dejando al país en una compleja situación de bajo crecimiento, poca inversión y mal desempeño distributivo.

Por lo demás, un crecimiento del **3,3%** luce insuficiente para las aspiraciones del país, así que la reforma (bien empleada) debe ir acompañada no solo de una política prudente y bien estructurada de transición energética, sino también de una política profunda de transformación productiva, que define la nueva forma de inserción internacional del país en la economía global, a partir de las ventajas competitivas que puede generar por su privilegiada dotación de capital natural y de recursos ambientales.

## Referencias

Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (2022). Cuentas Nacionales. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales>

## Capítulo 3

# *Nowcast* de la actividad económica del último trimestre 2022 a partir de indicadores líderes y las tendencias de Google Colombia

José Fernando Loaiza<sup>3</sup>

Diego Montañez-Herrera<sup>4</sup>

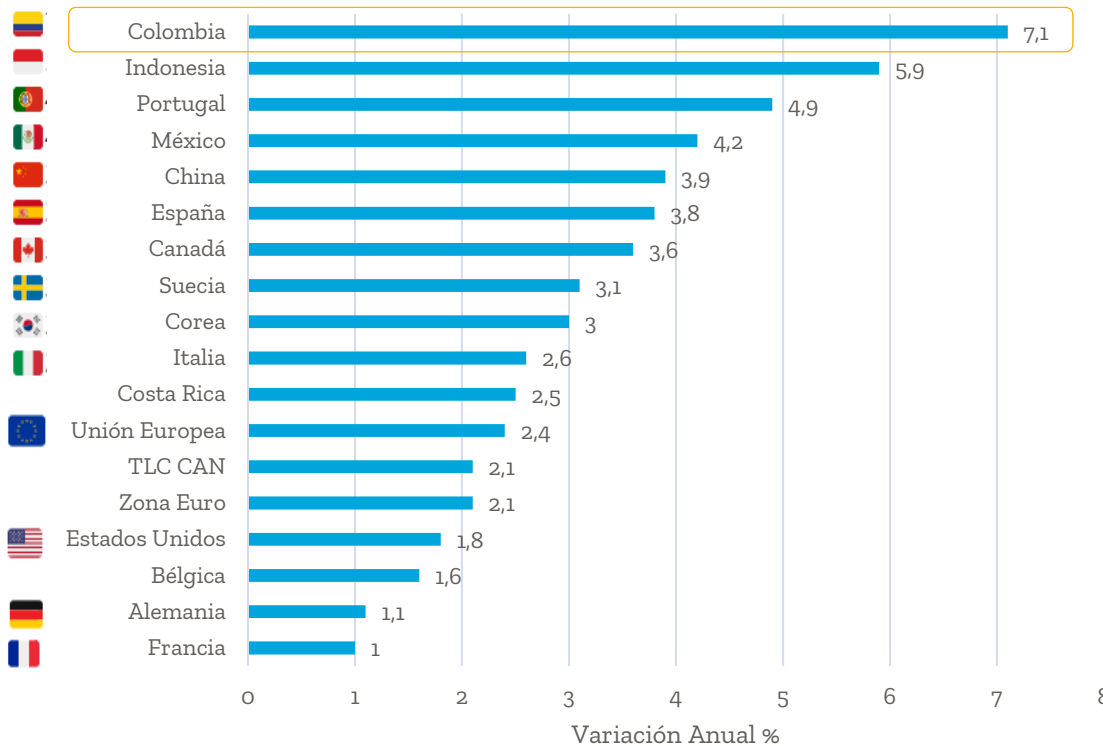
En el tercer trimestre de 2022, el PIB aumentó un **7,0%** respecto al mismo periodo de 2021 en su serie original, tras un crecimiento del **12,8%** anual en el segundo trimestre y del **8,7%** anual en el primer trimestre. De esta manera, Colombia se consolida como una de las economías de mejor desempeño a nivel global en el tercer trimestre, como ya lo venía anunciando nuestro *Nowcast EAFIT* de forma precisa en informes previos. Para poder compararnos a nivel internacional, se calcula la variación anual ajustando por efecto estacional y calendario, obteniendo en esa serie un crecimiento del **7,1%** para Colombia, siendo superior al conjunto de países que han reportado información del tercer trimestre 2022.

---

<sup>3</sup> José Fernando Loaiza. Integrante del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: [jfloiazaz@eafit.edu.co](mailto:jfloiazaz@eafit.edu.co)

<sup>4</sup> Diego Montañez. Consultor del Banco Interamericano de Desarrollo. Integrante del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: [dfmontaneh@eafit.edu.co](mailto:dfmontaneh@eafit.edu.co)

Figura 6. Crecimiento de la actividad económica en el tercer trimestre 2022 ajustado por efecto estacional y calendario.



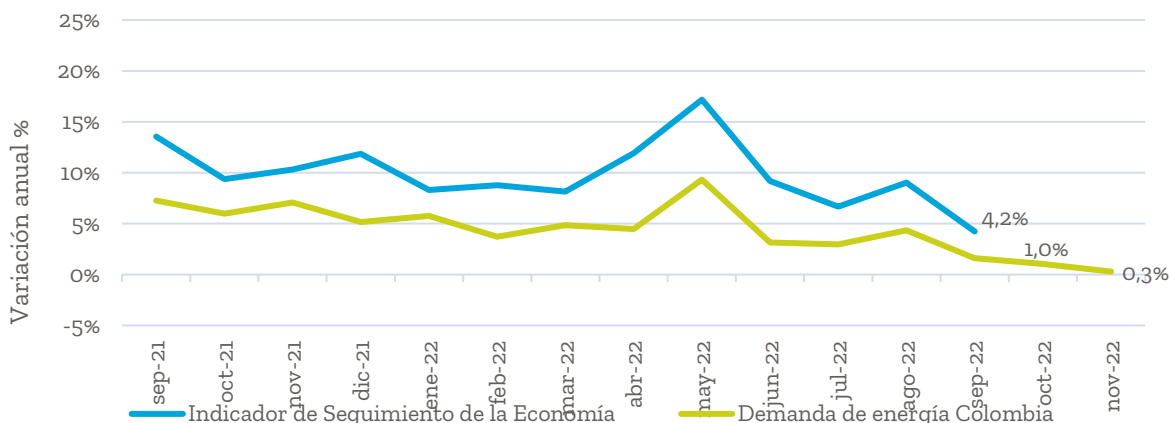
Fuente: Cálculos equipo Nowcast con datos DANE y OECD

En este sentido, las proyecciones de crecimiento económico para el año 2022 han venido al alza. Según la última Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de noviembre 2022 elaborada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia, el pronóstico de crecimiento para 2022 se ubicó en un rango entre **7,6 %** y **8,0 %**, con **7,8 %** como respuesta mediana. No obstante, este resultado depende del comportamiento del último trimestre de la economía colombiana, para esto, se estima nuestro modelo nowcast (predicción inmediata) para el 2022.

En este orden de ideas, esta sección estima el estado actual de la economía colombiana usando datos convencionales, como los indicadores líderes (demanda de energía, índices de confianza, entre otros con frecuencia mensual) y datos no convencionales como Google Trends y Google Mobility (con frecuencia diaria) que son el complemento ideal de nuestro Nowcast EAFIT bajo un enfoque de Inteligencia Artificial.

Para evaluar la coyuntura de forma compacta, en primer lugar, desde una perspectiva mensual, es importante resaltar el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE), y dos variables que cuentan con una publicación de alta frecuencia, cómo lo son la demanda y generación de energía del Sistema Interconectado Nacional (SIN). La variación anual de líneas representa el cambio porcentual del mes 2022 respecto al mismo mes del año anterior.

Figura 7. Evolución de los principales indicadores líderes en el último año en Colombia.

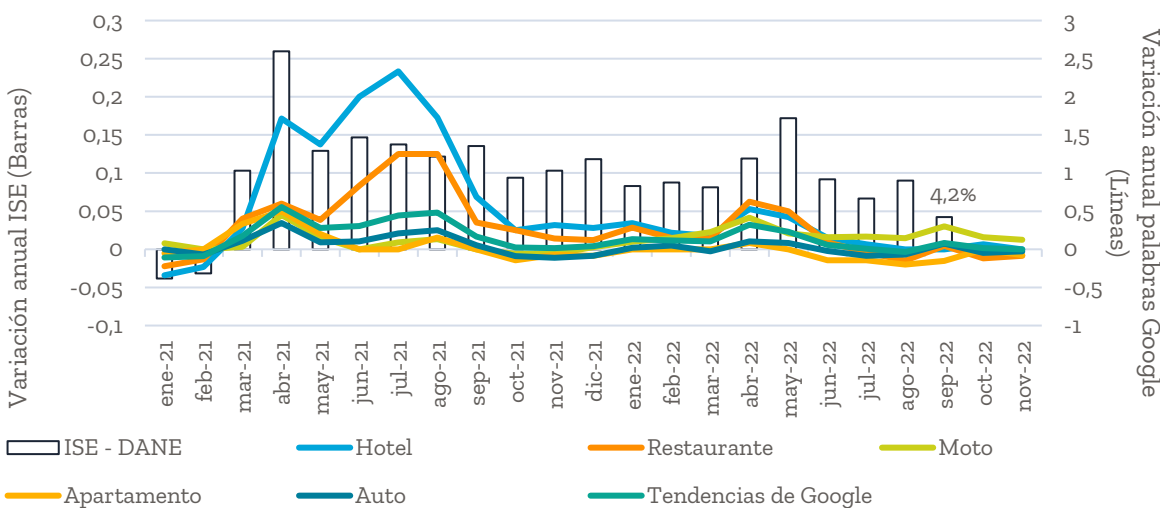


**Fuente:** Cálculos equipo Nowcast con datos DANE, Portal de XM (a noviembre 27 del 2022).

Es importante destacar, que los seis primeros meses del 2022 muestran un desempeño económico favorable, consolidando la reactivación económica del año 2021 cuando se creció **10,6 %**. No obstante, es importante señalar que desde julio 2022 a agosto 2022 la tendencia se estabiliza, y a partir de septiembre hasta lo corrido en noviembre 2022 se presenta una caída gradual en la demanda de energía, debido en parte por el crecimiento de doble dígito que se registró en todo el segundo semestre del 2021, que hará moderar las cifras de aquí en adelante. Todo lo anterior, se ve reflejado en la estimación de nuestro Nowcast.

Otros datos importantes a la hora de ver tendencias adelantadas de la actividad económica son las búsquedas de los colombianos en Google. Como se muestra en la **Figura 8**, las barras que corresponden a la variación anual del ISE presenta un comportamiento similar a las distintas palabras claves, con la ventaja que se puede contar con información en tiempo real.

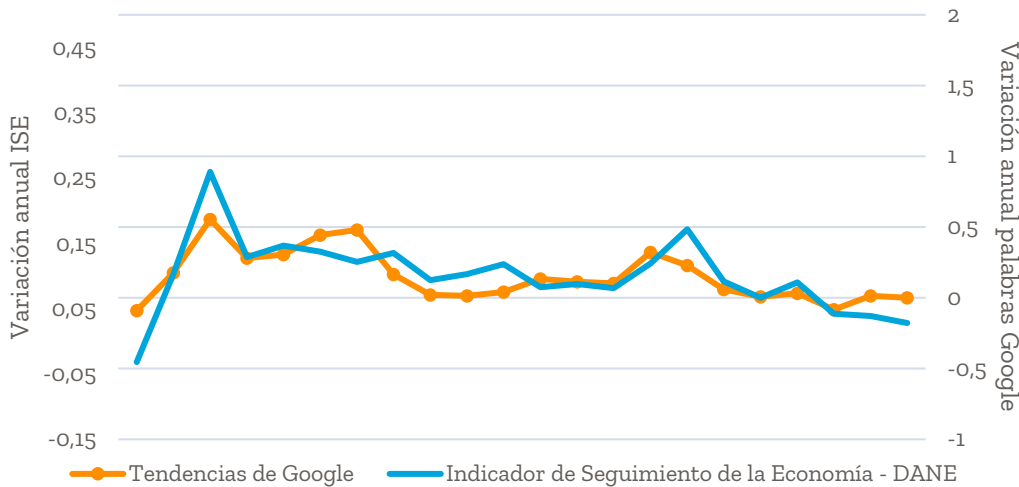
Figura 8. Evolución de la actividad económica y las búsquedas de los colombianos Google.



**Fuente:** Cálculos equipo Nowcast del grupo Coyuntura Económica con datos de Google Trends (a 22 de noviembre del 2022) y DANE.

Cabe destacar que, de forma similar a los indicadores líderes analizados previamente, las tendencias de Google también muestran que desde julio del 2022 se han mantenido prácticamente constantes las series de las tendencias de Google, una señal de la estabilización y que no parece probable que se tengan de nuevo cifras de doble dígito en materia de crecimiento económico en lo que queda del año, especialmente en el último trimestre del 2022. El equipo Nowcast, hace el cálculo del indicador que denominamos "Tendencias de Google" donde se toma el promedio de la variación anual de las palabras claves buscadas por los colombianos extraídas en tiempo real. La **Figura 9** muestra dicho indicador comparado con el ISE calculado por el DANE, para febrero 2021 a noviembre 2022.

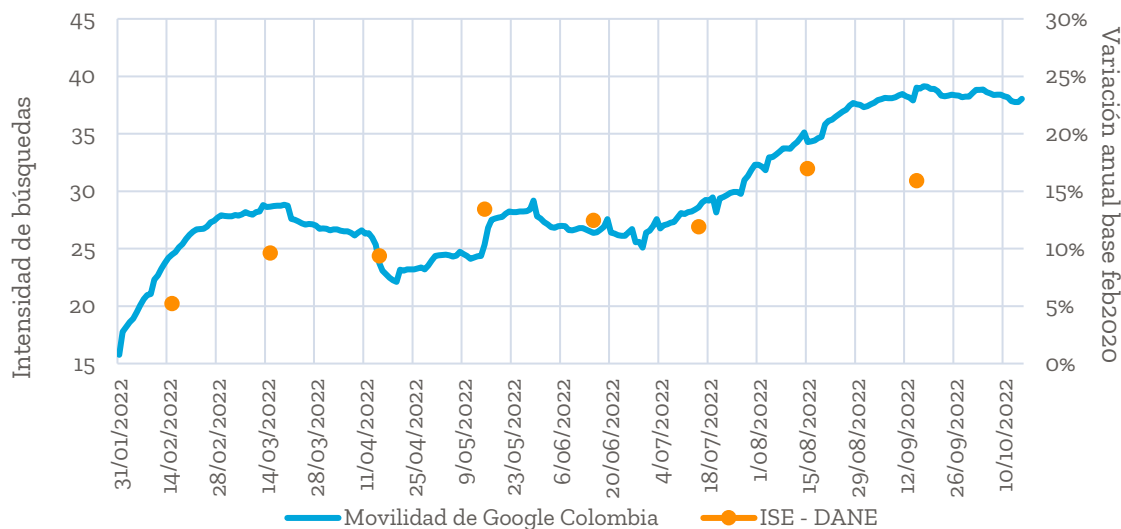
*Figura 9. Evolución de la actividad económica y las búsquedas de los colombianos Google.*



**Fuente:** Cálculos equipo Nowcast del grupo Coyuntura Económica con datos de Google Trends (a 22 de noviembre del 2022) y DANE.

Continuando en esta misma línea, pero esta vez, recurriendo de nuevo a datos de alta frecuencia, se presenta la evolución de los datos de movilidad de los reportes de Google, tomando también un promedio móvil para suavizar el comportamiento. La movilidad de Google Colombia se construye usando el promedio de la movilidad de comercio, estaciones de transporte, lugares de trabajo y farmacias, todas las series con frecuencia diaria. Así, la **Figura 10** muestra la evolución de un proxy de la actividad económica en sus distintas fases que ha experimentado el año 2022 hasta lo corrido de noviembre. De nuevo, se destaca la estabilización de la serie en septiembre, que incluso empieza a cambiar la tendencia en lo corrido de noviembre del 2022, lo que nos da señales de cómo está terminando el último trimestre. En síntesis, hay síntomas de que en el último trimestre se modere la actividad económica en el país, cuestión que se ve reflejada en la estimación de nuestro Nowcast.

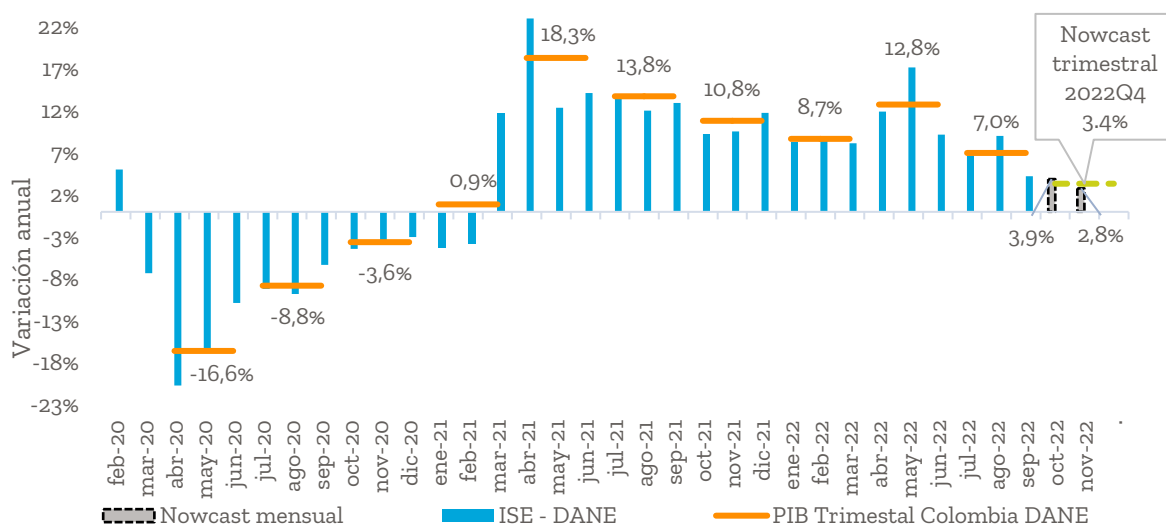
Figura 10. Datos de alta frecuencia: Movilidad de Google Colombia vs Actividad Económica en Colombia.



**Fuente:** Cálculos equipo Nowcast del grupo Coyuntura Económica con datos del DANE y Google Mobility (a noviembre 22 del 2022).

En consecuencia, se encuentra en nuestro Nowcast un crecimiento estimado en el rango de **2,1 %** y **4,9 %**, con un valor más probable de **3,35 %**, para el cuarto trimestre del año 2022 en Colombia. Los principales resultados se resumen en la siguiente figura.

Figura 11. Resultados Nowcast del PIB Colombia en el cuarto trimestre del 2022.



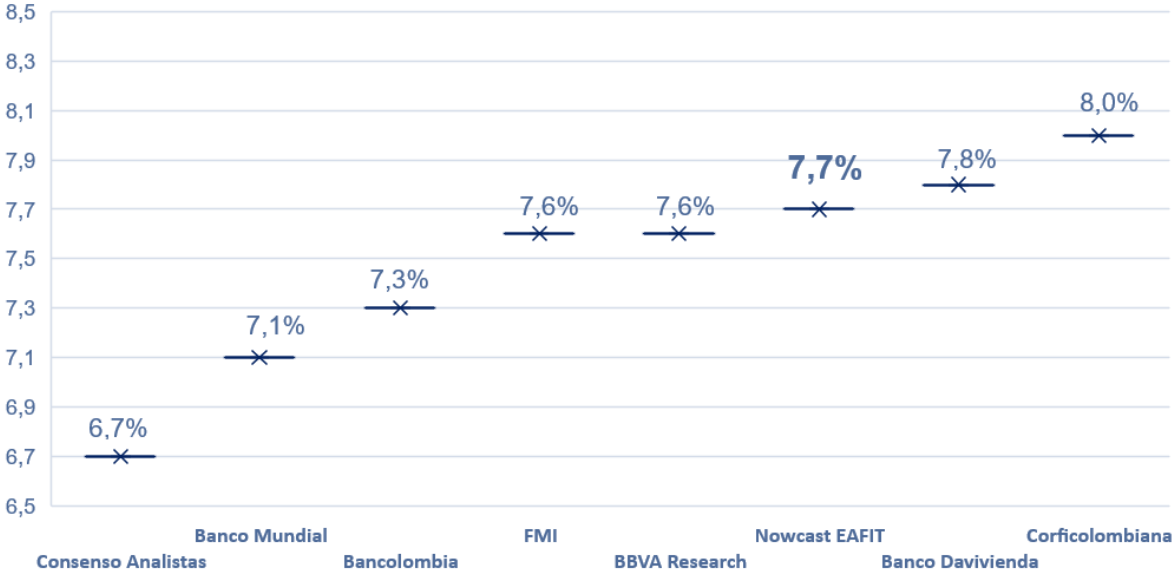
|                      |                         |               |
|----------------------|-------------------------|---------------|
| Variación interanual | <b>Nowcast 2022 Q4</b>  | <b>3,35 %</b> |
| Variación Anual      | <b>Nowcast año 2022</b> | <b>7,72%</b>  |

**Fuente:** Estimaciones equipo Nowcast del grupo Coyuntura Económica



Este resultado, nos deja en un terreno optimista ante los analistas del mercado y está sustentando en la buena dinámica de indicadores como la demanda y generación de energía, la movilidad de Google y las tendencias de Google en todo el año 2022, que se tendrá una mejor capacidad predictiva a medida que se consoliden los resultados de noviembre y lo que pase en el último mes del año. A continuación, se muestra los resultados de estimación para el crecimiento del PIB 2022 de nuestro equipo Nowcast EAFIT y otros analistas.

Figura 12. Perspectivas PIB del 2022.



**Fuente:** Grupo Bancolombia, Davivienda, BBVA Research, FMI, Corficolombiana, Latin Focus Consensus Forecasts, y estimación del equipo Nowcast del grupo Coyuntura Económica EAFIT.

## Referencias

- Bancolombia (2022). Reporte Nowcast Bancolombia.  
<https://www.bancolombia.com/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/nowcast>
- Bolhuis, M. A., & Rayner, B. (2020). Deus ex Machina? A Framework for Macro Forecasting with Machine Learning. IMF Working Papers.
- Bortoli, C., & Combes, S. (2015). Contribution from Google Trends for forecasting the short-term economic outlook in France: limited avenues. Institut National de la Statistique et des Études Économiques. <https://www.insee.fr/en/statistiques/1408911>
- Carrière-Swallow, Y., & Labbé, F. (2013). Nowcasting with Google Trends in an emerging market. *Journal of Forecasting*, 32(4), 289-298.
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística [DANE]. (2021). Estadísticas por tema. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema>
- Fornaro, P., & Henri, L. (2020). Nowcasting Finnish real economic activity: a machine learning approach. *Empirical Economics*, 58(1), 55–71.
- Google Mobility. (2021). Informes de movilidad local.  
<https://www.google.com/covid19/mobility/>
- Google Trends. (2021). Búsquedas de consumo en Colombia.  
<https://trends.google.es/trends/explore?date=all&geo=CO&q=Hotel,Restaurante,Moto,%2Fm%2F01nblt,%2Fm%2Fok4j>
- Portal BI Información Inteligente [XM]. (2021). Históricos de demanda.  
<http://portalbissrs.xm.com.co/dmnd/Paginas/Historicos/Historicos.aspx>
- Nagao, S., Takeda, F., & Tanaka, R. (2019). Nowcasting of the US unemployment rate using Google Trends. *Finance Research Letters*, 30, 103-109.
- Woloszko, N. (2020). Tracking activity in real time with Google Trends (No. 1634).  
[https://www.oecd-ilibrary.org/economics/tracking-activity-in-real-time-with-google-trends\\_6b9c7518-en](https://www.oecd-ilibrary.org/economics/tracking-activity-in-real-time-with-google-trends_6b9c7518-en)

# Capítulo 4

## Estadísticas de mercado laboral, segundo trimestre 2022

María José Bernal <sup>5</sup>

### 1. Introducción

El mercado laboral ha continuado el rumbo de la reactivación económica a lo largo de todo este año, y el mes de septiembre no fue la excepción. Los indicadores de participación en el mercado laboral y ocupación han mejorado consistentemente, a la par que la tasa de desempleo ha disminuido.

Para este mes la tasa de desempleo urbano que mide la situación de las trece ciudades principales y sus áreas metropolitanas respectivas se ubicó en **10.4%** y la tasa nacional en **10.7%**, es decir, que la brecha entre el desempleo total y el urbano viene disminuyendo. Además, la tasa de desempleo nacional trimestre móvil se ubicó en **10.8%**.

Las actividades que mayor población ocupada tuvieron para septiembre fueron las actividades inmobiliarias, alojamiento y comida; y actividades artísticas y de entretenimiento; esto consecuente con la plena reactivación del sector de eventos de gran formato y turismo. Adicionalmente, en lo relativo a población ocupada según posición ocupacional, las mayores variaciones se dieron en empleado doméstico y patrón o empleador.

Ahora bien, llama la atención el comportamiento negativo de la población ocupada en actividades financieras y de seguros; y en suministro de electricidad, gas y agua, al igual que el comportamiento de obreros o empleados del Gobierno.

Si bien el comportamiento del desempleo cada vez demuestra una recuperación sólida tras la pandemia, se espera un comportamiento aún mejor, consistente con la época navideña y la generación de puestos de trabajo que se da principalmente en el comercio desde el mes de octubre en que se inician contrataciones y finaliza entre enero y febrero con el cierre de temporada.

---

<sup>5</sup> María José Bernal. Egresada de la Maestría en Economía Aplicada y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Finanzas, Economía, y Gobierno de la Universidad EAFIT. mbernal5@eafit.edu.co

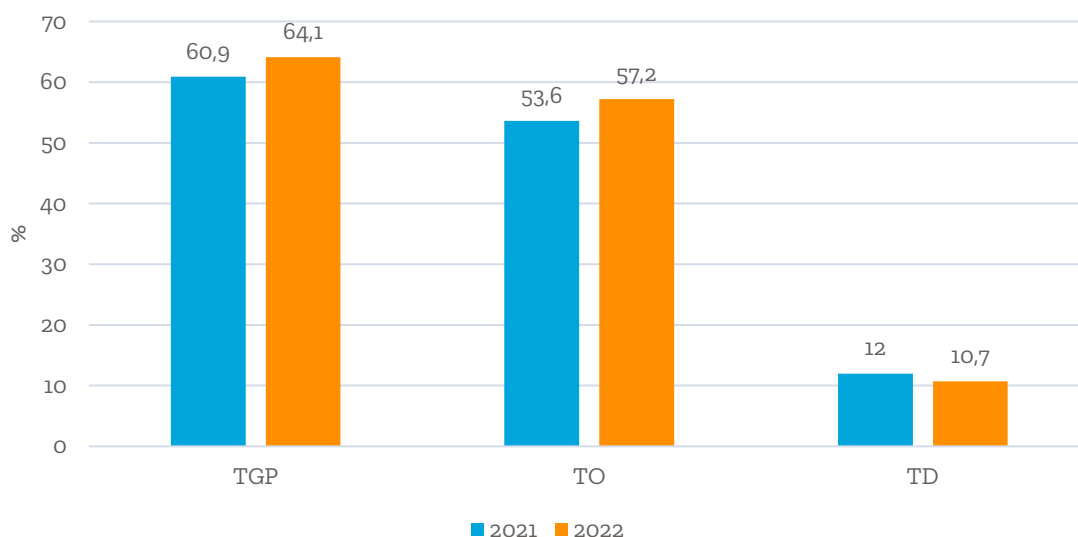
## 2. Resultados septiembre 2022

La tasa nacional de desempleo para el mes de septiembre de 2022 fue de **10,**

**7%**, es decir que disminuyó **-1.3%** con respecto al mismo período del año anterior (**12,0%**). Para septiembre de este año, el número de desocupados fue de 2.696 mil personas mientras que en septiembre de 2021 fue de 2810 mil personas.

La tasa de ocupación fue de **57,2%**, aumentando **3,6 puntos** con respecto a septiembre de 2021 (**53,6%**). Por su parte, la tasa global de participación se ubicó en **64,1%**, **2,6 puntos** mayor que el año anterior (**60,9%**).

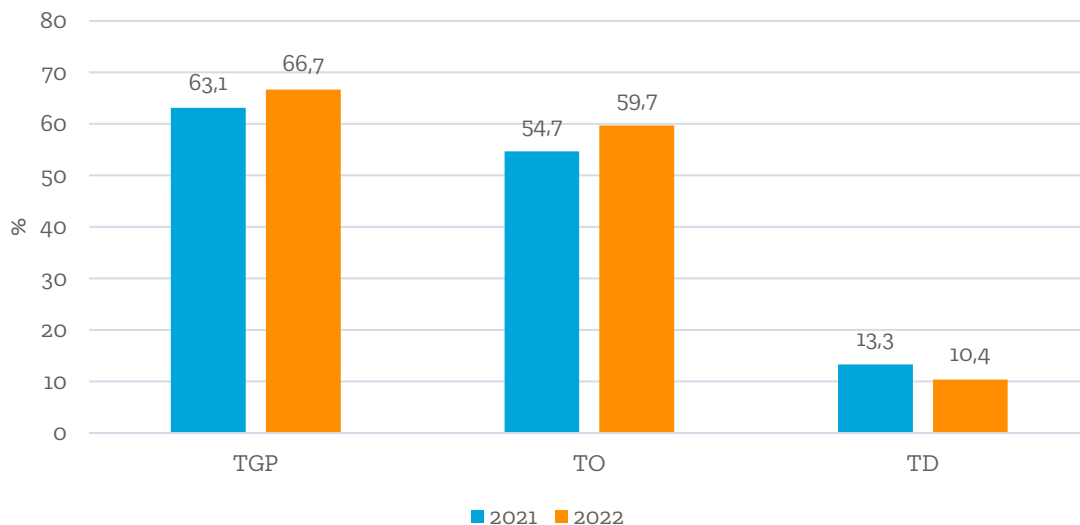
Figura 13. Tasa global de ocupación, tasa de desempleo y tasa de ocupación, total nacional, septiembre 2021 vs. septiembre 2022.



*Fuente:* DANE (2022), cálculos propios.

Para 13 principales ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo de septiembre de 2022 fue de **10,4%**, es decir, una disminución de **2,9 puntos** con respecto al mismo período del año anterior (**13,3%**). La tasa global de participación aumentó en **3,6 puntos**, de **63,1%** en 2021 a **66,7%** en 2022. Finalmente, la tasa de ocupación aumentó **5,0%** de **54,7%** en septiembre de 2021 a **59,7%** en 2022.

Figura 14. Tasa global de ocupación, tasa de desempleo y tasa de ocupación, en trece ciudades, septiembre 2021 vs. septiembre 2022.

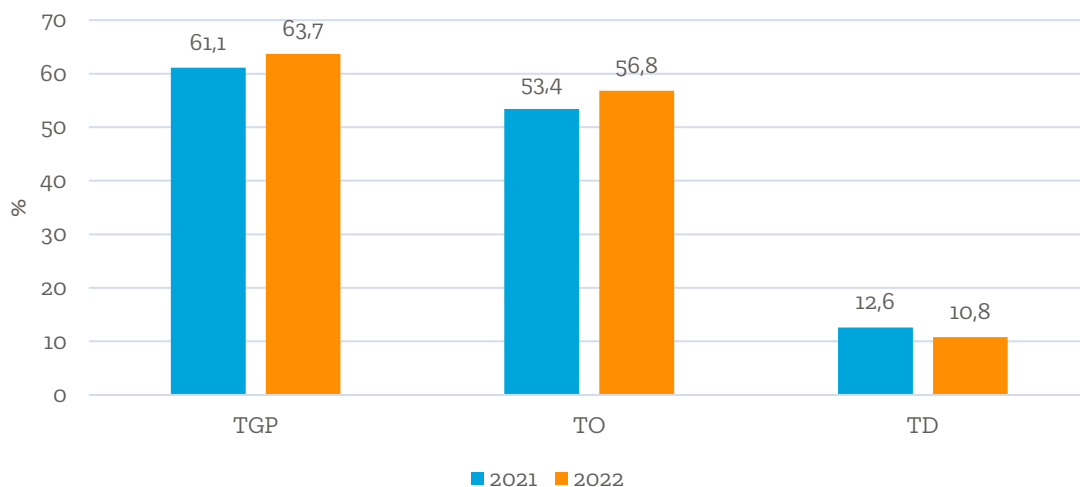


Fuente: DANE (2022), cálculos propios.

### 3. Resultados Trimestre móvil

Para el trimestre móvil julio-septiembre de 2022, la tasa de desempleo nacional fue **10,8%**, lo que significó una disminución de **1,8%** con respecto al mismo período del año anterior (**12,6%**). La tasa global de participación fue de **63,7%**, **2,6%** mayor a julio-septiembre de 2021 (**61,1%**). La tasa de ocupación aumentó en **3,4%**, pasando de **53,4%** en julio-septiembre de 2021 a **56,8%** en el mismo período de 2022.

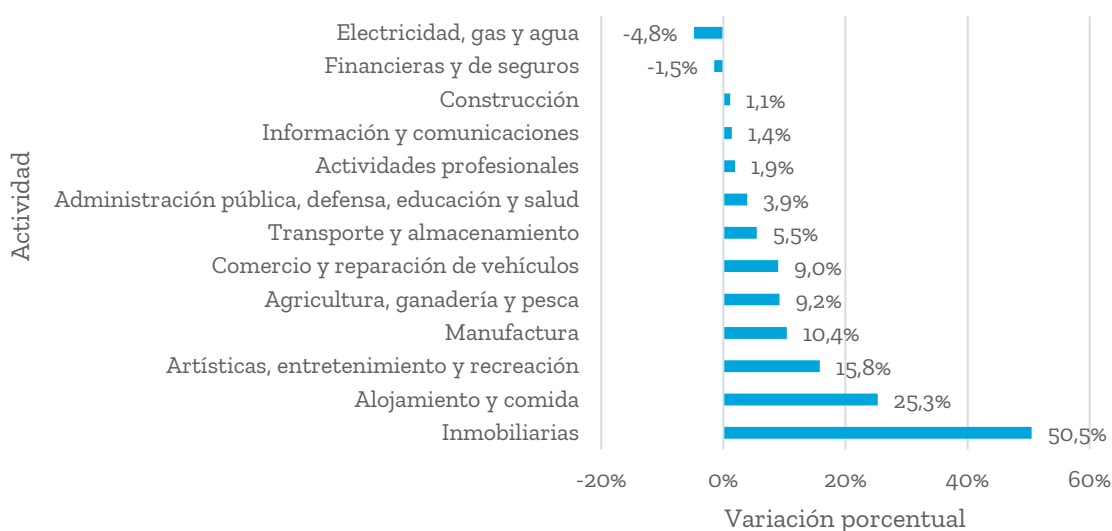
Figura 15. Tasa global de ocupación, tasa de desempleo y tasa de ocupación, trimestre móvil julio-septiembre 2021 vs. 2022.



Fuente: DANE (2022), cálculos propios.

Según rama económica, para septiembre de 2022 con respecto al año anterior, las actividades que presentaron variación positiva de la población ocupada fueron: inmobiliarias (**50,5%**); alojamiento y comida con **25,3%**; actividades artísticas, entretenimiento y recreación, que aumentó **15,8%**; manufacturas con un **10,4%**; agricultura, pesca y ganadería **9,2%**. Por su parte, comercio y reparación de vehículos aumentó su población ocupada en **9,0%**, al igual que transporte y almacenamiento aumentaron en **5,5%**, administración pública **3,9%**, actividades profesionales y científicas **1,9%**, información y comunicaciones **1,4%** y construcción **1,1%**. Las ramas que presentaron comportamiento negativo fueron: actividades financieras y de seguros **-1,5%**, y electricidad, gas y agua **-4,8%**.

Figura 16. Variación de la población ocupada según ramas de actividad, septiembre 2021 vs. septiembre 2022.

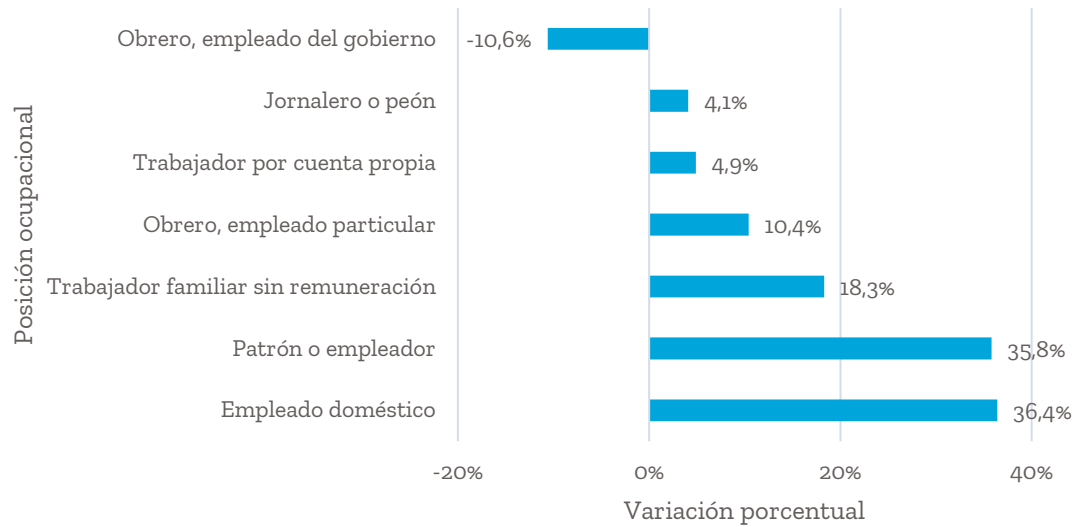


*Fuente:* DANE (2022), cálculos propios.

Según posición ocupacional para septiembre de 2022 con respecto a 2021 la única posición que presentó variación negativa fue el obrero y el empleado del gobierno (**-10,6%**). Por su parte, las posiciones que tuvieron variación positiva en su población ocupada fueron: el jornalero o peón (**4,1%**), cuenta propia (**4,9%**), el obrero o empleado particular (**10,4%**), el trabajador familiar sin remuneración (**18,3%**), el patrón o empleador (**35,8%**) y el empleado doméstico (**36,4%**).



Figura 17. Variación de la población ocupada según posición ocupacional, septiembre 2021 vs. septiembre 2022.



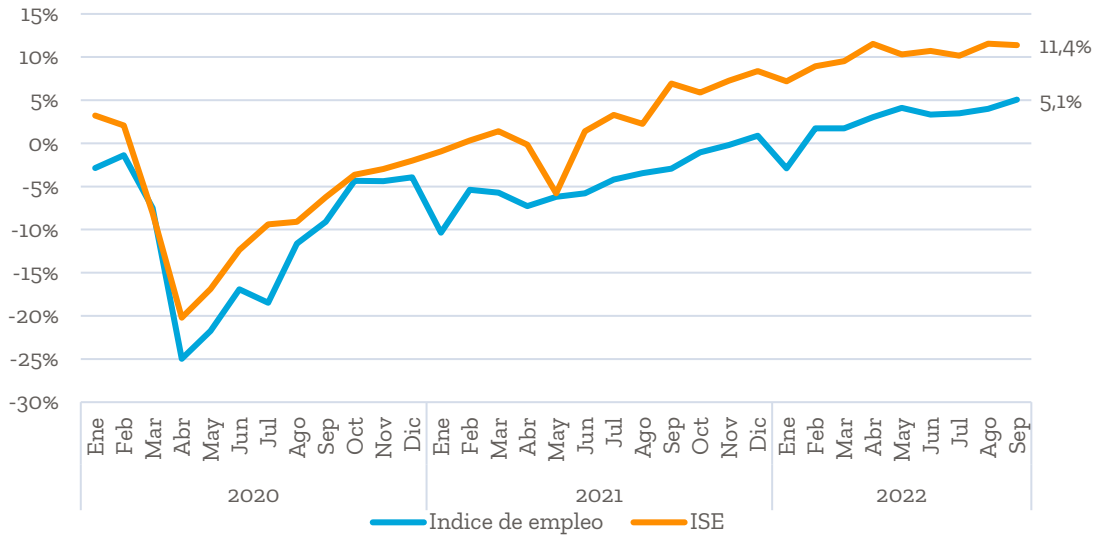
*Fuente:* DANE (2022), cálculos propios.

Entre las 23 ciudades y áreas metropolitanas, en el trimestre móvil julio-septiembre, las que presentaron mayor tasa de desempleo fueron Quibdó, con una tasa de desempleo del **25%**, Ibagué con **18,1%** y Valledupar con **17,6%**. Por su parte, las ciudades de menor desempleo fueron Bucaramanga con una tasa de desempleo del **9,6%**, Manizales con **9,7%** y Pereira con **9,9%**.

