

N°15
Diciembre
2021

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Escuela de Economía y Finanzas
Centro de Investigación Económicas y Financieras (CIEF)
Grupo de estudios en Economía y Empresa



Contenido	
Capítulo 1	4
Entorno económico internacional	4
<i>Jesús Botero García</i>	4
Capítulo 2	10
Recuperación económica en Colombia	10
<i>Jesús Botero García</i>	10
Capítulo 3	15
El Nowcast de la actividad económica en Colombia (noviembre) en tiempos de incertidumbre	15
<i>Alejandra Arteaga</i>	15
<i>Sara Echeverri</i>	15
<i>Isaac Hurtado</i>	15
<i>Sara Gómez</i>	15
<i>Diego Montañez-Herrera</i>	15
Capítulo 4	22
La dinámica reciente del empleo en Colombia	22
<i>Juan Camilo Chaparro</i>	22
<i>Michael Alberto Cardona</i>	22
Capítulo 5	35
Inflación y política monetaria	35
<i>Carlos Esteban Posada P.</i>	35
<i>Liz Londoño-Sierra</i>	35
Capítulo 6	45
Balanza de Pagos, primer semestre de 2021	45
<i>Humberto Franco González</i>	45
Capítulo 7	55
El Gobierno Nacional Central bajo el panorama de estabilización del 2021	55
<i>Álvaro Hurtado Rendón</i>	55
Capítulo 8	66
Resultados del sistema Financiero colombiano a corte de septiembre de 2021	66
<i>Jaime Alberto Ospina Mejía</i>	66
Capítulo 9	73
Mercados financieros a corte de octubre del 2021	73
<i>Benjamín Cruz Vasco</i>	73
<i>Sergio Knolbelsdorf Serna</i>	73
<i>Jaime Alberto Ospina Mejía</i>	73

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Nº 17. Diciembre de 2021.

Universidad EAFIT

Claudia Patricia Restrepo Montoya

Rectora

César Eduardo Tamayo Tobón

Decano Escuela de Economía y Finanzas

Mery Patricia Tamayo Plata

Jefe Departamento de Economía

Diego Alexander Restrepo Tobón

Jefe Departamento de Finanzas

Santiago Tobón Zapata

Director Centro de Investigaciones

Económicas y Financieras (CIEF)

Grupo de Coyuntura Económica

Coordinador

Jesús Botero García

Autores en esta edición

Jesús Botero García

Miguel González Albisser

Daniel Márquez Muskus

Juan Camilo Chaparro Cardona

Michael Alberto Cardona

Carlos Esteban Posada

Liz Londoño-Sierra

Humberto Franco González

Álvaro Hurtado Rendón

Jaime Alberto Ospina Mejía

Edición y corrección de estilo

María Paola Aguilar Rojas

Diagramación y diseño

María Paola Aguilar Rojas

Gabriela Fuentes Arias

Capítulo 1

Entorno económico internacional

Jesús Botero García¹

El último dato de inflación en Estados Unidos en octubre de **6,2 %** (ver **Figura 1**), **ha generado preocupación** en los mercados financieros acerca de la pertinencia de la política monetaria implementada por la Reserva Federal, al tiempo que ha puesto al orden de día interrogantes relativos al ritmo de desmonte de la política de compra de activos y al manejo futuro que se dará a la tasa de intervención. Aunque ya el Comité de Mercado Abierto del Banco (FOMC por sus siglas en inglés) había anunciado el pasado 3 de noviembre el inicio del desmonte de la política de compras de activos (el denominado *tapering*), desde su nivel actual de 120.000 millones de dólares mensuales, a razón de 10.000 millones de dólares mensuales en la compra de bonos del tesoro y de 5.000 millones en la de títulos respaldados en hipotecas, la pregunta que surge ahora es **si será necesario acelerar ese proceso, o si estará cerca el momento de empezar también un progresivo incremento de la tasa de intervención**, que ha estado desde marzo de 2020 entre 0 y 0,25 %. La nueva variante Ómicron del virus torna más complejo el interrogante, en la medida en que podría desencadenar medidas que frenasen el proceso de recuperación mundial.

Figura 1. Inflación USA. IPC, variación anual.



Fuente: <https://www.bls.gov/charts/consumer-price-index/consumer-price-index-by-category-line-chart.htm>.

Es claro que se acerca del fin de esas políticas monetarias expansivas que, junto con políticas fiscales igualmente expansivas, han permitido enfrentar en las economías

¹ Jesús Botero García, profesor del Departamento de Economía y Director del Grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: jabotero@eafit.edu.co.

avanzadas la crisis del COVID-19, en un inusitado despliegue de estímulos económicos sin precedentes, por lo menos después de la Segunda Guerra Mundial.