## 4. Conclusiones

La recuperación del empleo en 2022 ha sido destacada: la cifra de septiembre representa la ocupación más alta de la historia (**22,39 millones** de empleos, **40%** por encima del nivel más bajo de empleo que se tuvo en la pandemia, **15,99 millones**). En ese mismo período, el Indicador de Seguimiento a la Economía, en su serie desestacionalizada, creció el **39,6%**, lo que indicaría que la economía ha ido recuperando la capacidad de generación de empleo, aunque sin compensar todavía la caída del coeficiente de empleo que se generó en la pandemia, como lo ilustra la **Figura 18**, que compara el índice de empleo y el ISE, en sus series desestacionalizadas, en base 2019. Como se ve allí, aunque las series parecen tener ya la misma pendiente en su evolución reciente, la brecha inicial que se generó entre ellas en el inicio de la pandemia no se ha cerrado, y más bien parece haberse incrementado levemente.

Figura 18. Índice de empleo vs. ISE. Base: promedio 2019.



*Fuente:* DANE (2022), cálculos propios.

La cuestión fundamental ahora tiene que ver con el impacto que tendrá la desaceleración económica que parece avecinarse en el empleo. La figura anterior indica que los choques negativos a la actividad económica generan un reacomodo profundo del empleo, que no se recupera lo suficientemente rápido con el crecimiento subsiguiente.

Así que, sin desconocer el gran impacto que la inflación ha tenido sobre los salarios, debe adoptarse una postura prudente en la determinación del aumento del salario mínimo para el año 2023: los beneficios de un aumento excesivo del salario, por encima de la inflación y la productividad, podrían verse más que compensados por el efecto negativo que el aumento del salario real tendría sobre el empleo, en un momento en el que la desaceleración económica generará sin duda estrés en el mercado laboral.

## Referencias

Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (2022). Mercado laboral (empleo y desempleo histórico). -GEIH- 2022. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/mercado-laboral/empleo-y-desempleo/geih-historicos>

## Capítulo 5

# Balanza de Pagos de Colombia, primer semestre de 2022 y proyecciones hacia el final de 2022

Humberto Franco González<sup>6</sup>

El análisis oportuno de las cuentas externas del país que se puede realizar en este momento sugiere elaborar un recuento de su comportamiento reciente y una especie de proyección hacia finales de este 2022, dada la disponibilidad de información que al instante se tiene para el efecto. En tal contexto, el presente análisis exhibe, en primera instancia, un resumen del comportamiento de los principales componentes de la balanza de pagos del país durante el segundo trimestre del año, tanto en términos anuales, como en términos trimestrales, con lo que se dispondrá de la información necesaria para presentar su comportamiento global al primer semestre del año.

En segundo lugar, el escrito analiza algunas proyecciones de la balanza de pagos, soportado en la conducta reciente de la actividad productiva nacional, en particular, y de los principales socios comerciales, en general. El informe finaliza con el análisis del desempeño reciente de la balanza comercial (a septiembre).

### 1. Balanza de pagos segundo trimestre de 2022 versus segundo trimestre de 2021

En el análisis de coyuntura número 18 del septiembre pasado, en el apartado acerca de la balanza de pagos, al examinarse lo acontecido con esta cuenta en términos anuales se anotaba que las cifras de la balanza comercial indicaban ventas de productos colombianos por valor de **US\$19.478,49 millones** en T2-2022, cuando en el T2-2021 habían alcanzado **US\$11.292,60 millones**, con lo que su variación representaba un significativo incremento del **72,5%** (**US\$8.185,89 millones**), cifras evidenciadas en el siguiente Tabla 8.

---

<sup>6</sup> Humberto Franco González. Profesor del área de Macroeconomía y Sistemas Financieros y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: hfranco@eafit.edu.co

Tabla 7. Cuenta Corriente resumida T2-2022 vs T2-2021 (millones de dólares).

| Periodo   | T2-2022          | T2-2021          |
|---|------------------|------------------|
| Cuenta corriente                                      | -5.039,47        | -3.997,67        |
| Crédito (exportaciones)                               | 24.259,94        | 15.766,21        |
| Débito (importaciones)                                | 29.299,41        | 19.763,88        |
| <b>Balanza comercial. (Bienes y servicios)</b>        | <b>-3.159,29</b> | <b>-5.022,50</b> |
| Crédito (exportaciones)                               | 19.478,49        | 11.292,60        |
| Débito (importaciones)                                | 22.637,78        | 16.315,10        |
| <b>Renta factorial (Ingreso primario)</b>             | <b>-4.723,42</b> | <b>1.601,71</b>  |
| Crédito   | 1.569,24         | 1.549,29         |
| Débito  | 6.292,66         | 3.151,00         |
| <b>Transferencias corrientes (Ingreso secundario)</b> | <b>2.843,23</b>  | <b>2.626,54</b>  |
| Crédito   | 3.212,22         | 2.924,32         |
| Débito  | 368,98           | 297,77           |

*Fuente:* Banco de la República (2022a), Balanza de Pagos, septiembre 1 de 2022.

En el caso de las importaciones de bienes y servicios, también se evidenciaba un crecimiento pues mientras en el T2-2021 su valor llegó a **US\$16.315,10 millones**, en el segundo trimestre de este 2022 se incrementó **US\$6.322,68 millones**, alcanzando los **US\$22.637,78 millones**, lo que significa un crecimiento del **38,7%**. Claramente, estos totales permitían inferir una reducción del déficit de las exportaciones netas y, con ello, un considerable aporte a la reducción del déficit corriente del país.

Ahora, si bien en el periodo referenciado se presentó una reducción del déficit corriente, tal disminución no fue mayor dado que la renta factorial se tornó más negativa para el país, pues las salidas netas de capital por la remuneración de factores productivos del exterior crecieron de manera acelerada, en tanto que las entradas tuvieron apenas un leve crecimiento. De hecho, mientras en el T2-2021 los pagos que el país hizo al resto del mundo por tomar alquilados sus factores de producción fueron de **-US\$1.601,71 millones**, durante el T2-2022 llegaron a **-US\$4.723,42 millones**, mientras que los ingresos obtenidos por los colombianos al alquilar sus factores productivos al resto del mundo fueron de **US\$1.549,29 millones** T2-2021 y de **US\$1.569,24 millones** T2-2022 respectivamente, generándose un mayor déficit en la renta factorial del país.

Por el lado de las transferencias, estas siguieron manteniendo la frecuente contribución a la suavización del déficit corriente de la balanza de pagos, pues su condición superavitaria ha solido hacerle frente a los faltantes de la balanza comercial y de la renta factorial, hecho que en esta oportunidad no ha sido la excepción. En esta dirección, la tabla evidencia que durante el segundo trimestre de 2022 al país ingresaron **US\$216,69 millones** más que los que llegaron en igual trimestre del 2021 (**US\$2.843,23 millones** frente a **US\$2.626,54 millones**). Como ha ocurrido en la mayoría de los periodos anteriores, nuevamente las remesas se constituían en el principal componente de las transferencias, al registrar **US\$2.417,51 millones** en el T2-2022, frente a **US\$2.167,34 millones** en el mismo trimestre del año anterior (T2-2021)<sup>3</sup>.

Por su parte, al darle el vistazo correspondiente a la cuenta financiera de la balanza de pagos, se argumentaba que la inversión directa había sido la mayor proveedora de recursos externos para atender los requerimientos monetarios con el fin de hacerle frente al citado déficit. De hecho, estos flujos de capital externo durante el T2-2022 significaron **-US\$3.278,54 millones** frente a los **-US\$1.038,29 millones** un año atrás, evidenciándose un significativo crecimiento de la Inversión Extranjera Directa (IED), dado que mientras en el T2-2021 estos ingresos alcanzaron los **US\$2.022,66 millones** el en T2-2022 llegaron a **US\$4.773,07 millones**, equivalentes a un crecimiento de **136,0%**.

Tabla 8. Cuenta Financiera resumida T2-2022 vs T2-2021 (millones de dólares).

| Periodo                                   | T2-2022          | T2-2021          |
|---|------------------|------------------|
| <b>Cuenta financiera</b>                  | <b>-5.163,65</b> | <b>-3.732,12</b> |
| Inversión directa                         | -3.278,54        | -1.038,29        |
| <b>Inversión Extranjera Directa (IED)</b> | <b>4.773,07</b>  | <b>2.022,66</b>  |
| Inversión de cartera                      | -604,80          | -6.089,38        |
| Derivados financieros                     | 36,17            | 181,65           |
| Otra inversión                            | -1.390,56        | 3.039,91         |
| Activos de reserva                        | 74,08            | 173,99           |
| Errores y omisiones netos                 | -124,18          | 265,55           |

*Fuente:* Banco de la República (2022a), Balanza de Pagos septiembre 1 de 2022.

Como se observa en la **Tabla 8**, en el fondeo del déficit corriente del país, ocupó el segundo lugar la cuenta Otra inversión con **-US\$1.390,56 millones**, cuando en el mismo trimestre de 2021 habían salido por este rubro **US\$3.039,91 millones**, en tanto que la inversión de cartera redujo fuertemente la entrada de capital al pasar de **-US\$6.089,38 millones** a solo **-US\$604,80 millones**, es decir una variación porcentual de **90,1%** y una reducción en los activos de reserva de casi **US\$100 millones**.

## 2. Comportamiento trimestral de la Balanza de pagos: T2-2022 vs. T1-2022

También, se señalaba en el informe citado anteriormente (Informe No. 18, septiembre de 2022), que los datos presentados por el Banco de la República permitían evidenciar una clara reducción del déficit de la cuenta corriente durante el trimestre T2-2022 (**-US\$5.039,14 millones** equivalentes al **5,7%** del PIB, en relación con el primer trimestre del año, periodo en el que dicho déficit había alcanzado los **-US\$5.159,06 millones**). Ese resultado se atribuía, sobre todo, a la gran contracción del desbalance comercial de bienes la que, a su turno, se debió al comportamiento de las exportaciones de estos productos, con significativos precios internacionales del carbón y del petróleo, además de los buenos volúmenes exportados, entre otras razones, y al leve incremento de las importaciones.

Adicionalmente, se manifestaba que la balanza de servicios también había tenido su contribución a la reducción de dicho déficit corriente en relación con igual periodo del año anterior (T2-2021), hecho imputable, a su vez a la reactivación del turismo foráneo hacia el país, en tanto que la tendencia despreciativa del peso, característica del periodo que se analiza y del resto del año, pareciera haber incidido en la reducción de viajeros colombianos hacia el exterior, por un lado, y en el crecimiento en la llegada de extranjeros al país, por el otro. En efecto, al comparar el desempeño de la balanza de pagos en los dos primeros trimestres de este año se observa que el déficit en cuenta corriente (Tabla 9), se redujo **US\$119,58 millones** (de **-US\$5.159,06 millones** a **-US\$5.039,47 millones**), equivalente a un descenso del **2,3%** en términos porcentuales.

Tabla 9. Cuenta Corriente resumida T2-2022 vs T1-2022 (millones de dólares).

| Periodo   | T2-2022          | T1-2022          |
|---|------------------|------------------|
| <b>Cuenta corriente</b>                               | <b>-5.039,47</b> | <b>-5.159,06</b> |
| Crédito (exportaciones)                               | 24.259,94        | 21.574,31        |
| Débito (importaciones)                                | 29.299,41        | 26.733,36        |
| <b>Balanza comercial. (Bienes y servicios)</b>        | <b>-3.159,29</b> | <b>-4.965,38</b> |
| Crédito (exportaciones)                               | 19.478,49        | 16.536,47        |
| Débito (importaciones)                                | 22.637,78        | 21.501,86        |
| <b>Renta factorial (Ingreso primario)</b>             | <b>-4.723,42</b> | <b>-3.371,09</b> |
| Crédito   | 1.569,24         | 1.534,53         |
| Débito  | 6.292,66         | 4.905,62         |
| <b>Transferencias corrientes (Ingreso secundario)</b> | <b>2.843,23</b>  | <b>3.177,42</b>  |
| Crédito   | 3.212,22         | 3.503,30         |
| Débito  | 368,98           | 325,88           |

*Fuente:* Banco de la República (2022a), Balanza de Pagos, septiembre 1 de 2022.

En el caso de la balanza comercial, la disminución de su saldo deficitario fue de **US\$1.806,09 millones** (variación de **36,4%**), ello en atención al mayor incremento en las exportaciones que

en las importaciones en el marco de precios altos del carbón y del petróleo por el lado exportador, como ya se había manifestado, y de una inflación creciente en el exterior, por el lado importador con una contribución significativa tanto al mayor valor de las importaciones, como a la inflación interna. Así, mientras en el primero de los casos las exportaciones trimestrales subieron **US\$2.942,01 millones**, en el segundo la variación de las importaciones fue de **US\$1.135,92 millones**, tal cual se deduce de la tabla anterior.

El rubro que continuó la tendencia creciente observada en el primer trimestre fue la renta neta factorial (ingreso primario), en términos de pagos a los propietarios foráneos de factores productivos, con un incremento en esta oportunidad de **US\$1.352,33 millones**, es decir **135,2 puntos porcentuales**, en línea con la mayor remisión de utilidades de las firmas con capital foráneo hacia sus lugares de origen, acontecimiento que también se presentó en términos anuales, tal cual se manifestó con anterioridad. En contraste, las transferencias mantuvieron su contribución positiva, aunque en esta oportunidad redujeron su aporte a la cuenta corriente, pues mientras en el primer trimestre del año su contribución había sido de **US\$3.177,42 millones**, en el segundo trimestre del año fue de **US\$2.843,23 millones**, es decir, una disminución trimestral de **US\$334,18 millones**. No obstante, es importante recalcar que su contribución positiva al saldo de la cuenta corriente del país sigue siendo amortiguadora del déficit corriente nacional.

Al revisar la financiación del saldo deficitario de la cuenta corriente, es decir la cuenta financiera en lo corrido del año, se encontraron los siguientes detalles. En primer lugar, entre los dos trimestres transcurridos (de los que se dispone de información estadística en la materia), se tuvo un crecimiento de los ingresos financieros fundamentado, principalmente, en la inversión de cartera, dado que en el primer trimestre del año esta cuenta había presentado una salida de recursos de esta índole por valor de **US\$1.929,97 millones**, en tanto que durante el segundo trimestre del año la llegada de estos recursos fue de **US\$604,80 millones** como se observa en la [Tabla 10](#).

Tabla 10. Cuenta Financiera resumida T2-2022 vs T1-2022 (millones de dólares)

| Periodo                                   | T2-2022          | T1-2022          |
|---|------------------|------------------|
| <b>Cuenta financiera</b>                  | <b>-5.163,65</b> | <b>-4.755,71</b> |
| Inversión directa                         | -3.278,54        | -3.693,02        |
| <b>Inversión Extranjera Directa (IED)</b> | <b>4.773,07</b>  | <b>5.072,45</b>  |
| Inversión de cartera                      | -604,80          | 1.929,97         |
| Derivados financieros                     | 36,17            | 377,14           |
| Otra inversión                            | -1.390,56        | -2.742,47        |
| Activos de reserva                        | 74,08            | 126,95           |
| Errores y omisiones netos                 | -124,18          | 403,35           |

*Fuente:* Banco de la República (2022a), Balanza de Pagos septiembre 1 de 2022.

Por su lado, mientras la Inversión directa registró una leve reducción en el ingreso de recursos, la cuenta Otra inversión también lo hizo, pero en mayor proporción. De esta manera, mientras la Inversión directa presentó una reducción de **US\$414,49 millones**, la cuenta Otra inversión



evidenció un gran deterioro (**US\$1.351,91 millones**), pues mientras en el primer trimestre del año ingresaron al país por esta fuente de recursos **US\$2.742,47 millones**, en el T2-2022 los mismos alcanzaron a ser **US\$-1.390,56 millones**. Estos guarismos implicaron una reducción en los activos de reserva de **US\$52,87 millones** entre los trimestres en consideración (**US\$74,08 millones** T2-2022 frente a **US\$126,95 millones** T1-2022).

## 2.1. El agregado semestral de la Balanza de Pagos: primer semestre de 2022

En el contexto de la información presentada anteriormente y sintetizando, se puede manifestar que en lo corrido del año a junio (S1-2022), el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos del país alcanzó los **US\$10.199 millones**, equivalentes al **5,9%** del PIB, superando el déficit de dicha cuenta en igual periodo del año anterior en **1,2%** del PIB el cual alcanzó los **-US\$7.015 millones** (**4,7%** como proporción del PIB), con una dinámica similar entre el T2-2022 y el agregado semestral (S1-2022).

Tabla 11. Cuenta Corriente resumida S12022 vs S12021 (millones de dólares).

| Periodo  | S1-2022        | S1-2021       |
|--|----------------|---------------|
| <b>Cuenta corriente</b>                        | <b>-10.199</b> | <b>-7.015</b> |
| Balanza comercial. (Bienes y servicios)        | -8.125         | -8.707        |
| Renta factorial (Ingreso primario)             | -8.095         | -3.385        |
| Transferencias corrientes (Ingreso secundario) | 6.021          | 5.077         |

Fuente: Banco de la República (2022a), Balanza de Pagos septiembre 1 de 2022

Así, el agregado semestral permite informar que la principal explicación del déficit corriente durante los primeros seis meses del año en relación con igual periodo de 2021, ha sido el saldo deficitario de la renta neta de factores o ingresos primarios, seguida por el desbalance comercial de bienes y servicios, con la renombrada compensación que las transferencias corrientes o ingresos secundarios le han significado al país, con lo que el déficit de la cuenta corriente del primer semestre del año resultó ser mayor al registrado un año atrás. En este orden de ideas, mientras el déficit factorial se incrementó **139,14%** (de **-US\$3.385 millones** a **-US\$8.095 millones**), el de la balanza comercial de bienes se redujo **6,68%** (de **-US\$8.707 millones** a **-US\$8.125 millones**), en tanto que las transferencias crecieron **18,6%** (de **US\$5.077 millones** a **US\$6.021 millones**), al comparar los primeros semestres de 2021 y 2022.

Ahora, al considerar las razones a las que se puede atribuir este desempeño, es menester manifestar que estos son resultados determinados tanto por factores externos como por factores internos. En el primero de los casos se debe considerar la normalización de la política monetaria en los países desarrollados, especialmente en Estado Unidos, política implementada por la creciente inflación que siguió al periodo postpandemia, y que se agudizó por asuntos como la invasión rusa a Ucrania que ha generado una de las mayores inflaciones de oferta en la historia reciente del planeta al generar escasez de combustibles y de materias primas con el consecuente incremento en los precios de los *commodities*.

El incremento de las tasas de interés por parte del emisor norteamericano, acción más importante de la citada política de normalización, ha llevado a una de las mayores apreciaciones del dólar frente al resto de monedas del mundo, al punto que en algunos momentos esta moneda llegó a superar el valor del euro. Esta apreciación, sumada a la depreciación del peso colombiano (la mayor de la región) ha incidido en la balanza comercial del país, al encarecer aún más los bienes importados, desacelerando el ritmo importador del país. Si a este hecho se le anexan los mayores ingresos por las exportaciones, especialmente por las tradicionales, soportados en mayores volúmenes vendidos de petróleo y carbón, además de sus buenos precios internacionales, se tiene un valor exportador que ha crecido en mayor proporción que los pagos por importaciones generando el menor déficit comercial del periodo.

En el caso de la renta factorial, es claro que la notoria recuperación y expansión económica del país ha derivado en una mayor transferencia de utilidades hacia las casas matrices de las empresas foráneas con capital invertido en el país, con el consecuente impacto en el resultado global de la cuenta corriente del país.

Por su parte, y en lo relacionado con el fondeo del déficit corriente en todo el primer semestre de este año 2022, hay que señalar que este se explica por el aumento de los ingresos de capital foráneo (**US\$13.853 millones**), salidas de capital nacional (**US\$7.073 millones**), y por la venta de derivados financieros por valor de **US\$341 millones**, dándose lugar a un incremento de las reservas internacionales por valor de **US\$201 millones** en relación con el S1-2021.

Tabla 12. Cuenta Financiera resumida S12022 vs S12021 (millones de dólares).

| Periodo                                   | S1-2022       | S1-2021       |
|---|---------------|---------------|
| <b>Cuenta financiera</b>                  | <b>-9.919</b> | <b>-6.501</b> |
| Inversión directa                         | -6.972        | 2.502         |
| <b>Inversión Extranjera Directa (IED)</b> | <b>9.846</b>  | <b>4.355</b>  |
| Inversión de cartera                      | 1.325         | 4.771         |
| Derivados financieros                     | 341           | 139           |
| Otra inversión                            | -4.133        | -547          |
| Activos de reserva                        | 201           | 364           |

*Fuente:* Banco de la República (2022a), Balanza de Pagos septiembre 1 de 2022

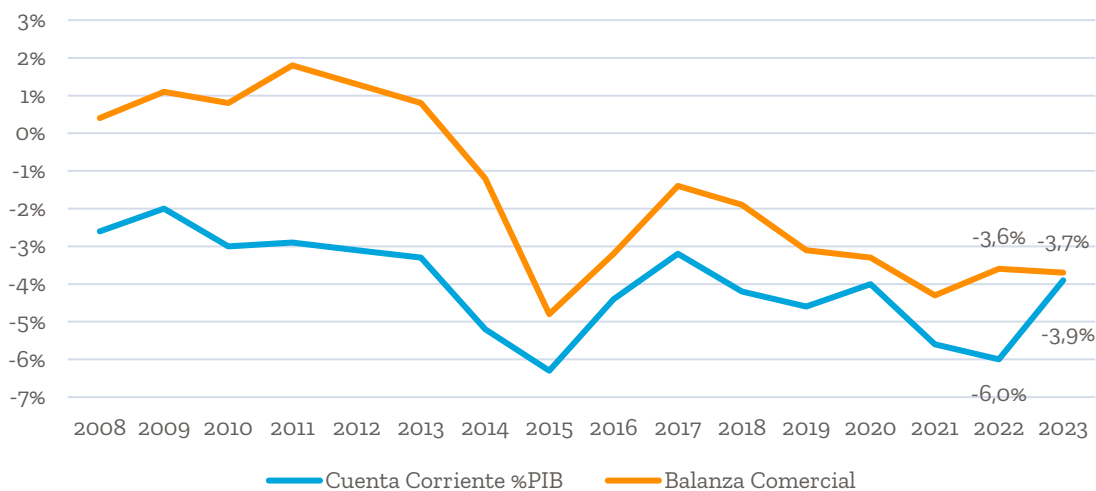
El detalle muestra que en esta financiación se destaca en primera instancia la inversión directa con **US\$6.972 millones**, seguida por inversión de cartera con **US\$1.325 millones** y otras inversiones con **-US\$4.133 millones**. Destáquese, adicionalmente, el vigoroso aporte de la Inversión Extranjera Directa (IED) (**US\$9.846** en S1-2022), aunque para muchos sea un adefesio que su principal destino haya sido el sector minero-energético del país.

### 3. Perspectivas

El panorama de la balanza de pagos que se acaba de presentar, con el acontecer de la actividad productiva en lo corrido del último trimestre del año (a octubre), permite vaticinar un

incremento del déficit en cuenta corriente hacia un porcentaje cercano al **-6,0%** del PIB, en relación con el déficit de dicha cuenta en 2021, el cual había alcanzado **5,6%** del PIB (Figura 19). Hechos tales como los niveles altos de los precios de los *commodities* que, si bien favorecen las entradas por exportaciones al país y con ello contribuyen a la reducción del déficit comercial, dada la moderación de las importaciones por la desaceleración de la demanda interna, haría que la renta de factores productivos continuara siendo el gran detonador del déficit corriente del país.

Figura 19. Balanza comercial y cuenta corriente.



Fuente: Banco de la República (2022c) y Anif (2022).

Esta tendencia reduccionista del desbalance corriente, se mantendría para el próximo año 2023 hacia niveles cercanos al **-3,9%** según el emisor (**4,3%** del PIB es la proyección de la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), dada la reducción esperada en los precios del petróleo, disminución que se soporta en los desincentivos a la actividad minero-energética, conduciendo a menores salidas de capital hacia las matrices de las empresas foráneas que invierten en el sector, además de la continuidad reduccionista que en la demanda interna como respuesta a la política monetaria restrictiva que el mundo y el país vienen implementando desde hace unos meses atrás. En este contexto, la menor dinámica que se prevé en materia de transferencias, debido a la desaceleración del crecimiento económico mundial, debilitaría aún más el consumo y con ello la demanda de absorción. Recuérdese que el resultado de la cuenta corriente refleja la relación ingresos-gastos de las economías y, en consecuencia, las posibilidades de financiar sus inversiones con ahorro propio o, en su defecto, con capitales foráneos.

De lo que no se debe dudar es que el país seguirá contando con capitales externos para poder financiar su déficit en cuenta corriente y con ello equilibrar, en alguna medida, el desbalance ahorro-inversión que suele caracterizar a economías en desarrollo como la nuestra. Lamentablemente, los altos costos financieros de estos recursos, resultado tanto de las mayores tasas de interés desprendidas del apretón monetario del mundo en general y de Colombia en particular, como de la delicada condición de las finanzas públicas del país, serán

la característica que los cobijará. En esta línea, la inversión de cartera, la Inversión Extranjera Directa y el rubro Otras inversiones de la cuenta financiera, además de seguir manteniendo protagonismo en la financiación del déficit corriente, serán cada vez más onerosas, lo que debe enfatizar con mayor fuerza, la necesidad de enfrentar decididamente los déficits gemelos del país (fiscal y externo).

## 4. Desempeño de la balanza comercial en los tres primeros trimestres del año

### 4.1. Exportaciones

De acuerdo a las cifras oficiales reveladas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística DANE, las ventas de productos colombianos al exterior en septiembre sumaron **US\$4.778,55 millones**, con lo que su crecimiento anual fue de **26%**, pues en igual mes del año anterior habían sumado **US\$3.792,23 millones**, hecho evidenciable al ordenarlas con base en la Clasificación Uniforme del Comercio Internacional (CUCI), que desagrega las exportaciones según grupos de productos tal cual se observa en la **Tabla 13** y donde es claro que el grupo de combustibles y productos de industrias extractivas tuvieron el mayor dinamismo al crecer **40,0%**, seguidas por el grupo agropecuarios, alimentos y bebidas (**25,7%**) y las manufacturas (**9,2%**), pues el grupo otros sectores presentó un descenso de **-16,3%**.

Tabla 13. Valor FOB de las exportaciones según grupos de productos (CUCI).

| Grupos de productos                   | Septiembre           |                  |               | Enero-Septiembre     |                   |               |
|---------------------------------------|----------------------|------------------|---------------|----------------------|-------------------|---------------|
|                                       | 2021p                | 2022p            | Variación (%) | 2021p                | 2022p             | Variación (%) |
|                                       | Miles de dólares FOB |                  |               | Miles de dólares FOB |                   |               |
| <b>Total</b>                          | <b>3.792.236</b>     | <b>4.778.554</b> | <b>26,0</b>   | <b>28.890.522</b>    | <b>43.828.855</b> | <b>51,7</b>   |
| Agropecuarios, alimentos y bebidas    | 751.809              | 945.312          | 25,7          | 6.795.311            | 8.888.706         | 30,8          |
| Combustibles e industrias extractivas | 1.898.636            | 2.657.362        | 40,0          | 13.399.982           | 24.779.915        | 84,9          |
| Manufacturas                          | 863.116              | 942.567          | 9,2           | 6.398.192            | 7.998.672         | 25,0          |
| Otros sectores                        | 278.674              | 233.314          | -16,3         | 2.297.037            | 2.161.563         | -5,9          |

*Fuente:* DANE, 2022. P: Cifras preliminares.

La **Tabla 13** permite evidenciar que las exportaciones de combustibles e industrias extractivas participaron con **US\$2.657,36 millones** de su valor FOB (*free on board*) total, en tanto que las de manufacturas pasaron de **US\$863,1 millones** a **US\$942,57 millones** y las de agropecuarios, alimentos y bebidas se incrementaron de **US\$751,81 millones** a **US\$945,31 millones**.

Detallando por el tipo de ventas al mercado internacional, se encuentra que, en lo referente a la variación en las ventas al mercado internacional de combustibles y productos de industrias extractivas (**40,0%**), su desempeño se soporta en las ventas de hulla, coque y briquetas (**115,1%**),

menas y desechos de metales (**65,7%**) y petróleo sus derivados y conexos (**5,6%**), porque el grupo llamado Demás decreció **-10,2%**.

En relación con la variación del grupo agropecuarios, alimentos y bebidas (variación del **26,0%**), se puede manifestar que ella soporta su comportamiento en las exportaciones, en su orden, de ganado bovino vivo (**114,1%**), café sin tostar descafeinado o no (**47,4%**), café tostado (**36,3%**), plantas y partes de plantas para perfumería (**34,7%**) y flores y follaje cortados (**28,8%**).

En el caso de las manufacturas cuya variación fue del **9,2%**, la principal variación la registró maquinaria y equipos de transporte (**13,9%**), seguida por artículos manufacturados clasificados según el material (**10,3%**), productos químicos y conexos (**7,1%**) y artículos manufacturados diversos (**6,9%**), dado que la variación del ferrocarril fue negativa en el mes (**-26,0%**).

Ahora bien, en lo que se refiere a las exportaciones año corrido enero-septiembre, se evidencia en este mismo **Tabla 13**, una variación positiva registrando un incremento del **51,7%**, al pasar de **US\$28.890,52 millones** a **US\$43.828,85 millones**, resultado que obedece a la variación en su orden de combustibles y productos de industrias extractivas (**84,9%**), agropecuarios, alimentos y bebidas (**30,8%**) y manufacturas (**25,0%**), dado que el grupo Otros sectores presentó una variación negativa de **-5,9%**, pero con la menor contribución a la variación.

Del lado de las exportaciones del país durante el noveno mes del año con base en su clasificación de tradicionales y no tradicionales (**Tabla 14**), se puede expresar que las ventas externas en este mes las explican, sobre todo, el incremento en de productos tradicionales (**81,4%**), pues las no tradicionales tuvieron una variación del **17,8%**.

De hecho, como bien se observa en la **Tabla 14**, mientras las ventas de productos tradicionales al resto del mundo en septiembre de 2021 ascendieron a **US\$2.219,95 millones**, en el mismo mes de este 2022 su monto fue de **US\$2.995,49 millones**, en tanto que las de no tradicionales pasaron de **US\$1.572,28 millones** a **US\$1.783,06 millones**.

Tabla 14. Exportaciones FOB, tradicionales y no tradicionales. Septiembre 2022/2021.

| Descripción                               | Septiembre           |                  |               | Enero - septiembre   |                   |               |
|---|----------------------|------------------|---------------|----------------------|-------------------|---------------|
|   | 2021p                | 2022p            | Variación (%) | 2021p                | 2022p             | Variación (%) |
|   | Miles de dólares FOB |                  |               | Miles de dólares FOB |                   |               |
| <b>Exportaciones totales <sup>a</sup></b> | <b>3.792.236</b>     | <b>4.778.554</b> | <b>26,0</b>   | <b>28.890.522</b>    | <b>43.828.855</b> | <b>51,7</b>   |
| <b>Exportaciones tradicionales</b>        | <b>2.219.951</b>     | <b>2.995.493</b> | <b>34,9</b>   | <b>15.412.692</b>    | <b>27.957.304</b> | <b>81,4</b>   |
| Café                                      | 256.437              | 323.947          | 26,3          | 2.104.377            | 3.032.394         | 44,1          |
| Petróleo y sus derivados                  | 1.274.603            | 1.344.296        | 5,5           | 9.392.616            | 15.085.158        | 60,6          |
| Carbón                                    | 579.143              | 1.246.016        | 115,1         | 3.532.623            | 9.094.950         | 157,5         |
| Ferróniquel                               | 109.769              | 81.233           | -26,0         | 383.075              | 744.801           | 94,4          |
| <b>Exportaciones no tradicionales</b>     | <b>1.572.284</b>     | <b>1.783.061</b> | <b>13,4</b>   | <b>13.477.831</b>    | <b>15.871.551</b> | <b>17,8</b>   |
| Sin oro ni esmeraldas                     | 1.288.535            | 1.537.871        | 19,4          | 11.114.600           | 13.641.254        | 22,7          |

*Fuente:* DANE, 2022. P: Cifras preliminares.

Finalmente, el análisis de las exportaciones del país durante el año corrido enero-septiembre (**51,7%**), con base en esta clasificación de tradicionales y no tradicionales, sostiene esta variación, en su orden, en el comportamiento positivo de las exportaciones tradicionales que presentan un incremento del **81,4%** y en las no tradicionales (**17,8%**), en los nueve primeros meses del año. En el caso de las exportaciones tradicionales, este resultado es explicado en su orden por las ventas de carbón que presentan incremento del **157,5%**, seguidas por la variación del ferróniquel (**94,4%**), las del grupo petróleo y sus derivados (**60,6%**), las de café (**44,1%**) y las exportaciones del grupo sin oro ni esmeraldas (**22,7%**).

Es importante resaltar que, como ha venido ocurriendo durante los últimos meses, la variación en las exportaciones de petróleo en el mes de análisis, se ha debido tanto al gran crecimiento en el precio del crudo, como el incremento de barriles exportados, hecho que también ha sido característico durante el transcurso del año en el caso del carbón, comportamientos atribuibles a la interacción de la oferta y la demanda de estos productos, animada por la coyuntura geopolítica internacional que ha dado lugar al mencionado incremento en el precio de los *commodities*.

## 4.2. Importaciones

En relación con las compras hechas por el país al resto del mundo en septiembre y en lo corrido del año a dicho mes, se debe manifestar que estas mantuvieron el dinamismo que han venido registrando desde meses pasados, dinamismo atribuible, además de la recuperación económica nacional e internacional, a las condiciones en materia de costos que han caracterizado a los

mercados internacionales (dentro de estos, a los de transporte marítimo), y al estrés en las cadenas logísticas internacionales que se ve reflejado en los costos de seguros y fletes, incidiendo claramente en el valor de las importaciones para este mes.

De hecho, su valor CIF (*cost, insurance and freight*), presentó una variación positiva tanto en septiembre, al registrar un notable incremento del orden del **16,8%**, como en los nueve primeros meses del año, cuando la variación alcanzó **39,6%**. En el primero de los casos se pasó de **US\$5.733,3 millones** a **US\$6.695,8 millones**, y en el segundo de **US\$42.536,9 millones** a **US\$59.390,5 millones** (Tabla 15). Este desempeño se explica, por el lado positivo, en la continuidad que ha mantenido el país en su ritmo de crecimiento de la actividad productiva jalonado por la demanda interna en la que las importaciones de todo tipo de bienes, especialmente de aquellas que participan como insumos para la producción que atiende tanto la demanda interna como la demanda que proviene del resto del mundo vienen jugando su papel y, negativamente, por el estrés en materia de costos internacionales que se ha mencionado en varios apartes del presente escrito. Un asunto por enfatizar, que ha sido reiterativo en los últimos meses en el país, es que este comportamiento se viene dando bajo una tendencia altamente depreciativa de la tasa de cambio, a pesar de los buenos precios del petróleo.

Tabla 15. Valor CIF de las importaciones y variación, según grupos de productos CUCI. Miles de dólares. Septiembre 2022 frente a septiembre 2021.

| Principales grupos de productos                | Septiembre           |                  |               | Enero - septiembre   |                   |               |
|--|----------------------|------------------|---------------|----------------------|-------------------|---------------|
|  | 2021p                | 2022p            | Variación (%) | 2021p                | 2022p             | Variación (%) |
|  | Miles de dólares CIF |                  |               | Miles de dólares CIF |                   |               |
| <b>Total</b>                                   | <b>5.733.284</b>     | <b>6.695.757</b> | <b>16,8</b>   | <b>42.535.901</b>    | <b>59.390.497</b> | <b>39,6</b>   |
| Agropecuarios, alimentos y bebidas             | 734.270              | 1.016.099        | 38,4          | 6.316.678            | 8.640.691         | 36,8          |
| Combustibles y prod. de industrias extractivas | 482.702              | 629.954          | 30,5          | 3.253.683            | 6.743.214         | 107,2         |
| Manufacturas                                   | 4.510.887            | 5.045.097        | 11,8          | 32.917.099           | 43.922.046        | 33,4          |
| Otros sectores                                 | 5.424                | 4.607            | -15,1         | 48.441               | 84.546            | 74,5          |

Fuente: DIAN-DANE, 2022. P: Cifra preliminar.

Como se observa en la tabla de desempeño importador durante el mes de septiembre se soportó en el incremento de las compras foráneas de agropecuarios, alimentos y bebidas (**38,4%**), combustible y productos de la industria extractiva (**30,5%**), manufacturas (**11,8%**), en tanto que Otros sectores, con la menor participación dentro del total de este tipo de compras en el mes en consideración, registró una variación negativa de **-15,1%**.

El detalle permite señalar que la variación de las importaciones de combustibles e industrias extractivas se apoya, sobre todo, en el desempeño de las compras de petróleo, sus derivados y conexos (**34,2%**), porque los metales no ferrosos tuvieron variación negativa de **-10,7%**, en tanto que las demás importaciones variaron **110,7%**. Por su parte, en la variación positiva del grupo

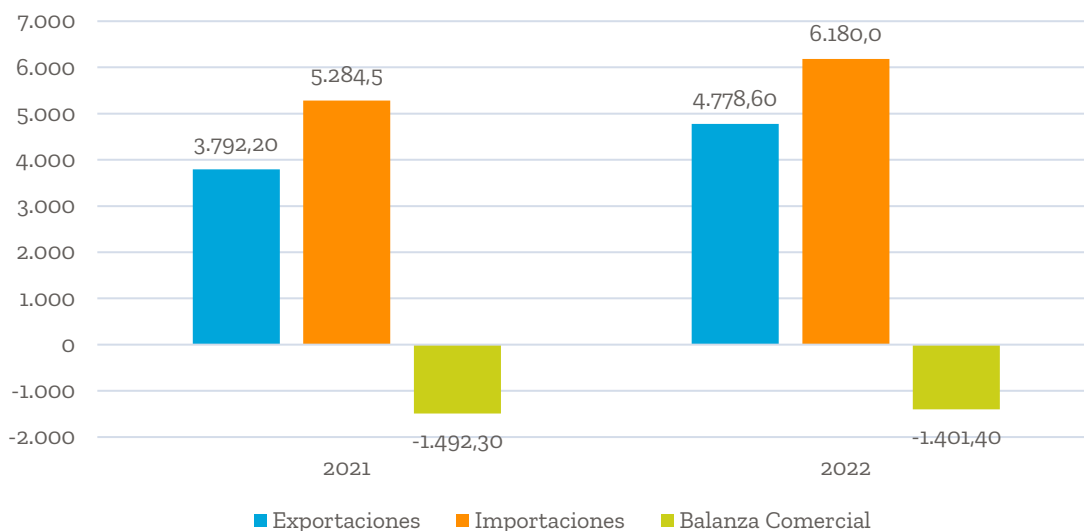


agropecuario, alimentos y bebidas en septiembre, se destacan, en su orden, las compras de Materiales crudos no comestibles (**113,1%**), bebidas y tabacos (**52,3%**), aceites y grasa de origen animal y vegetal (**34,9%**) y productos alimenticios y animales vivos (**29,8%**). En lo relacionado con el incremento en las importaciones de manufacturas, este desempeño lo explica principalmente las compras al resto del mundo de maquinaria y equipo de transporte (**19,4%**), artículos manufacturados diversos (**18,2%**) y artículos manufacturados clasificados según material (**14,0%**), porque productos químicos y conexos registró variación negativa de **-3,9%**.

Desde la perspectiva de las importaciones del país en lo corrido del año (enero-septiembre), estas compras muestran un incremento del **39,6%**, crecimiento en el que los grupos de combustibles y productos de la industria extractiva, agropecuarios, alimentos y bebidas y manufacturas registraron, en su orden, variaciones de **107,2%**, **36,8%** y **33,4%** respectivamente, en tanto que la variación del grupo Otros sectores fue de **74,5%**.

Las anteriores consideraciones permiten manifestar que el déficit en la balanza comercial de bienes durante el mes de septiembre, en valores Free Onboard (FOB), alcanzó la cifra de **-US\$1.401,45 millones**, implicando una reducción de dicho déficit en relación con el registrado el año anterior cuando alcanzó **-US\$1.492,33 millones** tal cual se observa en la **Figura 20** En términos porcentuales, la reducción del déficit comercial anual de bienes hacia el noveno mes del año fue del **6,1%**, porcentaje que en valores absolutos equivale a **US\$90,9 millones**.

Figura 20. Balanza comercial de bienes, septiembre 2021-2022 (Millones de dólares FOB).

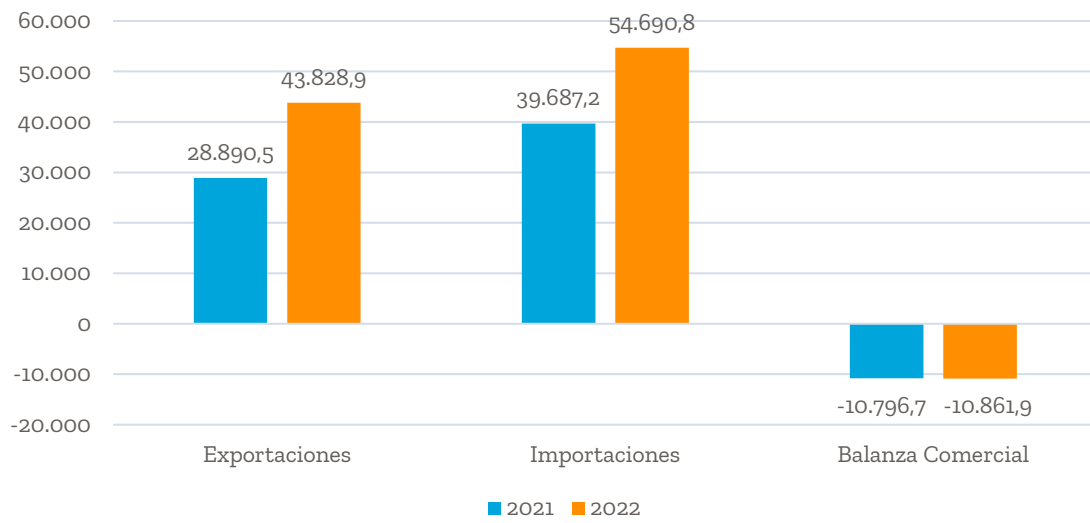


Fuente: DANE (2022).

Por su parte, esta balanza en el año corrido a septiembre, registra un leve crecimiento en su déficit, incremento que fue del **0,6%** (**-US\$65,2 millones**) al pasar de **-US\$10.796,7 millones** a **-US\$10.861,9**, tal cual se observa en la **Figura 21**, resultado que tiene su implicación en el saldo total de la cuenta corriente, cuyo resultado deficitario lo explica, fundamente, el desempeño de la renta factorial, tal como se comentó anteriormente.



Figura 21. Balanza comercial de bienes, enero-septiembre 2021-2022 (Millones de dólares FOB).



*Fuente:* DANE, 2021.

## Referencias

- Asociación Nacional de Instituciones Financieras. (2022). Panorama. Proyecciones Económicas, julio-septiembre de 2022. Octubre.
- Banco de la República. (2022c). Informe de Política Monetaria, octubre de 2022.
- Banco de la República. (2022a). Estadísticas Balanza de Pagos, septiembre 1 de 2022. <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-pagos>
- Banco de la República. (2022b). Remesas de los trabajadores. <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/remesas>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas. (2022). Estadísticas por tema; comercio internacional. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/comercio-internacional>
- Universidad EAFIT. (2022). Economía Colombiana; Análisis de Coyuntura No 18, septiembre de 2022. Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno, Grupo de estudios en Economía y Empresa. [https://issuu.com/feg\\_eafit/docs/economia\\_colombiana\\_grupo\\_coyuntura\\_economica\\_sept](https://issuu.com/feg_eafit/docs/economia_colombiana_grupo_coyuntura_economica_sept)

# Capítulo 6

## Inflación y política monetaria

Carlos Esteban Posada P. <sup>7</sup>

Liz Londoño-Sierra <sup>8</sup>

### 1. Introducción

El DANE ha reportado que la tasa de inflación de octubre fue **0,72%** (sin energéticos ni alimentos fue **0,46%**) **6,6 veces** más alta que el promedio histórico de todos los mismos meses de los últimos veinte años (cuyo promedio fue **0,11%**). Así que en lo que va corrido del año llegó a **10,86%** y la tasa anual (últimos doce meses) a **12,22%**.

De las 12 divisiones de bienes y servicios que contempla la canasta básica, las que contribuyen en **0,58%** a la inflación de octubre son: alimentos y bebidas no alcohólicas (**0,23%**); transporte (**0,14%**); alojamiento, agua, electricidad y gas (**0,13%**) y restaurantes y hoteles (**0,08%**). Específicamente, la inflación de octubre fue liderada por el aumento en los precios de los alimentos, servicios de suministro de comidas por contrato, adquisición de vehículos y energéticos (electricidad, gas y otros).

### 2. La inflación y sus factores macroeconómicos determinantes

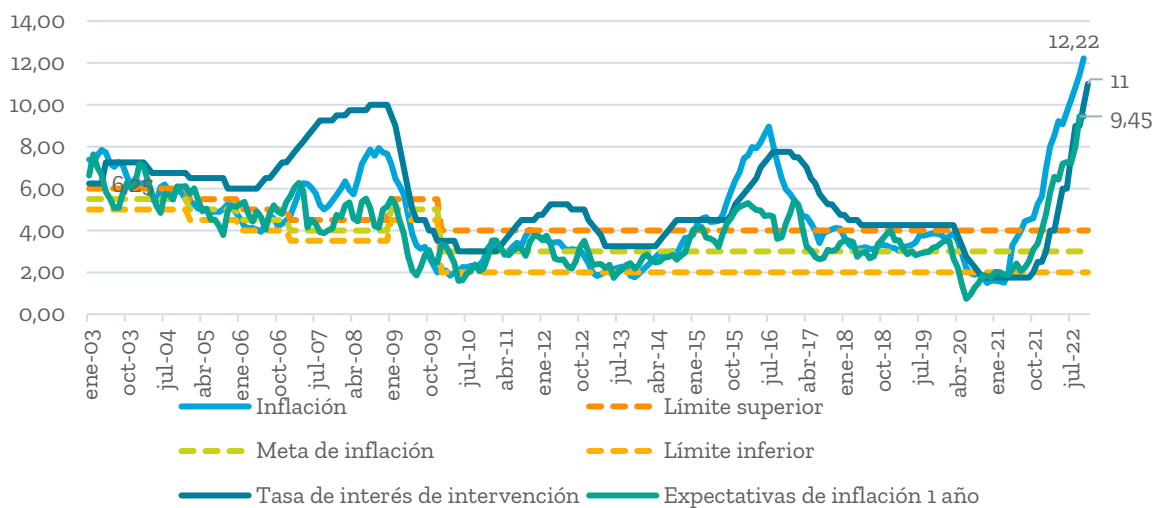
Consideramos que actualmente, los determinantes macroeconómicos son más relevantes en la evolución de la inflación. Particularmente, la tasa de cambio y el incremento de los precios externos. En la **Figura 22** se observa cómo se han desanclado las expectativas de inflación colombianas a pesar de que las autoridades monetarias están implementando una política monetaria contraccionista; esto sugiere que los agentes dudan de la capacidad y “propensión” de las directivas del Banco de la República (incluyendo al ministro de hacienda) de reducir significativamente y antes de noviembre de 2023 la inflación.

---

<sup>7</sup> Carlos Esteban Posada P. Profesor del área de Macroeconomía y Sistemas Financieros, integrante del Grupo de Coyuntura Económica; Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: cposad25@eafit.edu.co

<sup>8</sup> Liz Londoño-Sierra. Profesora y estudiante del Doctorado en Economía de la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: llondo11@eafit.edu.co

Figura 22. Colombia. Tasa de inflación anual mensualizada, tasa de interés de intervención (política monetaria) y expectativas de inflación próximos doce meses (implícitas en las negociaciones de títulos de deuda pública). Enero 2003 – octubre 2022.



Fuente: Cálculos propios. Banco de la República (2022 b,c).

## 2.1. Tasa de cambio

En Colombia, sin duda, la devaluación está siendo el factor determinante del aumento de la inflación. En la [Figura 23](#) se muestra la evolución de la tasa de depreciación mensual con respecto a los últimos doce meses y en la [Figura 24](#) la evolución de los niveles de la tasa representativa del mercado (TRM). Llama, especialmente, la atención que desde la segunda vuelta presidencial donde fue elegido Gustavo Petro, la devaluación ha aumentado a tasas crecientes. Los motivos, en parte, son el fortalecimiento del dólar frente a los principales socios comerciales de Estados Unidos ([Figura 25](#)) y, quizás la más importante, una mayor percepción del riesgo respecto a la evolución económica y política del país ([Figura 26](#)).

Figura 23. Depreciación mensual de los últimos doce meses.



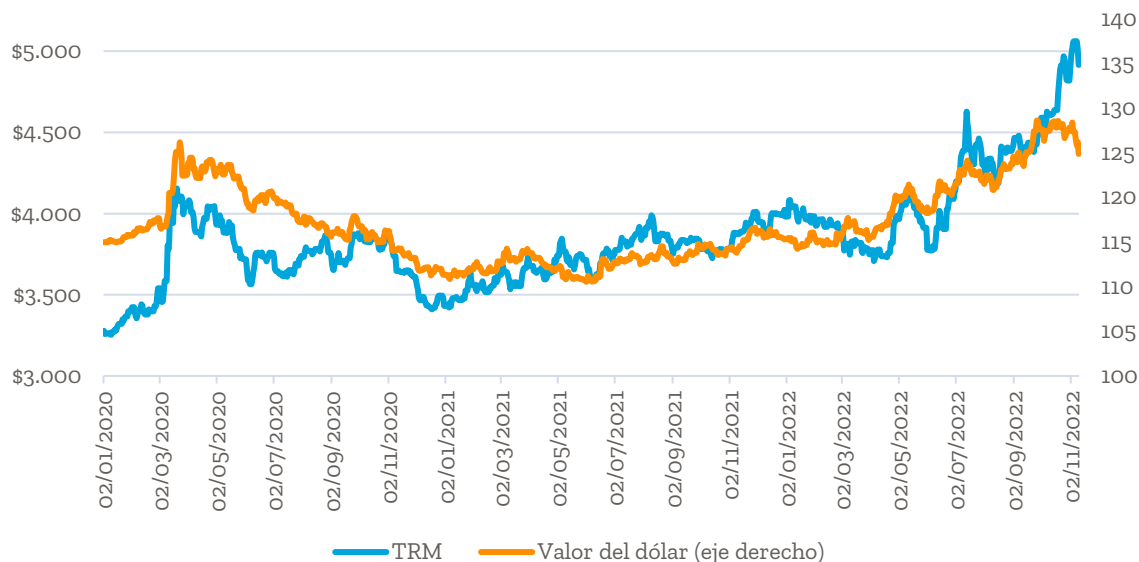
Fuente: cálculos propios, Banco de la República (2022a).

Figura 24. Tasa representativa del mercado frecuencia diaria – TRM- (pesos/dólar). Enero 2 de 2020 – noviembre 10 de 2022.



Fuente: Banco de la República (2022a).

Figura 25. Valor del dólar con respecto a otras monedas (socios comerciales) versus tasa de cambio nominal (pesos/dólar). Enero 2 de 2020 – noviembre 10 de 2022.

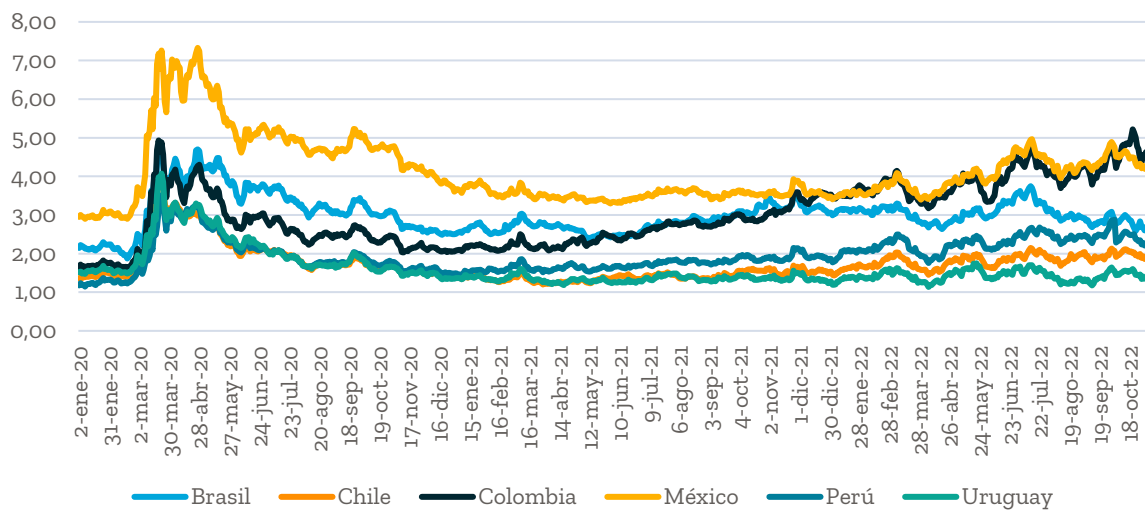


Fuente: Banco de la República (2022a) y Federal Reserve Bank of St. Louis (2022a)

De manera más específica, uno de los determinantes de la tasa de cambio es el comportamiento del margen de riesgo incorporado a las tasas de interés a deudores colombianos, margen estimado mediante la variable EMBIG-Colombia. En la [Figura 26](#) es claro que Colombia ha tenido un incremento del riesgo desde abril de 2021. Al comparar el indicador para Colombia con los de otros países de la región se puede decir que la percepción de los riesgos se está

incrementando por razones principalmente internas del país, y, específicamente, por los anuncios, acciones y manejos del presidente y sus ministros.

Figura 26. Indicador de prima de riesgo sobre la deuda de cada país: EMBIG (Emerging Markets Bonds Index). Enero 2 de 2020 – noviembre 10 de 2022.

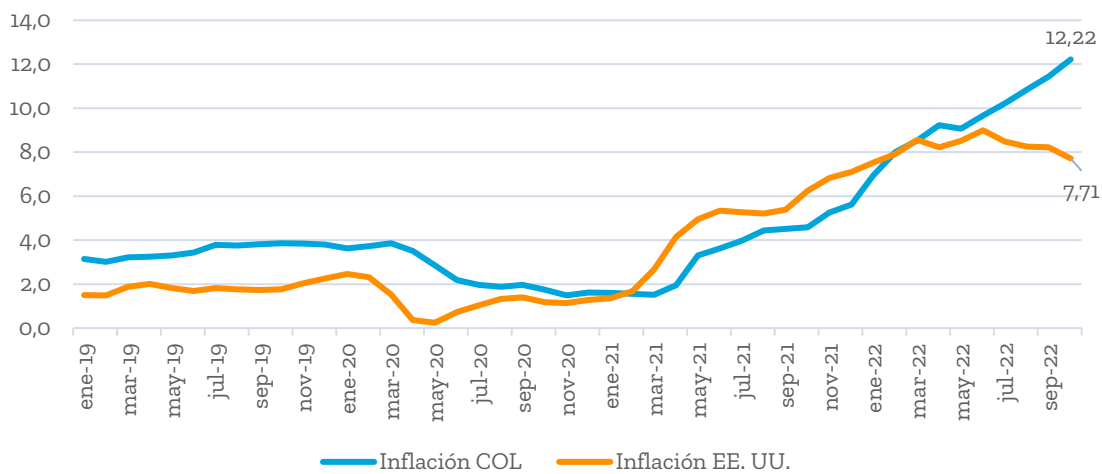


Fuente: Invenómica (2022) con datos de J.P. Morgan Chase.

## 2.2. Niveles de precios del exterior y expectativas de inflación

La inflación en Colombia ha tenido una senda creciente y persistente a partir de marzo de 2021 (Figura 27). Tanto la inflación como las expectativas de inflación de Estados Unidos son variables exógenas que, en ausencia de una política monetaria antinflacionaria colombiana, ayudarían a determinar la inflación en nuestro caso.

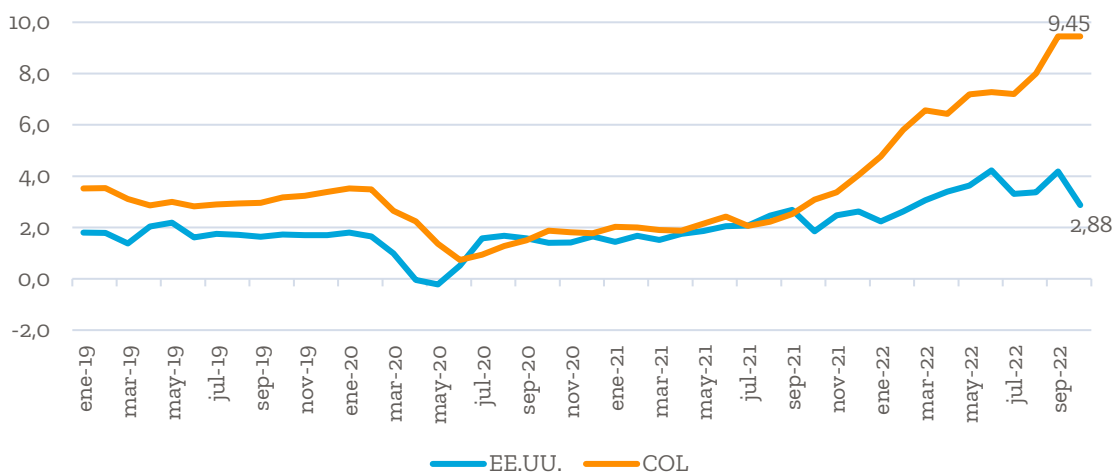
Figura 27. EE. UU. y Colombia. Inflación anual mensualizada. % Enero 2019 – octubre 2022.



Fuente: Cálculos propios. DANE (2022) y Federal Reserve Bank of St. Louis (2022e).

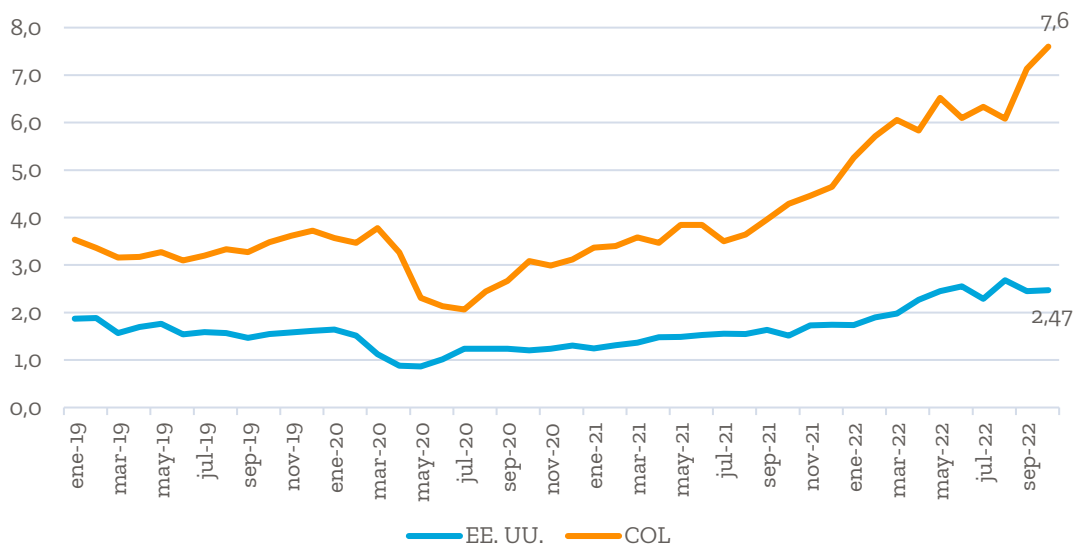
Las expectativas de inflación de Colombia están desancladas a pesar de los esfuerzos en política monetaria; esto se contrasta con el caso de Estados Unidos: allá las expectativas de inflación están disminuyendo (Figura 28 y Figura 29). En Estados Unidos, tanto la inflación esperada para los próximos 12 meses como para los próximos cinco años se encuentran en valores cercanos al **3%**; pero las colombianas crecen a una tasa creciente alcanzando niveles de **9.45%** para los próximos 12 meses y **7.6%** para los próximos cinco años.

Figura 28. EE. UU. y Colombia. Expectativas de inflación para los próximos doce meses. enero 2019 – octubre 2022.



Fuente: Cálculos propios. DANE (2022) y Federal Reserve Bank of St. Louis (2022b)

Figura 29. Tasa esperada de inflación para los próximos cinco años. Enero 2 de 2019 – octubre 2022.

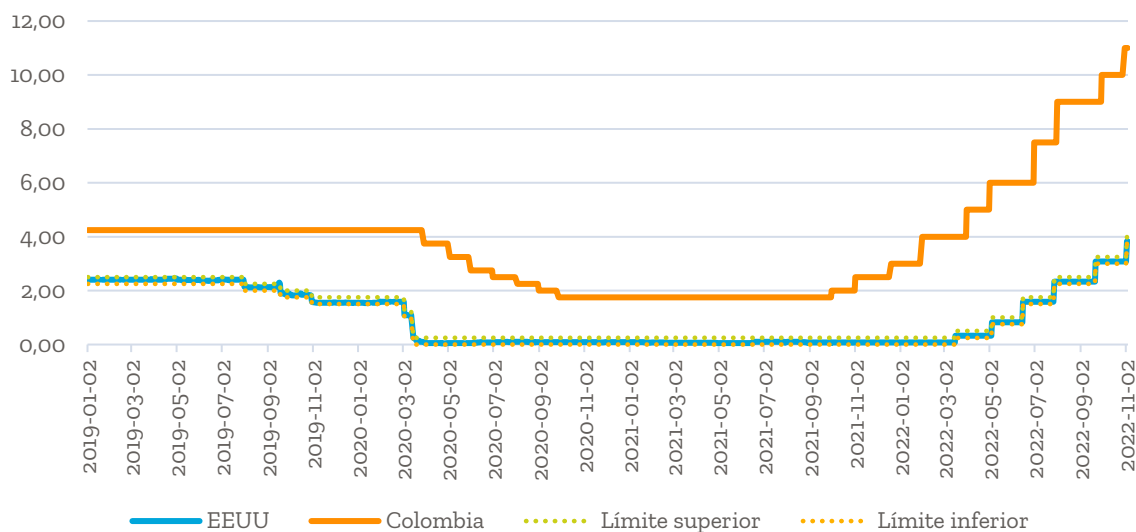


Nota. Para la expectativa en Estados Unidos se toma la variable "Breakeven Inflation Rate – Five Years". Para Colombia la variable resulta de comparar las tasas de rendimiento "cero cupón" de los TES en pesos y en UVR. Fuente: Cálculos propios. Federal Reserve Bank of St. Louis (2022d) y Banco de la República (2022b).

### 3. Política monetaria

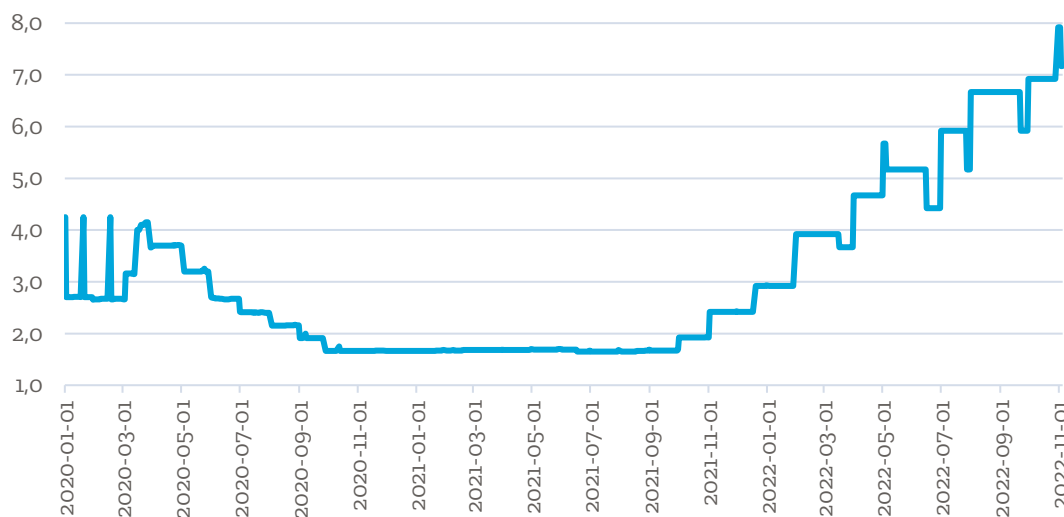
Ante el crecimiento persistente de la inflación, las autoridades monetarias tanto de Colombia como de Estados Unidos están realizando una política monetaria contractiva (Figura 30). En el caso de Estados Unidos los resultados ya empiezan a observarse.

Figura 30. Tasa de interés de política (Colombia) y tasa de "fondos federales" (Estados Unidos). Enero 1 de 2019 – noviembre 4 de 2022. % (equivalente anual).



Fuente: Banco de la República (2022c) y Federal Reserve Bank of St. Louis (2022c).

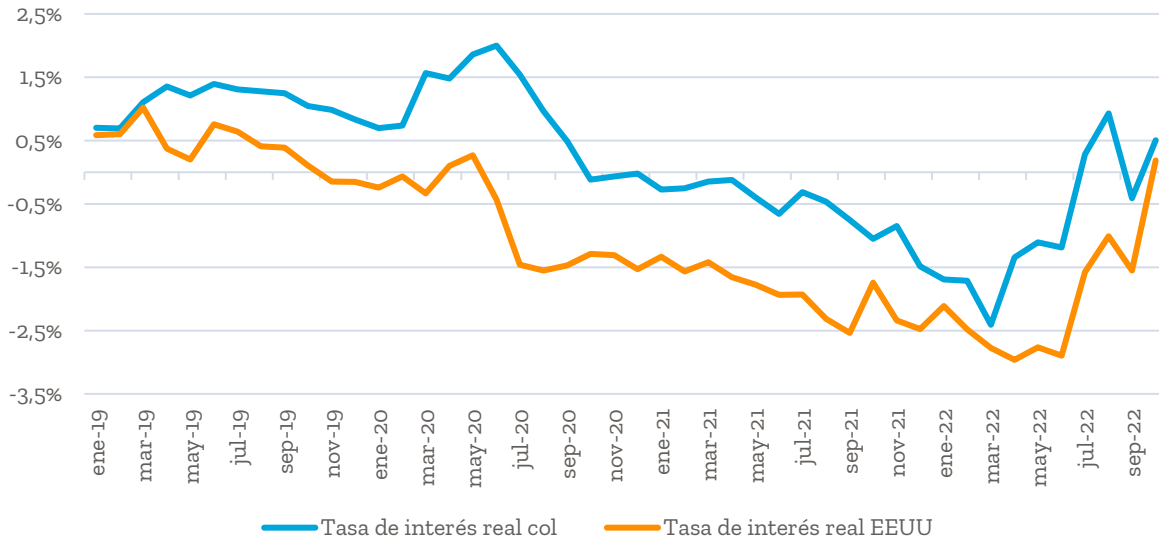
Figura 31. Diferencia de tasas de política: tasa colombiana menos tasa de "fondos federales". Enero 1 de 2020 – noviembre 4 de 2022.



Fuente: Cálculos propios. Banco de la República (2022c) y Federal Reserve Bank of St. Louis (2022c).



Figura 32. Tasa de interés real de política.



Nota: las tasas reales son, aproximadamente, iguales a las nominales menos las tasas esperadas de inflación para los próximos 12 meses. Fuente: Cálculos propios. Banco de la República (2022 b,c) y Federal Reserve Bank of St. Louis (2022c).

## Referencias

- Banco de la República. (2022a). Tasa representativa del mercado.  
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/trm>
- Banco de la República. (2022b). Tasa cero cupón en pesos y en UVR.  
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tes>
- Banco de la República. (2022c). Tasa de interés de política monetaria.  
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tasas-interes-politica-monetaria>
- Departamento Nacional de Estadística - DANE- (2022). Índice de precios al consumidor. Índices de series de empalme.  
[https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/ipc/oct22/IPC\\_Indices.xlsx](https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/ipc/oct22/IPC_Indices.xlsx)
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2022a). Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Nominal Broad U.S. Dollar Index [DTWEXBGS].  
<https://fred.stlouisfed.org/series/DTWEXBGS>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2022b). Federal Reserve Bank of Cleveland, 1-Year Expected Inflation [EXPINF1YR]. <https://fred.stlouisfed.org/series/EXPINF1YR>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2022c). Federal Reserve Bank of New York, Effective Federal Funds Rate [EFFR]. <https://fred.stlouisfed.org/series/EFFR>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2022d). 5-Year Breakeven Inflation Rate [T5YIE].  
<https://fred.stlouisfed.org/series/T5YIE>
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2022e). U.S. Bureau of Labor Statistics, Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items in U.S. City Average [CPIAUCSL].  
<https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL>
- Inveconómica (2022). Riesgo país EMBI, frecuencia diaria.  
<https://www.invenomica.com.ar/riesgo-pais-embj-america-latina-serie-historica/>

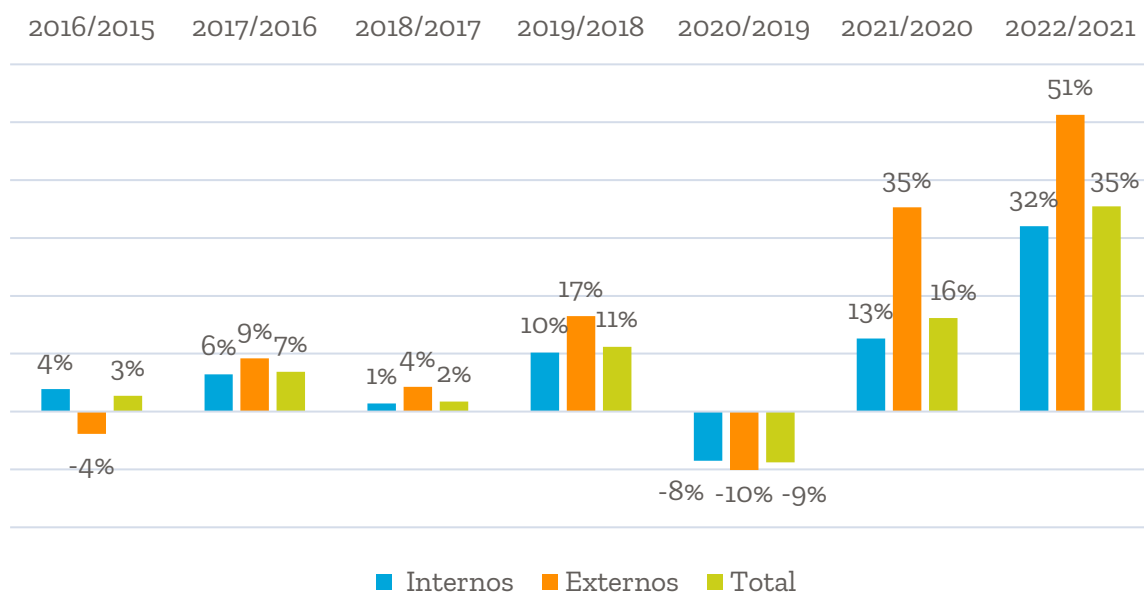
# Capítulo 7

## Ingresos tributarios, ejecución presupuestal y, las finanzas públicas

Álvaro Hurtado Rendón <sup>9</sup>

De acuerdo con la Dirección de Impuestos y Aduanas nacionales (DIAN, 2022), los ingresos brutos totales acumulados a septiembre del 2022, ascienden a **176,5 billones COP**, mostrando un crecimiento del **35%** con respecto al mismo periodo del año 2021. Estos se encuentran explicados por un recaudo interno que ha sido de **141,6 billones COP**, mostrando un crecimiento del **32%** con respecto al mismo periodo de 2021, cuyo valor fue de **107,2 billones COP** y, un recaudo externo del orden de **34,8 billones COP** comparado con **23 billones COP**, que muestran un crecimiento del **51%** en los ingresos por este rubro para el mismo periodo (Ver **Figura 33**).

Figura 33. Crecimiento nominal de los ingresos tributarios enero-septiembre.



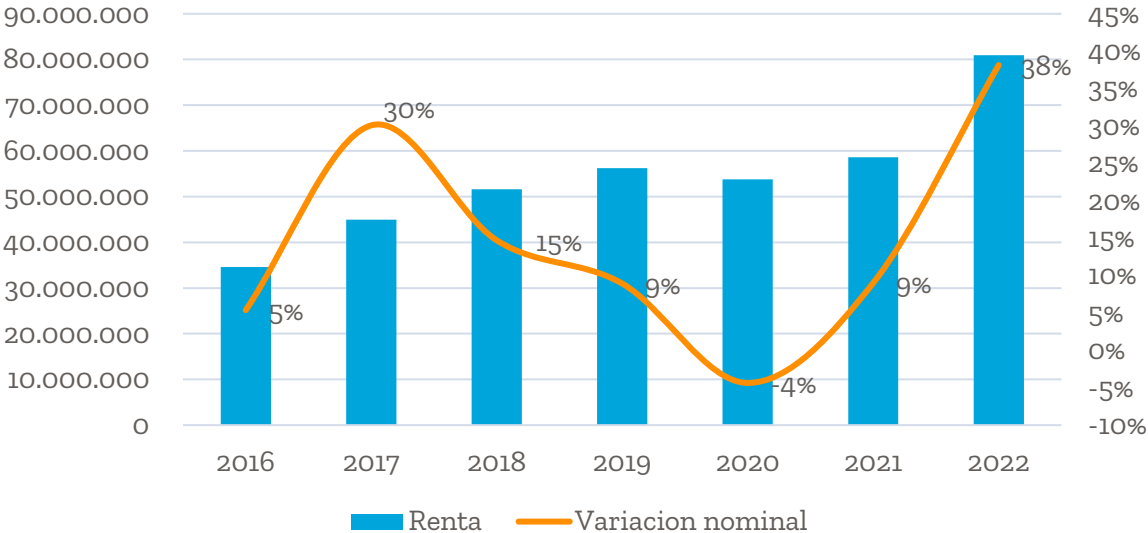
Fuente: Cálculos propios con datos de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales [DIAN].

Con respecto a la variación anual de los ingresos internos, esta se encuentra explicada en gran medida por la variación en el recaudo de renta, que muestra un crecimiento del **38%** en el 2022

<sup>9</sup> Álvaro Hurtado Rendón. Profesor del área de Macroeconomía y Sistemas Financieros y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: ahurtad1@eafit.edu.co

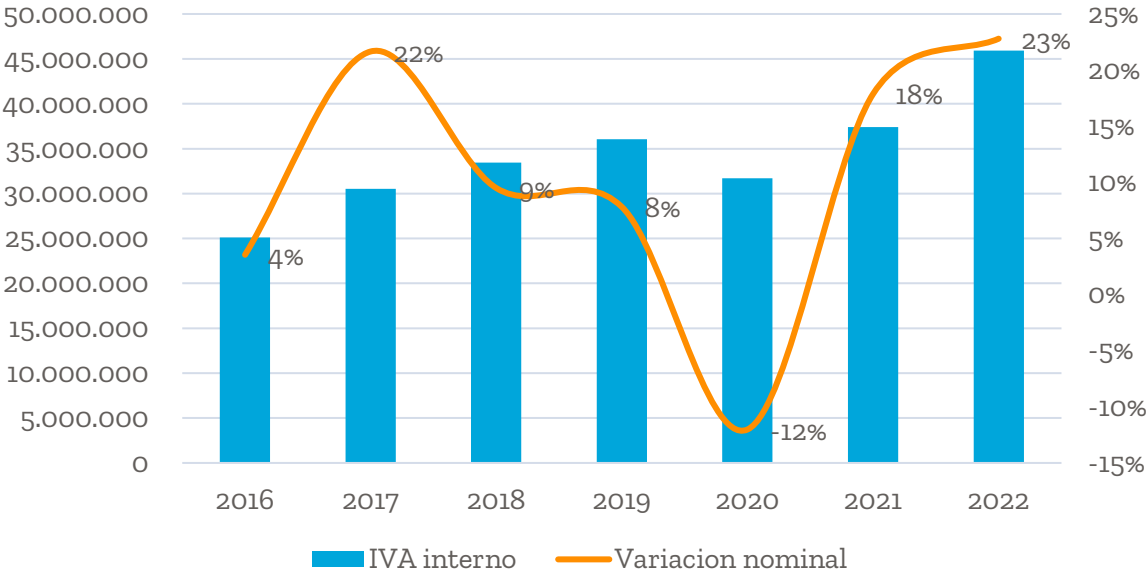
comparada con 2021, siendo la variación más elevada del periodo 2016-2022, pasando de **58,6 billones COP** en 2021 a **80,9 billones COP** en 2022 (Ver [Figura 34](#)). El recaudo interno por IVA ha mostrado un crecimiento nominal del **23%**, comparado con igual periodo del año 2021, siendo en el año 2021 de **37,3 billones COP** y pasando en el 2022 a **45,9 billones COP** (Ver [Figura 35](#)).

Figura 34. Ingresos internos por renta enero-septiembre.



Fuente: Cálculos propios con datos de la DIAN (2022).

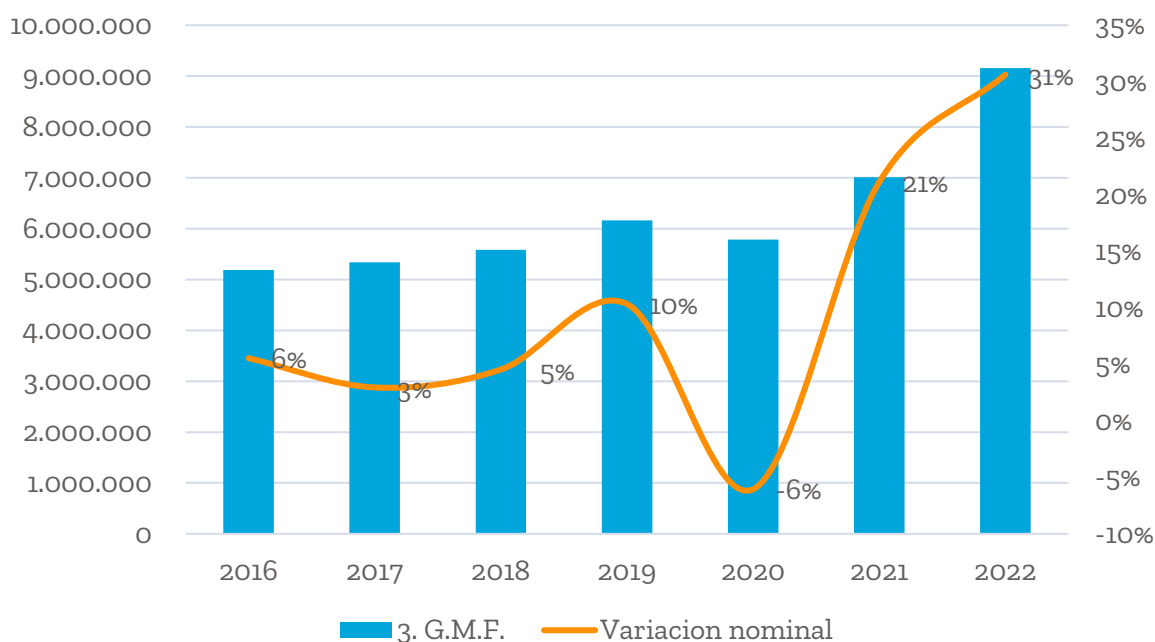
Figura 35. Ingresos internos por IVA enero-septiembre.



Fuente: cálculos propios con datos de la DIAN (2022).

El recaudo interno derivado del Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF) ha presentado un crecimiento del **31%**, siendo este, el crecimiento nominal más alto del periodo 2016-2022 en el recaudo de este ítem. El recaudo por GMF en 2021 fue del orden de **7 billones COP** y para el 2022 ha representado alrededor de **9,1 billones COP**. Es notorio el cambio de tendencia, desde el año 2020, donde los ingresos tributarios por este rubro fueron del orden de **5,7 billones**, que evidenciaban una caída del **6%** con respecto a 2019, para el mismo período (Ver [Figura 36](#)).