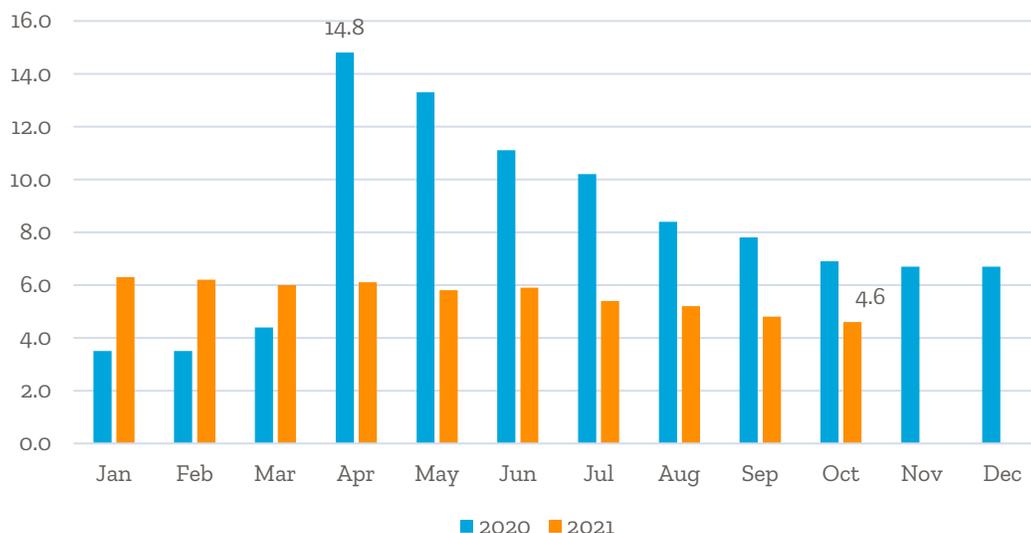
La **Figura 2**, que ilustra la evolución de los activos total del banco central de los Estados Unidos, muestra cómo éstos se han duplicado entre 2020 y 2021, inundado de liquidez los mercados financieros, facilitando seguramente el acceso a crédito de consumidores y empresarios y manteniendo bajas las tasas de interés, en un esfuerzo deliberado por apoyar una reactivación que, impulsada por los sucesivos paquetes de estímulo tributario, como la recién aprobada Ley de Empleo e Inversión en Infraestructura (por 1.2 billones de dólares), ha reducido ya la tasa de desempleo del 14,8 % en abril de 2020, al 4,6 % en octubre (ver **Figura 3**), pero que sólo ha recuperado 18,1 millones de empleos, de 22,4 perdidos con la crisis del COVID (**Figura 4**).

Figura 2. Activos totales de la Reserva Federal. USA.



Fuente: <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>

Figura 3. Tasa de desempleo. EE. UU.



Fuente: Bureau of Labor Statistics. <https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>.

El banco central de los Estados Unidos enfrenta un dilema complejo: **si no interviene activamente, la situación puede empezar a generar expectativas inflacionarias crecientes**, que será muy costoso revertir en el futuro. Pero si, en cambio, interviene activamente para frenar la inflación, **podría frenar también la reactivación económica, cuando ésta no ha logrado la recuperación total del empleo perdido**. Parece, además, haberse debilitado levemente en el tercer trimestre, en el que se observó una tasa anual de crecimiento del 2 %, frente al 6,7 % en el segundo trimestre, debido a que los decrecimientos en la inversión fija residencial, en el gasto público federal y en las exportaciones, compensaron parcialmente los aumentos en el consumo personal y en la inversión fija no residencial.

Figura 4. Creación neta de empleo Estados Unidos. Miles de empleos.



Fuente: Bureau of Labor Statistics. https://data.bls.gov/timeseries/CES0000000001&output_view=net_1mth

La coyuntura, por lo demás, ha empezado a presionar diversos indicadores: el índice DXY, que mide la fortaleza del dólar frente a otras monedas, ha alcanzado niveles superiores a 95, cuando seis meses atrás estaba por debajo de 90.² Y sin duda, puede propiciar cambios en los flujos de capital internacionales, en direcciones y cuantías que todavía es prematuro predecir.

Los problemas en las cadenas logísticas se mantienen, aunque parece empezar a darse un proceso de reversión en el precio de los fletes, como lo muestra el índice Drewry, de la **Figura 5**. **Pero se anticipa que la normalización será lenta, y sólo se completará avanzado el próximo año. Así que se seguirán generando presiones de costos en las cadenas de abastecimiento, reforzadas además por presiones de costos en los mercados energéticos.** El precio Brent del barril de petróleo se mantiene por

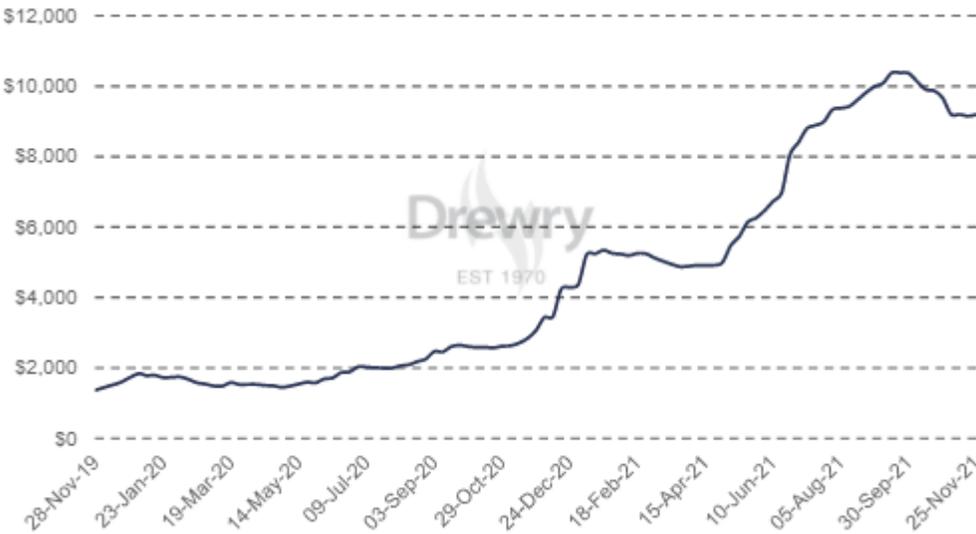
² Ver <https://www.bloomberg.com/quote/DXY:CUR>.

encima de US80/pb, y en Europa se siguen observando altos precios en los mercados de gas, que ponen de presente las dificultades que pueden esperarse en procesos de transición energética hacia energía renovables no convenciones como los que se viven en el mundo, aunque a un ritmo sin duda inferior al deseado, de acuerdo con los resultados de la reciente reunión de Glasgow del COP26.

En síntesis, el inicio probable del proceso de retiro de las políticas monetarias expansiva en el mundo desarrollado generará volatilidad en los mercados financieros, en un entorno caracterizado, en todo el mundo, por altas presiones de inflación, disrupciones en las cadenas logísticas, presiones en los mercados energéticos y renovadas olas de contagio del COVID, que se ilustran en la **Figura 6**, para un grupo seleccionado de países avanzados.