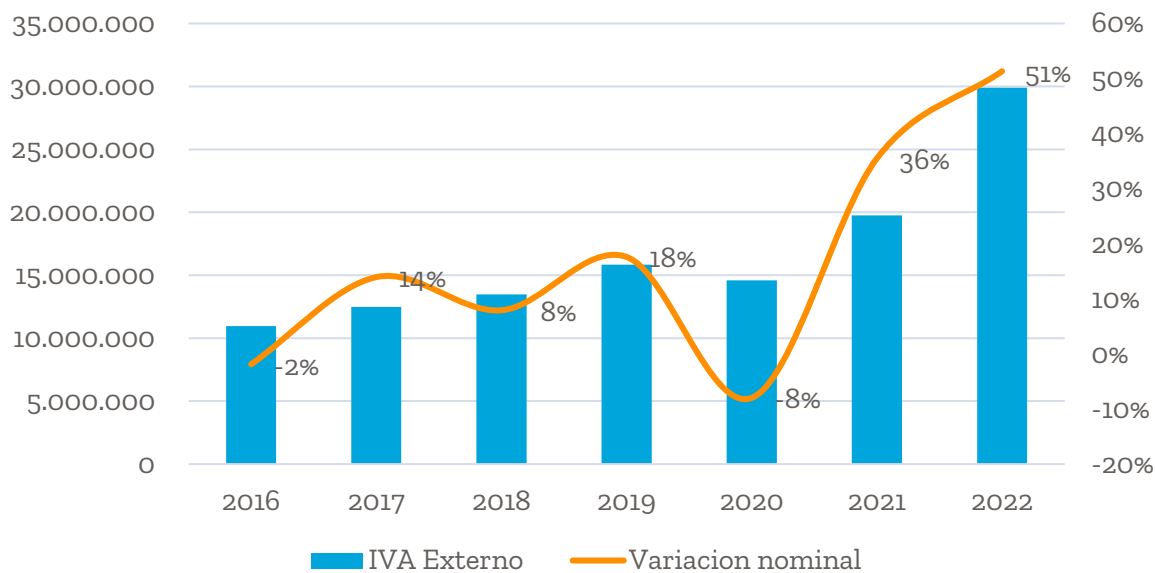
Figura 36. Crecimiento nominal de los ingresos por el GMF enero-septiembre.



Fuente: cálculos propios con datos de la DIAN (2022).

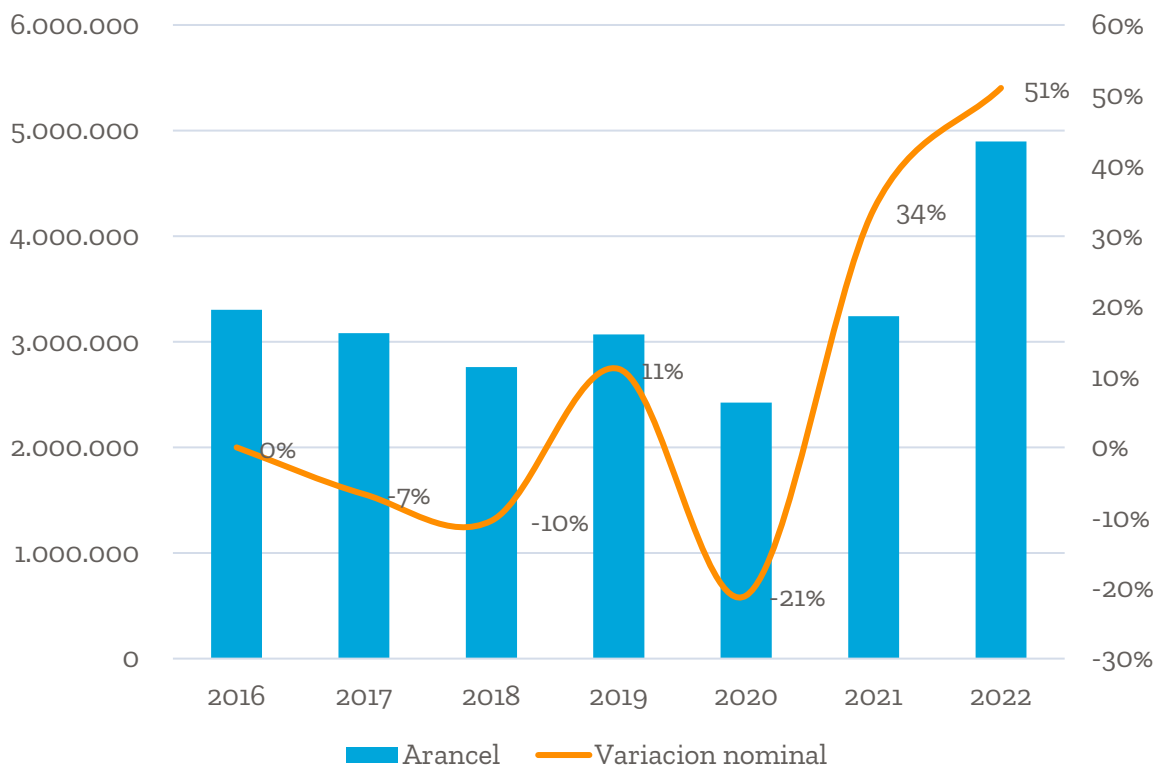
Con respecto a los ingresos externos, se encuentran explicados en gran medida por el IVA, que generó ingresos del orden de **29,9 billones COP** en 2022, comparado con **19,7 billones COP** generados en 2021, exhibiendo un crecimiento del **51%**, siendo una cifra muy superior a la exhibida en el año 2021 con respecto a 2020 que fue del **36%** (Ver [Figura 36](#)). Con respecto a los ingresos generados por los pagos arancelarios, estos crecieron a igual tasa del **51%** con respecto al año 2021, pasaron de **3,2 billones COP** en 2021 a **4,8 billones COP** en el año 2022, mostrando la mayor tasa de crecimiento nominal en el periodo 2016-2022 (Ver [Figura 37](#)).

Figura 37. Ingresos externos por IVA enero-septiembre.



Fuente: cálculos propios con datos de la DIAN (2022).

Figura 38. Ingresos externos por Arancel enero-septiembre.



Fuente: cálculos propios con datos de la DIAN (2022).

Con respecto a las apropiaciones vigentes del Presupuesto General de la Nación (PGN), estas representan a octubre un valor aproximado de **352,6 billones COP**, teniendo en cuenta la adición de **2,2 billones COP**, como se mencionó en el informe anterior (Botero, et al, 2022). De los cuales, los gastos de funcionamiento son **211,2 billones COP (59.9%** de la apropiación total), **71,6 billones COP** son para gastos de servicio de la deuda (**20.3%** de la apropiación total) y **69,6 billones COP (19.8%** de la apropiación total) son para gastos de inversión. De estos los gastos de personal son aproximadamente **38,7 billones COP** y las transferencias son aproximadamente **155,2 billones COP**, siendo estos dos rubros los más representativos de los gastos de funcionamiento.

Del total apropiado se han comprometido **276,6 billones COP (78.4%)**; se han obligado **247,2 billones COP (70.1%)** y se han pagado **244,3 billones COP (69.3%)**. Respecto al total comprometido se obligaron **247,1 billones COP (89.4%** de lo comprometido) y se pagaron **244,3 billones COP (88.3%** de lo comprometido y **98.9%** del obligado). A octubre las apropiaciones sin comprometer ascienden a **76,0 billones COP**, explicadas por **52,9 billones** en funcionamiento, **12,7 billones COP** en servicio de la deuda y **10,3 billones COP** en inversión. Por otro lado, Las apropiaciones sin deuda totalizaron **281,0 billones COP**, de estas se comprometió el **77,5% (217,7 billones COP)**, se obligaron el **67,1% (188,5 billones COP)** y se pagaron el **66,7% (187,5 billones COP)** (Ver [Tabla 16](#)). También para este mismo periodo se pagó el **70,5%** del rezago presupuestal de 2021, que ascendía a **\$23,7 billones COP**, pagándose **16,7 billones COP**.

Tabla 16. Ejecución del presupuesto General de la Nación enero-octubre. Miles de millones de pesos corrientes.

| Concepto   | Apropiación Vigente | Compromiso     | Obligación     | Pago           | Apropiación sin |
|--|---------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
|  | (1)                 | (2)            | (3)            | (4)            | (5)=(1-2)       |
| <b>I. FUNCIONAMIENTO</b>                                   | <b>211.296</b>      | <b>158.354</b> | <b>147.999</b> | <b>147.287</b> | <b>52.942</b>   |
| Gastos de Personal   | 38.758              | 29.168         | 28.982         | 28.963         | 9.590           |
| Adquisición de Bienes y Servicios                          | 13.320              | 11.547         | 8.768          | 8.657          | 1.773           |
| Transferencias   | 155.273             | 114.424        | 107.501        | 106.952        | 40.849          |
| Gastos de Comercialización y Producción                    | 1.901               | 1.586          | 1.132          | 1.101          | 315             |
| Adquisición de Activos Financieros                         | 558                 | 523            | 520            | 520            | 35              |
| Disminución de Pasivos                                     | 393                 | 304            | 301            | 298            | 90              |
| Gastos por Tributos, Multas, Sanciones e Intereses de Mora | 1.092               | 801            | 795            | 795            | 290             |
| <b>II. SERVICIO DE LA DEUDA</b>                            | <b>71.665</b>       | <b>58.874</b>  | <b>58.671</b>  | <b>56.847</b>  | <b>12.790</b>   |
| <b>Servicio de la Deuda Pública Externa</b>                | <b>15.651</b>       | <b>12.544</b>  | <b>12.470</b>  | <b>11.804</b>  | <b>3.107</b>    |
| Principal  | 4.189               | 3.519          | 3.510          | 3.036          | 670             |
| Intereses  | 11.328              | 8.963          | 8.902          | 8.712          | 2.365           |
| Comisiones y Otros Gastos                                  | 134                 | 62             | 57             | 56             | 73              |
| <b>Servicio de la Deuda Pública Interna</b>                | <b>56.013</b>       | <b>46.330</b>  | <b>46.201</b>  | <b>45.043</b>  | <b>9.683</b>    |
| Principal  | 27.011              | 20.305         | 20.298         | 20.298         | 6.706           |
| Intereses  | 27.339              | 24.981         | 24.981         | 23.824         | 2.358           |
| Comisiones y Otros Gastos                                  | 411                 | 130            | 128            | 128            | 282             |
| Fondo de contingencias                                     | 1.252               | 914            | 794            | 793            | 337             |
| <b>III. INVERSIÓN</b>                                      | <b>69.682</b>       | <b>59.377</b>  | <b>40.507</b>  | <b>40.204</b>  | <b>10.305</b>   |
| <b>IV TOTAL (I + II + III)</b>                             | <b>352.643</b>      | <b>276.605</b> | <b>247.177</b> | <b>244.337</b> | <b>76.037</b>   |
| <b>V. TOTAL SIN DEUDA (I + III)</b>                        | <b>280.978</b>      | <b>217.731</b> | <b>188.506</b> | <b>187.491</b> | <b>63.247</b>   |

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022a).

Los sectores y programas de inversión más representativos en el periodo en mención fueron: Inclusión Social y Reconciliación, la asistencia de la primera infancia y la protección de la población vulnerable, Transporte, vías 4G, construcción y mantenimiento vial no concesionado, vías terciarias, entre otros.

Con respecto a la velocidad de ejecución<sup>10</sup> del Presupuesto General de la Nación (PGN) a octubre de 2022, esta ha sido del **78.4%** y excluyendo deuda del **77.5%** donde los gastos de funcionamiento han tenido una velocidad del **70%**, los gastos de inversión del **58.1%** y el servicio de deuda ha tenido una velocidad de ejecución del **81.9%** para la deuda total, explicada por el **79.7%** para la deuda externa y el **82.5%** para la deuda interna (Ver [Tabla 17](#)).

Tabla 17. Velocidad de ejecución del presupuesto General de la Nación.

| Concepto   | Porcentaje de ejecución  |                           |                         |                           |                           |
|--|--------------------------|---------------------------|-------------------------|---------------------------|---------------------------|
|  | Comp./Apro.<br>(6)=(2/1) | Oblig./Apro.<br>(7)=(3/1) | Pago/Apro.<br>(8)=(4/1) | Oblig./Comp.<br>(9)=(3/2) | Pago/Oblig.<br>(10)=(4/3) |
| <b>I. FUNCIONAMIENTO</b>                                   | <b>74,9</b>              | <b>70,0</b>               | <b>69,7</b>             | <b>93,5</b>               | <b>99,5</b>               |
| Gastos de Personal   | 75,3                     | 74,8                      | 74,7                    | 99,4                      | 99,9                      |
| Adquisición de Bienes y Servicios                          | 86,7                     | 65,8                      | 65,0                    | 75,9                      | 98,7                      |
| Transferencias   | 73,7                     | 69,2                      | 68,9                    | 93,9                      | 99,5                      |
| Gastos de Comercialización y Producción                    | 83,4                     | 59,5                      | 57,9                    | 71,4                      | 97,3                      |
| Adquisición de Activos Financieros                         | 93,7                     | 93,1                      | 93,1                    | 99,4                      | 100,0                     |
| Disminución de Pasivos                                     | 77,2                     | 76,5                      | 75,9                    | 99,0                      | 99,2                      |
| Gastos por Tributos, Multas, Sanciones e Intereses de Mora | 73,4                     | 72,8                      | 72,8                    | 99,2                      | 99,9                      |
| <b>II. SERVICIO DE LA DEUDA</b>                            | <b>82,2</b>              | <b>81,9</b>               | <b>79,3</b>             | <b>99,7</b>               | <b>96,9</b>               |
| <b>Servicio de la Deuda Pública Externa</b>                | <b>80,1</b>              | <b>79,7</b>               | <b>75,4</b>             | <b>99,4</b>               | <b>94,7</b>               |
| Principal  | 84,0                     | 83,8                      | 72,5                    | 99,7                      | 86,5                      |
| Intereses  | 79,1                     | 78,6                      | 76,9                    | 99,3                      | 97,9                      |
| Comisiones y Otros Gastos                                  | 46,0                     | 42,7                      | 41,6                    | 92,8                      | 97,5                      |
| <b>Servicio de la Deuda Pública Interna</b>                | <b>82,7</b>              | <b>82,5</b>               | <b>80,4</b>             | <b>99,7</b>               | <b>97,5</b>               |
| Principal  | 75,2                     | 75,1                      | 75,1                    | 100,0                     | 100,0                     |
| Intereses  | 91,4                     | 91,4                      | 87,1                    | 100,0                     | 95,4                      |
| Comisiones y Otros Gastos                                  | 31,5                     | 31,1                      | 31,1                    | 98,8                      | 100,0                     |
| Fondo de contingencias                                     | 73,0                     | 63,4                      | 63,3                    | 86,8                      | 99,9                      |
| <b>III. INVERSIÓN</b>                                      | <b>85,2</b>              | <b>58,1</b>               | <b>57,7</b>             | <b>68,2</b>               | <b>99,3</b>               |
| <b>IV TOTAL (I + II + III)</b>                             | <b>78,4</b>              | <b>70,1</b>               | <b>69,3</b>             | <b>89,4</b>               | <b>98,9</b>               |
| <b>V. TOTAL SIN DEUDA (I + III)</b>                        | <b>77,5</b>              | <b>67,1</b>               | <b>66,7</b>             | <b>86,6</b>               | <b>99,5</b>               |

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022a).

## 4. Algunos elementos de las finanzas públicas

El Congreso aprobó la reforma tributaria denominada "Reforma tributaria para la igualdad y la justicia social", esta iniciativa pretende saldar una deuda histórica del Estado en lo referente a los niveles de pobreza y desigualdad y, además, conservar la estabilidad de las finanzas públicas (MHCP, 2022b). Después de la conciliación en Cámara y Senado, la iniciativa pasa a sanción presidencial para convertirse en ley.

La reforma proyecta recaudar alrededor de **19.7 billones COP** para el año 2023, que representan alrededor del **1.33%** del PIB, **20.7 billones COP** para 2024 (**1.31%** del PIB), **20.3**

<sup>10</sup> Este definida como las obligaciones sobre la apropiación aprobada.



**billones COP** para 2025 (**1.21% del PIB**) y **21 billones COP (1.18% del PIB)** para el año 2026. En el año 2023, las personas naturales aportarán **2.9 billones COP**, estos representan el **14.8%** del recaudo total de la reforma de este año, las personas jurídicas aportarán **4 billones COP**, que representa el **20.7%** de la reforma y las empresas que utilizan los recursos de subsuelo aportarán la mayor parte de la reforma, mostrando que su participación en el recaudo total de la reforma será del orden del **56.6%**.

A partir de allí, según las proyecciones realizadas, las personas naturales pasarán de aportar el **19.3%** de la reforma (**4 billones COP**) en 2024 al **21.4%** en 2026 (**4.5 billones COP**), las personas jurídicas pasarían del **24.9%** en 2024 al **34.2%** en 2026, este hecho debe ser revisado nuevamente en futuras reformas, ya que nos coloca nuevamente en una senda que amplía la brecha existente entre las personas jurídicas y las naturales, los recursos del subsuelo pasan del **34.6%** en 2024 al **14%** en 2026, los impuestos saludables pasan del **12.8%** en 2024 al **19.6%** en 2026, los ambientales pasan del **0.8%** en 2024 al **1.6%** en 2026 y, las otras medidas pasan (esfuerzo de la DIAN) pasan de **7.6%** en 2024 al **9%** en 2026 (Ver **Tabla 18**).

Tabla 18. Recaudo proyectado reforma tributaria 2023-2026.

|                                  | 2023          | % Aportado reforma | 2024          | % Aportado reforma | 2025          | % Aportado reforma | 2026          | % Aportado reforma |
|----------------------------------|---------------|--------------------|---------------|--------------------|---------------|--------------------|---------------|--------------------|
| 1. Personas Naturales            | 2,927         | 14.8%              | 4,010         | 19.3%              | 4,254         | 20.9%              | 4,519         | 21.4%              |
| 1.1 Renta                        | 1,33          | 0.7%               | 2,321         | 11.2%              | 2,463         | 12.1%              | 2,615         | 12.4%              |
| 1.2 Patrimonio                   | 1,594         | 8.1%               | 1,689         | 8.1%               | 1,792         | 8.8%               | 1,903         | 9.0%               |
| 2. Personas Jurídicas            | 4,080         | 20.7%              | 5,185         | 24.9%              | 6,161         | 30.3%              | 7,208         | 34.2%              |
| 3. Recursos del uso del subsuelo | 11,163        | 56.6%              | 7,190         | 34.6%              | 3,979         | 19.6%              | 2,960         | 14.0%              |
| 4. Saludables                    | 0             | 0.0%               | 2,658         | 12.8%              | 3,898         | 19.2%              | 4,140         | 19.6%              |
| 4.1 Bebidas Azucaradas           | 0             | 0.0%               | 1,772         | 8.5%               | 1,691         | 8.3%               | 1,796         | 8.5%               |
| 4.2 Ultraprocesados              | 0             | 0.0%               | 1,486         | 7.1%               | 2,207         | 10.9%              | 2,344         | 11.1%              |
| 5. Ambientales                   | 86            | 0.4%               | 168           | 0.8%               | 246           | 1.2%               | 338           | 1.6%               |
| 5.1 Impuesto al carbono          | -60           | -0.3%              | -70           | -0.3%              | -6            | 0.0%               | 70            | 0.3%               |
| 5.2 Plásticos de un solo uso     | 146           | 0.7%               | 238           | 1.1%               | 253           | 1.2%               | 268           | 1.3%               |
| 6. Otras medidas                 | 1,481         | 7.5%               | 1,575         | 7.6%               | 1,789         | 8.8%               | 1,907         | 9.0%               |
| <b>Total</b>                     | <b>19,737</b> | <b>100%</b>        | <b>20,786</b> | <b>100%</b>        | <b>20,327</b> | <b>100%</b>        | <b>21,072</b> | <b>100%</b>        |

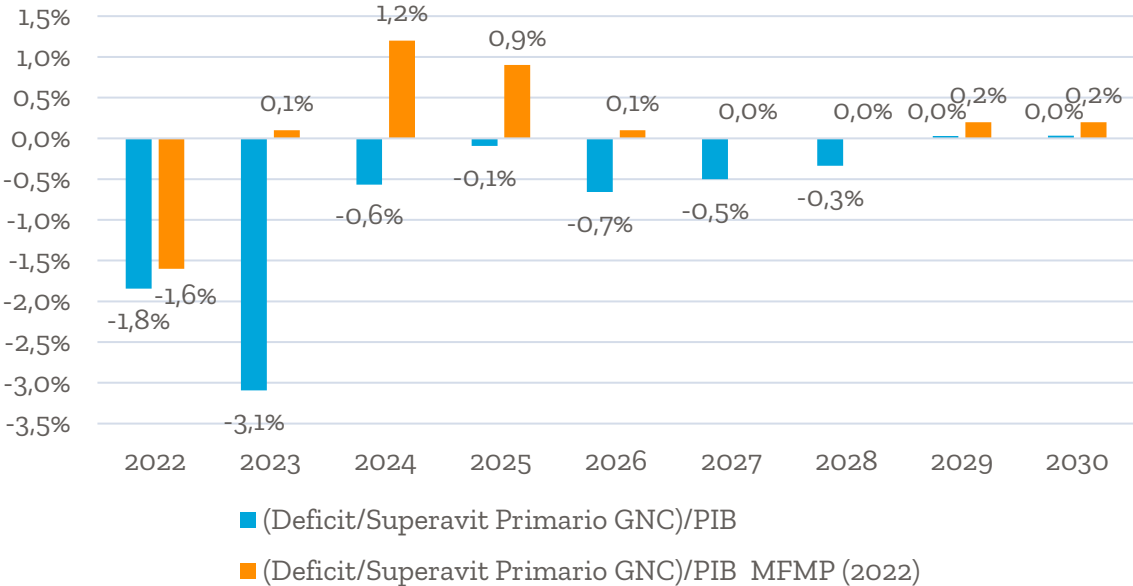
Fuente: Cálculos propios con datos del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022b) y La República (2022).

Con respecto a las empresas petroleras, la reforma tendrá en cuenta los precios internacionales para fijar el pago del impuesto de renta, donde se tienen unos umbrales de mínimo el **35%** y un máximo del **50%**. Se tiene que se toman como base los precios promedio en los últimos 120 meses, sin tener en cuenta el año en que se realiza el pago (10 años), este se compara contra el precio del periodo y si los precios están por debajo del percentil **30%** de los precios promedios, la sobretasa será del **0%** y la renta total que pagarían las empresas sería del **35%**; si está entre el **30** y el **45%**, la sobretasa sería del **5%** y la renta total sería del **40%**; si se encuentra entre el **45** y el **60%**, la sobretasa sería del **10%** y la renta total sería del **45%** y, si es superior al **60%**, la sobretasa sería del **15%**, en cuyo caso generaría un pago de renta total del **50%** (MHCP, 2022b).

De acuerdo con lo proyectado en la reforma y los gastos proyectados del Gobierno, se tiene a pesar del incremento adicional en el recaudo y debido a que no existe una contención del gasto

público por parte del gobierno, hecho que no es solamente discrecional sino que se encuentra explicado por la alta inflexibilidad del gasto, que según el Comité Autónomo de la regla fiscal es del **90.9%** (CARF, 2022), tendremos un deterioro en las cuentas fiscales que llevarán a la economía a un déficit primario del Gobierno Nacional Central (GNC) del orden del **3.1%** para 2023, muy diferente a lo planteado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) (MHCP, 2022c) del **0.1%** para este mismo año, hecho que muestra que no se logra el objetivo de empezar a equilibrar las finanzas públicas con respecto a lo proyectado, distando de lo propuesto en la reforma tributaria con respecto a la estabilidad de las finanzas (Ver [Figura 39](#)).

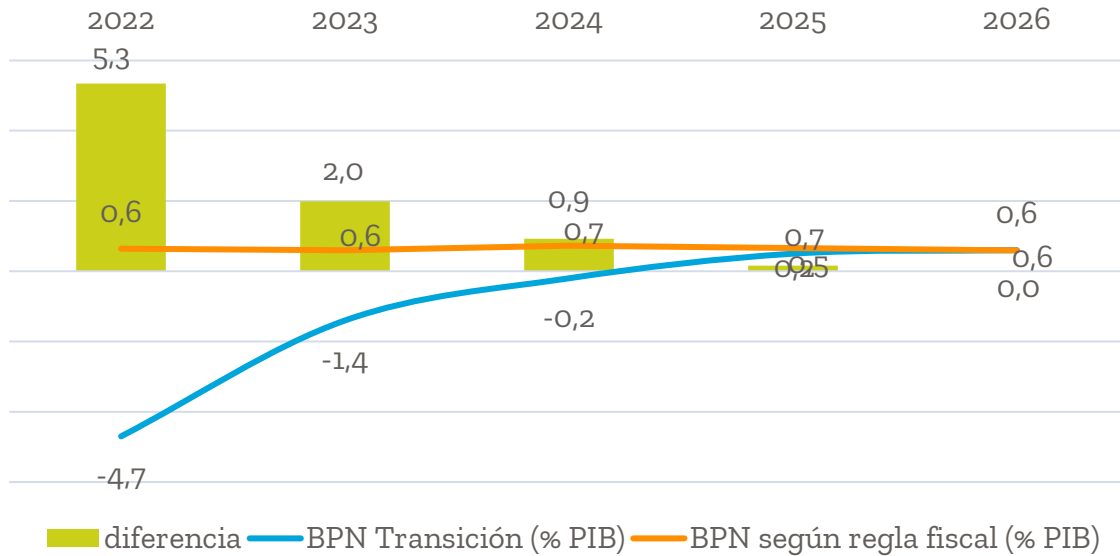
Figura 39. Déficit/Superávit Primario proyectado vs Déficit/Superávit Primario MFMP (2022).



Fuente: MHCP (2022c) y cálculos propios.

Retomar la regla fiscal nos podría llevar a buscar un equilibrio prontamente, sin embargo, la transición de la regla fiscal nos lleva a separarnos de su cumplimiento, no obligando al gobierno a reducir su gasto público y, tampoco a tener la necesidad de generar un menor endeudamiento de la economía colombiana. Es así, que cuando se realiza una comparación entre lo que debía suceder, si se aplicará la regla fiscal y la regla de transición, se encuentran amplias diferencias en cuanto al cumplimiento del Balance Primario Neto del Gobierno. Se inician estas diferencias en 2022 donde la regla permite hasta un **4,7%** de déficit, mientras la regla fiscal llevaría a una obligación de generar un **0,6%** de superávit, mostrando una diferencia de **5,3%** entre estas dos medidas. De igual forma sucede para los años 2023 a 2025, donde se puede acumular un **3%** adicional en diferencias, totalizando aproximadamente un **8,5%** del PIB, en diferencias en el período 2022-2025. Sin embargo, a partir de 2026 se obliga a cumplir la regla y por este hecho, se equilibra la transición con lo proyectado en la regla fiscal (Ver [Figura 40](#)).

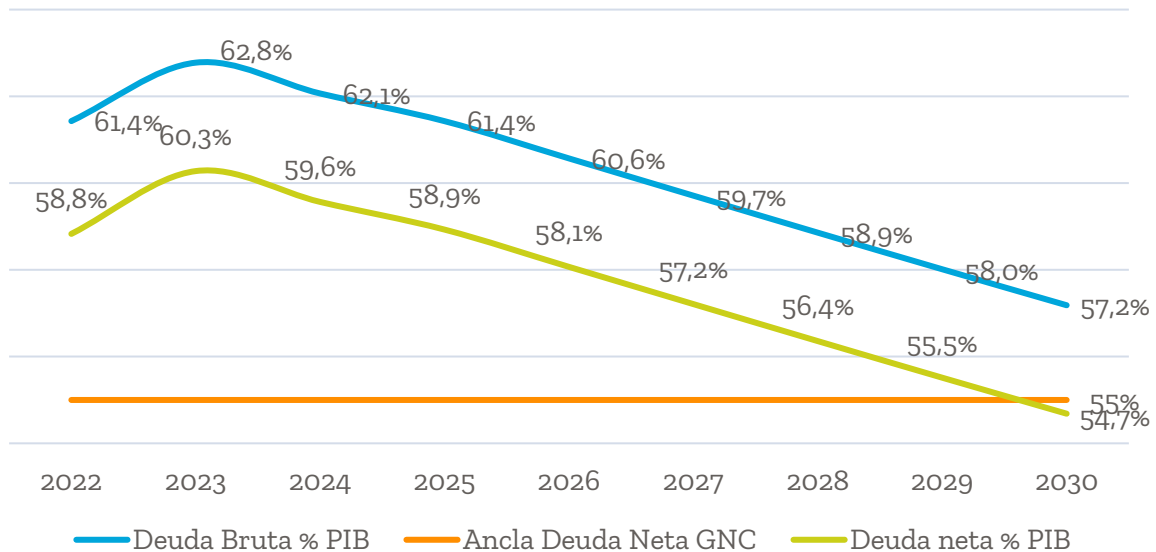
Figura 40. Balance Primario Neto (BPN) según regla fiscal vs. Balance Primario Neto (BPN) de la transición.



Fuente: MHCP (2022) y cálculos propios.

Por ende, la economía se encuentra bajo una senda de endeudamiento bruto proyectada, que pasa de un **62,8%** en 2023 al **60,6%** del PIB en 2026 y, un endeudamiento neto que pasa del **60,3%** del PIB en 2023 al **58,1%** del PIB en 2026, elemento que nos obligará a realizar un mayor esfuerzo a partir de este con el objetivo de alcanzar prontamente una senda de ajuste que nos permita consolidar la estabilidad de las finanzas públicas para que la deuda pública pueda anclarse a lo estipulado en la regla fiscal, que es un nivel del **55%** del PIB como deuda neta del GNC (Ver [Figura 41](#)).

Figura 41. Deuda del Gobierno Nacional Central (GNC) proyectada como porcentaje del PIB.



Fuente: MHCP (2022) y cálculos propios.

En síntesis, se puede decir que la economía colombiana se encuentra ante una situación coyuntural que muestra unos ingresos nominales en recaudo muy por encima de los que históricamente han sido las variaciones nominales de los ingresos tributarios de la DIAN. Sin embargo, y a pesar de la aprobación de la reforma tributaria que representa ingresos adicionales para el Gobierno Nacional Central (GNC), no se ve aún muy claro el panorama de las finanzas públicas, este hecho se encuentra explicado por un lado, por la alta inflexibilidad del gasto público y por otro, por el aumento discrecional por parte del gobierno para cumplir sus promesas de campaña, hechos que generan que la relación entre ingresos y egresos no mejoren las cuentas fiscales y que por ende la senda de la deuda pública y los Balances Primarios Netos, reflejen aún una alta vulnerabilidad de la situación fiscal colombiana para el período 2023-2026.

## Referencias

Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF). (2022). Análisis Técnico sobre el Proyecto de Ley del Presupuesto General de la Nación 2023.

[https://www.carf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC\\_CLUSTER-202086%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](https://www.carf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-202086%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased)

Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN). (2022). Estadísticas de recaudo.

<https://www.dian.gov.co/dian/cifras/Paginas/EstadisticasRecaudo.aspx>

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP). (2022a). Informe de Ejecución Presupuestal del Presupuesto General de la Nación, acumulado a octubre de 2022.

[https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/EntOrdenNacional/pages\\_presupuestogralnacion/pgn2022/ejecucinpresupuestal2022/octubre2022](https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/EntOrdenNacional/pages_presupuestogralnacion/pgn2022/ejecucinpresupuestal2022/octubre2022)

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP). (2022b). Informe de conciliación al Proyecto de Ley No. 118/2022 (Cámara) y 131/2022 (Senado) "Por medio de la cual se adopta una reforma tributaria para la igualdad y la justicia social y se dictan otras disposiciones".

[https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC\\_CLUSTER-206545%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-206545%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased)

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP). (2022c). Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP).

[https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC\\_CLUSTER-197017%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-197017%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased)

La República. (2022). Con aprobación de Congreso, tributaria recaudará \$19,7 billones en 2023. <https://www.larepublica.co/especiales/reforma-tributaria-2022/conciliada-y-aprobada-en-el-congreso-tributaria-recaudara-19-7-billones-para-2023-3491186>

Universidad EAFIT. (2022). Informe de coyuntura septiembre de 2022, Número 18.

[https://issuu.com/feg\\_eafit/docs/economia\\_colombiana\\_grupo\\_coyuntura\\_economica\\_sept](https://issuu.com/feg_eafit/docs/economia_colombiana_grupo_coyuntura_economica_sept)

## Capítulo 8

# ¿Cómo afectan la inflación, la depreciación y la política monetaria las finanzas públicas?

Carlos Esteban Posada P. <sup>11</sup>

Liz Londoño-Sierra <sup>12</sup>

Ante la creciente depreciación externa de la moneda colombiana y el incremento de la inflación, surgen preguntas como estas: ¿Qué tan adecuadas son las medidas tomadas por la autoridad monetaria para controlar inflación? ¿Por qué el Banco de la República no vende una parte de sus reservas internacionales para frenar la depreciación de la moneda? ¿Qué efectos tienen la inflación, la devaluación y la tasa de interés de política sobre la deuda pública?

Lo primero es señalar que el Banco de la República está utilizando el instrumento de tasa de interés (de política), que es el adecuado para lograr el retorno de la inflación al rango meta y evitar, en el futuro, una posible estanflación. Esto es adecuado por tres razones: a) el aumento de la tasa contribuye a frenar la salida de capitales y, eventualmente, a atraer más capitales del exterior; tal contribución significa evitar una depreciación del peso mayor a la que habría de no tomarse tal medida o, incluso, lograría aumentar el valor externo del peso (su valor frente a las monedas del resto del mundo), permaneciendo constantes otros factores que inciden en el comportamiento de la tasa de cambio, con ello se promueve la reducción de la tasa de inflación; b) el aumento de la tasa es un factor de desaceleración de la demanda agregada nominal (la demanda por el PIB nominal) y, por esta vía, también tiende a desacelerar la inflación y c) las decisiones sobre aumentar la tasa de política (en un ambiente que, por otras razones, es proclive a la depreciación externa del peso y a elevar la tasa de inflación) son sostenibles porque no debilitan la capacidad del banco central para ejecutar tal política y, por tanto, generan credibilidad en ella entre los agentes privados.

En cambio, la política de vender parte de las reservas internacionales buscando la apreciación del peso sería juzgada como una acción transitoria por insostenible (a menos que el monto de las reservas fuese gigantesco, digamos **80%** o más del valor en dólares del PIB, pero las de Colombia son apenas **18%** de este), generando el incentivo para compras de dólares por los particulares a fin de lucrarse cuando llegue el momento previsto por ellos en el que el banco central se vea obligado a suspender sus ventas. La historia del país entre 1932 y 1966, es abundante en episodios de mantenimiento de tasas de cambio en niveles artificiales seguidos por crisis cambiarias con super-devaluaciones que hacían evidente su insostenibilidad. Como

---

<sup>11</sup> Carlos Esteban Posada P. Profesor del área de Macroeconomía y Sistemas Financieros, integrante del Grupo de Coyuntura Económica; Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: cposad25@eafit.edu.co

<sup>12</sup> Liz Londoño-Sierra. Profesora y estudiante del Doctorado en Economía de la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: llondo11@eafit.edu.co

lo hemos manifestado en otras ocasiones, lo mejor para el país es mantener el sistema de tasa de cambio flexible bajo el cual las intervenciones directas del Banco de la República (mediante compra y venta de moneda extranjera) son marginales, procurando simplemente reducir la inestabilidad (la varianza) de cortísimo plazo de la tasa de cambio, dejando que sean los agentes privados quienes definan las magnitudes sustanciales de las ofertas y demandas de divisas (Posada y Londoño-Sierra, 2022 a,b).

Dicho lo anterior, a continuación, los resultados de algunas simulaciones de la evolución de la deuda pública teniendo en cuenta que la política monetaria incide en la tasa de interés y en las tasas de inflación y depreciación del peso.

## 5. Simulaciones de la evolución de la deuda

Podemos considerar que los componentes de la deuda pública son: la deuda interna ( $D^i$ ) y la deuda externa ( $D^e$ ) pasadas y el déficit público primario ( $d$ ). Como proporción del PIB lo anterior se expresa así:

$$\underbrace{\left(\frac{D}{Y}\right)_t}_{\text{Deuda total como proporción del PIB}} = \underbrace{(1+i)\left(\frac{D^i}{Y}\right)_{t-1}}_{\text{Deuda pública interna como proporción del PIB}} + \underbrace{(1+i^*)\left(\frac{D^e^{US}}{Y^{US}}\right)_{t-1}}_{\text{Deuda pública externa como proporción del PIB}} + \underbrace{\frac{d}{Y}}_{\text{Déficit primario como proporción del PIB}}$$

$$\left(\frac{D}{Y}\right)_t = (1+i)\left(\frac{D_{t-1}^i}{Y_{t-1}(1+g_Y)}\right) + (1+i^*+\omega)\left(\frac{D_{t-1}^e}{Y_{t-1}^{US}(1+g_Y)}\right) + \left(\frac{d}{Y}\right)_t$$

Con  $g_Y \approx \pi_t + \gamma$  y suponiendo previsión perfecta  $i = \pi_t + r_t$ ,

$$\left(\frac{D}{Y}\right)_t = (1+\pi_t+r_t)\left(\frac{D_{t-1}^i}{Y_{t-1}(1+\pi_t+\gamma)}\right) + (1+i^*+\omega)\left(\frac{D_{t-1}^e}{Y_{t-1}^{US}(1+\pi_t+\gamma)}\right) + \left(\frac{d}{Y}\right)_t$$

Siendo  $Y, \gamma, i, i^*, r_t, \pi_t, \pi^e, \omega$  : producto, tasa de crecimiento económico, tasa de interés nominal interna, tasa de interés nominal externa, tasa de interés real, tasa de inflación, expectativas de inflación y depreciación, respectivamente.

En la [Tabla 19](#) se describen los supuestos realizados sobre las variables para cada escenario. Es de anotar que en todos los escenarios se considera que la proporción de la deuda interna es **60%**, mientras que la de la deuda externa es **40%**; esta ponderación corresponde al perfil de la deuda colombiana en agosto de 2022.

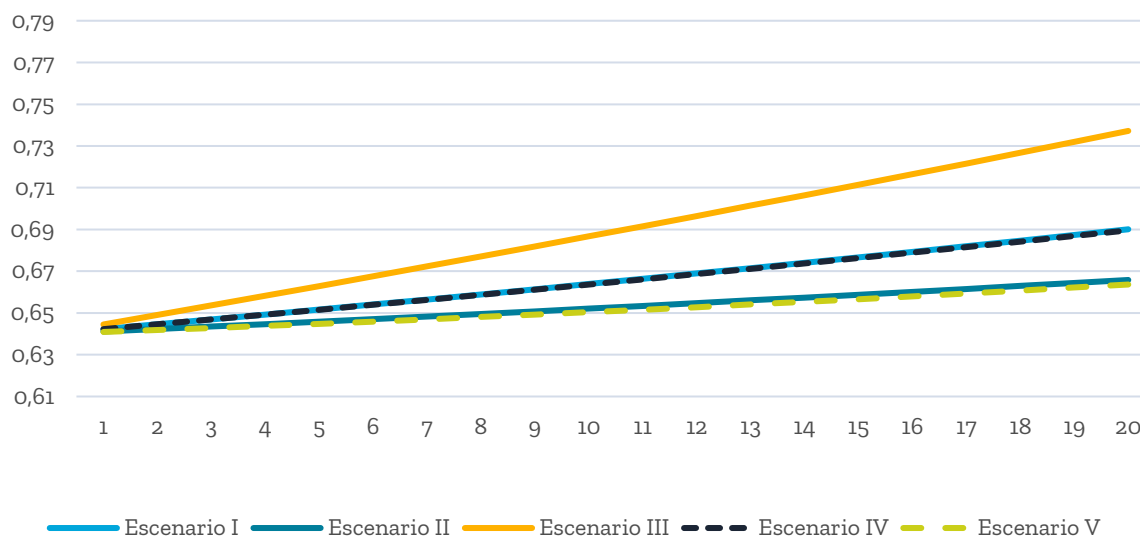
Tabla 19. Valores que toman las variables en cada escenario simulado.

| Variables | Escenario I: Base | Escenario II: aumenta el crecimiento económico | Escenario III: aumenta la tasa de interés y se reduce la inflación y la depreciación | Escenario IV: aumenta la inflación y la depreciación | Escenario V: Cae la tasa de interés real |
|-----------|-------------------|--|--|--|--|
| $\pi$     | 0,03              | 0,03   | 0,024  | 0,03   | 0,03                                     |
| $\gamma$  | 0,02              | 0,022  | 0,02   | 0,02   | 0,02                                     |
| $r$       | 0,02              | 0,02   | 0,0264   | 0,0264   | 0,016                                    |
| $i^*$     | 0,03              | 0,03   | 0,03   | 0,03   | 0,03                                     |
| $\omega$  | 0,03              | 0,03   | 0,024  | 0,03   | 0,03                                     |
| $Y_0$     | 100               | 100  | 100  | 100  | 100                                      |
| $D^i$     | 36                | 36   | 36   | 36   | 36                                       |
| $D^e$     | 24                | 24   | 24   | 24   | 24                                       |
| $d/Y$     | 0,04              | 0,04   | 0,04   | 0,04   | 0,04                                     |

Fuente: Elaboración propia.