No es un panorama fácil, especialmente para un país como Colombia que sigue mostrando elevados déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos, aún a pesar del claro dinamismo que se analizará en el capítulo segundo del informe.

Figura 5. Índice mundial de contenedores. Estimado por Drewry. Flete promedio por contenedor de 40 pies cúbicos.

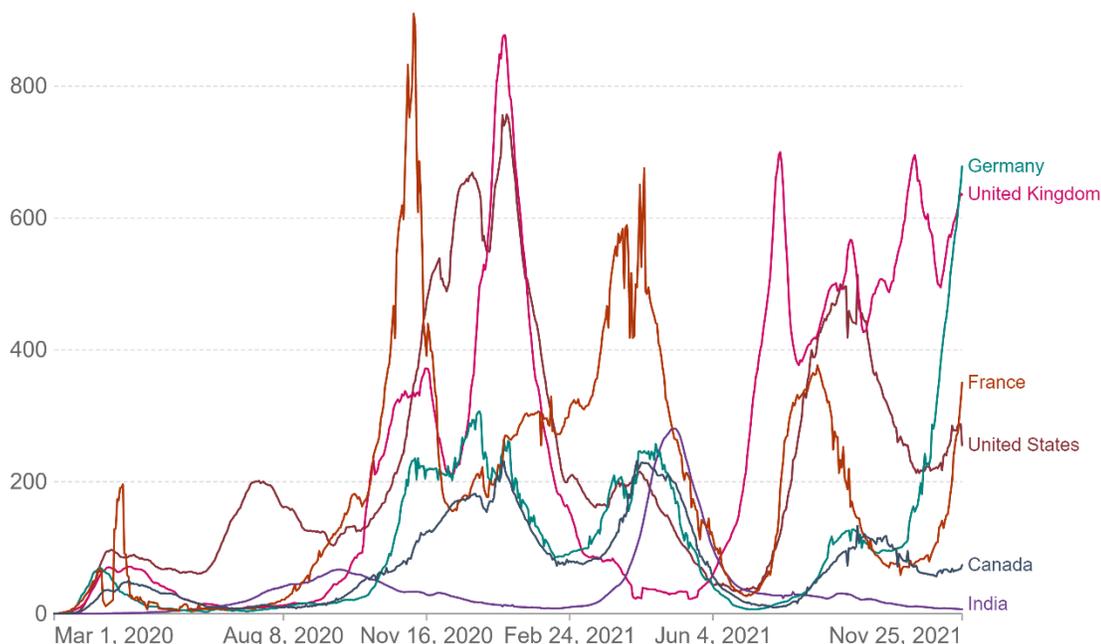


Fuente: <https://www.drewry.co.uk/supply-chain-advisors/supply-chain-expertise/world-container-index-assessed-by-drewry>

Figura 6.

Daily new confirmed COVID-19 cases per million people

7-day rolling average. Due to limited testing, the number of confirmed cases is lower than the true number of infections.



Source: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

CC BY

Fuente: <https://ourworldindata.org/covid-cases>

La economía china, por su parte, enfrenta sus propios problemas. El crecimiento se ha debilitado, en medio de tres problemas fundamentales: **1) la crisis del mercado inmobiliario**, que tiene su inicio en las dificultades de liquidez del gigante promotor inmobiliario Evergrande, y que, si bien no parece haber tenido consecuencias muy profundas en el sector financiero, sí ha lesionado la capacidad del sector constructor de impulsar la economía; **2) una crisis energética** relativamente profunda, que ha generado dificultades en la producción industrial que se reflejan, por segundo mes consecutivo, en indicadores negativos del PMI, el índice de los gerentes de compra, que se ilustran en la [Figura 7](#); y **3) las tensiones del desacople con los Estados Unidos** que, aunque parecieron haber tenido un cambio de perspectiva después de la declaración conjunto en el COP26 en Glasgow³, no parecen destinadas a ceder, por lo menos en el corto o mediano plazo.

³ Ver COP26: China and US agree to boost climate co-operation. <https://www.bbc.com/news/science-environment-59238869>

Figura 7. Índice PMI China.



Fuente: http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202111/t20211101_1824026.html

Continuará el reacomodo de cadenas globales de valor, en medio de presiones de costos y de reajustes en la relación de las grandes potencias comerciales. Una oportunidad importante, para emprender transformaciones productivas en una economía como la colombiana, en medio de las tensiones financieras asociadas al cambio de perspectiva de la política monetaria en los países avanzados, y de las presiones de costos que se seguirán presentando por los problemas en las cadenas logísticas.

Capítulo 2

Recuperación económica en Colombia

Jesús Botero García⁴

1. Diagnóstico

La economía colombiana **creció el 13,2 %** en el tercer trimestre de 2021, acumulando un crecimiento del 10,3 % en lo corrido del año. La **Tabla 1** resume el crecimiento por ramas, y compara además los datos de 2021 con 2019, para apreciar la magnitud del crecimiento que se ha dado, respecto a la situación previa al COVID.

Tabla 1. Crecimiento del PIB, Ramas de actividad económica. Crecimiento mensual y año corrido.

Concepto	2021 ^{PT}			Crecimiento año corrido VS. 2020	Crecimiento año corrido VS. 2019
	I	II	III		
Agricultura, ganadería, etc.	2,3	3,6	1,3	2,3	5,0
Explotación de minas y canteras	-14,8	6,9	4,1	-2,2	-16,6
Industrias manufactureras	6,9	32,6	18,8	18,4	6,1
Suministro de electricidad, gas, etc.	-1,3	9,1	7,4	5,0	1,7
Construcción	-6,6	17,4	0,8	2,7	-24,2
Comercio; Transporte y almacenamiento; Alojamiento, etc.	-1,0	40,5	33,8	21,8	-0,5
Información y comunicaciones	2,7	10,3	13,2	8,7	6,3
Actividades financieras y de seguros	4,9	3,3	2,1	3,4	5,3
Actividades inmobiliarias	1,8	2,1	2,0	2,0	4,0
Actividades profesionales, científicas y técnicas	1,5	14,4	12,4	9,4	3,9
Administración pública y defensa	3,4	9,1	8,0	7,0	6,9
Actividades artísticas, de entretenimiento, etc.	8,8	78,9	32,0	34,6	16,8
Valor agregado bruto	0,9	17,1	12,8	10,0	1,1
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	1,6	22,9	17,0	13,5	5,1
Producto Interno Bruto	1,0	17,6	13,2	10,3	1,5

Fuente: DANE. Cálculos propios.