En la Figura 42 se presenta la evolución de la deuda para cada uno de los escenarios establecidos. En la simulación se supone que los cambios en las variables exógenas tienen un efecto permanente sobre la deuda. Los diferentes escenarios se comparan con el escenario I, considerado como el escenario base.

Figura 42. Simulaciones sobre el impacto del crecimiento de la deuda pública como porcentaje del PIB ante el cambio de algunas variables exógenas.



Fuente: Elaboración propia.

Manteniendo invariantes los niveles de déficit primario, la mejor manera de reducir el crecimiento de la deuda como porcentaje del PIB a lo largo del tiempo es que la economía crezca más, tal como puede observarse en el escenario II, donde se pasa de una tasa de crecimiento económico del 2% al 2,2%.



La política monetaria solo tiene efecto sobre la evolución de la deuda si se presentan cambios en la tasa de interés real, pero, como quedará claro a continuación, si el efecto es de corto plazo. En realidad, ¿cuándo sube la tasa de interés real? Cuando la autoridad monetaria incrementa la tasa de interés de política (nominal), pero los agentes dudan de la capacidad de la autoridad monetaria de retornar pronto la inflación al rango meta, lo cual se ve reflejado en el aumento de las expectativas de inflación para los siguientes doce meses (Ver [Figura 26](#), [Figura 27](#) y [Figura 30](#)). Es decir, la falta de credibilidad de los agentes en la capacidad de la autoridad monetaria de controlar la inflación lleva a que incrementos en la tasa de interés de política (nominal) tengan un efecto más demorado y esto conlleva, en el corto plazo, a un incremento de la tasa de interés real.

En este caso, es importante tener paciencia sobre la efectividad de la política monetaria porque en cuanto disminuyan las expectativas de inflación de los agentes, caerá la tasa de interés real (es decir, retorna a su nivel de estado estable). Mientras tanto, la autoridad fiscal debería disminuir el déficit primario para contrarrestar el efecto de la política monetaria sobre la evolución de la deuda.

Entonces, ¿por qué la autoridad monetaria debe continuar una política monetaria restrictiva? El escenario IV nos da la respuesta. Si no se hace nada por controlar la inflación puede pasar que la deuda como proporción del PIB crezca muchísimo más.

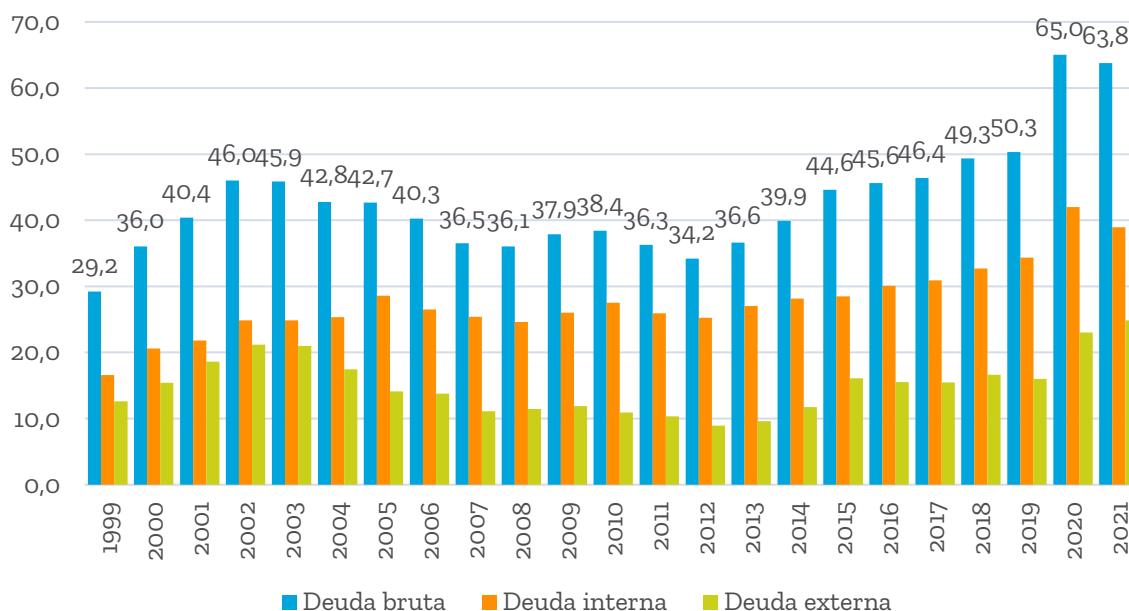
En conclusión, lo mejor que se puede hacer para mitigar el crecimiento de la deuda como porcentaje del PIB, es que la economía crezca y lo peor es que la autoridad monetaria no haga nada por controlar la inflación.

## 6. Deuda pública colombiana

Ante la llegada del COVID-19 se hizo necesario aplicar medidas de política monetaria y fiscal expansivas, que permitieran mitigar los efectos de la pandemia. Actualmente, nos encontramos ante altos niveles de inflación y endeudamiento público. La política monetaria ya ha comenzado a endurecerse; lo razonable entonces sería que la autoridad fiscal redujese el déficit primario a fin de garantizar la sostenibilidad de la deuda pública teniendo en cuenta que la poca credibilidad actual de la política antinflacionaria dará lugar a incrementos de la tasa de interés real.

En la [Figura 43](#) se describe la evolución de la deuda bruta del Gobierno Nacional Central que corresponde al valor nominal de todas las deudas que están en manos de los agentes privados y públicos, dentro y fuera del país (Ley 1473 de 2011). Para el agosto de 2022, la deuda interna y la externa representan **60%** y **40%** de la deuda bruta, respectivamente.

Figura 43. Deuda bruta, deuda interna y externa del Gobierno Nacional Central como porcentaje del PIB.



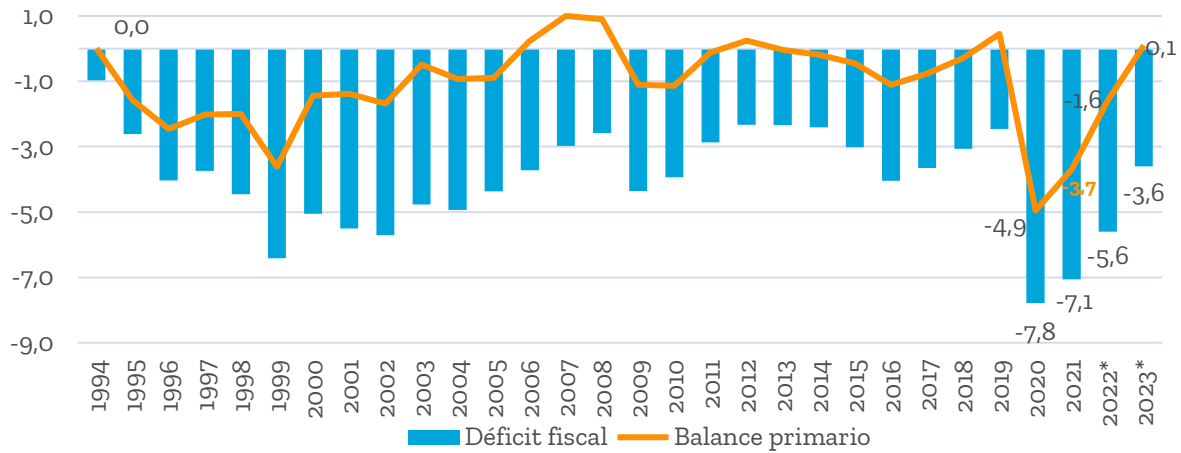
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022)

Con la Ley 819 de 2003 se establecieron las normas orgánicas en materia de presupuesto, responsabilidad y transparencia fiscal: allí se definió el “Marco Fiscal de Mediano Plazo” para el manejo de las finanzas públicas. Posteriormente, con la Ley 1473 de 2011 se adoptó una regla fiscal con el objetivo de garantizar la sostenibilidad de largo plazo de las finanzas públicas, de tal forma que no se supere el límite de la deuda. El límite de la deuda es igual a **71%** del PIB y el ancla de deuda es igual a **55%** del PIB. Adicionalmente, se establecieron límites al déficit primario neto<sup>13</sup>.

Entre las medidas tomadas por la COVID-19, se suspendió temporalmente la regla fiscal. La Ley de financiamiento de 2021 planteó un periodo de transición de cuatro años antes de retornar al cumplimiento pleno de la regla en 2026. Dicha suspensión venía acompañada de la promesa por parte del gobierno nacional de retornar a la senda de déficit de mediano plazo a partir del 2022. Habrá que esperar las decisiones que tome el nuevo gobierno que se conocerá plenamente cuando se publique el “Marco Fiscal de Mediano Plazo 2023”. Esperamos que cumpla con mantener unas finanzas públicas sostenibles. Por lo pronto, las [Figura 44](#) y [Figura 45](#) ilustran que esta expectativa fue, al menos hasta hace poco, razonable.

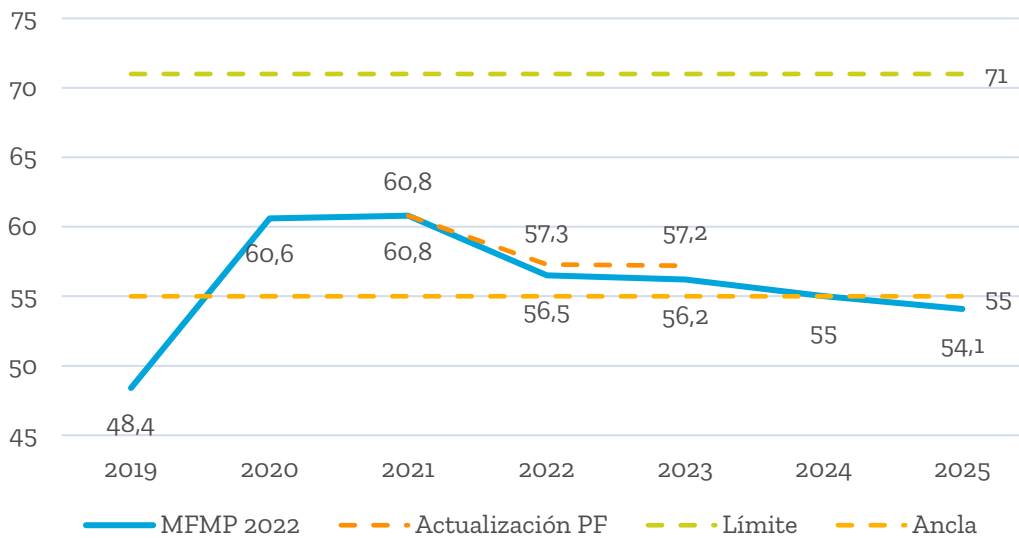
<sup>13</sup> Siguiendo el Parágrafo 1, Artículo 5, Ley 1473 de 2011, el balance primario neto equivale al balance fiscal total del Gobierno Nacional Central, sin incluir en su cálculo el gasto de intereses ni los ingresos por rendimientos financieros, de acuerdo con la metodología que para tal efecto defina el Consejo Superior de Política Fiscal – CONFIS.

Figura 44. Déficit fiscal y Déficit primario del Gobierno Nacional Central, como porcentaje del PIB. (cierre fiscal hasta 2021). 1994 -2023.



**Nota.** \*Cifras preliminares propuestas por el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2022. Datos de cierre fiscal hasta 2021. Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022)

Figura 45. Deuda neta del Gobierno Nacional Central (% PIB).



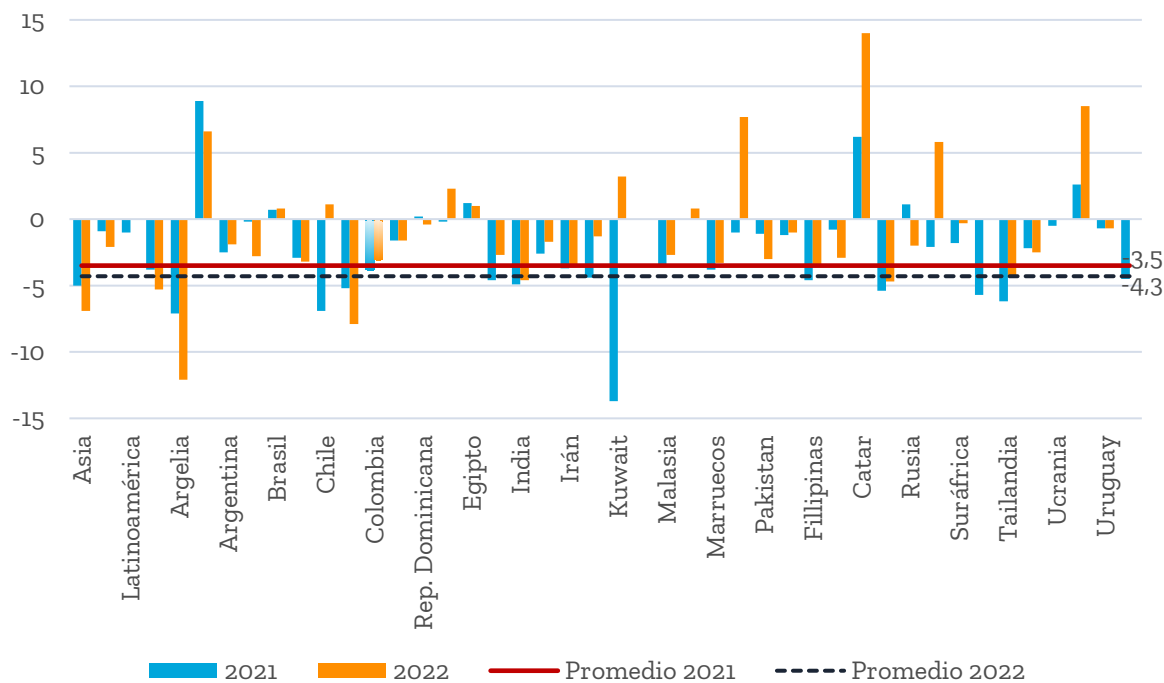
Fuente: Comité Autónomo de la Regla Fiscal – CARF- (2022)

Al comparar a Colombia con países de medianos ingresos y emergentes, se puede afirmar que el déficit primario del gobierno general<sup>14</sup> como proporción del PIB se encuentra por debajo del

<sup>14</sup> Según el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en Colombia, el gobierno general está compuesto por: el gobierno central, las entidades de seguridad social y los gobiernos regionales y locales. En particular, el gobierno central se divide entre Gobierno Nacional Central y el resto del nivel central (establecimientos públicos y algunos fondos).

promedio, **-3,9%** en 2021 y **-3,1%** en 2022. Sin embargo, está muy por encima del promedio de América Latina.

Figura 46. Economías de mercados emergentes y economías de medianos ingresos: Balance primario del gobierno general, 2013-2027.



Fuente: Fiscal Monitor, IMF (2022)

Para concluir, es importante resaltar que la mejor manera de mitigar el avance de la deuda pública es promover el crecimiento económico, que la autoridad monetaria actúe rápido y de manera contundente para evitar el desanclaje de las expectativas de inflación, además de períodos prolongados de aumento de tasas de interés real y que la autoridad fiscal mantenga a raya el déficit primario.

## Referencias

Comité Autónomo de la Regla fiscal (2022). Regla fiscal, escenario fiscal y principales riesgos. VI Seminario Coyuntura Económica, Universidad EAFIT.

Congreso de la República de Colombia. Ley 1473 de 2011.

<https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=43236#:~:text=La%20presente%20ley%20tiene%20por,la%20estabilidad%20macroecon%C3%B3mica%20del%20pa%C3%ADs.>

Congreso de la República de Colombia. Ley 819 de 2003.

<https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=13712>

Fiscal Monitor, IMF (2022). Helping People Bounce Back.

<https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2022/10/09/fiscal-monitor-october-22>

Marco Fiscal de Mediano Plazo. (2022). Balance del Gobierno Nacional Central 1994-2021. Gráficos y tablas, capítulo 3.

[https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC\\_CLUSTER-198013%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-198013%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased)

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2022). Deuda del GNC (Datos calculados con base en el PIB anual).

[https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC\\_CLUSTER-204247%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-204247%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased)

Posada, C. E., y Londoño-Sierra, L. (2022a). Retos para la autoridad monetaria en el próximo cuatrienio. <https://coyunturaeconomicaefit.wordpress.com/2022/08/25/retos-para-la-autoridad-monetaria-en-el-proximo-cuatrienio/>

Posada, C. E., y Londoño-Sierra. (2022b). Inflación de septiembre y política monetaria.

<https://coyunturaeconomicaefit.wordpress.com/2022/10/13/inflacion-de-septiembre-y-politica-monetaria/>

# Capítulo 9

## Mercados financieros a corte de noviembre de 2022

Jaime Alberto Ospina Mejía <sup>15</sup>

Juan Felipe Restrepo Yepes <sup>16</sup>

### 1. Coyuntura internacional

El índice VIX (ver [Figura 47](#)) refleja la volatilidad implícita del S&P 500 a 30 días. En el último trimestre ha fluctuado de manera llamativa y alcanzando niveles similares a los que se registraron a comienzos de la invasión a Ucrania por parte de Rusia.

El principal motivo por el que este índice ha vuelto a elevarse por encima de los **30 puntos** durante los últimos meses son las constantes intervenciones que ha realizado el Banco de Inglaterra en busca de calmar los ánimos de los inversores, evitando posibles fugas de activos. Además, el ascenso del dólar provocado por el amplio diferencial de tipos de interés ha provocado un mayor grado de inestabilidad en los mercados financieros mundiales, forzando a intervenciones de otros Bancos Centrales y causando mayores oscilaciones.

Aunque durante los últimos días el índice VIX ha venido con una tendencia bajista, todavía se encuentra cerca de los **30 puntos**, lo que aún es preocupante para los inversionistas, y continua la incertidumbre en los principales mercados financieros del mundo que se encuentran atentos a las acciones que pueda tomar la Reserva Federal (FED) en los próximos meses.

### 1. Renta fija

El mercado de bonos de Estados Unidos ha encendido las alarmas del mundo por una posible recesión. Los bonos de corto plazo se encuentran presentando mejores rendimientos que los bonos de más largo plazo (10 años, 20 años, 30 años). Estas señales del mercado de renta fija indican que es posible percibir una mayor rentabilidad por la deuda en el corto que en el largo plazo, algo que contradice la lógica económica, e indica una gran incertidumbre y desconfianza en el futuro del país.

La rápida subida de tasas de interés por parte de la Reserva Federal (FED) ha desatado una gran volatilidad en el mercado y ha distorsionado las perspectivas económicas a corto plazo. Así, los

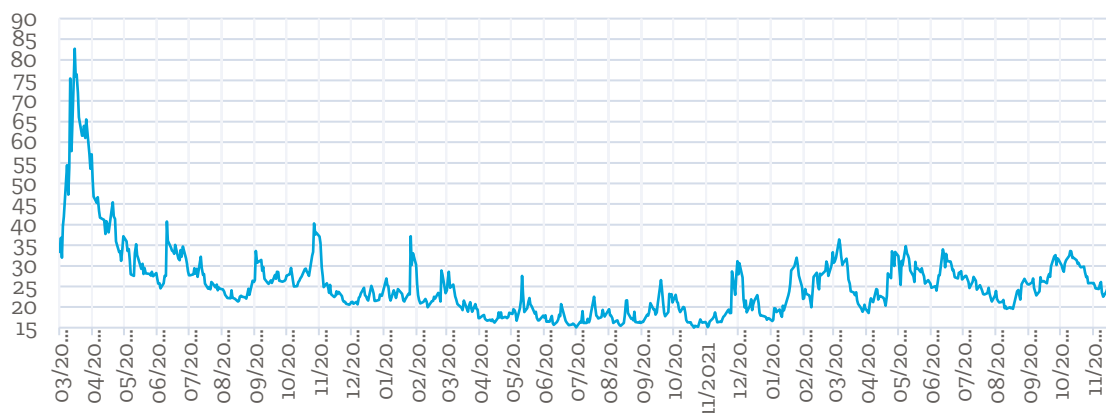
---

<sup>15</sup> Jaime Alberto Ospina Mejía. Profesor del área de Macroeconomía y Sistemas Financieros y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jospina3@eafit.edu.co

<sup>16</sup> Juan Felipe Restrepo Yepes. Estudiante de Economía, Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno, Universidad EAFIT. Email: jfrestrepy@eafit.edu.co

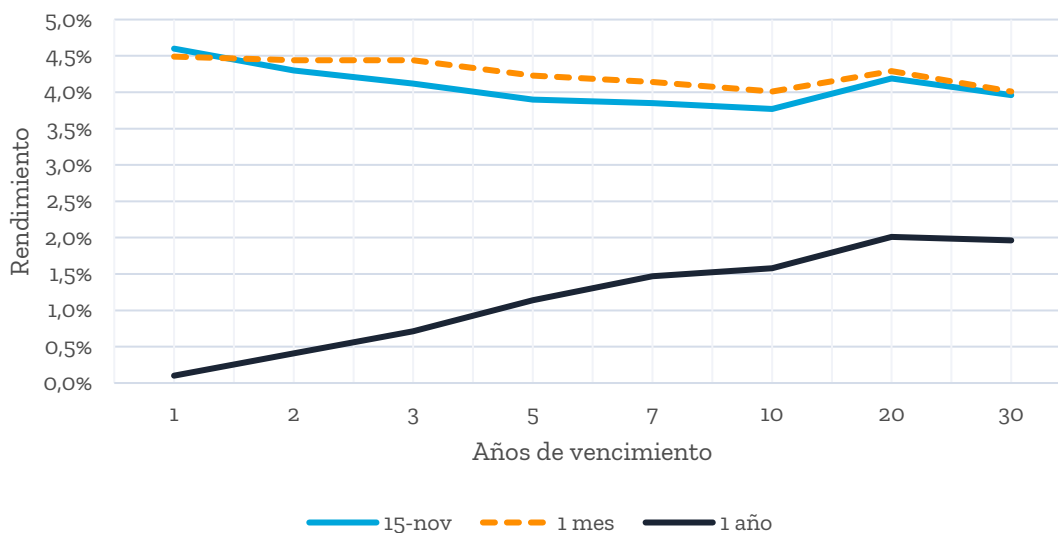
analistas económicos están de acuerdo que una curva invertida en la cual los rendimientos de la inversión a corto plazo son mayores que los de largo plazo estarían pronosticando expectativas de una recesión económica por parte de los mercados financieros.

Figura 47. Índice de volatilidad implícita del S&P 500 (VIX).



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing, 2022.

Figura 48. Curva de rendimiento de los bonos del tesoro de EE. UU.



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing, 2022.

## 2. Índice de bonos de Mercados Emergentes (EMBI)

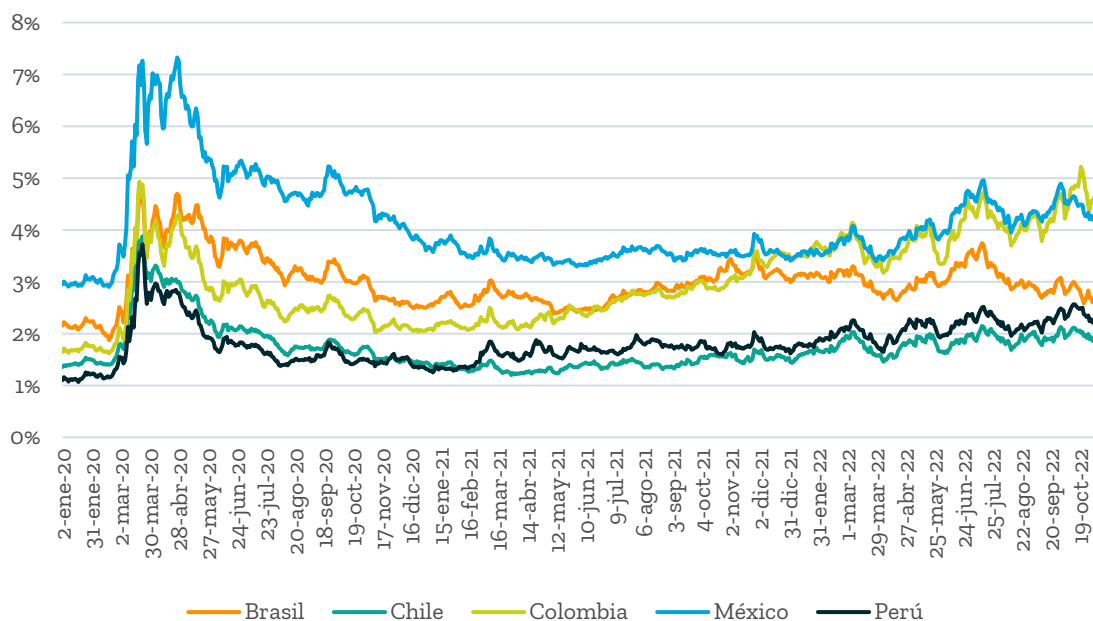
El índice EMBI que representa el riesgo país para los países emergentes, entre ellos los países latinoamericanos, ha presentado una relativa estabilización durante el último periodo. Sin embargo, este riesgo para Colombia aún se encuentra muy lejos de los niveles de prepandemia, debido fundamentalmente a los altos niveles de incertidumbre asociados a los factores

políticos y económicos que no permiten establecer un panorama claro y preciso para el futuro del país.

Vale la pena aclarar el comportamiento del EMBI para Colombia en los últimos meses, ha estado asociado a una mezcla de factores internos entre los cuales están las reformas planteadas por parte del gobierno, como son la reforma tributaria, ya aprobada a la fecha, y las demás reformas pendientes aún por presentar en el campo pensional, laboral, de salud y agrario. Adicionalmente, el alto déficit fiscal y en cuenta corriente, conocidos como los déficits gemelos, han reforzado esta percepción de riesgo que se tiene sobre el país.

Finalmente, la pérdida de grado de inversión que tuvimos desde el año anterior de BBB- a BB+ se ve lejos de recuperar, al contrario, los últimos acontecimientos que mencionamos anteriormente aumentaron en el último trimestre el índice, incrementándolo en un **22%**, superando la variación de países como Argentina, Brasil, Chile, México y Perú, además de estar por encima de la media de Latinoamérica.

Figura 49. EMBI Index.



Fuente: Elaboración propia con datos de Invenómica, 2022.

### 3. Renta variable

Los índices de los principales mercados bursátiles del mundo empezaron el trimestre con rendimientos negativos como reacción a la decisión de la Reserva Federal (FED) de continuar con el incremento de los tipos de interés en **75 PBS** para el mes de septiembre con el fin de controlar la inflación. Durante las últimas semanas del mes de septiembre los índices Nasdaq composite, el S&P 500 y el Dow Jones Industrial Average decrecieron un **5,0%**, **4,6%** y **4,0%**, respectivamente. En el mismo sentido, las bolsas europeas y asiáticas también tuvieron reacciones negativas con un decrecimiento del **3,6%** del índice alemán DAX y un decrecimiento del **0,9%** del Shanghai Composite asociados a los recortes de impuestos en Europa en



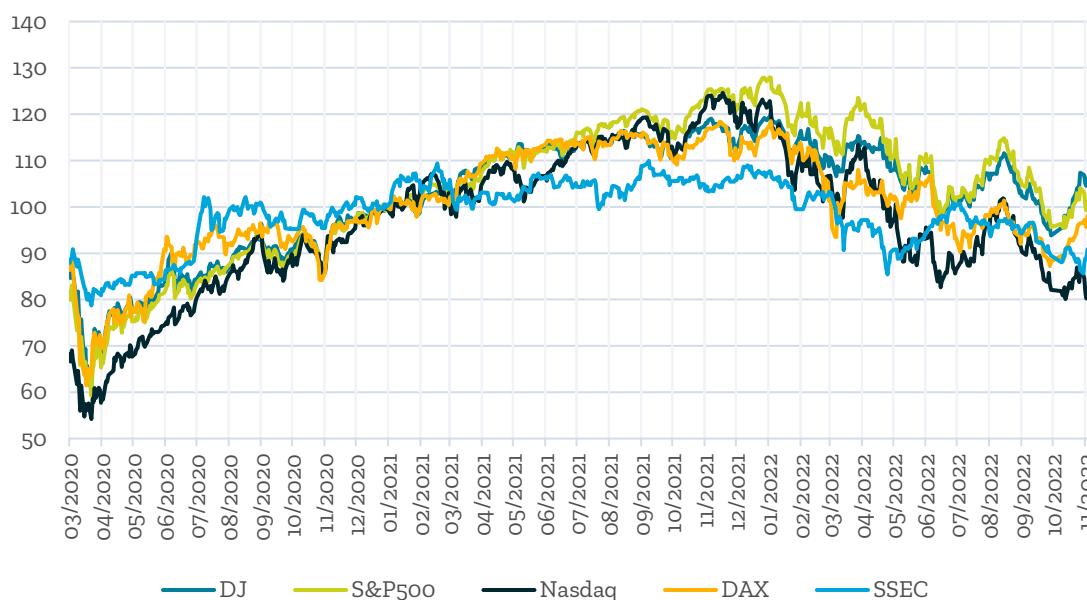
preparación a una posible recesión y a los datos publicados sobre contracción de la actividad industrial china.

A pesar de estos comportamientos negativos en el mes de septiembre, los índices bursátiles han presentado una recuperación notable finalizando el mes de octubre y comenzando el mes de noviembre. El Nasdaq, Dow Jones y S&P 500 presentaron ganancias notables. Los resultados positivos vienen dados por la moderación con respecto a los datos de inflación de Estados Unidos, con lo que los inversionistas esperan que haya una relajación de las políticas monetarias restrictivas por parte de la Reserva Federal (FED).

Por su parte, el DAX y el SSEC también ha tenido valorizaciones significativas dados los síntomas positivos provenientes de EE. UU. y la reducción de las restricciones impuestas por China en contra del COVID-19.

Cabe destacar, que ha existido un fuerte movimiento de las acciones tecnológicas debido a la declaración de bancarrota por parte del Exchange de criptomonedas (FTX) que provocó caídas en las cotizaciones de las criptomonedas, dejando **8.000 millones de dólares** en riesgo por las masivas solicitudes de retiro por parte de inversores.

Figura 50. Principales índices accionarios mundiales.



*Fuente:* Elaboración propia con datos de Investing, Base 100 Dic 2020.

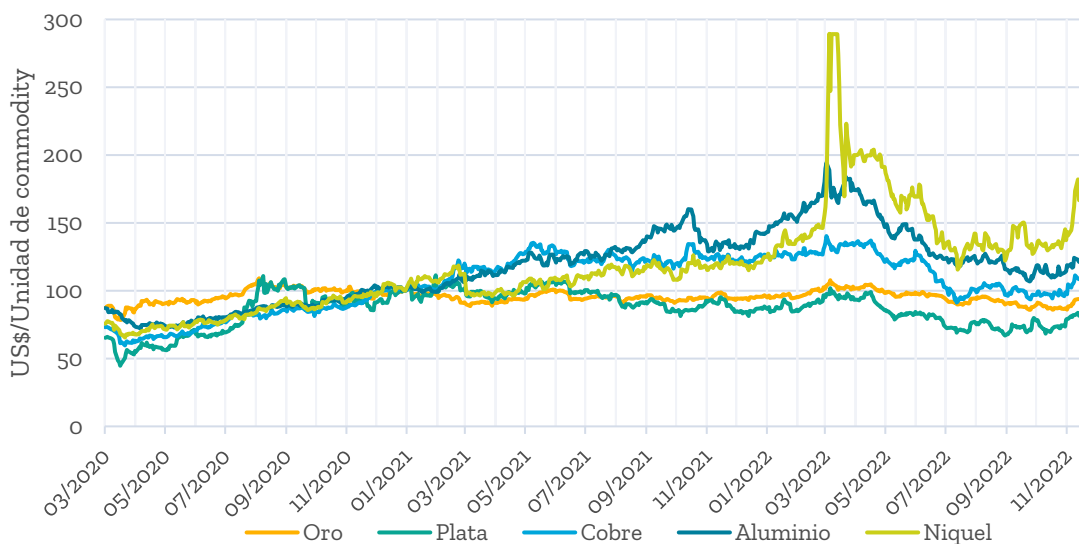
#### 4. Materias Primas

Las materias primas han presentado un comportamiento estable a lo largo del último trimestre. El oro ha venido cotizando de manera estable y durante los últimos días ha estado cerca de su máximo trimestral, alcanzando su nivel más alto desde el 15 de agosto. A pesar de que el oro se considera una inversión segura durante estos periodos de incertidumbre financiera y política, los continuos aumentos de los tipos de interés por parte de la Reserva

Federal (FED) ha reducido el atractivo del lingote, ya que no produce intereses. El cobre por su parte ha venido en decrecimientos de su cotización debido principalmente a que las tasas de contagios de covid-19 han aumentado en China posterior a la relajación de las restricciones, produciendo expectativas negativas en la producción industrial del país.

Aunque el escenario para las materias primas se ha estabilizado y ha presentado mejoras marginales, todavía no se presenta ningún crecimiento muy llamativo, por lo que las expectativas bajas aún siguen siendo frecuentes en el mercado.

Figura 51. Precio de las Materias Primas. <sup>17</sup>



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing, Base 100 Dic 2020.

## 5. Monedas

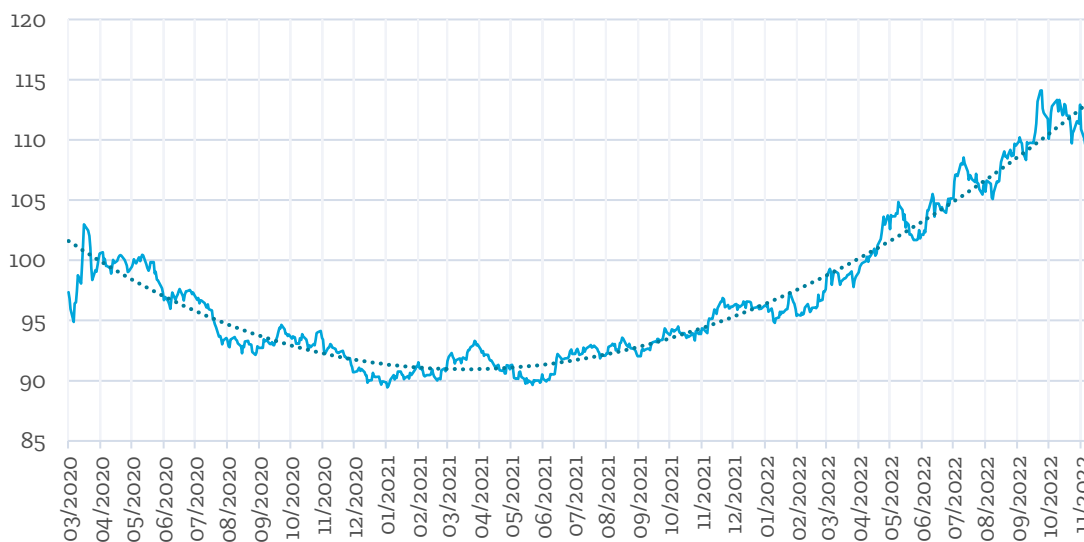
### 5.1. Índice dólar (DXY)

Durante los últimos días de septiembre, el índice DXY alcanzó de nuevo un máximo histórico, registrando un índice de **114**, niveles que no se veían hace más de dos décadas. Esto se presentó como resultado de las altas expectativas inflacionarias que generan un pronóstico de baja actividad económica mundial, provocando así una mayor demanda del dólar americano, y consolidándolo como un activo refugio en la actualidad. Sin embargo, en los últimos días el índice dólar ha perdido estabilidad, ubicándose en niveles alrededor de **106**. Este decrecimiento en la relación del dólar frente a la canasta de otras monedas se dieron por las declaraciones de James Bullard, funcionario de la Reserva Federal (FED), anunciando que es posible que la Reserva Federal (FED) tenga que seguir aumentando agresivamente su tasa de interés de referencia por encima de lo proyectado inicialmente (**4,5%**), es decir que disminuye la

<sup>17</sup> La unidad de la plata y el oro es **onza troy**, la unidad del cobre es la **libra**, la unidad del aluminio son toneladas y la unidad del níquel son **kilogramos**.

probabilidad que tenía el mercado de una posible relajación de la política monetaria y por tanto una menor posibilidad de recesión.

Figura 52. Índice del dólar (DXY).



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing, 2022.

## 6. Coyuntura local

### 6.1. Monedas

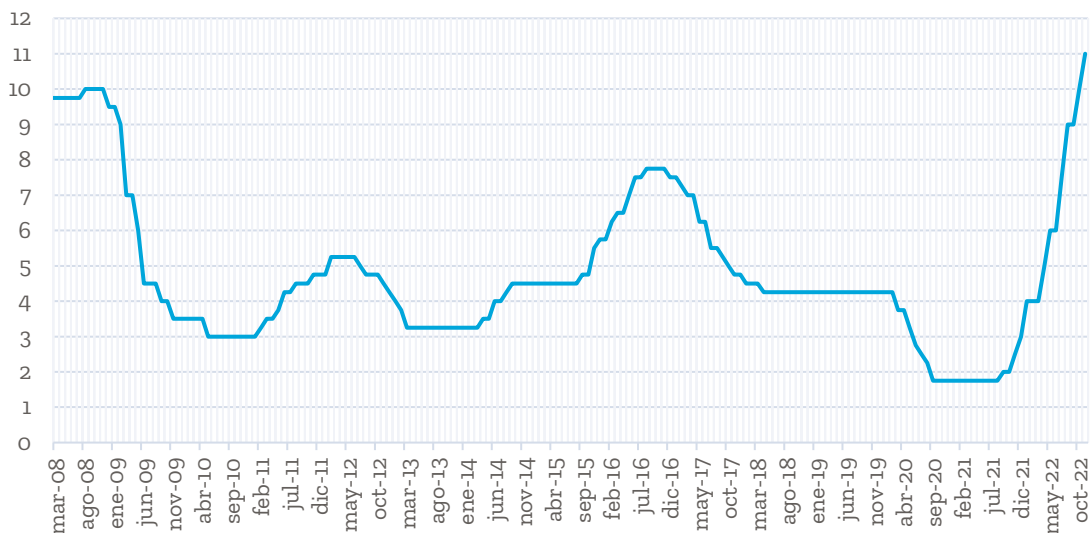
#### 6.1.1. Tasa de intervención del Banco de la República

El Banco de la República ha continuado con el aumento en la tasa de intervención en medio de la lucha contra la inflación. Es así como el Emisor elevó la tasa de referencia en **100 PBS** en el mes de octubre, alcanzando el **11%**, niveles no vistos en los últimos 20 años.

De acuerdo con las razones mencionadas anteriormente, este aumento se realizó principalmente para controlar la inflación que ha tenido un incremento anual del **12,2%** a el mes de octubre. El otro factor que motivó el alza de las tasas es la depreciación del peso que viene dado en gran parte por el fortalecimiento que ha tenido el dólar a nivel global, superando el nivel de los **5000 pesos**.

De otro lado los constantes incrementos en la tasa de intervención por parte de la Reserva Federal (FED) han provocado una salida de capitales de Colombia hacia Estados Unidos debido a la rentabilidad y seguridad que presenta actualmente el dólar americano: Esto ha generado una presión sobre el peso colombiano a lo cual el Banco de la Republica ha respondido con una política monetaria igualmente restrictiva que se espera reduzca las presiones depreciación sobre el peso colombiano.

Figura 53. Tasa de intervención del Banco República (%).



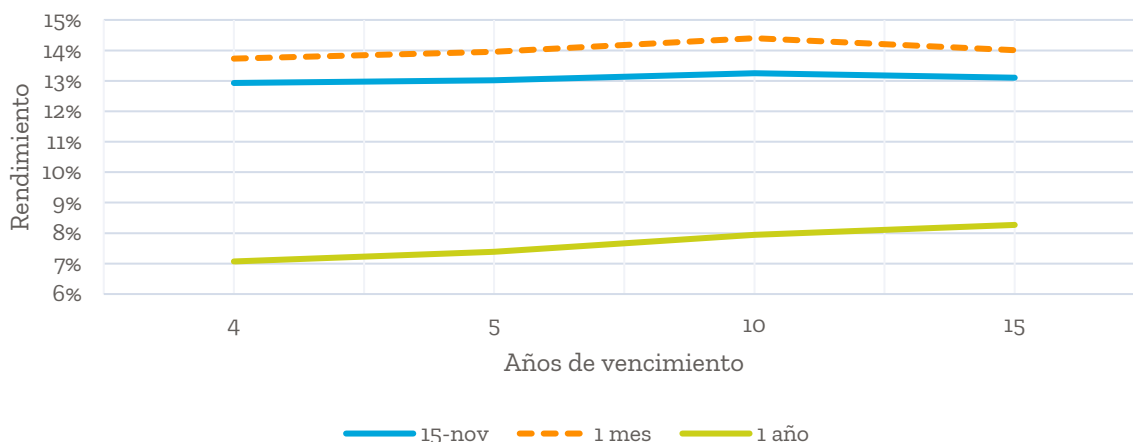
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de la República, 2022.