Con excepción de la minería, la construcción y el comercio, las demás ramas crecen ya respecto a 2019, destacándose particularmente "actividades artísticas, de entretenimiento, etc.", "industria manufacturera", "administración pública", "agricultura", "información y comunicaciones" y "actividades financieras", que crecen ya por encima del 5 % respecto a 2019.

⁴ Jesús Botero García, profesor del Departamento de Economía y Director del Grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: jabotero@eafit.edu.co.

Por tipo de gasto la **Tabla 2** resume el desempeño de la economía, incluyendo también el crecimiento año acumulado respecto a 2019 y 2020. El consumo año corrido de los hogares (incluyendo instituciones que sirven a las familias sin fines de lucro, ISFSFL) es 14,8 %, pero más importante aún, alcanza ya el 6,6 %, si se compara con 2019. Ello indicaría **que la política asistencialista ha sido adecuada, porque ha permitido un crecimiento del consumo real de los hogares superior al 3 % promedio en la comparación bianual realizada.**

La formación bruta de capital fijo no se recupera todavía respecto a 2019. A pesar de crecer 10,7 % respecto a 2020, sigue mostrando una tasa negativa de crecimiento respecto a 2019 (-14,8 %) con un aporte negativo especialmente destacado de la inversión en construcción, tanto de vivienda, como de otros edificios y estructuras. Esto es importante porque es fácil imaginar que la inversión en construcción puede impulsarse aún más mediante esquemas de subsidios, como los que se están otorgando actualmente en vivienda. Asimismo, dando un impulso decidido a la construcción de infraestructura, lo que tendría no solo un impacto saludable de demanda, sino también un considerable efecto sobre la oferta y la productividad.

Tabla 2. Crecimiento del PIB, tipo de gasto. Crecimiento anual y año corrido.

Concepto	2021 ^{PR}			Crecimiento año corrido VS. 2020	Crecimiento año corrido VS. 2019
	I	II	III		
Demanda interna	2,0	23,1	16,8	13,5	3,7
Gasto de consumo final	1,8	21,7	20,0	14,3	8,1
Gasto de consumo final individual más ISFLH	1,3	24,9	20,2	14,8	6,6
Gasto de consumo final del gobierno general	4,5	9,9	19,1	11,8	15,4
Formación bruta de capital	2,6	30,8	4,5	10,3	-12,2
Formación bruta de capital fijo	-1,9	33,4	7,5	10,7	-14,8
Vivienda	6,3	29,4	14,5	15,5	-17,4
Otros edificios y estructuras	-14,2	14,4	-9,4	-5,3	-33,2
Maquinaria y equipo	5,0	61,7	17,8	23,8	4,7
Recursos biológicos cultivados	15,3	10,8	13,3	13,1	12,7
Productos de propiedad intelectual	0,0	13,5	15,5	9,4	0,8
Exportaciones	-9,6	16,8	24,0	8,8	0,3
Importaciones	-2,0	47,4	40,1	26,1	1,7
Producto Interno Bruto	1,0	17,6	13,2	10,3	1,5

Fuente: DANE. Cálculos propios.

Las exportaciones crecen 26,1 % respecto a 2020, pero su crecimiento respecto a 2019 sigue siendo exiguo: 0,3 %. Las importaciones crecen mucho más en 2020 (26,1 %), y ello explica que el crecimiento año corrido de la demanda interna sea superior al crecimiento del PIB (13,5 %), lo que claramente resulta favorable en el corto plazo (por las posibles turbulencias que se puedan darse en mercados internacionales, en

circunstancia en las que es claramente conveniente un vigoroso crecimiento de la demanda interna), pero que muestra también la mayor carencia de nuestra estructura productiva: el muy débil desempeño del sector exportador, dominado por *commodities*, y muy poco integrado a las cadenas globales de valor.

Debemos preservar el crecimiento de la demanda interna, prolongando el impacto positivo que han tenido las políticas asistencialistas, pero redefiniéndolas en lo posible como políticas productivas, que contribuyan a la generación de ingresos mediante la creación de empleo, a la recuperación de la inversión en construcción, al fortalecimiento de la infraestructura y al impulso a la productividad. Empleo público, en lugar de transferencias, que no ayude a transitar el camino de la transformación productiva. Todavía, como lo ilustra la **Figura 8, nos falta recuperar cerca de 700 mil empleos perdidos en la pandemia**, y adicionalmente, hemos sufrido un reacomodo profundo de las ocupaciones, perdiendo respecto a 2019 más de 500 mil empleos asalariados para convertirlos en empleos por cuenta propia, como se resalta en la **Tabla 3**. Y al tiempo, **diseñar una política pública de transformación productiva**, que a través de misiones estructuras de gestión (y no sólo de diagnóstico), determinen sectores con potencial exportador en medio de las disrupciones en curso en las cadenas de valor; identifiquen estímulos adecuados a la inversión doméstica o foránea (*near-shoring*), propicien las adaptaciones tecnológicas necesarias y los desarrollos innovadores que sean posibles, y penetren mercados, en una acción concertada de diplomacia política y de mercadeo internacional. Si no es ahora, cuando conseguimos impulsar esa transformación, no lo será un futuro cercano en el que se hayan consolidado ya la reasignación de recursos en las cadenas productivas.

Figura 8. Empleo neto generado.

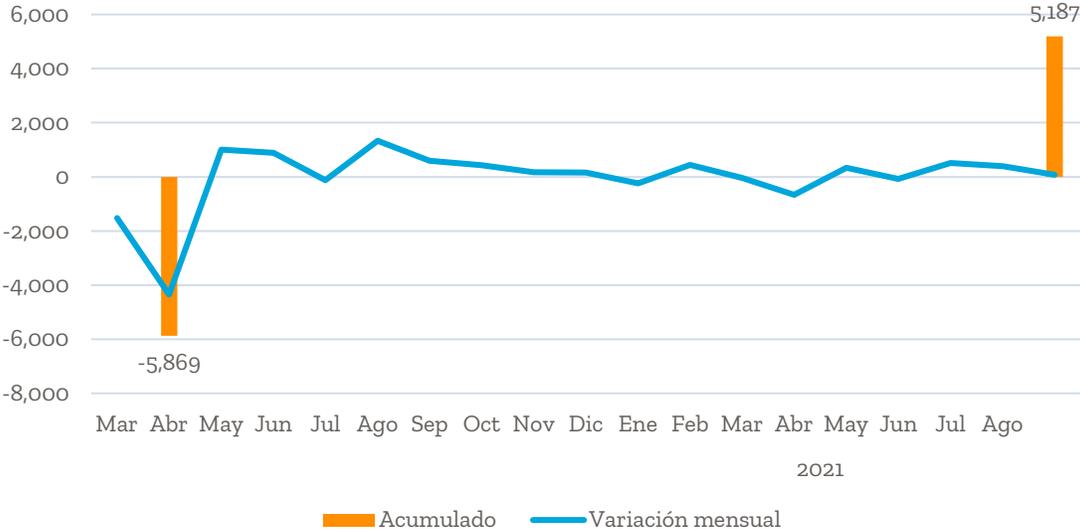


Tabla 3. Población ocupada según posición ocupacional. Miles de personas.

	2019	2020	VAR	2021	VAR vs 2019	VAR vs 2020
Empleado particular	8.905	7.745	(1.160)	8.349	(556)	604
Empleado del gobierno	843	744	(99)	847	4	103
Empleado doméstico	716	533	(183)	596	(120)	63
Jornalero o peón	837	706	(131)	702	(135)	(4)
Patrón o empleador	856	695	(161)	703	(153)	8
Trabajador por cuenta propia	9.304	9.004	(300)	9.860	556	856
Trabajador sin remuneración	757	803	46	665	(92)	(138)

Fuente: DANE. Presentación GEIH. Cálculos propios

La transformación productiva tendrá que ir acompañada de cambios profundos del sistema tributario (gravando el disfrute de la riqueza, y no su generación) y de una transformación radical del sistema de aseguramiento social, que proteja a los colombianos de los cuatro grandes riesgos que asaltan la vida de las personas: la enfermedad, la vejez, la precariedad económica y el estancamiento generacional.

2. Proyecciones

Nuestras proyecciones indican un crecimiento del 9,9 % en 2021, como lo ilustra la **Tabla 4**, con un rango entre 9,4 % y 10,4 %. Sin duda, **el año cerrará con un incremento importante del producto, pero seguramente con un déficit de empleo**, que (hay que insistir en ello) es el principal problema de corto plazo que enfrentamos.

Pero una reflexión es importante: la visión que hemos tenido de nuestra sociedad en la pandemia y los abismos de precariedad que se han abierto ante nuestros ojos, deberían ser la oportunidad por excelencia para repensarnos, para estructurar políticas nuevas de protección social, y para reorientar el sistema tributario hacia el disfrute de las rentas y no a creación y generación de riqueza. Hemos desarrollado una actitud individualista, en la que priman los valores de la "viveza" y del "ingenio" por encima del ser colectivo y la solidaridad. El mundo está aprendiendo nuevas formas de solidaridad y de responsabilidad ante lo que se denomina "partes interesadas", y será seguramente en esa dirección que debemos movernos para generar un futuro mejor para las próximas generaciones.

Tabla 4. Proyección de crecimiento 2021.

Concepto	2021^{Pr}
	TOTAL
Demanda interna	12,7
Gasto de consumo final	13,6
Gasto de consumo final individual de los hogares; más ISFLH	13,5
Gasto de consumo final del gobierno general	13,9
Formación bruta de capital	9,0
Formación bruta de capital fijo	7,3
Exportaciones	10,7
Importaciones	26,0
Producto Interno Bruto	9,9

Fuente: Cálculos propios.

Capítulo 3

El *Nowcast* de la actividad económica en Colombia (noviembre) en tiempos de incertidumbre

Alejandra Arteaga⁵

Sara Echeverri⁶

Isaac Hurtado⁷

Sara Gómez⁸

Diego Montañez-Herrera⁹

La economía colombiana sigue mostrando señales de rápida recuperación económica y continúa rompiendo los pronósticos de crecimiento de los diferentes analistas y entidades especializadas como Fedesarrollo o el Banco Mundial, que durante el año han actualizado sus predicciones constantemente al alza. Según la última publicación del DANE, el Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) experimentó una variación en septiembre respecto al mismo mes del año inmediatamente anterior de 12,93 %. Esta cifra es incluso positiva respecto al mismo mes del año 2019 (prepandemia), con un 5,82 %, hecho que muestra la continuidad del dinamismo registrado en el tercer trimestre del año. Todo lo anterior ratifica las proyecciones alcistas por diferentes analistas respecto al crecimiento económico del 2021, que muy probablemente tocará el techo del 10 %.