## 7. Renta fija

El comportamiento reciente de los rendimientos de los bonos TES en Colombia ha llevado a que se aplane la curva según los diferentes plazos de vencimiento. Los rendimientos han experimentado un incremento de alrededor del **6%** con respecto a los que producían hace 1 año, en especial en la parte corta de la curva.

El aumento general en estos rendimientos se viene dando por lo mayor demanda de los títulos de deuda pública en el corto plazo, producto de las altas expectativas de inflación y de una posible desaceleración económica en el corto plazo. Este sentimiento de incertidumbre económica debido a la coyuntura política por la que pasa el país ha generado que los capitales se orienten hacia Estados Unidos y otros países que les proporcionen mayores seguridades en sus retornos, en especial en las inversiones de largo plazo. Igualmente, esto ha llevado a que la curva de rendimientos se aplane y por lo tanto las tasas de los bonos tiendan a igualarse entre el corto y largo plazo.

Figura 54. Curva de rendimientos títulos de deuda pública Colombia.



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing, 2022.

## 8. Renta Variable

El índice del mercado de renta variable en Colombia, MSCI Colcap ha continuado con una marcada tendencia bajista que empezó a gestarse desde los resultados de la primera vuelta presidencial. Los motivos de esta caída del índice accionario colombiano parte de diferentes razones coyunturales tanto nacionales como internacionales.

El primer motivo reciente que se relaciona con la caída del Colcap es la reforma tributaria planteada por el nuevo gobierno, el cual ha definido un impuesto sobre los dividendos del **19%** para personas naturales, así como el aumento de la tributación en general sobre las personas jurídicas y naturales, un motivo que puede desalentar a los posibles inversores del mercado accionario colombiano.

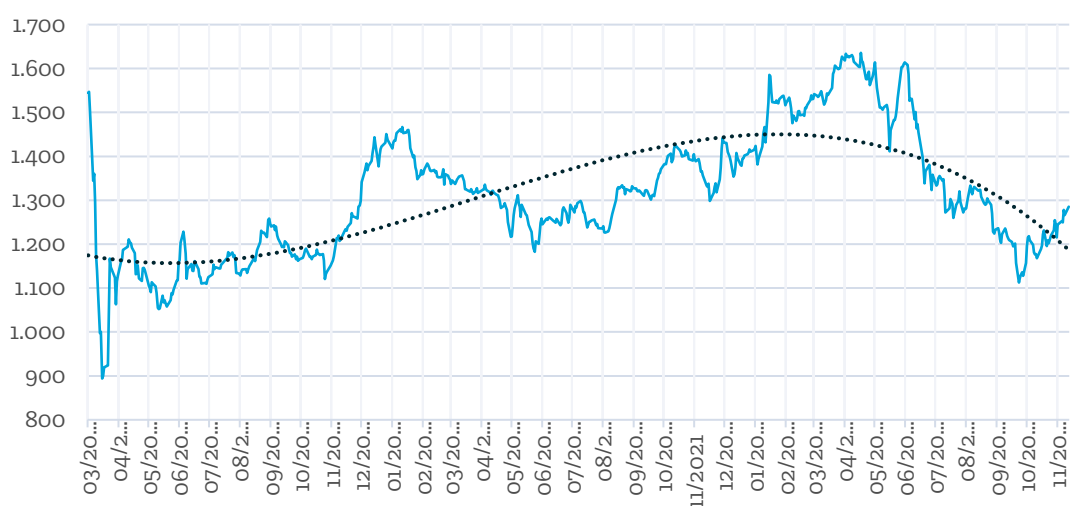
El segundo motivo está asociado a los incrementos en tasas de interés por parte de la Reserva Federal (FED), generando una salida de capitales hacia Estados Unidos por el sentimiento de seguridad que brinda debido a la fortaleza de su moneda.

Adicionalmente, y, teniendo en cuenta el temor a una posible recesión económica, ha aumentado la aversión al riesgo en los inversionistas provocando una migración de los capitales desde instrumentos de renta variable hacia instrumentos de renta fija, los cuales brindan más confianza teniendo en cuenta la coyuntura local. La unión de todos estos factores ha generado que el índice MSCI Colcap haya caído más de **17,44%** en lo corrido del año.

A pesar del desempeño negativo de los últimos meses, el MSCI Colcap ha venido presentando signos de recuperación fundamentada en la valorización de acciones del sector financiero como Bancolombia, Banco de Bogotá y Grupo Aval Pf. El crecimiento de estas acciones está asociado con el aporte positivo de los establecimientos de crédito, cuyos activos crecieron un **4,3%** en términos reales durante el 2022 y mantienen una cartera sana.

Finalmente, el mercado accionario colombiano ha venido presentado una volatilidad importante desde finales de año pasado movido por las noticias de las constantes ofertas públicas de acciones (OPA) (en total 8 operaciones hasta el momento) que se han realizado por parte del Grupo Gilinsky y una última oferta declarada desierta hecha por el fondo de inversión árabe (IHC) para tener participación en algunas empresas del Grupo Empresarial Antioqueño (GEA), caso Nutresa, Grupo Suramericana y Cementos Argos. Estas operaciones por ser sobre acciones que tienen un importante peso en el mercado accionario, han llevado el índice cuando han sido exitosas a niveles prepandemia (cerca a los **1600 puntos**), sin embargo situaciones de coyuntura internacional y local sumados a la falta de otras OPAS exitosas han reducido el índice a niveles cercanos de nuevo a los (**1100 puntos**).

Figura 55. Índice accionario MSCI COLCAP.



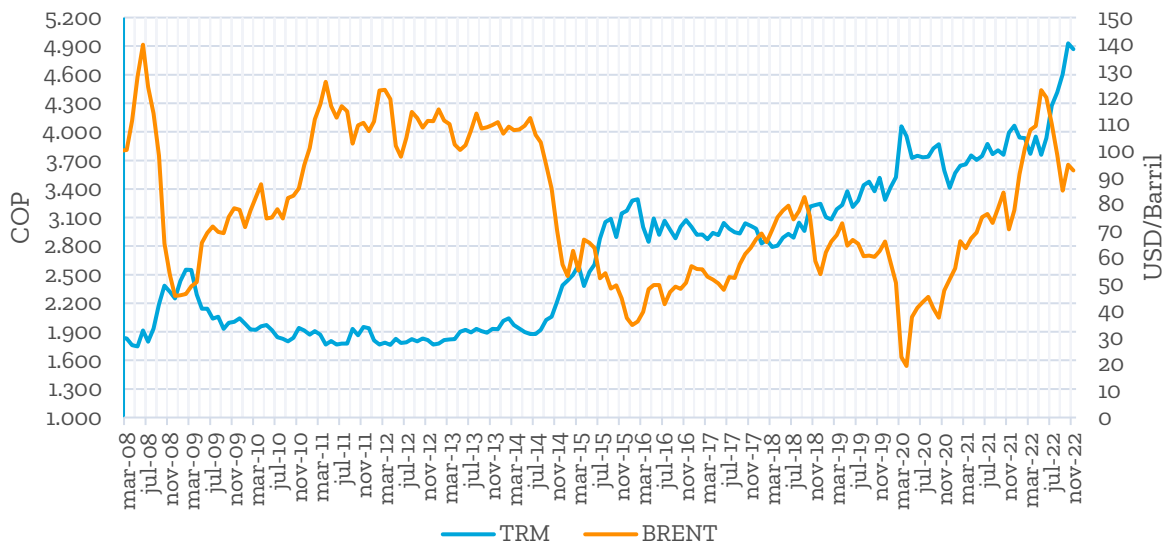
Fuente: Elaboración propia con datos de Investing, 2022.

## 9. Mercado cambiario

### 9.1. Tasa de cambio y petróleo Brent

La relación inversa que existe entre la tasa de cambio y el petróleo volvió a tener relevancia importante durante el presente año en Colombia. Estados Unidos, continúa haciendo importantes esfuerzos para disminuir el precio del petróleo. Teniendo en cuenta el recorte de producción anunciado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+). Para el mes de noviembre, Estados Unidos hará frente a este anuncio mediante la liberación de gran parte de sus reservas estratégicas. Actualmente, el precio del barril de petróleo Brent ha disminuido y se encuentra alrededor de **87 dólares**, siendo un factor importante para que la tasa de cambio siga en niveles cercanos a los **5000 pesos por dólar**. Adicionalmente, factores como nuevos rebrotes de casos COVID-19 en la China que frenen el crecimiento industrial de este importante mercado asiático, así como los temores de una recesión económica en gran parte de los países desarrollados pueden reforzar esta tendencia de una mayor depreciación de las monedas en países que dependan sus ingresos de manera importante de la exportación del crudo.

Figura 56. Tasa de cambio peso por dólar y precio petróleo Brent.



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing, 2022.

## Referencias

Banco de la República. (2022). Tasa de interés de política monetaria.

<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tasas-interes-politica-monetaria>

Bancolombia. (2022). Categoría – Informe Semanal Mercado. Informes Semanales.

<https://www.bancolombia.com/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/informe-semanal-mercados>

Invenómica. (2022). Riesgo País EMBI – América Latina – Serie Histórica.

<https://www.invenomica.com.ar/riesgo-pais-embj-america-latina-serie-historica/>

Investing. (2022). Mercados financieros del mundo. <https://es.investing.com/markets/>



# Capítulo 10

## Resultados del sistema financiero colombiano agosto del 2022

Jaime Alberto Ospina Mejía <sup>18</sup>

- Al cierre de agosto del 2022, los activos del sistema financiero (propios y de terceros) alcanzaron **\$2532 billones**, con un decrecimiento real anual de **-1,8%**. De este valor total, los recursos propios alcanzaron **\$1290 billones (50,9%)**, mientras los recursos a terceros, incluyendo los activos de custodia, alcanzaron **\$1242 billones (49,1%)**. La relación de activos totales a PIB es de **191,5%**. Esta reducción en el tamaño de activos se debe a la disminución en la valoración de los activos de portafolios a terceros.
- La tendencia de los resultados del sistema financiero continúa siendo positiva. En especial para los Establecimientos de crédito (EC). En agosto de 2022, los EC alcanzaron resultados por **\$13,1 billones** (los bancos reportaron utilidades acumuladas por **\$11,3 billones**). Por su parte, las aseguradoras reportan **\$2 billones**, seguido por las Instituciones Oficiales Especiales (IOE) que reportaron utilidades por **\$1,4 billones**, le siguen en cuarto y quinto lugar las sociedades fiduciarias, intermediarios de valores con utilidades respectivamente de **\$312 millones de millones** y **\$110 millones de millones**.
- En contraste, las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías registraron resultados acumulados en agosto por **-\$26 billones**, muy diferente a los **\$18 billones** al mismo periodo acumulado del año anterior. Los rendimientos de los recursos administrados de terceros fueron **\$5,7 billones**, una disminución de **\$700 millones de millones** frente agosto de 2021 (**\$6,4 billones**), todos estos cambios se explican principalmente por el comportamiento en la valoración de los títulos de deuda.
- Todas las modalidades de cartera reportaron tasas de crecimiento positivas en agosto. El saldo bruto ascendió a **\$640 billones**, con lo cual el indicador de profundización se ubicó en **48,5%** del PIB. En términos reales la cartera bruta registró una variación anual de **5,4%**, comportamiento que se explica fundamentalmente por el dinamismo en las carteras de hogares y empresa, el incremento de la inflación (dado que el incremento

---

<sup>18</sup> Jaime Alberto Ospina Mejía. Profesor del área de Macroeconomía y Sistemas Financieros y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jospina3@eafit.edu.co

nominal es superior a la corregida por el efecto), y a la menor importancia relativa de los castigos.

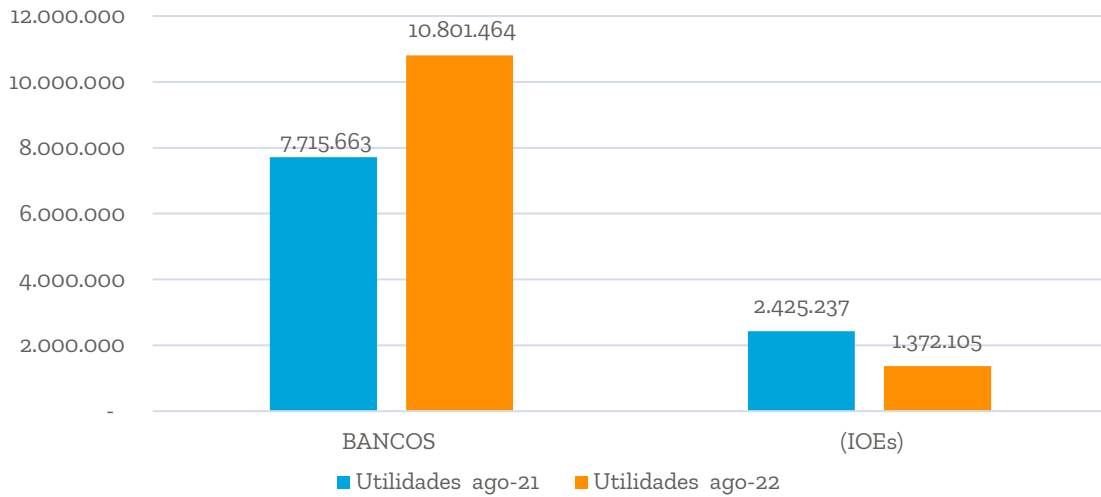
- La cartera comercial creció **2,9%** anual en términos reales, mientras que la cartera de consumo fue la que más aportó al crecimiento del total de cartera, registrando un incremento del **10,7%** real anual (siendo el producto de libre inversión el que más jaló ese crecimiento). El portafolio de vivienda creció **3,3%** real anual, y finalmente el microcrédito continúa reportando en agosto un crecimiento positivo del **3%** real.
- La calidad por mora, medida como la proporción entre la cartera vencida y bruta, fue **3,7%** para el total del portafolio. Por modalidad, microcrédito reportó un indicador de **5,8%**, seguido de consumo que se situó en **4,8%**, comercial que cerró en **3,1%** y vivienda en **2,8%**.
- El crecimiento de las provisiones es consistente con el comportamiento de los deterioros. El incremento real anual de las provisiones totales, o deterioro bajo las NIIF, cerró con una contracción de **13,1%** real anual, con un saldo de **\$37,7 billones**. El indicador de cobertura por mora, calculado como la relación entre el saldo de provisiones y la cartera vencida, se situó en **161%** en agosto.
- La recuperación en la dinámica de la cartera se ha traducido en reducciones en la participación de los activos líquidos en el total de los activos. Los Activos líquidos Ajustados (ALM) representaron el **12,7% (\$113 billones)** de los activos totales en agosto.
- Finalmente, El índice de solvencia de los (EC) para agosto, alcanzo un nivel del **17,9%**. (el nivel mínimo exigido por la Superfinanciera es del **9%**). La solvencia básica, compuesta por el capital con mayor capacidad para absorber pérdidas, registra niveles del **14,1%**.

## 1. Principales cifras de los establecimientos de crédito (EC) agosto de 2022

Las utilidades de los bancos siguen incrementándose respecto al mismo periodo del año anterior en un **35%**. Mientras que las utilidades de las Instituciones oficiales especiales (IOE) cayeron un **45%**. Estos resultados reflejan que continua la recuperación de los EC a pesar de que el efecto estadístico de comparación con el año anterior ya no es tan disímil, de otro lado continua la menor dinámica de las (IOE) en el presente año, esto se explica en gran parte por el menor dinamismo en los créditos de emergencia que otorgan este tipo de instituciones.

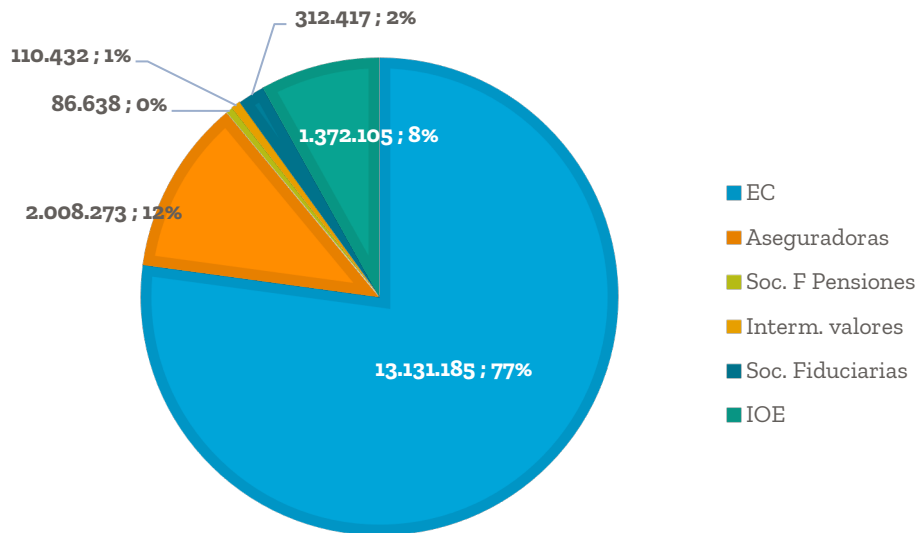
Si bien es cierto las utilidades de los EC superan las de agosto 2021, es también importante destacar que han superado en un **49%** las utilidades de prepandemia que tenían en el mismo lapso del tiempo a agosto. (**\$13,1 billones** 2022 vs. **\$8.8 billones** 2019).

Figura 57. Utilidades de la banca colombiana a corte de agosto 2022 en miles de millones de pesos.



Fuente: Elaboración propia con datos de la Superfinanciera (SPC), 2022.

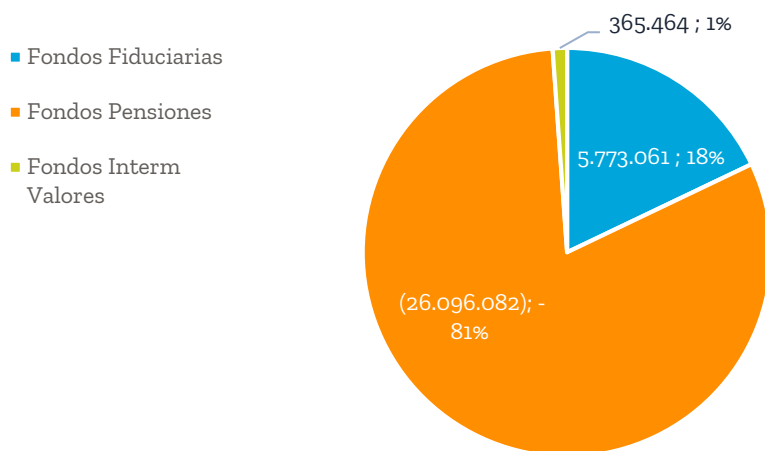
Figura 58. Utilidades Recurso Propios a corte de agosto 2022 en miles de millones de pesos.



Fuente: Elaboración propia con datos de la Superfinanciera (SPC), 2022.

En términos agregados las utilidades de recurso propios en agosto ascienden a cerca de **\$17 billones**, mientras que las pérdidas acumuladas de los recursos a terceros están cerca de los **\$20 billones**, de los cuales todas se explican por las pérdidas en valoración de los portafolios de los fondos de pensiones.

Figura 59. Utilidades Recurso a terceros a corte de agosto 2022 en miles de millones de pesos.



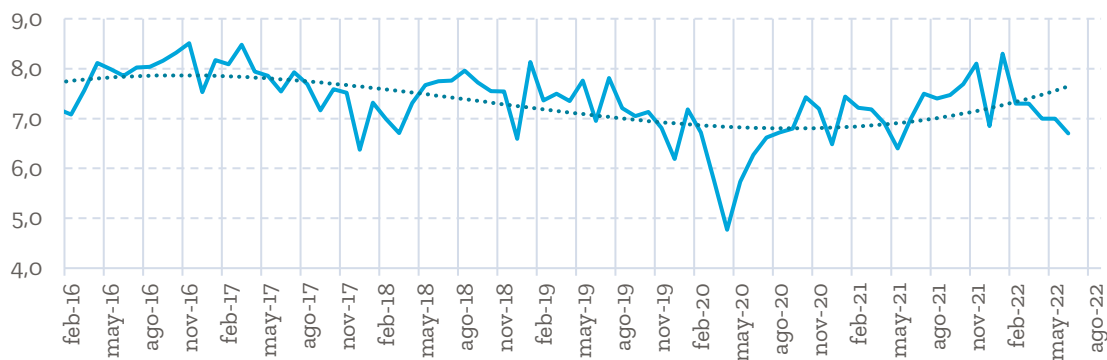
Fuente: Elaboración propia con datos de la Superfinanciera (SPC), 2022.

## 2. Margen Financiero exante

La medición ex-ante parte de la diferencia simple entre las tasas de colocación y de captación. Bajo este método todos los créditos son productivos, es decir que no incorpora el porcentaje de deterioro, las dificultades para la recuperación de la cartera, los plazos de la colocación, ni la estabilidad de los recursos captados.

En términos generales, el margen de intermediación ex ante de los (EC) subió por una disminución de las tasas pasivas en el 2020 producto de una política monetaria expansiva para afrontar la pandemia. Si bien es cierto el margen tuvo un repunte en el último año como consecuencia del aumento en la tasa promedio de colocación, para comienzos del 2022 el margen ex ante regreso a niveles del **7%**, un descenso que se dio como resultado del aumento de la tasa promedio de captación generada por la transmisión de una política monetaria más restrictiva por parte de la Junta Directiva del Banco de la República en los últimos meses, que al parecer puede estar llegando pronto a su fin.

Figura 60. Margen de interés ex-ante (%).



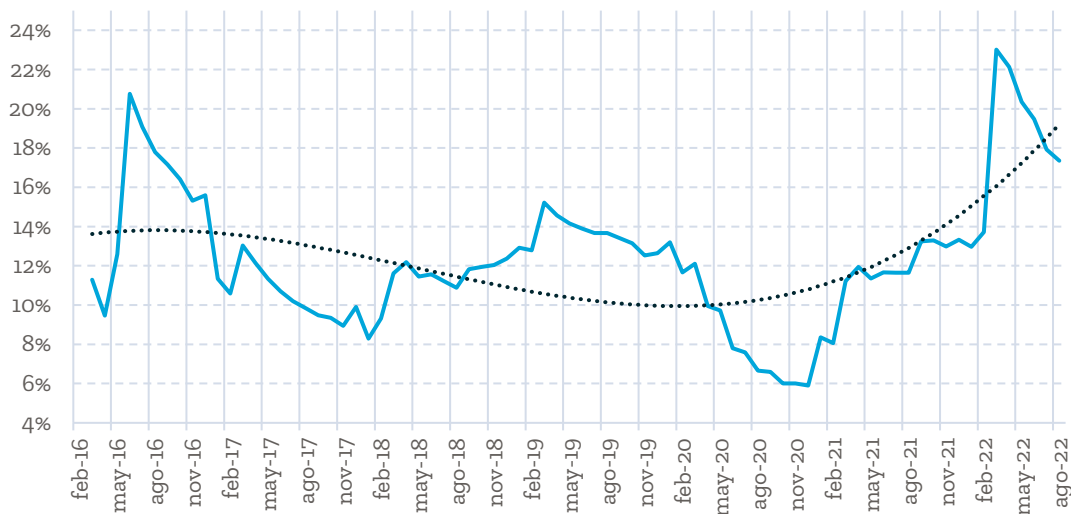
Fuente: Elaboración propia con datos de la Superfinanciera (SPC), 2022.

### 3. Rentabilidades de los EC

Al evaluar la evolución reciente del índice de rentabilidad del patrimonio (ROE) en Colombia, se evidencia que han presentado descensos desde diciembre de 2019 (pre-COVID), producto de las menores utilidades por el efecto que tuvo la pandemia en la cartera de los EC. Sin embargo, la rentabilidad del sector financiero viene mejorando durante el presente año en la medida que los EC recuperan el terreno perdido e incrementan sus beneficios respecto al mismo periodo del año anterior. En el primer trimestre del año 2022 el ROE tiende a estabilizarse en niveles del 13%, que es el promedio que ha tenido en el último quinquenio. Sin embargo, para el segundo trimestre la rentabilidad dio un salto importante a niveles superiores del 20%, producto del efecto contable de un aumento en las utilidades acumuladas en este segundo trimestre y al mismo tiempo una disminución importante en el patrimonio básico ordinario, lo cual obedece a el hecho puntual de la escisión del **75%** de la inversión del Banco de Bogotá en BAC Holding International (BHI) en Centro América, lo cual generó una reducción de **\$14,5 billones**.

Para este segundo semestre, la rentabilidad del patrimonio se ha reducido a niveles del **16%** lo que aún es un nivel muy superior al histórico pero que muestra la tendencia a resultados más sostenibles en el largo plazo.

Figura 61. Rentabilidad del Patrimonio.



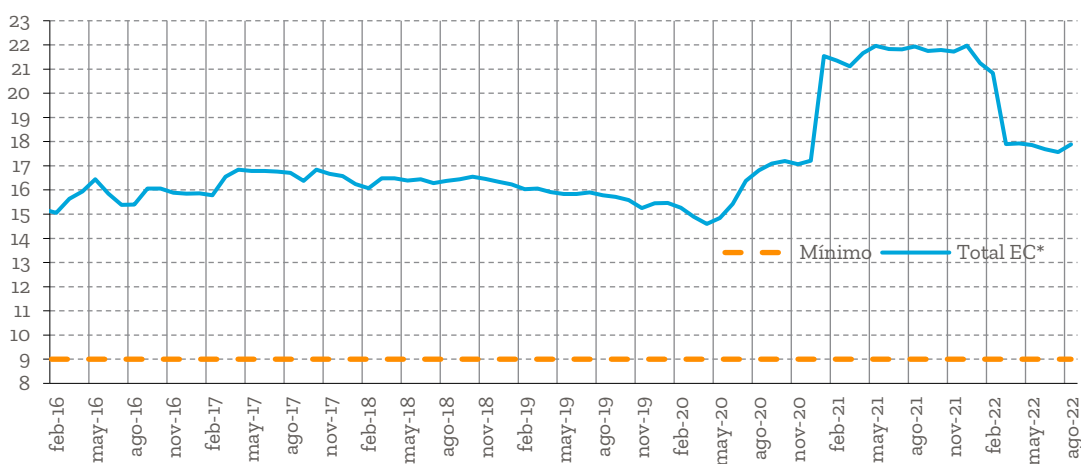
Fuente: Elaboración propia con datos de la Superfinanciera (SPC), 2022.

## 4. Índice de Solvencia

La solvencia total en agosto registro **17,9%**, mayor en **8,9%** respecto al mínimo requerido (**9%**). La solvencia básica, compuesta por el capital con mayor capacidad para absorber pérdidas, llegó a **14,1%**, superando en **9,6%** el mínimo regulatorio de **4,5%**. La fuerte reducción del índice en el mes de marzo obedece a el hecho puntual de la escisión del **75%** de la inversión del Banco de Bogotá en BAC Holding International (BHI) en Centro américa, lo cual generó una reducción de **\$14,5 billones** en su patrimonio básico y técnico.

Importante resaltar que el alto nivel de solvencia que exhiben hoy en día los Bancos coincide con la entrada en vigor del estándar de Basilea III en capital desde enero de 2020 (patrimonio adicional o colchón para las crisis) estrategia de fortalecimiento patrimonial de las entidades vigiladas, lo que muestra el compromiso del sector en el largo plazo.

Figura 62. Solvencia total, establecimiento de créditos (EC) (%).



Fuente: Elaboración propia con datos de la Superfinanciera (SPC), 2022.

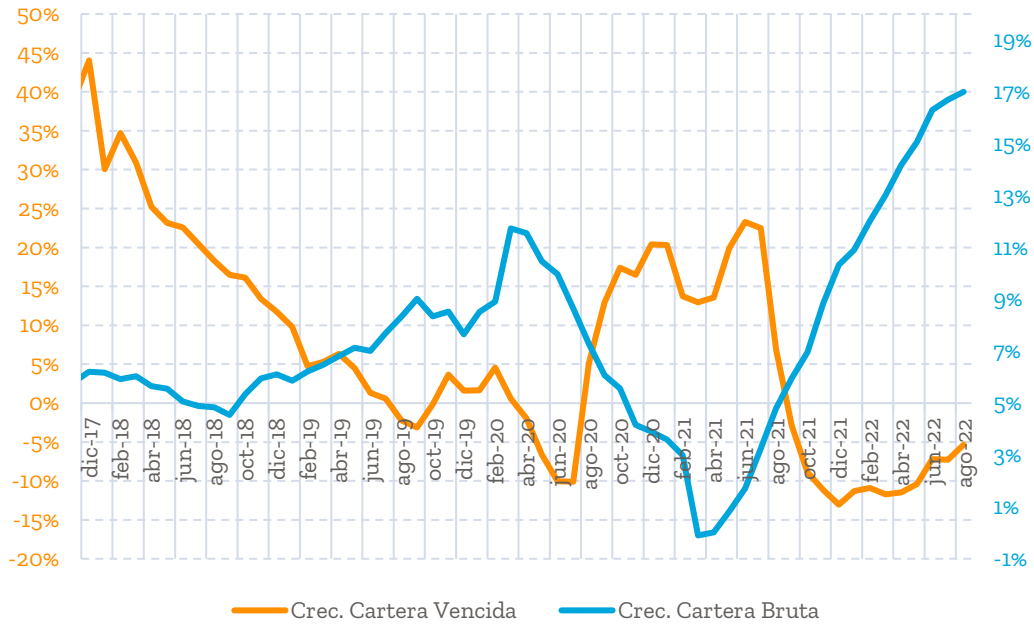
## 5. Crecimiento de la cartera

El saldo bruto ascendió a **\$640 billones**, con lo cual el indicador de profundización se ubicó en **48,5%** del PIB. En términos reales la cartera bruta registró una variación anual de **5,4%**, comportamiento que se explica fundamentalmente por el dinamismo en las carteras de hogares y empresa, el incremento de la inflación (dado que el incremento nominal es superior a la corregida por el efecto) y a la menor importancia relativa de los castigos.

El crecimiento del saldo vencido tuvo su punto de inflexión en agosto del 2021. El saldo que reporta una mora mayor a 30 días continua con una tasa de crecimiento negativa. Alcanzó **\$23,4 billones** en agosto, una disminución del **14,5%** real anual, consecuencia de la contracción del saldo vencido en la comercial, vivienda y microcrédito, en contraste la cartera vencida de

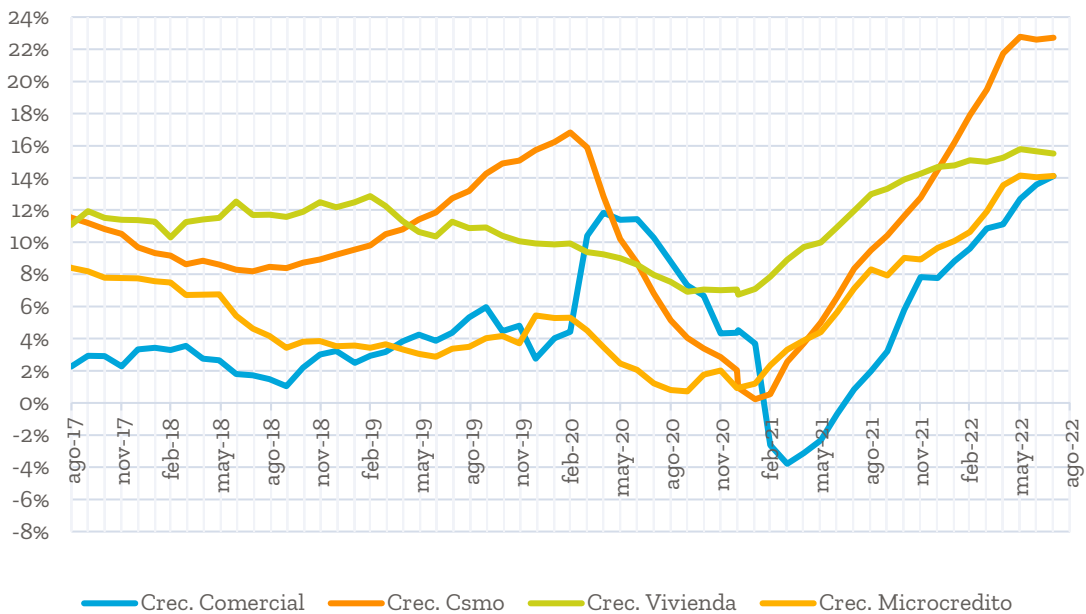
consumo se ha incrementado en un **2,7%**, por lo cual es importante hacerle seguimiento. Finalmente, la cartera al día alcanzó **\$617 billones**, lo que representa el **96,3%** del saldo total.

Figura 63. Crecimiento nominal cartera total bruta vs. cartera vencida.



Fuente: Elaboración propia con datos de la Superfinanciera (SPC), 2022.

Figura 64. Crecimiento nominal por tipo de cartera bruta.

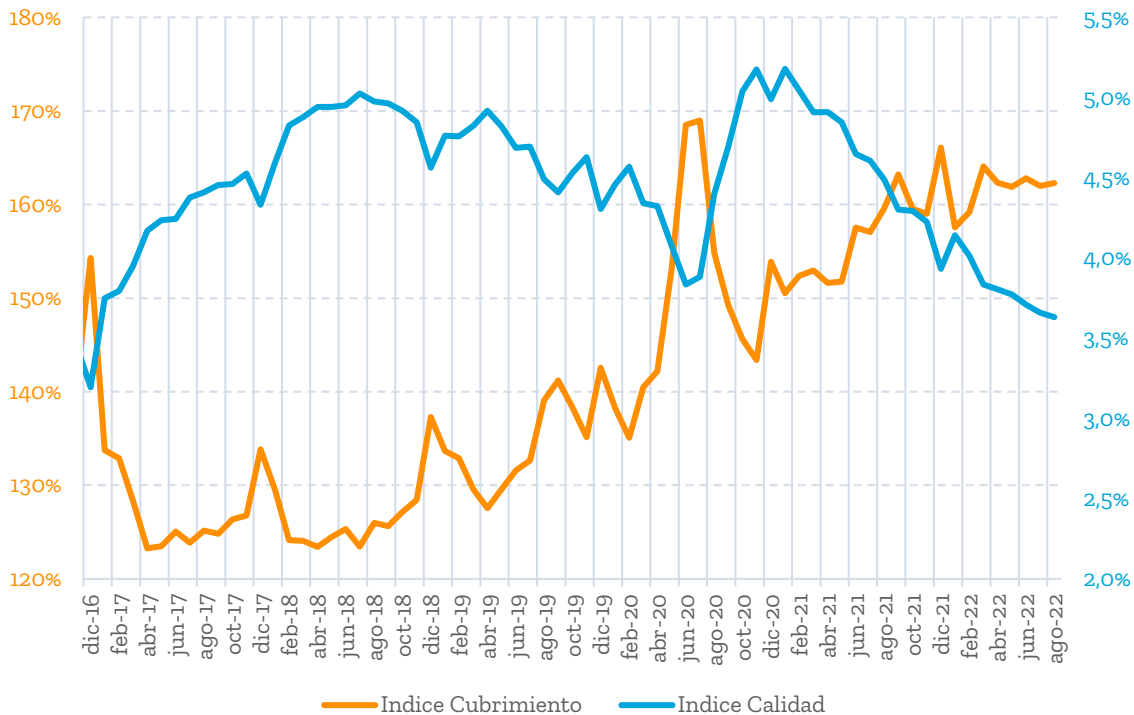


Fuente: Elaboración propia con datos de la Superfinanciera (SPC), 2022.

## 6. Índice de calidad y cobertura

La calidad por mora en agosto, medida como la proporción entre la cartera vencida y bruta, fue del **3,7%** para el total del portafolio. Cifra que continúa confirmando el punto de inflexión registrado desde enero del 2021 (**5,2%**). El microcrédito reportó un indicador de calidad de **5,8%**, seguido del consumo que se situó en **4,8%** y comercial que cerró en **3,1%** y vivienda reportó el indicador más bajo entre las 4 modalidades de cartera al cerrar el mes en **2,8%**. De otro lado, las provisiones medidas en el indicador de cobertura por mora, calculado como la relación entre el saldo de provisiones y la cartera vencida (cerca de 38 billones en provisiones), registro a agosto un **161%**, lo que se traduce en que por cada peso de cartera vencida los EC tienen cerca de **\$1,6** para cubrirlo.

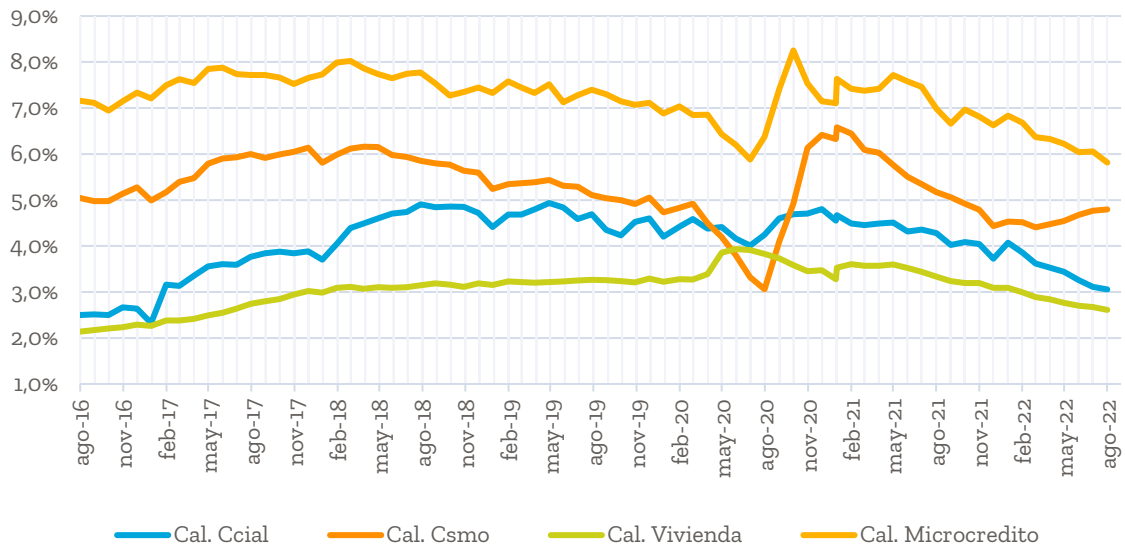
Figura 65. Calidad total de cartera vencida y cobertura.



Fuente: Elaboración propia con datos de la Superfinanciera (SPC), 2022.



Figura 66. Calidad total por tipo de cartera vencida.



Fuente: Elaboración propia con datos de la Superfinanciera (SPC), 2022.

## Referencias

- Superintendencia Financiera de Colombia. (2022). Información periódica. <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/informes-y-cifras/cifras/establecimientos-de-credito/informacion-periodica/mensual-60826>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2022). Informe actualidad del sistema financiero colombiano. <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/informes-y-cifras/informes/informe-actualidad-del-sistema-financiero-colombiano/resultados-del-sistema-financiero-colombiano-agosto-de--10112528>

# Anexo 1

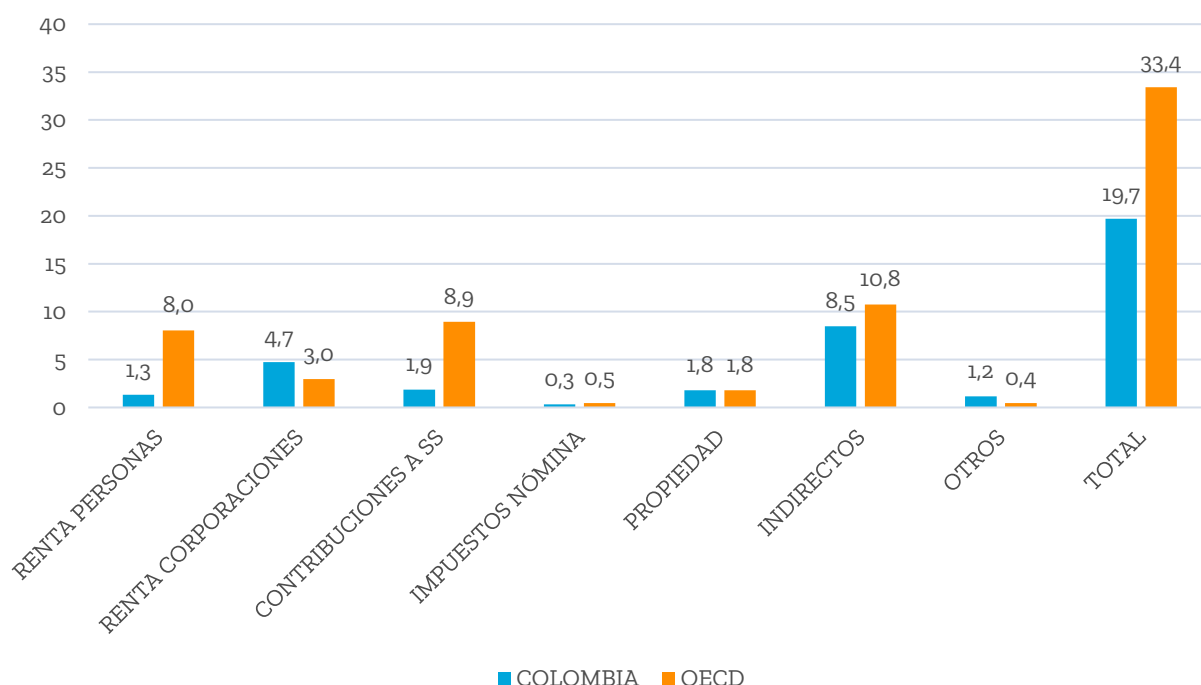
## La reforma tributaria

Jesús Botero García<sup>19</sup>

### 1. El sistema tributario colombiano

El sistema tributario colombiano se caracteriza por un énfasis especial en los impuestos corporativos, lo que lo diferencia sustancialmente de los regímenes vigentes en otros países de la OECD: mientras que, en éstos, los impuestos corporativos representaron en 2019 el 3% del PIB, en Colombia representaron el 4,7%. El impuesto a las personas, en cambio, es muy bajo en relación con ese estándar: 1,3% del PIB en Colombia, contra 8% en promedio en la OECD (ver Figura 67).