Por otro lado, el ritmo de vacunación ha perdido fuerza en Colombia, especialmente por el desinterés y desinformación que hay en la población. En esta línea, el Gobierno marcó un objetivo de 35 millones de personas (70 % de la población total del país) con el esquema completo de vacunación contra la COVID-19. A corte de 28 de

⁵ Alejandra Arteaga. Estudiante de pregrado en Economía de la Universidad EAFIT, integrante del Grupo de Coyuntura Económica. E-mail: arteagaa@eafit.edu.co

⁶ Sara Echeverri. Estudiante de pregrado en Economía de la Universidad EAFIT, integrante del Grupo de Coyuntura Económica. E-mail: secheverrd@eafit.edu.co

⁷ Isaac Hurtado. Magíster en Economía de la Universidad EAFIT. Integrante del Grupo de Coyuntura Económica. E-mail: ihurtado@eafit.edu.co

⁸ Sara Gómez. Estudiante de pregrado en Economía de la Universidad EAFIT, integrante del Grupo de Coyuntura Económica. E-mail: sgomez10@eafit.edu.co

⁹ Diego Montañez Herrera. *Consultant at Inter-American Development Bank*. Integrante del Grupo de Coyuntura Económica. E-mail: dfmontaneh@eafit.edu.co

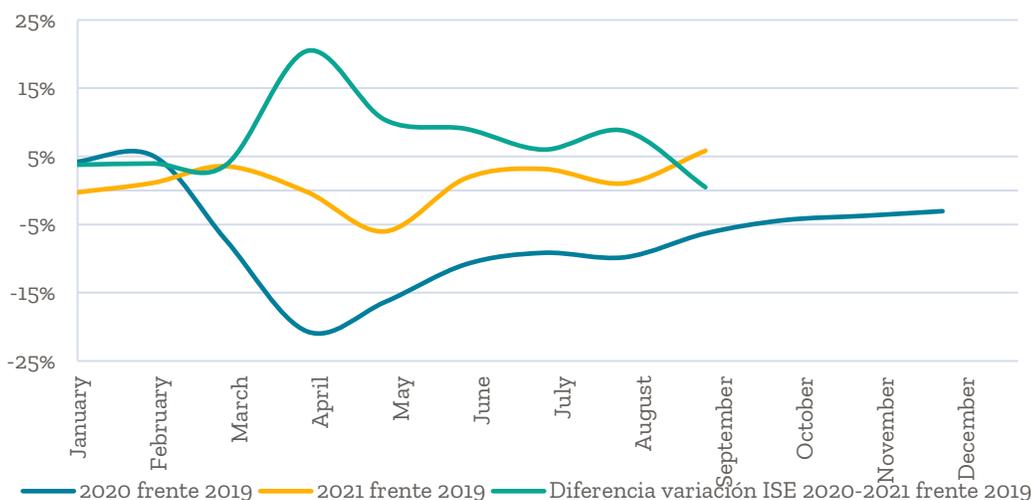
noviembre del 2021 se llegó a superar la barrera de los 54 millones de dosis aplicadas, con más de 24 millones de personas con el esquema completo de vacunación (el 47,55 % de la población total) y la vacunación en su tercera dosis ya está en planes su inicio.

Aun así, a las autoridades todavía les falta bastante camino para llegar a su meta trazada para el final de año, por lo que han tomado medidas como solicitar a los comercios o sitios de aglomeración que exijan el carné de vacunación para habilitar la prestación de servicios a las personas. **No se puede ignorar el contexto actual de la inminente llegada de una cuarta ola y de la nueva variante, ya bautizada como Ómicron, que ha devuelto el nerviosismo a los mercados internacionales**, ya que es aún más contagiosa que las versiones anteriores y a la fecha no se sabe la eficiencia de las vacunas existentes contra esta mutación.

De acuerdo con lo anterior, algunas medidas que podrían darle el último empujón al crecimiento de la economía este año son la programación de tres días sin IVA, de los que ya van dos y, el próximo 3 de diciembre se cumple el último; la llegada de la época decembrina y la reapertura total de las ciudades, aunque con nuevas restricciones. En este marco, para medir cuantitativamente el estado de la economía colombiana, es necesario el cálculo de un indicador proxy de la actividad económica, que hemos denominado *Nowcast_GT EAFIT*, que cuenta con una frecuencia mensual y trimestral, construido a partir de los principales indicadores líderes y del motor de búsquedas de Google Trends Colombia.

El Indicador de Seguimiento Económico (ISE), en relación con el año 2019, como se puede observar en la [Figura 9](#), ha pasado de mantener una variación porcentual relativamente estable entre los meses de enero y abril, a presentar una caída significativa que alcanzó su punto más bajo a finales de abril, debido a las nuevas medidas de contención de movilidad que buscaron hacer frente al tercer pico de contagios y al paro nacional, que inició a finales de abril y se extendió por poco más de un mes. Estos dos meses, el indicador reportó decrecimientos mensuales del 1,7 % y 5,3 % respectivamente. No obstante, a mediados de mayo la variación del indicador con respecto al 2019 volvió a ser positiva y a partir de este momento la economía retomó su senda de crecimiento positivo. Nótese que la línea amarilla ha ido en una senda positiva, con una variación intermensual del ISE en septiembre del 3,12 % y una variación frente al mismo mes del 2019 del 5,82 %.

Figura 9. Evolución del Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) en 2020 y 2021 frente al 2019.