Figura 67. Impuestos como % del PIB. 2019.



**Fuente:** Elaboración propia con datos de OECD.

El énfasis en los impuestos corporativos se deriva probablemente de criterios relacionados con la eficiencia en el recaudo: es mucho más fácil controlar a un grupo pequeño de empresas

<sup>19</sup> Jesús Botero García. Profesor del área de Mercados y Estrategia Financiera y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT. E-mail: jabotero@eafit.edu.co

grandes, que extender sistemas de fiscalización complejos, especialmente en economías con un alto grado de informalidad como la colombiana. En promedio, para el período 2014-2020, el 40,4% del impuesto de renta y complementarios recaudado estuvo a cargo del 1% del percentil más alto del ingreso, 4850 empresas para el caso de 2019 (ver [Tabla 20](#)). Un efecto colateral de ello es que el país tiende a gravar la generación de riqueza más que su disfrute, con las consecuencias negativas que se derivan en lo relativo al dinamismo productivo y el crecimiento económicos.

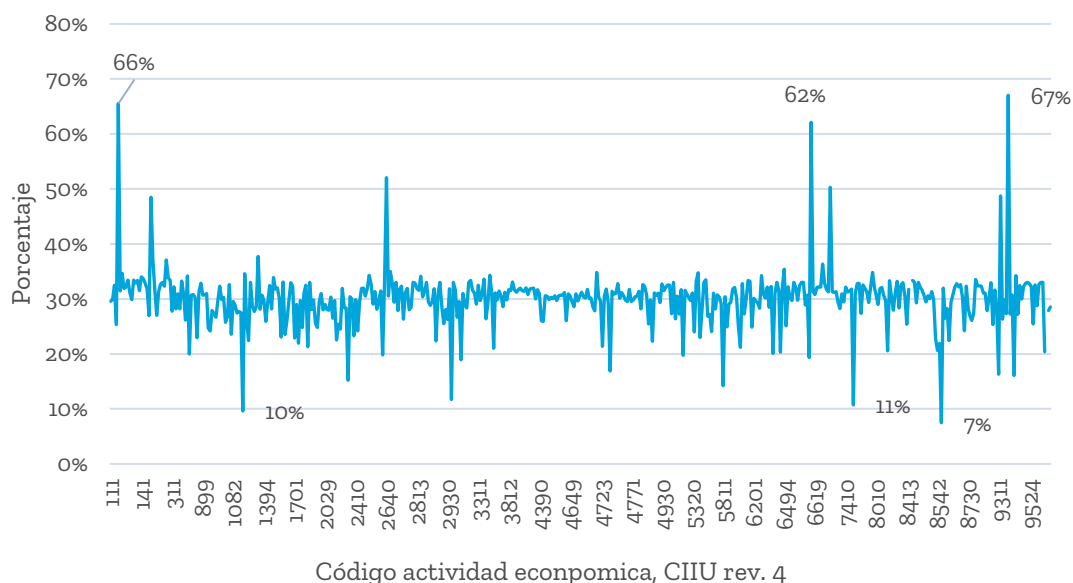
Tabla 20

| Año  | Total:<br>impuesto<br>renta y<br>complementarios | Personas jurídicas              |               |          | Percentil superior empresas     |               |          |
|------|--|---------------------------------|---------------|----------|---------------------------------|---------------|----------|
|      |  | Impuesto<br>(Millones de pesos) | Participación | Empresas | IMPUESTO<br>(Millones de pesos) | Participación | Empresas |
| 2014 | 39 439 825                                       | 23 544 642                      | 59,7%         | 377 597  | 17 416 951                      | 44,2%         | 3814     |
| 2015 | 41 382 408                                       | 21 652 147                      | 52,3%         | 393 537  | 14 817 210                      | 35,8%         | 3975     |
| 2016 | 43 494 125                                       | 23 135 011                      | 53,2%         | 411 505  | 16 208 279                      | 37,3%         | 4156     |
| 2017 | 56 654 648                                       | 37 217 838                      | 65,7%         | 447 225  | 26 699 200                      | 47,1%         | 4517     |
| 2018 | 68 060 908                                       | 42 270 886                      | 62,1%         | 475118   | 30 986 926                      | 45,5%         | 4799     |
| 2019 | 71 065 759                                       | 40 829 010                      | 57,5%         | 480 190  | 29 022 028                      | 40,8%         | 4850     |
| 2020 | 69 741 280                                       | 32 630 531                      | 46,8%         | 534 981  | 22 281 941                      | 31,9%         | 5403     |

*Fuente:* Elaboración y cálculos propios con datos de la DIAN.

El régimen tributario colombiano es, además, un régimen complejo, lleno de excepciones y tratamientos diferenciales. En el caso de las personas jurídicas, el impuesto a cargo como porcentaje de la Renta Líquida Gravable va desde el 7% al 67% (ver [Figura 68](#)). En el agregado, el 5,5% de las empresas tiene tarifas efectivas de impuesto de renta inferiores al 20% de la Renta Líquida Gravable, y 8% en cambio, tienen tarifas efectivas superiores al 35% (ver [Tabla 21](#)). Para el sector empresarial en su conjunto, como lo ilustra la [Tabla 22](#), la Renta Líquida Gravable es el 68,2% de la ganancia de las empresas, y el impuesto a cargo es el 29,6% de esa Renta líquida gravable (y el 20,2% de las ganancias).

Figura 68. Total impuesto a cargo como % de la Renta Líquida Gravable.



**Fuente:** Elaboración propia con datos de la DIAN. Estadísticas de los tributos administrados por la DIAN.

Tabla 21. Resumen por rango de tasa efectiva de tributación sobre RLG. 2019.

| Rango           | Empresas | Participación | Renta líquida gravable (Millones de pesos) | Impuesto a cargo (Millones de pesos) | Tasa efectiva |
|-----------------|----------|---------------|--|--------------------------------------|---------------|
| Menos de 15%    | 1323     | 0,3%          | 458 873                                    | 50 351                               | 11,0%         |
| Entre 15% y 20% | 15 376   | 3,2%          | 5 136 744                                  | 915 612                              | 17,8%         |
| Entre 20% y 30% | 160 467  | 33,4%         | 48 984 270                                 | 13 510 175                           | 27,6%         |
| Entre 30% y 35% | 264 657  | 55,1%         | 80 519 532                                 | 25 236 169                           | 31,3%         |
| Más de 35%      | 38 351   | 8,0%          | 2 921 156                                  | 1 116 643                            | 38,2%         |
| <b>TOTAL</b>    | 480 174  |               | 138 020 575                                | 40 828 951                           | 29,6%         |

**Fuentes:** Elaboración propia con datos de la DIAN. Agregados de las declaraciones de renta y complementarios personas jurídicas. Año gravable 2019.

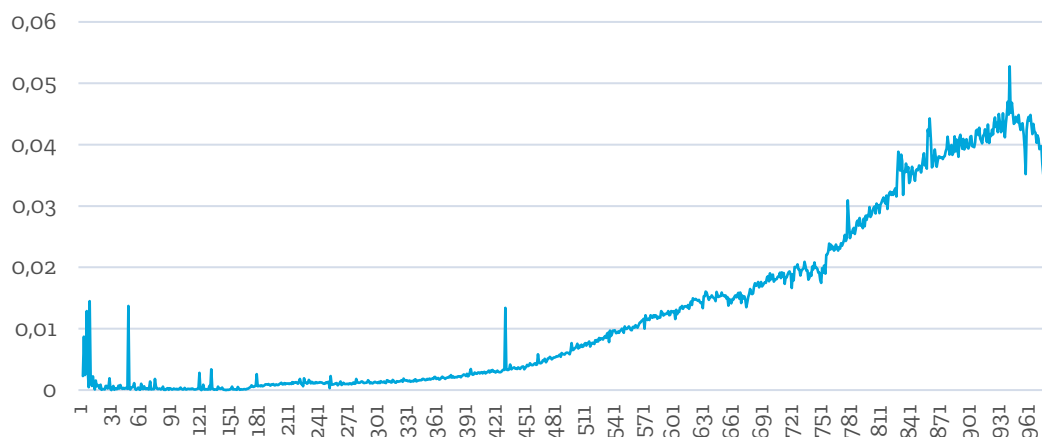
Tabla 22.

| Rubro   | Valor<br>(Millones de \$) | % de las<br>ganancias | % de la<br>Renta<br>líquida<br>gravable | % PIB |
|---|---------------------------|-----------------------|---|-------|
| GANANCIAS: Ingresos brutos menos devoluciones menos costos y gastos     | 202 260 679,34            | 100%                  |   | 19%   |
| Ingresos no constitutivos de renta ni ganancia ocasional                | (39 907 117,28)           | -19,7%                |   | -3,8% |
| GANANCIAS NETAS ANTES DE IMPUESTOS                                      | 162 353 562,06            | 80,3%                 |   | 15,3% |
| Deducciones por inversiones, dividendos no constitutivos de renta, etc. | (6 077 687,41)            | -3,0%                 |   | -0,6% |
| RENDA LÍQUIDA ORDINARIA   | 156 275 874,65            | 77,3%                 |   | 14,7% |
| Compensaciones (pérdidas ejercicios anteriores, etc.)                   | (7 324 070,94)            | -3,6%                 |   | -0,7% |
| RENDA LÍQUIDA   | 148 951 803,71            | 73,6%                 |   | 14,1% |
| Rentas exentas más otras rentas gravables                               | (10 931 227,33)           | -5,4%                 |   | -1,0% |
| RENDA LÍQUIDA GRAVABLE  | 138 020 576,38            | 68,2%                 |   | 13,0% |
| IMPUESTO RLG  | 44 627 433,50             | 22,1%                 | 32,3%                                   | 4,2%  |
| Descuentos tributarios  | (4 535 416,26)            | -2,2%                 | -3,3%                                   | -0,4% |
| IMPUESTO NETO DE RENTA  | 40 092 017,24             | 19,8%                 | 29,0%                                   | 3,8%  |
| Otros impuestos (ganancias ocasionales, etc)                            | 737 257,80                | 0,4%                  | 0,5%                                    | 0,1%  |
| TOTAL IMPUESTO A CARGO  | 40 829 275,04             | 20,2%                 | 29,6%                                   | 3,9%  |

*Fuentes:* Elaboración propia con datos de la DIAN. Salida Agregados Renta Jurídicos AG 2019.

El impuesto de personas naturales es así mismo complejo. En 2019 declararon renta 3,6 millones de personas. En términos del ingreso, pagaron el 2,5% de sus ingresos, en un esquema progresivo que se detiene en el cuantil 957 (5,3%), y que, a partir de ese punto, decrece hasta un tributo equivalente al 1,7% en el cuantil más alto (ver [Figura 68](#)). Sólo por propósitos ilustrativos, si los cuantiles superiores pagaran impuestos a la tasa que pago el cuantil 957, se hubieran generado rentas adicionales en 2019 por 3,5 billones, un 31% de los impuestos pagados por las personas naturales en Colombia.

Figura 69. Impuesto neto de renta como % del ingreso. A partir del cuantil 18.



*Fuentes:* Elaboración propia con datos de la DIAN.

La estructura tributaria se completa con impuestos indirectos (que representaron el 43,6% de los impuestos administrados por la DIAN en 2021) y otros impuestos (Gravamen a los Movimientos Financieros, aranceles, impuestos al consumo, etc.). Pero las experiencias anteriores en reforma tributaria han generado un sesgo importante en la elección de tributos, por la aparente regresividad del IVA, aún a pesar de que existen ya los mecanismos adecuados para devolver el tributo, cuando resulta pertinente desde el punto de vista distributivo.

Las prioridades de una reforma en Colombia deberían ser claras: elevar la tributación de las personas naturales y racionalizar descuentos, deducciones y exenciones en personas jurídicas, todo ello en un marco de sostenibilidad en el que sea posible financiar los programas básicos de reducción de la Deuda Social. Y por supuesto, propiciar el desarrollo productivo, a través de una tributación moderada y competitiva de la actividad empresarial.

Tabla 23. Composición tributos administrados por la DIAN.

| Rubro                    | 2021               | Part. |
|--------------------------|--------------------|-------|
| Renta                    | 77 581 293         | 44,7% |
| IVA                      | 46 605 769         | 26,8% |
| IVA Externo              | 29 044 524         | 16,7% |
| G.M.F.                   | 9 856 524          | 5,7%  |
| Aranceles                | 4 789 453          | 2,8%  |
| Impuesto a la gasolina   | 1 799 855          | 1,0%  |
| Impuesto al consumo      | 1 530 684          | 0,9%  |
| Patrimonio               | 1 002 538          | 0,6%  |
| Simple                   | 599 102            | 0,3%  |
| Impuesto al carbono      | 334 309            | 0,2%  |
| Otros                    | 292 176            | 0,2%  |
| Normalizacion tributaria | 145 303            | 0,1%  |
| Timbre                   | 84 432             | 0,0%  |
| <b>Total</b>             | <b>173 665 962</b> |       |

*Fuentes:* Elaboración propia con datos de la DIAN.

## 2. La reforma tributaria

Tras su paso por las comisiones terceras de Senado y Cámara, la estructura de ingresos de la reforma queda planteada como lo resume la [Tabla 24](#), elaborada a partir de información del Ministerio de Hacienda.

Su componente esencial está relacionado con impuestos al subsuelo: no deducibilidad de las regalías y una sobretasa transitoria en el impuesto de renta de las empresas mineras y petroleras.

Tabla 24. Recaudo esperado. Reforma tributaria.

|                                  | 2023          | %<br>Aportado<br>reforma | 2024          | %<br>Aportado<br>reforma | 2025          | %<br>Aportado<br>reforma | 2026          | %<br>Aportado<br>reforma |
|----------------------------------|---------------|--------------------------|---------------|--------------------------|---------------|--------------------------|---------------|--------------------------|
| 1. Personas Naturales            | 2927          | 14,8%                    | 4010          | 19,3%                    | 4254          | 20,9%                    | 4519          | 21,4%                    |
| 1.1 Renta                        | 1,33          | 0,7%                     | 2321          | 11,2%                    | 2463          | 12,1%                    | 2615          | 12,4%                    |
| 1.2 Patrimonio                   | 1594          | 8,1%                     | 1689          | 8,1%                     | 1792          | 8,8%                     | 1903          | 9,0%                     |
| 2. Personas Jurídicas            | 4080          | 20,7%                    | 5185          | 24,9%                    | 6161          | 30,3%                    | 7208          | 34,2%                    |
| 3. Recursos del uso del subsuelo | 11163         | 56,6%                    | 7190          | 34,6%                    | 3979          | 19,6%                    | 2960          | 14,0%                    |
| 4. Saludables                    | 0             | 0,0%                     | 2658          | 12,8%                    | 3898          | 19,2%                    | 4140          | 19,6%                    |
| 4.1 Bebidas Azucaradas           | 0             | 0,0%                     | 1772          | 8,5%                     | 1691          | 8,3%                     | 1796          | 8,5%                     |
| 4.2 Ultraprocesados              | 0             | 0,0%                     | 1486          | 7,1%                     | 2207          | 10,9%                    | 2344          | 11,1%                    |
| 5. Ambientales                   | 86            | 0,4%                     | 168           | 0,8%                     | 246           | 1,2%                     | 338           | 1,6%                     |
| 5.1 Impuesto al carbono          | -60           | -0,3%                    | -70           | -0,3%                    | -6            | 0,0%                     | 70            | 0,3%                     |
| 5.2 Plásticos de un solo uso     | 146           | 0,7%                     | 238           | 1,1%                     | 253           | 1,2%                     | 268           | 1,3%                     |
| 6. Otras medidas                 | 1481          | 7,5%                     | 1 575         | 7,6%                     | 1789          | 8,8%                     | 1907          | 9,0%                     |
| <b>Total</b>                     | <b>19 737</b> | <b>100%</b>              | <b>20 786</b> | <b>100%</b>              | <b>20 327</b> | <b>100%</b>              | <b>21 072</b> | <b>100%</b>              |

*Fuente:* Cálculos propios con datos del Ministerio de Hacienda y crédito público.

Las personas jurídicas aportarán cerca de 4,1 billones, por efecto de reducción de beneficios tributarios, cambios en el tratamiento de dividendos y de ganancias ocasionales, y sobretasas sectoriales, en tanto que las personas naturales aportarán 2,9 billones por impuestos de renta e impuestos al patrimonio. Los impuestos sobre externalidad ambientales o de salud aportarán 1,7 billones a partir de 2024, y otras medidas (como la suspensión de los días sin IVA y el impuesto de timbre) aportará 1,5 billones.

Algunos temas álgidos se resolvieron en el transcurso de las discusiones en el Congreso, así:

- Liquidación del patrimonio de las personas naturales a valor intrínseco, cuando se refiera al valor de las acciones y los derechos accionarios. Se ha definió la valoración a costo fiscal, con un ajuste progresivo hacia el valor intrínseco.
- Integración de los dividendos y las ganancias ocasionales a una cédula única. Tarifa máxima sobre dividendos del 15%; y reducción de la tarifa de ganancias ocasionales del 20% al 15%.



- Plan de internacionalización de zonas francas: gradualidad del umbral de exportaciones para mantener la condición, en términos del porcentaje de los ingresos.
- Impuesto a las exportaciones. Reemplazo por una sobretasa.

El tema más complejo es, sin duda, el relacionado con los impuestos al subsuelo:

- Sobretasas al sector minero energético en función del precio observado del mineral, y su relación con el promedio de los últimos años.
- No deducibilidad de las regalías.

Lo primero, justificable bajo ciertos escenarios de precio internacionales, en tanto que polémico lo segundo, especialmente si está vinculado a los anuncios reiterados acerca de la suspensión de actividades exploratorias en hidrocarburos.

Las conclusiones son claras: los avances en las prioridades esenciales han ido en la dirección correcta, pero muestran también los inmensos problemas de economía política que una reforma como ésta implica: ¡la defensa férrea de beneficios que han hecho los grupos de interés ha sido particularmente intensa!

Aunque la reforma claramente se queda corta en el rebalanceo de los tributos, ya que hubiera sido sensato asociarle alguna reducción a la tarifa de las empresas, es entendible que se mire el tema con precaución, dada la dificultad de encontrar fuentes alternativas de renta para alcanzar el recaudo esperado.

En resumen, la reforma es necesaria, y es consistente con la visión social y económica del nuevo gobierno. Los temas relacionados con el uso del subsuelo son, sin duda, polémicos, pero no sólo por el contenido de la reforma, sino más bien por los anuncios acerca de políticas futuras que ha hecho el alto gobierno acerca del manejo que se dará a las energías derivadas de combustibles fósiles.

Finalmente, dos temas que deben enfatizarse: la falta de claridad en cuanto a los usos de los fondos allegados por la reforma, que genera dudas importantes; y la necesidad de articular la reforma con una vigorosa política de desarrollo productivo.

En lo primero, es imperativo que la reforma permita un ajuste gradual de las finanzas públicas, en la línea con lo planteados en la Regla Fiscal. Se debe pues moderar el gasto, limitándolo a aquellas partidas esenciales de pago de la "deuda social", permitiendo que se mantenga el principio de un "déficit fiscal sostenible". En cuanto a lo segundo, es necesario que la transformación productiva se convierta en un propósito nacional. El progresivo abandono de beneficios tributarios asimétricos a término indefinido será importante para ello, máxime de frente a la necesidad de una política pública ambiciosa que permita aprovechar las múltiples oportunidades del momento. Las disrupciones en las cadenas globales de valor, los desacoples entre las grandes potencias y el despliegue continuo del progreso exponencial asociado a la cuarta revolución industrial, podrían representar la mayor oportunidad histórica del país para ingresar a una nueva etapa de desarrollo productivo. Aprovecharla, requerirá de nuevas formas de articulación del sector público y el privado, en programas orientados al logro, con objetivos definidos y bien cuantificados.

### 3. Proyecciones

Para evaluar el impacto de la reforma, usamos el modelo de equilibrio general computable de EAFIT, con un cierre "guiado por el ahorro". El modelo incorpora 13 ramas productivas, 17 tipos de producto, 4 instancias del Gobierno (Gobierno Nacional Central, ADRES, Colpensiones y Resto del gobierno) y 20 tipos de hogares, uno urbano y otro rural, por cada tipo decil de ingreso. En cada rama hay empresas formales e informales, que compran insumos intermedios y ofrecen un producto diferenciado a los demandantes. Las empresas formales usan su capital instalado y contratan trabajo calificado y no calificado, operando en un régimen de competencia monopolística. Se modela la conducta de los hogares, asumiendo que toman decisiones de consumo y de oferta de los dos tipos de trabajo de que disponen, trabajo calificado y no calificado. Hay dos mercados de trabajo no calificado: el mercado formal, de precio rígido, y el mercado informal, de precio flexible. Los hogares deciden a cuál de esos mercados se vinculan. El comercio exterior se modela mediante funciones CES de elasticidad constante de sustitución, y el déficit de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos se financia en la cuenta de capital, a través del "préstamo neto".

Simulamos cuatro escenarios:

- Escenario "base": escenario inercial, en el que la oferta de factores crece a los ritmos históricamente observados, la productividad total crece al 0,6%, y no se modifican las tasas de tributación. En este escenario la economía pierde dinamismo, el déficit fiscal aumenta y el acceso a flujos de capital se limita severamente, limitando el crecimiento.
- Escenario "Reforma aprobada": la reforma tributaria tal y como fue aprobada. El ajuste fiscal preserva el acceso a flujos de capital, pero los ajustes a la tributación empresarial limitan la absorción de nuevas tecnologías, reduciendo el 0,5% el crecimiento de la productividad.
- Escenario "Reforma orientada al gasto": la reforma actual, pero dedicando la totalidad de los recursos a programas sociales. Ello sacrifica el ajuste fiscal, y hace que el país vea limitado su acceso a los mercados internacionales de crédito y a los flujos de capital, lo que se traduce en una reducción del déficit financiable de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos.
- Escenario "Reforma sin exploración hidrocarburos": El escenario anterior, al que se suma la suspensión de la nueva exploración de hidrocarburos. Ello reduce las exportaciones en cerca de 150 000 barriles diarios, en el horizonte de la proyección.

Los resultados básicos se presentan en la [Tabla 25](#).

Tabla 25. Proyecciones escenarios alternativos.

|   | Escenario base | Reforma aprobada | Reforma orientada al gasto | Reforma sin exploración hidrocarburos |
|---|----------------|------------------|----------------------------|---------------------------------------|
| <b>PIB</b>                                    |                |                  |                            |                                       |
| PIB real. Crecimiento promedio 2022-2030      | 2,8%           | 3,3%             | 2,5%                       | 2,3%                                  |
| FBK. Crecimiento promedio 2022-2030           | 1,2%           | 4,3%             | 0,2%                       | -0,4%                                 |
| <b>Finanzas públicas GNC</b>                  |                |                  |                            |                                       |
| Déficit %PIB a 2030                           | -4,9%          | -3,1%            | -4,8%                      | -5,0%                                 |
| Deuda %PIB a 2030                             | 70,7%          | 59,2%            | 71,7%                      | 74,1%                                 |
| <b>Balanza de pagos</b>                       |                |                  |                            |                                       |
| Saldo Cuenta corriente a 2030, como % del PIB | -0,9%          | -3,1%            | -0,9%                      | -0,9%                                 |
| <b>Indicadores distributivos</b>              |                |                  |                            |                                       |
| GINI a 2030                                   | 0,499          | 0,470            | 0,473                      | 0,473                                 |
| Pobreza a 2030                                | 31,0%          | 24,2%            | 28,5%                      | 29,3%                                 |

*Fuente:* Modelo de Equilibrio General.

Las conclusiones son claras:

- La reforma es necesaria, para evitar que se pierda el acceso a los flujos de capital. Si ese acceso se perdiera, la economía, limitada severamente por la disponibilidad de ahorro, perdería dinamismo, y crecería por debajo del 3% en el horizonte de la presente década.
- La reforma grava sin embargo a las empresas, y limita el gravamen a las personas de los deciles intermedios. Sería deseable un enfoque alternativo, guiado por dos principios: incentivar la creación de riqueza en las empresas; y convocar a todas las personas a que contribuyan con un pago razonable de impuestos, a la creación de una sociedad mejor.
- Las mejoras distributivas sólo se consolidan si se logra mantener un buen dinamismo de la economía. Si no se ajustan las finanzas públicas, y se renuncia a rentas petroleras indispensables tanto para la economía como para el gobierno, los efectos negativos del bajo crecimiento limitarían severamente los efectos redistributivos. Para tener una sociedad mejor, más justa, es necesario combinar crecimiento económico y medidas redistributivas adecuadamente financiadas.

## Referencias

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022). Recaudo de la Reforma Tributaria para la Igualdad y la Justicia Social llegará a \$24,4 billones en 2016. Comunicado de prensa.

DIAN (2022). Estadísticas de Recaudo.

<https://www.dian.gov.co/dian/cifras/Paginas/EstadisticasRecaudo.aspx>

DIAN (2022). Estadísticas de los tributos administrados por la DIAN.

<https://www.dian.gov.co/dian/cifras/Paginas/TributosDIAN.aspx>

## Anexo 2

# Efectos de la Doble Tributación sobre el Costo de Capital en Colombia

Juan Carlos Gutiérrez<sup>20</sup>

### 1. Efectos de los Impuestos Corporativos y Personales sobre el Costo de Capital de las Empresas

El mundo de la empresa está lleno de imperfecciones que la gerencia financiera debe gestionar. Una de las más importantes e influyentes en la determinación de la estructura de capital, y por lo tanto en las decisiones de financiación, es la presencia del impuesto de renta corporativo o de sociedades. La deuda proporciona una ventaja fiscal para las empresas, puesto que el estatuto tributario permite la deducción de los gastos financieros (pagos de intereses) como un gasto del período. Esto significa que los intereses al ser considerados por la DIAN como un costo generarían un "Escudo Fiscal" o ahorro de impuestos para las empresas.

Si no existiese doble tributación en Colombia, el valor de una empresa estaría dado por:

$$V^L = V^U + PV(\text{Escudo fiscal por intereses})$$

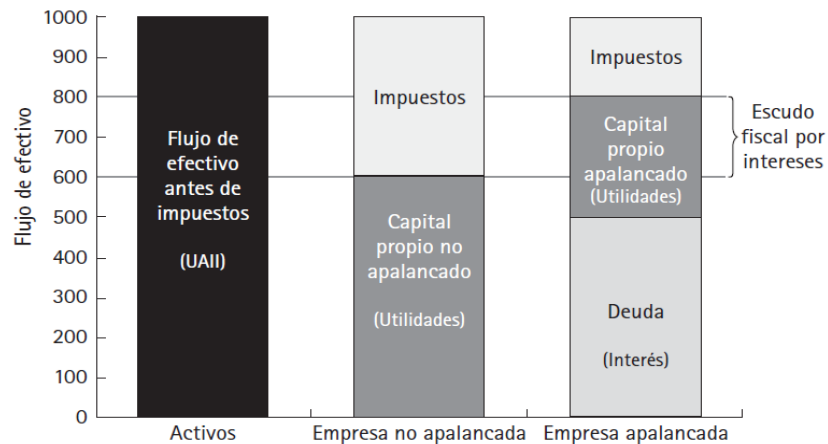
Es decir, el valor total de la empresa con apalancamiento debería superar al que tendría sin éste, debido al valor presente de los ahorros en impuestos que ocasiona la deuda. Por consiguiente, para estimar el aumento en el valor total de la empresa habría que proyectar su estrategia financiera futura, y los pagos futuros de interés asociados a dicha estrategia, determinando el escudo fiscal que estos proporcionarían en valor presente descontándolos a la tasa correspondiente a su riesgo.

Al incrementarse los flujos de efectivo que se pagan a los acreedores a través de los intereses, una empresa reduce la cantidad que paga en impuestos. El incremento de los flujos de efectivo totales que entrega a los inversionistas es el escudo fiscal por intereses, ver [Figura 70](#).

---

<sup>20</sup> Juan Carlos Gutiérrez. Profesor investigador del Área de Macroeconomía y Sistemas Financieros y miembro del Grupo de Coyuntura Económica. E-mail: jgutie31@eafit.edu.co

Figura 70. Escudo fiscal por intereses.



Tomado de: Berk & DeMarzo (2008).

Luego, si la tasa de impuestos marginal de la compañía fuese constante, entonces se tendría la siguiente fórmula general:

$$VP(\text{Escudo fiscal por intereses}) = VP(\tau_c \times \text{Pagos de interés futuros})$$

$$VP(\text{Escudo fiscal por intereses}) = \tau_c \times VP(\text{Pagos de interés futuros})$$

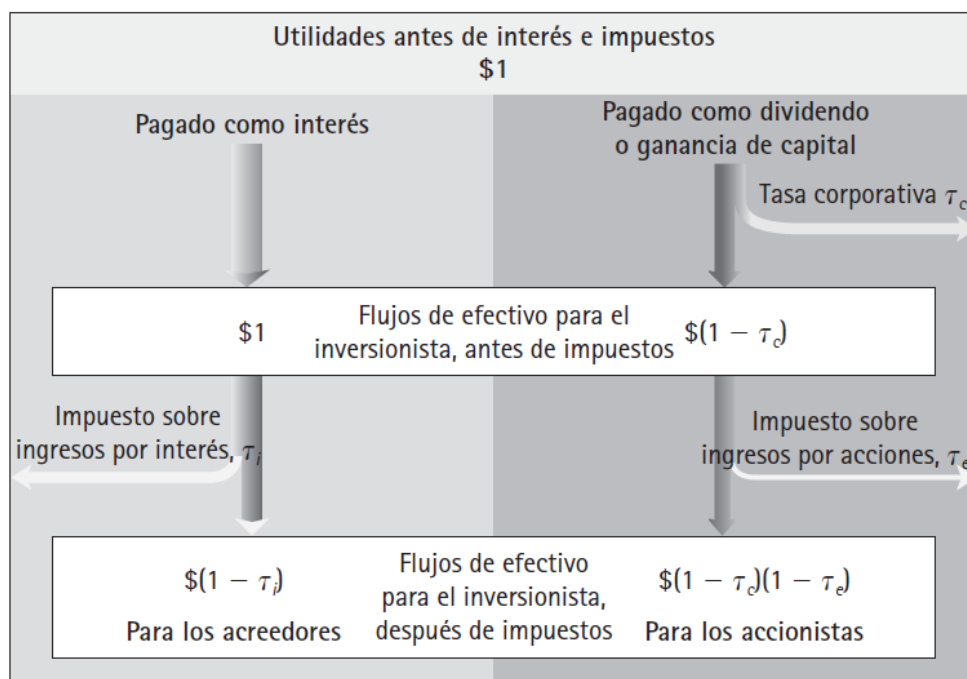
$$VP(\text{Escudo fiscal por intereses}) = \tau_c \times D$$

A su vez, esto implicaría que con los intereses deducibles de impuestos, la tasa efectiva después de impuestos por los endeudamientos que la empresa contrate es de  $r_D(1 - \tau_c)$  y por consiguiente el Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC o WACC) será:

$$r_{cppc} = \frac{E}{E + D} r_E + \frac{D}{E + D} r_D(1 - \tau_c)$$

Sin embargo, de acuerdo con Zurita et. al (2017) en los países integrantes de la OECD los regímenes fiscales de sus miembros se clasifican en siete grupos, entre los cuales Colombia pertenece al Sistema Clásico Modificado; consistente en que existe doble tributación y los pagos por dividendos se gravan a una tasa diferente a los pagos por rendimientos financieros de la deuda. Es decir, el ingreso por interés se grava con una tasa de  $t_i$  para el inversionista en deuda. El dividendo o las ganancias de capital se grava en primera instancia con tasa de  $\tau_c$  para la corporación, y luego con la tasa  $\tau_e$  para el inversionista en capital propio, como se aprecia en el [Figura 71](#).

Figura 71. Gravamen de las ganancias de capital.



Tomado de Berk & DeMarzo (2008)

En este sentido, el actual proyecto de Reforma Tributaria, aprobado en segundo debate en el Congreso de Colombia, mantiene la doble tributación de dividendos. Actualmente según el Artículo 242 y siguientes los dividendos se someten a una tarifa del 10%. Pero según lo aprobado los dividendos se someten a las tarifas presentadas en la [Tabla 26](#).

Tabla 26. Retención sobre dividendos residentes.

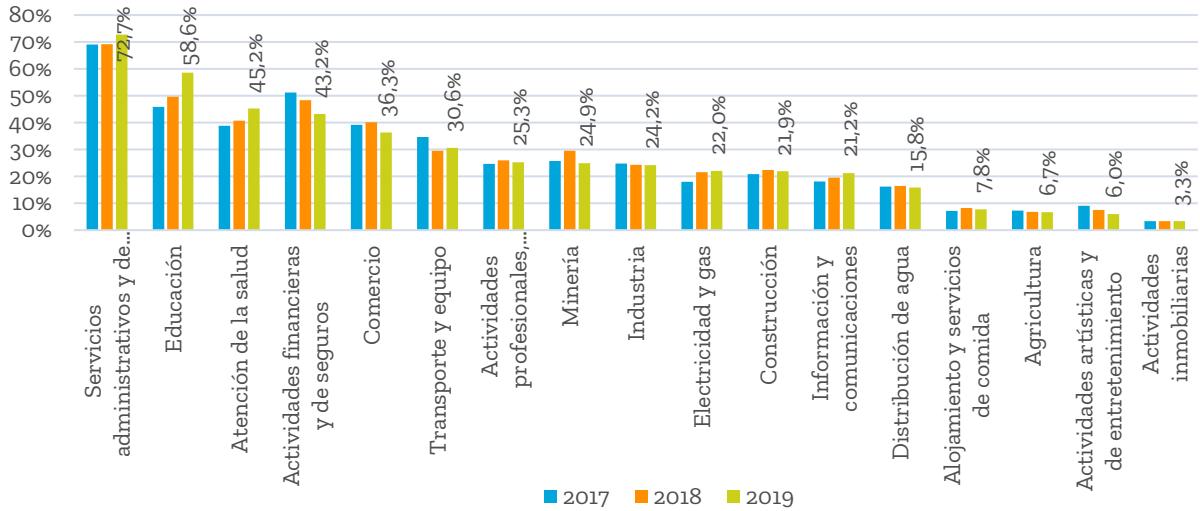
| Unidades de Valor Tributario (UVT) de 2022  |              |                 |
|---|--------------|-----------------|
| Desde                                       | Hasta        | Tarifa Marginal |
| -   | 1090         | 0%              |
| 1090  | En adelante  | 15%             |
| Desde                                       | Hasta        | Tarifa Marginal |
| -   | \$41 424 360 | 0%              |
| \$41 424 360                                | En adelante  | 15%             |
| Unidades de Valor Tributario (UVT) de 2023  |              |                 |
| Desde                                       | Hasta        | Tarifa Marginal |
| -   | \$46 229 080 | 0%              |
| \$46 229 080                                | En adelante  | 15%             |
| Retención sobre dividendos                  |              |                 |
| Sociedades o Personas Naturales Extranjeras |              | 20%             |

Fuente: Informe de conciliación al proyecto de ley No. 118/2022 (Cámara) y 131/2022 (Senado).

## 2. Tasas Efectivas de Tributación por Sector

En Colombia históricamente desde antes de la pandemia ha existido gran dispersión e inequidad horizontal sectorial en las tasas efectivas de tributación de empresas, medidas estas como la razón entre los impuestos efectivamente pagados y las utilidades antes de impuestos. Según Fedesarrollo (2021) en 2019 la tributación efectiva tuvo un rango desde mínimos de 3,3% hasta máximos de 73%, ver [Figura 72](#).

Figura 72. Tributación efectiva.



Fuente: Lora y Mejía (2021)

La gran dispersión horizontal se debe a la existencia de regímenes especiales y a la multiplicidad de beneficios y exenciones tributarias que, partiendo de tarifas iguales, terminan al aplicarse en grandes diferencias sectoriales en las tasas efectivas de tributación.

## 3. Tasa Combinada y Ventaja Efectiva Fiscal de la Deuda

Con la Reforma Tributaria aprobada en el Congreso se perpetúa la inequidad horizontal tributaria entre empresas. Al analizar ocho sectores y el caso general, teniendo como punto de referencia la OCDE se encuentra lo presentado en la [Tabla 27](#) y [Tabla 28](#).



Tabla 27. Tasas combinadas de Tributación y Ventaja Fiscal Efectiva de la Deuda (I).

|                                    | <b>ZESE <sup>[1]</sup><br/>ZOMAC <sup>[2]</sup></b> | <b>Licores y<br/>Lotería</b> | <b>Hoteles,<br/>Ecoturismo,<br/>Agroturismo,<br/>Editoriales</b> | <b>Zonas<br/>Francas</b> | <b>General</b> | <b>OECD</b>  |
|------------------------------------|---|------------------------------|--|--------------------------|----------------|--------------|
| I. de Renta                        | <u>0%</u>   | <u>9%</u>                    | <u>15%</u>   | <u>20%</u>               | <u>35%</u>     | <u>21,5%</u> |
| Utilidad Antes de Impuestos        | 1000  | 1000                         | 1000   | 1000                     | 1000           | 1000         |
| I. de Renta                        | 0   | 90                           | 150  | 200                      | 350            | 215          |
| Utilidad Neta                      | 1000  | 910                          | 850  | 800                      | 650            | 785          |
| I. Dividendos Residentes           | <u>15%</u>  | <u>15%</u>                   | <u>15%</u>   | <u>15%</u>               | <u>15%</u>     | <u>24%</u>   |
|                                    | 150   | 137                          | 128  | 120                      | 98             | 188          |
| I. Dividendos Extranjeros          | <u>20%</u>  | <u>20%</u>                   | <u>20%</u>   | <u>20%</u>               | <u>20%</u>     | <u>24%</u>   |
|                                    | 200   | 182                          | 170  | 160                      | 130            | 188          |
| Tasa Combinada Residentes          | <u>15%</u>  | <u>23%</u>                   | <u>28%</u>   | <u>32%</u>               | <u>45%</u>     | <u>40,3%</u> |
| Tasa Combinada Extranjeros         | <u>20%</u>  | <u>27%</u>                   | <u>32%</u>   | <u>36%</u>               | <u>48%</u>     | <u>40,3%</u> |
| Retención en la Fuente Rend. Fros. | <u>7%</u>   | <u>7%</u>                    | <u>7%</u>  | <u>7%</u>                | <u>7%</u>      | <u>7%</u>    |
| VFED <sup>[3]</sup> Residentes     | <u>9%</u>   | <u>17%</u>                   | <u>22%</u>   | <u>27%</u>               | <u>41%</u>     | <u>36%</u>   |
| VFED <sup>[3]</sup> Extranjeros    | 14%   | 22%                          | 27%  | 31%                      | 44%            | 36%          |

[1]: ZESE significa Zonas Económicas y Sociales Especiales.

[2]: ZOMAC significa Zonas Más Afectadas por el Conflicto Armado.

[3]: VFED significa Ventaja Fiscal Efectiva de la Deuda.