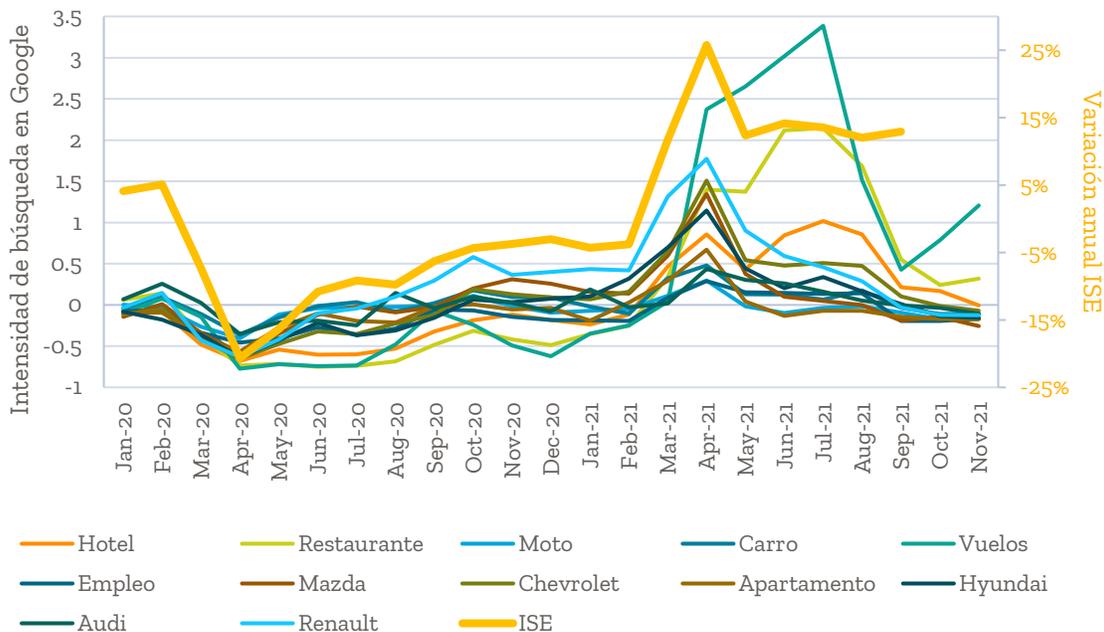


Fuente: cálculos propios con datos del DANE.

Considerando más detalladamente los sectores, las actividades que mayor repunte han tenido han sido las actividades secundarias, como la manufactura y la construcción, con una variación interanual del 14,22 %; al igual que las actividades terciarias, en donde se destaca el comercio con un 23,96 %, información y comunicaciones con 16,61 % y las actividades relacionadas con la administración pública, que llegaron al 13,6 %. Si se compara este indicador con los resultados del 2019, se tiene que las actividades primarias y secundarias aún se encuentran levemente por debajo del nivel de este año, con un -2,83 % y -0,74 %, respectivamente, mientras que las actividades terciarias crecen un 9,15 %, debido especialmente al comportamiento de las tres actividades anteriormente especificadas.

Por otro lado, la **Figura 10** muestra la variación interanual de algunas palabras que tienen una alta correlación dinámica con el Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) y que, por ende, sirven como predictores de la actividad económica. Entre estas se encuentran Hotel, Restaurante, Carro, Moto, Apartamento, Vuelos, Empleo y distintas marcas de vehículo como Renault, Chevrolet, Mazda, Hyundai, Audi. Como se observa en la figura, las palabras que han tenido un comportamiento destacado en lo corrido del año han sido las de hoteles, vuelos y restaurantes, pues se han alejado en mayor medida del comportamiento promedio de las demás palabras. Sin embargo, nuestros resultados muestran que los modelos que incorporan la búsqueda de Google superan las especificaciones de referencia de la competencia en ejercicios de predicción inmediata tanto dentro como fuera de la muestra.

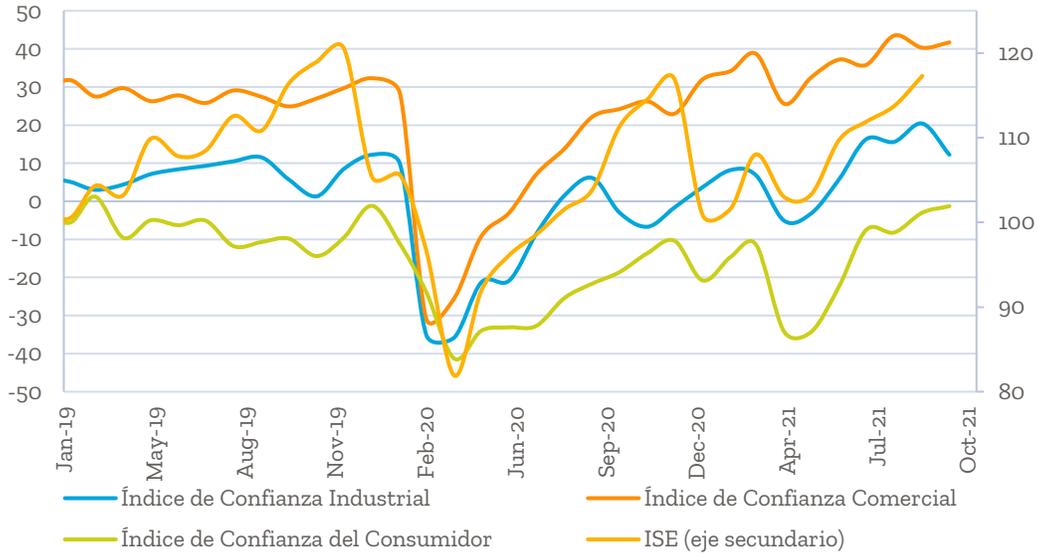
Figura 10. Evolución mensual de las tendencias de Google Colombia y el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE).



Fuente: realizado por los autores con datos Google Trends y DANE.

Las encuestas de Opinión Empresarial y al Consumidor resaltan comportamientos destacables de los índices de confianza. Por ejemplo, el Índice de Confianza Comercial se consolidó “los niveles más altos a lo largo de las cuatro décadas de medición, siendo el segundo valor más alto en la historia del indicador” lo que, en palabras de Fedesarrollo, podría ser explicado por un mejoramiento en la situación actual de la empresa. Además, el Índice de Confianza del Consumidor registró el nivel más alto desde enero de 2020, apoyado en un aumento en la confianza de los consumidores en todos los niveles socioeconómicos. Estos dos hechos muestran, casi que indiscutiblemente, **una fuerte tendencia alcista del crecimiento económico, basado en las expectativas del desempeño de las empresas y del gasto por parte de los consumidores.** Por otra parte, el Índice de Confianza Industrial registró un balance con una postura más discreta, debido a una reducción en las expectativas de producción para el próximo trimestre y al incremento en el nivel de existencias. Los anteriores resultados y su relación con el ISE pueden observarse en la [Figura 11](#).