Fuente: Elaboración del autor

Tabla 28. Tasas combinadas de Tributación y Ventaja Fiscal Efectiva de la Deuda (II).

|                                    | <b>General</b> | <b>Hidroeléctricas</b> | <b>Financiero</b> | <b>Minero</b> | <b>Hidrocarburos</b> | <b>OECD</b> |
|------------------------------------|----------------|------------------------|-------------------|---------------|----------------------|-------------|
| I. de Renta                        | 35%            | 38%                    | 40%               | 45%           | 50%                  | 21,5%       |
| Utilidad Antes de Impuestos        | 1000           | 1000                   | 1000              | 1000          | 1000                 | 1000        |
| I. de Renta                        | 350            | 380                    | 400               | 450           | 500                  | 215         |
| Utilidad Neta                      | 650            | 620                    | 600               | 550           | 500                  | 785         |
| I. Dividendos Residentes           | 15%            | 15%                    | 15%               | 15%           | 15%                  | 24%         |
|                                    | 98             | 93                     | 90                | 83            | 75                   | 188         |
| I. Dividendos Extranjeros          | 20%            | 20%                    | 20%               | 20%           | 20%                  | 24%         |
|                                    | 130            | 124                    | 120               | 110           | 100                  | 188         |
| Tasa Combinada Residentes          | 45%            | 47%                    | 49%               | 53%           | 58%                  | 40,3%       |
| Tasa Combinada Extranjeros         | 48%            | 50%                    | 52%               | 56%           | 60%                  | 40,3%       |
| Retención en la Fuente Rend. Fros. | 7%             | 7%                     | 7%                | 7%            | 7%                   | 7%          |
| VFED Residentes                    | 41%            | 43%                    | 45%               | 50%           | 54%                  | 36%         |
| VFED Extranjeros                   | 44%            | 47%                    | 48%               | 53%           | 57%                  | 36%         |

Fuente: Elaboración del autor

La tasa combinada bruta de tributación para residentes, resultante de sumar el impuesto de renta sectorial con el impuesto a los dividendos tendrá un mínimo de 15% en Zonas Económicas y Sociales Especiales - Zonas Más Afectadas por el Conflicto Armado, y un máximo de 58% en el sector de Hidrocarburos. Pero si el inversionista es extranjero la dispersión de la tarifa combinada va del 20% al 60%, excediendo el 40% prevaeciente en países OECD, en los cuales las tarifas medias de impuesto de renta empresarial y a los dividendos son respectivamente de 21,5% y 24%.

Con esta progresividad en la estructura de impuestos personales no resulta obvio el efecto directo en el precio de la deuda bursátil y de las acciones en el mercado de capitales. Dado que los inversionistas afrontarán diferentes tasas de impuestos establecer la tasa que determina el equilibrio del mercado y su efecto sobre el costo del capital de la deuda y de las acciones es desconocido. Surge entonces la inquietud: Si el escudo fiscal por pagos de intereses dependerá de la cantidad de los impuestos totales pagados, ¿Cuáles son las consecuencias sobre el costo del capital empresarial en Colombia de la fijación de estos impuestos adicionales?

En consecuencia y partiendo del siguiente modelo general para la determinación de la Ventaja Fiscal Efectiva de la Deuda (o pendiente de Ganancia Económica Tributaria)  $\tau^*$ , tendríamos el siguiente intercambio de flujos para determinar la pendiente a la cuál crecería el Valor de las Empresas en Colombia bajo un esquema de doble tributación progresiva:

$$\tau^* = \frac{(1 - \tau_i) - (1 - \tau_c)(1 - \tau_e)}{(1 - \tau_i)} = 1 - \frac{(1 - \tau_c)(1 - \tau_e)}{(1 - \tau_i)}$$

En términos generales, cada \$1 recibido después de impuestos por los acreedores, por concepto de pagos de interés, cuesta a los accionistas  $\$(1 - \tau^*)$  sobre una base después de impuestos. Como se observa en la [Tabla 27](#) y [Tabla 28](#) la Reforma Tributaria crea asimetría en la preferencia por invertir en deuda (Ventaja Fiscal Efectiva de La Deuda, VFED) entre inversionistas residentes (41% en promedio) y extranjeros (44% en promedio), superior a los niveles VFED de la OCDE cercanos al 36%. En términos generales, cada \$1 recibido después de impuestos por los acreedores o tenedores de bonos, por concepto de pagos de interés, cuesta a los accionistas locales  $\$(1 - 41\%) = 59\%$ . Esto significa que los niveles de doble tributación en Colombia incentivan avanzar hacia mayores niveles de endeudamiento a las empresas, en lugar de optar por una mayor emisión de acciones.

Sin embargo, como se observa en la [Tabla 29](#), Colombia ha suscrito acuerdos de doble tributación (ADT) con 12 países, que permiten a los inversionistas de estos países invertir en sectores empresariales de Colombia con menores tasas de impuesto a los dividendos, y como resultado esto disminuye la tasa combinada para extranjeros con ADT a un rango entre 35% y 42%, y la VEFD a un rango entre 30% y 37%, en sintonía con la OECD. Colombia debería avanzar en la ampliación de este tipo de convenios, pero a la par debería reducir la dispersión en tarifas de impuesto de renta y ampliar la base de tributantes. Como resultado, resulta más benéfico invertir en empresas colombianas desde afuera si hay ADT que si se es residente.

Tabla 29. Acuerdos Vigentes de Doble Tributación.

|   | Utilidad Antes de Impuestos | I. de Renta | Utilidad Neta | I. Dividendos Extranjeros | T. Combinada | I. Retención en la Fuente Rend. Fros. | VFED |
|---|-----------------------------|-------------|---------------|---------------------------|--------------|---------------------------------------|------|
| <b>Nivel_1:</b><br>España, Suiza, Chile, México                   | 1000                        | 350         | 650           | 0                         | 35%          | 7%                                    | 30%  |
| <b>Nivel_2:</b><br>Canadá, India, Francia, Italia, Japón, UAE, UK | 1000                        | 350         | 650           | 33                        | 38%          | 7%                                    | 34%  |
| <b>Nivel_3:</b><br>Portugal                                       | 1000                        | 350         | 650           | 65                        | 42%          | 7%                                    | 37%  |
| <b>Nivel_4:</b><br>Los demás, incluyendo EE. UU.                  | 1000                        | 350         | 650           | 130                       | 48%          | 7%                                    | 44%  |

Fuente: Comité Autónomo de la Regla Fiscal

Adicionalmente, la Reforma Tributaria aprobada amplía la dispersión de tasas de tributación en el Régimen Simple de Tributación (RST), como se observa en la [Tabla 30](#) y [Tabla 31](#).

Tabla 30. Tasas de Tributación en Régimen Simple.

| Ingreso Bruto en UVT |         | Ingreso Bruto en Col. \$ (2023) |                 |
|----------------------|---------|---------------------------------|-----------------|
| -                    | 6000    | -                               | \$254 472 000   |
| 6000                 | 15 000  | \$254 472 000                   | \$636 180 000   |
| 15 000               | 30 000  | \$636 180 000                   | \$1 272 360 000 |
| 30 000               | 100 000 | \$1 272 360 000                 | \$4 241 200 000 |

Fuente: Informe de conciliación al proyecto de ley No. 118/2022 (Cámara) y 131/2022 (Senado).

Tabla 31. Tasas de Tributación en Régimen Simple.

| Ingreso Bruto en \$ 2023 |               | Tiendas y Minimercados | Actividades Comerciales y Servicios Técnicos | Expendios de Comidas y Bebidas | Educación y Salud | Recolección de Chatarra | Servicios Profesionales |
|--------------------------|---------------|------------------------|--|--------------------------------|-------------------|-------------------------|-------------------------|
| -                        | 254 472 000   | 1,2%                   | 1,6%   | 3,1%                           | 3,7%              | 1,6%                    | 7,3%                    |
| 254 472 000              | 636 180 000   | 2,8%                   | 2,0%   | 3,4%                           | 5,0%              | 1,6%                    | 8,3%                    |
| 636 180 000              | 1 272 360 000 | 4,4%                   | 3,5%   | 4,0%                           | 5,4%              | 1,6%                    |                         |
| 1 272 360 000            | 4 241 200 000 | 5,6%                   | 4,5%   | 4,5%                           | 5,9%              | 1,6%                    |                         |

Fuente: Informe de conciliación al proyecto de ley No. 118/2022 (Cámara) y 131/2022 (Senado).

El RST es un sistema para el pago de diferentes impuestos que se declara anualmente y se paga con anticipos bimestrales a través de los sistemas electrónicos de la DIAN y al que acceden voluntariamente, tanto personas naturales como personas jurídicas. Para niveles de ingresos brutos anuales inferiores a \$254,4 millones la tarifa mínima es del 1,2%, con tarifa máxima de 5,9% para ingresos brutos superiores a 1272,3 millones, aunque en el caso de Servicios Profesionales la tarifa máxima es de 8,3%.

¿Qué sucedería si en lugar de proponer tal dispersión de tarifas con favorecimiento de algunos sectores a expensas de otros, se reducen las exenciones tributarias y se fija la tarifa general de renta en un 30% más acorde con estándares OCDE? Tendríamos lo presentado en la [Tabla 32](#).

Tabla 32. Tarifas de impuestos y Ventaja Fiscal Efectiva de la Deuda (VFED).

| Renta ( $\tau_c$ ) | General - Actual        |                    |      | General - Optimizada y Generalizada |                         |                    |       |
|--------------------|-------------------------|--------------------|------|-------------------------------------|-------------------------|--------------------|-------|
|                    | Dividendos ( $\tau_e$ ) | Deuda ( $\tau_i$ ) | VFED | Renta ( $\tau_c$ )                  | Dividendos ( $\tau_e$ ) | Deuda ( $\tau_i$ ) | VFED  |
| 35%                | 10%                     | 7%                 | 37%  | 30%                                 | 20%                     | 7%                 | 39,8% |

Fuente: Elaboración del autor

Colombia se ubicaría cerca al 40% de VFED, cuando a nivel OCDE la Ventaja Fiscal Efectiva de la Deuda ( $\tau^*$ ) es de 36% máximo.

#### 4. ¿Es hora de “varar” los activos Minero – Energéticos?

Según el Artículo 12 de la Reforma Tributaria “las regalías dejan de ser deducibles, no pueden tratarse como costo o gasto y en todos los casos constituyen un ingreso gravado para el explotador”. Según el Gobierno: a) Los bienes del subsuelo son de propiedad de la Nación. b) Por lo anterior, la Nación tiene derecho a regalías. c) Como la Nación tiene derecho a regalías, éstas no son parte de la contabilidad de las empresas privadas. d). Como no son parte de la contabilidad de las empresas, entonces no son deducibles.

En consecuencia, además de no permitírsele al empresario minero - energético la deducibilidad de las regalías transferibles a la Nación, el empresario tendrá que pagar entre 35% - 45% (Minería) y entre 35% - 50% (Hidrocarburos) de impuesto de renta sobre la misma, tarifa que dependerá de la evolución del precio mensual del mineral o del petróleo crudo en una ventana de tiempo de 120 meses. En la práctica lo que esto significa es que Colombia será el único país del mundo en el cual las empresas extractivas tributarán sobre una regalía que constituyendo originalmente un costo pasará a constituir un ingreso que no le pertenece. Así, como se observa en **Tabla 33** estas altas tasas de tributación aumentan la VFED del sector Minero -Energético ubicándolas 18 puntos porcentuales por encima de la media de la OCDE (54% vs. 36%). Es decir, aumenta la participación de la Nación en la captura de rentas extractivas, y a la vez se incentivan mayores niveles de endeudamiento al sector; lo cual frenará el ritmo de inversión de capital propio directo en este sector crítico para la transición energética.

Tabla 33. Tarifas de impuestos y Ventaja Fiscal Efectiva de la Deuda.

| <b>Actividades de extracción de Petróleo</b> |                            |                       |      |                                  |                            |                       |       |
|--|----------------------------|-----------------------|------|----------------------------------|----------------------------|-----------------------|-------|
| <b>Extractivas - Actual</b>                  |                            |                       |      | <b>Extractivas - Ponencia RT</b> |                            |                       |       |
| Renta<br>( $\tau_c$ )                        | Dividendos<br>( $\tau_e$ ) | Deuda<br>( $\tau_i$ ) | VFED | Renta<br>( $\tau_c$ )            | Dividendos<br>( $\tau_e$ ) | Deuda<br>( $\tau_i$ ) | VFED  |
| 35%  | 10%                        | 7%                    | 37%  | 35%                              | 15%                        | 7%                    | 40,6% |
|  |                            |                       |      | 40%                              | 15%                        | 7%                    | 45,2% |
|  |                            |                       |      | 45%                              | 15%                        | 7%                    | 49,7% |
|  |                            |                       |      | 50%                              | 15%                        | 7%                    | 54,3% |

| <b>Actividades de extracción minera (Carbón, etc)</b> |                            |                       |      |                                  |                            |                       |       |
|---|----------------------------|-----------------------|------|----------------------------------|----------------------------|-----------------------|-------|
| <b>Extractivas - Actual</b>                           |                            |                       |      | <b>Extractivas - Ponencia RT</b> |                            |                       |       |
| Renta<br>( $\tau_c$ )                                 | Dividendos<br>( $\tau_e$ ) | Deuda<br>( $\tau_i$ ) | VFED | Renta<br>( $\tau_c$ )            | Dividendos<br>( $\tau_e$ ) | Deuda<br>( $\tau_i$ ) | VFED  |
| 35%   | 10%                        | 7%                    | 37%  | 35%                              | 15%                        | 7%                    | 40,6% |
|   |                            |                       |      | 40%                              | 15%                        | 7%                    | 45,2% |
|   |                            |                       |      | 45%                              | 15%                        | 7%                    | 49,7% |

Fuente: Elaboración del autor

## 5. Determinantes de la Estructura de Capital de las Empresas:

En cualquier país la decisión de estructura de capital es importante porque le permite fijar a la empresa el umbral de flexibilidad financiera con el cual se sienta cómoda. Si la empresa se inclina por la emisión de deuda deberá decidir sobre su maduración, su prioridad, si es pública o privada, las provisiones, y las cláusulas (*covenants*) para su perfil de riesgo crediticio y su calificación de riesgo objetivo. En general son diez los determinantes de esta decisión:

- 1) El Conjunto de Oportunidades de Inversión
- 2) La Regulación
- 3) El Tamaño de la Firma
- 4) La calidad en términos de ESG de la firma

- 5) La volatilidad de los mercados
- 6) El valor colateral de los activos
- 7) El ahorro tributario no asociado a la deuda (depreciación e intangibles)
- 8) Los costos de quiebra y de agencia
- 9) La rentabilidad
- 10) La calificación de riesgo

¿Por qué la flexibilidad financiera es importante según Graham (2022)?

Hay siete razones que lo explican hoy:

- 1) Desarrollar el conjunto de oportunidades de inversión.
- 2) Acceder a mercados de deuda de largo plazo.
- 3) Disminuir estrés financiero en fases recesivas.
- 4) Acceder a fondos de financiación de tesorería de corto plazo.
- 5) Preservar las líneas de crédito.
- 6) Mantener saldos de Efectivo y Equivalentes significativos.
- 7) Acceder a los mercados accionarios.

Por lo tanto, el diseño de una reforma tributaria debería propiciar el aumento de la flexibilidad financiera, en lugar de lo contrario.

En un contexto de creciente inflación, y de amenazas de recesión global, las dificultades financieras afectarían el resultado operativo de las empresas (especialmente el minero – energéticas, las hidroeléctricas y el sector financiero). Una disminución de ingresos y de márgenes de rentabilidad acercará a muchas empresas a la barrera de insolvencia financiera, retroalimentando la situación, en un proceso similar al observado en la [Figura 73](#).

*Figura 73. Proceso de Insolvencia.*



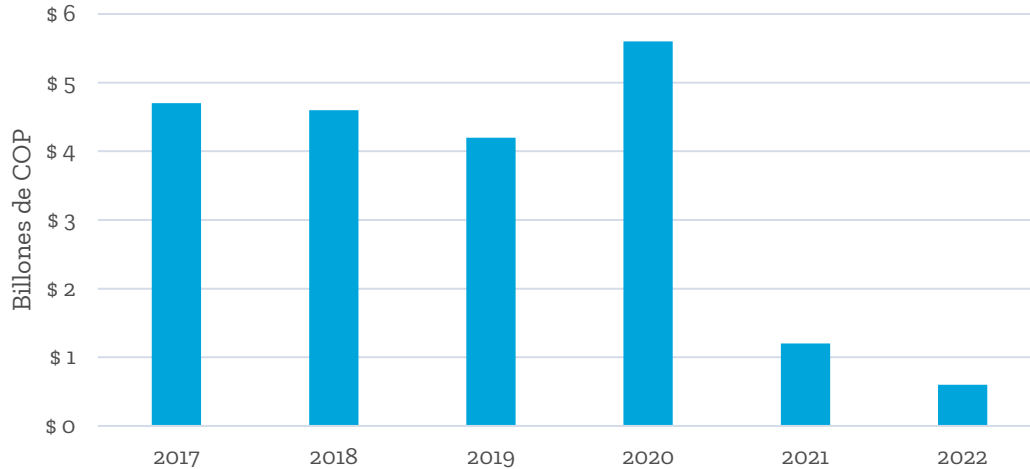
*Fuente: Elaboración del autor*

Hoy en día las empresas líderes del mundo en todo sector han migrado del enfoque exclusivo en la maximización del valor del accionista hacia la optimización satisfactoria del balance Grupos de interés (*Stakeholders*) – Accionistas (*Shareholders*), lo que las obliga a cuidar más la calidad del numerador del valor (los ingresos y los flujos de caja) que el denominador (tasas de descuento), a cubrirse de la volatilidad del indicador Deuda/EBITDA para reducir riesgo de insolvencia y a mantener el nivel de pagos a accionistas (política de dividendos).

## 5.1. Evolución de las emisiones de bonos corporativos

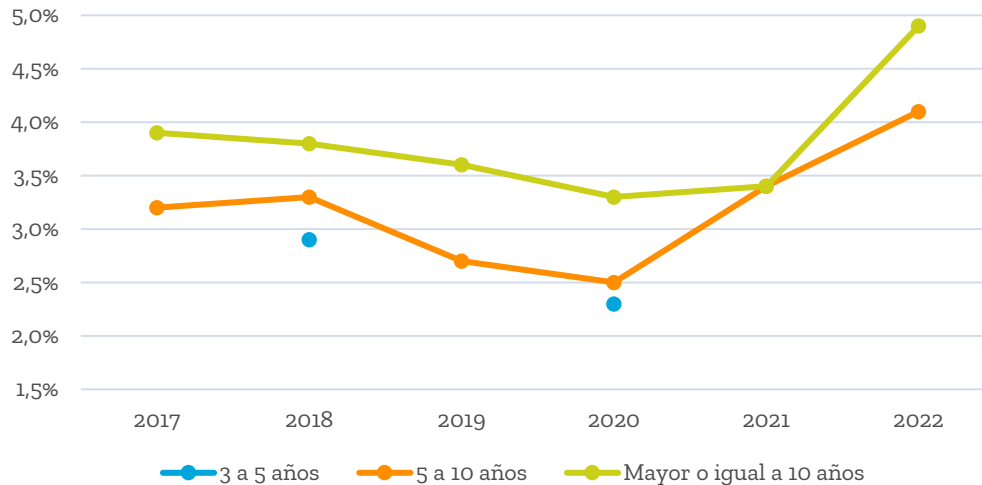
El mercado de emisiones de deuda corporativa mediante bonos en Colombia es muy pequeño aún y durante 2021 – 2022 se ha encarecido desestimulando las emisiones. La inflación al alza, el incremento de tasas de interés, la incertidumbre fiscal, la depreciación del peso, el alza en costos para financiar la transición energética, y el deterioro de los márgenes operacionales, elevan la prima de riesgo, encarecen el costo del financiamiento a través del mercado y elevan los riesgos de refinanciación (Figura 74 y Figura 75).

Figura 74. Monto de las emisiones del sector corporativo.



Fuente: Elaboración propia con datos de BRC Ratings (2022)

Figura 75. Margen IPC en las emisiones del sector corporativo, por plazo.

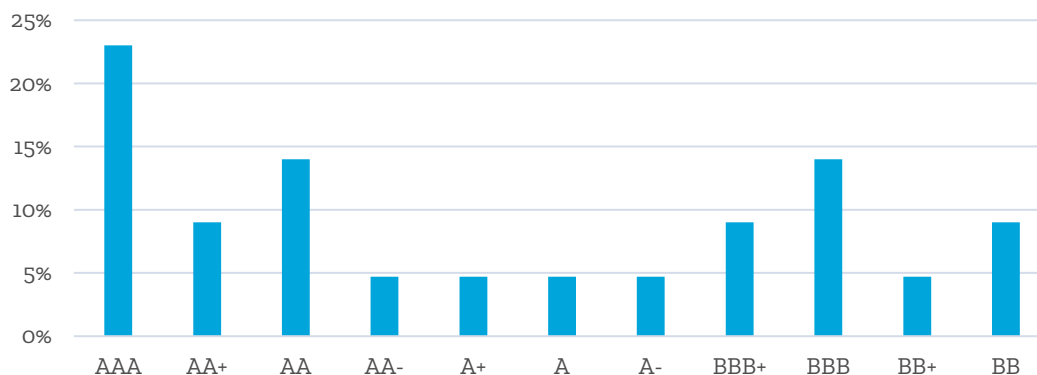


Fuente: Elaboración propia con datos de BRC Ratings (2022)

Adicionalmente, cerca del 52% de las empresas en Colombia tienen una calificación de riesgo crediticio inferior a A+, lo cual implica que la probabilidad de incumplimiento en el servicio de la deuda entre A+ y BBB empieza a ser mayor que cero, entre 0,03% a 7,40% en un horizonte de

10 años, y puede incrementarse en un escenario de recesión económica. Ver [Figura 76](#) y [Tabla 34](#).

Figura 76. Distribuciones de calificaciones de riesgo corporativo en Colombia.



Fuente: Elaboración propia con datos de BRC Ratings (2022).

Tabla 34. Tasa Acumulada Promedio de Incumplimiento (1981 – 2021).

| Rating                            | Horizonte temporal (años) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-----------------------------------|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                   | 1                         | 2     | 3     | 4     | 5     | 6     | 7     | 8     | 9     | 10    |
| Mercados emergentes y fronterizos |                           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| AAA                               | 0,00                      | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| AA                                | 0,00                      | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| A                                 | 0,03                      | 0,03  | 0,03  | 0,03  | 0,03  | 0,03  | 0,10  | 0,16  | 0,24  | 0,33  |
| BBB                               | 0,10                      | 0,46  | 0,88  | 1,37  | 1,83  | 2,22  | 2,44  | 2,64  | 2,80  | 2,94  |
| BB                                | 0,58                      | 1,64  | 2,76  | 3,88  | 4,92  | 5,62  | 6,27  | 6,71  | 7,11  | 7,40  |
| Rating                            | Horizonte temporal (años) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|                                   | 1                         | 2     | 3     | 4     | 5     | 6     | 7     | 8     | 9     | 10    |
| B                                 | 3,16                      | 6,58  | 9,16  | 11,25 | 12,71 | 13,84 | 14,81 | 15,74 | 16,47 | 17,28 |
| CCC/C                             | 18,66                     | 23,99 | 26,71 | 27,75 | 28,83 | 29,66 | 30,36 | 31,15 | 31,82 | 32,30 |
| Grado de inversión                | 0,08                      | 0,32  | 0,60  | 0,93  | 1,24  | 1,50  | 1,68  | 1,83  | 1,96  | 2,08  |
| Grado de especulación             | 2,71                      | 4,97  | 6,77  | 8,28  | 9,48  | 10,37 | 11,15 | 11,82 | 12,83 | 12,89 |
| Todos los evaluados               | 1,56                      | 2,94  | 4,08  | 5,09  | 5,91  | 6,54  | 7,06  | 7,52  | 7,90  | 8,25  |

Fuente: Elaboración propia con datos de S&P (2022)



Esto implica que el costo de la deuda corporativa bursátil dependerá de la siguiente relación:

$$rd = TIR \text{ del bono} - P.L$$

$$rd = TIR \text{ del bono} - \text{Probabilidad de incumplimiento} * \text{Tasa de Pérdida Esperada}$$

Para empresas que entran en incumplimiento de pagos en mercados emergentes la mediana histórica de la Tasa de Pérdida Esperada de capital e intereses es del 55%, y durante 2022 se ha ubicado en 60%, pero aumenta en épocas de recesión.

Esto significa que el rendimiento esperado por el inversionista para la inversión en Deuda Bursátil Corporativa de Colombia emitida a 10 años sería:

$$rd = TIR \text{ del bono} - 0\% \rightarrow AAA \text{ hasta } A^+$$

$$rd = TIR \text{ del bono} - 0,33\% \rightarrow \text{Desde } A^+ \text{ hasta } A^-$$

$$rd = TIR \text{ del bono} - 2,94\% * 0,05 \rightarrow BBB$$

$$rd = TIR \text{ del bono} - 7,40\% * 0,55 \rightarrow BB$$

Es decir, a mayor riesgo de crédito mayor rendimiento se exigirá vía descuento en el precio del bono para compensar por el menor rendimiento esperado probabilístico. Si el emisor no incumple el inversionista en deuda obtendría la TIR del bono.

## 5.2. Los Escenarios de Estrés de Flujos de Caja Operacionales de las Empresas son más relevantes que la Prima de Riesgo País (PRP)

Muchos practicantes de las Finanzas usualmente adicionan una PRP. Esta costumbre es incorrecta para valorar empresas y proyectos, debido a que el riesgo de prestar a un Gobierno es diferente al riesgo de invertir en una empresa. De hecho, hay empresas privadas del sector real que exhiben costo del capital propio igual o incluso inferior a la tasa libre de riesgo soberano en algunos países; lo cual resulta contraintuitivo pero es real. Convencionalmente, se define la PRP como:

$$PRP \text{ \$US} = TIR \text{ Bono de país emergente en US\$} - TIR \text{ Bono del Tesoro}$$

$$PRP \text{ en COL\$} = PRP \text{ \$US} \frac{(1 + \text{Inflación COL})}{(1 + \text{Inflación USA})}$$

Para el caso de Colombia la PRP ha venido subiendo 51 puntos básicos por mes en el 2022, ubicándose cerca de 475 puntos básicos. Ver [Tabla 35](#).

Tabla 35. Diferencial de rendimientos del Índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG).

|          | Perú | Argentina | Brasil | Chile | Colombia | Ecuador | México | Venezuela | LATIN EMBIG<br>Países<br>Latinoamericanos |
|----------|------|-----------|--------|-------|----------|---------|--------|-----------|---|
| 2020     | 173  | 2235      | 316    | 197   | 261      | 2372    | 474    | 23796     | 504                                       |
| 2021     | 165  | 1578      | 281    | 141   | 261      | 913     | 354    | 29062     | 391                                       |
| 2022     | 211  | 2147      | 304    | 182   | 394      | 1098    | 406    | 42090     | 466                                       |
| Oct 1-25 | 246  | 2742      | 283    | 202   | 475      | 1707    | 453    | 49494     | 537                                       |

Fuente: Reuters (2022).

Por lo tanto, adicionar la PRP al costo del capital constituirá una sobre compensación sobre el desempeño esperado de la empresa o proyecto a valorar en el mercado emergente. Esta práctica sesga la toma de decisiones de inversión, y en su lugar lo que se debe realizar es un análisis de riesgo con pruebas de estrés de los escenarios plausibles de flujos de caja operacional de la empresa o proyecto, que constituyen el numerador en la ecuación del valor, y son la razón de ser de la empresa, y la principal preocupación de los gerentes.

### 5.3. Efectos del aumento del Costo de la Deuda sobre el Costo del Patrimonio y el Costo del Capital en situación de Doble Tributación

Una reforma tributaria como la propuesta tendrá efectos sobre el costo del capital en Colombia y sobre la creación de valor empresarial. Para ilustrarlo, es pertinente estimar el costo de la deuda, el costo del patrimonio, y el costo del capital, antes y después de reforma tributaria, y antes y después de incluir la prima de riesgo país. Por lo tanto, inicialmente partimos de supuestos básicos para deuda presentados en las [Tabla 36](#) y [Tabla 37](#):

Tabla 36. Costo de deuda en pesos emisor a 10 años.

| Supuestos                             | A+ - A- | BBB | BB   |
|---------------------------------------|---------|-----|------|
| Tasa Real Esperada:                   | 4%      | 4%  | 4%   |
| Inflación Esperada Col:               | 8%      | 8%  | 8%   |
| Inflación Esperada USA:               | 3%      | 3%  | 3%   |
| Tasa Libre de Riesgo Esperada:        | 12%     | 12% | 12%  |
| Probabilidad de Incumplimiento:       | 0%      | 3%  | 7%   |
| Probabilidad de Supervivencia (p):    | 100%    | 97% | 93%  |
| Tasa de Pérdida Esperada (a):         | 20%     | 40% | 60%  |
| Ajuste por Riesgo de Quiebra (1-p)*a: | 0%      | 1%  | 4%   |
| Prima de Riesgo de Crédito:           | 0%      | 1%  | 4%   |
| Tasa de Impuesto de Renta             | 35%     | 35% | 35%  |
| rd Prometido:                         | 12%     | 13% | 17%  |
| bd (Antes de RT)                      | 1%      | 20% | 74%  |
| bd (Con RT)                           | 21%     | 41% | 100% |
| rd Esperado:                          | 12%     | 12% | 12%  |

Fuente: Elaboración del autor

Y para el capital propio:

Tabla 37. Costo del Patrimonio emisor a 10 años.

|   |       |
|---|-------|
| Prima de Riesgo de Mercado                | 6%    |
| Prima de Riesgo País Antes de RT en \$US  | 3,50% |
| Prima de Riesgo País Antes de RT en \$COL | 3,69% |
| Prima de Riesgo País Esperada en \$US     | 5,00% |
| Prima de Riesgo País Esperada en \$COL    | 5,27% |

Fuente: Elaboración del autor

Teniendo en cuenta las siguientes betas de activos (desapalancadas) por sector, se obtiene el costo del capital desapalancado,  $r_u$  (costo de los activos o costo promedio ponderado de capital sin impuestos,  $r_{cppc}$ ):

$$r_{cppc} \equiv (\text{Fracción del valor de la empresa financiado con capital propio})(\text{Costo de capital propio}) \\ + (\text{Fracción del valor de la empresa financiado con deuda})(\text{Costo de capital de la deuda})$$

$$r_{cppc} = \frac{E}{E + D} r_E + \frac{D}{E + D} r_D$$

Al incluir los determinantes de la ventaja fiscal efectiva de la deuda en un contexto de doble tributación con reforma tributaria expuestos en la [Tabla 38](#):

Tabla 38. Determinantes de la VFED en un contexto de doble tributación con reforma tributaria.

| Sectores                  | $b_u$ | $r_u$  | $\tau^*$ | $\tau_i$ | $\tau_e$ |
|---------------------------|-------|--------|----------|----------|----------|
| General                   | 1,00  | 18,32% | 0,4059   | 7%       | 20%      |
| Instituciones Financieras | 1,03  | 18,50% | 0,4516   | 7%       | 20%      |
| Zonas Francas             | 0,70  | 16,52% | 0,2688   | 7%       | 20%      |
| Hoteles                   | 1,44  | 20,96% | 0,2231   | 7%       | 20%      |
| Petroleras                | 1,13  | 19,10% | 0,5430   | 7%       | 20%      |
| Mineras                   | 1,13  | 19,10% | 0,4973   | 7%       | 20%      |
| Hidroeléctricas           | 0,61  | 15,98% | 0,4333   | 7%       | 20%      |

Fuente: Elaboración del autor

Recalculamos luego el costo marginal de la deuda ( $r_D^*$ ) con doble tributación (con RT) por sector y por calificación de riesgo ([Tabla 39](#)):

$$r_D^* \equiv r_D \frac{(1 - \tau_i)}{(1 - \tau_e)}$$

Tabla 39. Costo marginal de la deuda con doble tributación (con RT) por sector y por calificación de riesgo.

| Sectores        | r*d     |        |        | Deuda Financiera / (Deuda + Capital) |     |     |
|-----------------|---------|--------|--------|--------------------------------------|-----|-----|
|                 | A+ - A- | BBB    | BB     | A+ - A-                              | BBB | BB  |
| General         | 13,55%  | 14,77% | 18,34% | 20%                                  | 30% | 40% |
| Instituciones   |         |        |        |                                      |     |     |
| Financieras     | 13,55%  | 14,77% | 18,34% | 20%                                  | 30% | 40% |
| Zonas Francas   | 13,55%  | 14,77% | 18,34% | 20%                                  | 30% | 40% |
| Hoteles         | 13,55%  | 14,77% | 18,34% | 20%                                  | 30% | 40% |
| Petroleras      | 13,55%  | 14,77% | 18,34% | 20%                                  | 30% | 40% |
| Mineras         | 13,55%  | 14,77% | 18,34% | 20%                                  | 30% | 40% |
| Hidroeléctricas | 13,55%  | 14,77% | 18,34% | 20%                                  | 30% | 40% |

Fuente: Elaboración del autor

Se observa que al ajustar el costo de la deuda por diferenciales de tasas de impuesto personal a la deuda (ti) y a los dividendos (te), aumentará el costo marginal de la deuda en pesos para todos los sectores. Por ejemplo, un bono corporativo con calificación BB pasaría de costar 16,76% a costar 18,34%.

A partir de la información anterior es posible estimar tanto la beta apalancada (re) por sector y calificación de riesgo como el costo del patrimonio (re), antes y después de reforma tributaria, y antes y después de adherir la prima de riesgo país, obteniendo los resultados presentados en la [Tabla 40](#).

Tabla 40. Resultados del costo del Patrimonio (re) antes y después de Reforma Tributaria (RT).

| Sectores                  | Antes de RT | Con RT     | Variación |
|---------------------------|-------------|------------|-----------|
|                           | re sin PRP  | re con PRP |           |
|                           | Prom.       | Prom.      |           |
| General                   | 19,41%      | 26,10%     | 6,69%     |
| Instituciones Financieras | 19,64%      | 26,32%     | 6,68%     |
| Zonas Francas             | 17,07%      | 23,86%     | 6,79%     |
| Hoteles                   | 22,84%      | 29,38%     | 6,55%     |
| Petroleras                | 20,42%      | 27,07%     | 6,65%     |
| Mineras                   | 20,42%      | 27,07%     | 6,65%     |
| Hidroeléctricas           | 16,36%      | 23,18%     | 6,82%     |

Fuente: Elaboración del autor

Es decir, con Reforma Tributaria (RT), el costo del capital propio incluyendo prima de riesgo país se aumentaría unos 670 puntos básicos.

Por consiguiente, estos incrementos terminarán afectando al alza el Costo del Capital Promedio Ponderado (WACC) de las empresas de los sectores analizados, el cual se estima de la siguiente forma para incluir el efecto del riesgo de quiebra:

$$WACC = ru - p \frac{D}{V_L} \tau^* rd^* + (1 - p) \alpha$$

Donde:

$p$  = Probabilidad de Supervivencia

$\frac{D}{V_L}$  = Deuda Financiera / (Deuda Financiera + Capital Propio)

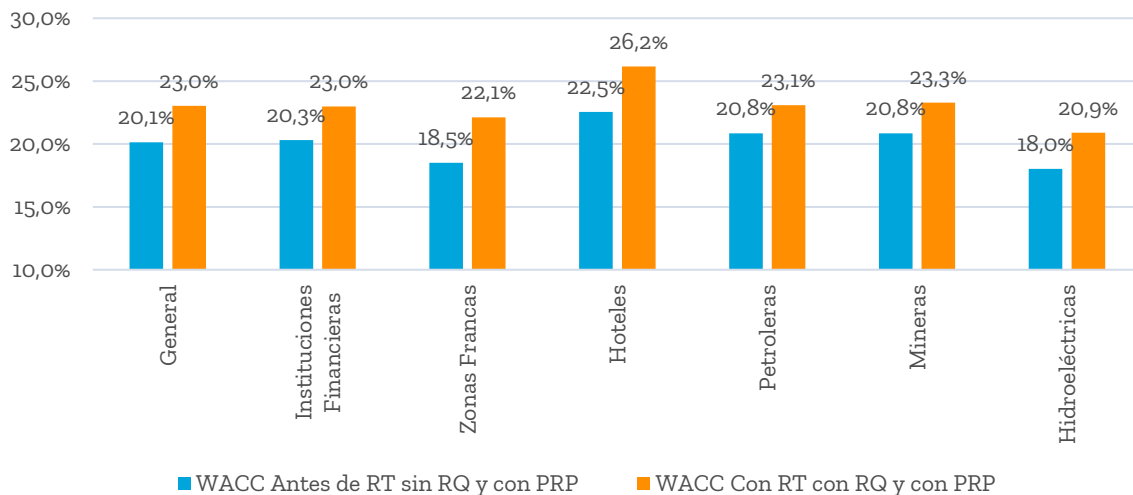
$\tau^*$  = Ventaja Fiscal Efectiva de la Deuda

$\alpha$  = Tasa de Pérdida Esperada en caso de Quiebra

$(1 - p) \alpha$  = Ajuste por Riesgo de Quiebra

Conviene recalcar la importancia de ajustar el WACC por riesgo de quiebra, puesto que, si un emisor incrementa su ratio de apalancamiento y de estrés financiero en un entorno recesivo y fiscal adverso, se le dificultaría mantener su calificación de riesgo, y por lo tanto podría aumentar su riesgo de insolvencia, lo que ocasionaría un incremento marginal de su WACC. Ver [Figura 77](#).

Figura 77. WACC Antes y Después de Reforma Tributaria.



Fuente: Elaboración del autor

En general, se experimentaría un alza de 290 puntos básicos en el WACC con Reforma Tributaria, después de ajustar por eventual incremento en Riesgo de Quiebra.

Los umbrales de margen de rentabilidad operativa se verían afectados negativamente y con el fin de preservar las expectativas de creación de valor las empresas tendrían que entrar a revisar sus expectativas de generación de ingresos, sus planes de negocios y presupuestos de inversiones, sus niveles de apalancamiento operativo (estructuras de costos fijos), y sus posibles economías de escala en las cadenas de valor.

## 6. Conclusiones

La infraestructura de bienes públicos y el entorno económico y social para las empresas no es una función única directa de los impuestos corporativos sino más bien del recaudo total de impuestos pagados por empresas y personas. Sin embargo, una estructura fiscal que coloca más carga fiscal sobre individuos y empresas si bien proveerá un alto retorno para el Gobierno como tercer *stakeholder*, puede destruir valor empresarial a corto y mediano plazo. Lo sensato sería ampliar la base tributaria, disminuir la tasa general de impuesto de renta, y eliminar exenciones tributarias lo que más se pueda. Esto incrementaría los incentivos para la inversión de capital productivo en la economía, disminuiría el costo del capital y fomentaría la creación de empleo.

Adicionalmente, los inversionistas que sean exentos de impuestos personales o que inviertan en el contexto de acuerdos de doble tributación tendrán un más bajo costo del capital.

Finalmente, la más fuerte consecuencia de la reforma tributaria es la excesiva extracción de rentas del sector minero – energético, acompañada de incertidumbre sobre el nivel de la tasa de impuestos efectiva determinante del valor presente del escudo fiscal del sector.

## Referencias

- Augusto Castillo, Jorge Niño & Salvador Zurita (2017), Debt Tax Shields Around the OECD World, *Emerging Markets Finance and Trade*, 53:1, 26-43, DOI: 10.1080/1540496X.2016.1145112
- Berk Jonathan, Peter DeMarzo (2008), *Finanzas Corporativas*, Prentice Hall.
- BRC Ratings, *Las Empresas Colombianas ante un Entorno Volátil*, 05 de octubre de 2022.
- Graham, J.R. (2022), Presidential Address: Corporate Finance and Reality. *The Journal of Finance*, 77: 1975-2049. <https://doi.org/10.1111/jofi.13161>
- Informe de conciliación al proyecto de ley No. 118/2022 (Cámara) y 131/2022 (Senado).
- Lora, E. y Mejía, L. F. (2021). *Reformas para una Colombia post-COVID-19. Hacia un nuevo contrato social.*
- Moody's Investor Services, *Moodys-Rating-Symbols-and-Definitions*, 03 Octubre 2022
- S&P Global Ratings, *2021 Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study*, April 13 2022.

**UNIVERSIDAD**  
**EAFIT**

Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno  
Grupo de estudios en Economía y Empresa

Carrera 49 # 7 Sur - 50, Medellín - Colombia  
Teléfono: +57 4 261 95 00 ext. 9532 - 261 95 32  
[cief@eafit.edu.co](mailto:cief@eafit.edu.co)