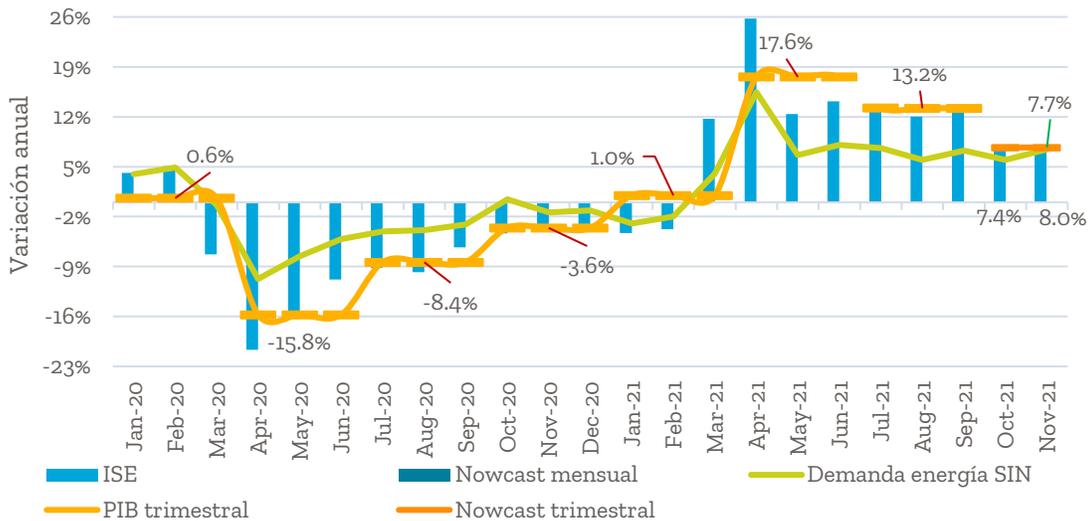
Figura 11. Índices de confianza e Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE).



Fuente: realizado por los autores con datos de Fedesarrollo y DANE.

En este sentido, a continuación, se muestra el cálculo del *Nowcast_GT* para Colombia. **Se estima un crecimiento en el rango de 3,8 % y 9,9 % siendo 7,7 % el valor más probable para el último trimestre del año**, lo que en definitiva nos lleva a concluir que para el 2021 la economía colombiana crecería alrededor del 9,9 % y estaría un 2,1 % por encima del nivel de 2019 (prepandemia), lo que dejaría atrás en gran medida el impacto que se tuvo en 2020 con la pandemia, esto sujeto a factores como la evolución de la misma que no dejan de inquietar a los mercados y a la economía mundial.

Figura 12. Resultados *Nowcast* del PIB Colombia en el cuarto trimestre del 2021.



Fuente: estimación realizada en Python (TensorFlow2).

Tabla 5. Síntesis de resultados Nowcast mensual, trimestral y anual del PIB Colombia.

Resumen	Variación
Nowcast Octubre	7,4 %
Nowcast Noviembre	8,0 %
Nowcast 2021Q4	7,7 %
Nowcast Año 2021	9,9 %

En síntesis, el equipo Nowcast del Grupo Coyuntura Económica EAFIT, en la estimación del Nowcast de noviembre, espera un cuarto trimestre del 7,7 %, que nos llevaría a un crecimiento económico del 9,9 % para el año 2021, siendo uno de los más altos de la historia económica reciente.

Referencias

- 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>
- Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo). (2021). *Encuestas de opinión*. <https://www.fedesarrollo.org.co/es/quienes-somos>
- 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/?geo=CO>
- 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

Capítulo 4

La dinámica reciente del empleo en Colombia

Juan Camilo Chaparro¹⁰

Michael Alberto Cardona¹¹

Introducción

El presente capítulo analiza la dinámica reciente del empleo en Colombia. El foco del análisis es el nivel de empleo que logró la economía colombiana entre enero y agosto de 2021. Existe un rezago importante entre la dinámica del mercado laboral y la dinámica de la producción nacional. Para evidenciar este fenómeno, el capítulo inicia con un análisis de la población ocupada, los trabajadores cuenta propia y los empleados asalariados que trabajan en empresas del sector privado. El eje central del análisis consiste en la desagregación del empleo por ramas de actividad económica.

Posteriormente, el capítulo se enfoca en las ocupaciones más importantes de la economía colombiana. El propósito del cambio de enfoque, de industria a ocupación, es explorar una hipótesis sobre el rezago del mercado laboral. La hipótesis consiste en que las empresas colombianas están haciendo ajustes en sus decisiones de contratación debido a una combinación de la crisis económica provocada por la pandemia y cambios tecnológicos que permiten ahorrar en la contratación de mano de obra. Esta hipótesis se estudia por medio de la teoría del contenido rutinario de las ocupaciones y el uso de fuentes de datos complementarias. El capítulo concluye con un análisis de la relación entre el nivel de autodeterminación laboral y el nivel de rezago o recuperación en el empleo de múltiples ocupaciones colombianas.

Dinámica de la población ocupada, los trabajadores cuenta propia y los empleados particulares

El número promedio de personas ocupadas en la economía colombiana fue cercano a 20,7 millones entre enero y agosto de 2021, lo cual representa un crecimiento del 7,7 % frente al nivel de ocupación del país durante los primeros ocho meses de 2020

¹⁰ Juan Camilo Chaparro, profesor auxiliar del Departamento de Economía de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT, Coordinador Técnico (junto con Gustavo García) del Observatorio Regional del Mercado de Trabajo para el Departamento de Antioquia (ORMET Antioquia), afiliado al Ministerio del Trabajo. E-mail: jcchaparrc@eafit.edu.co.

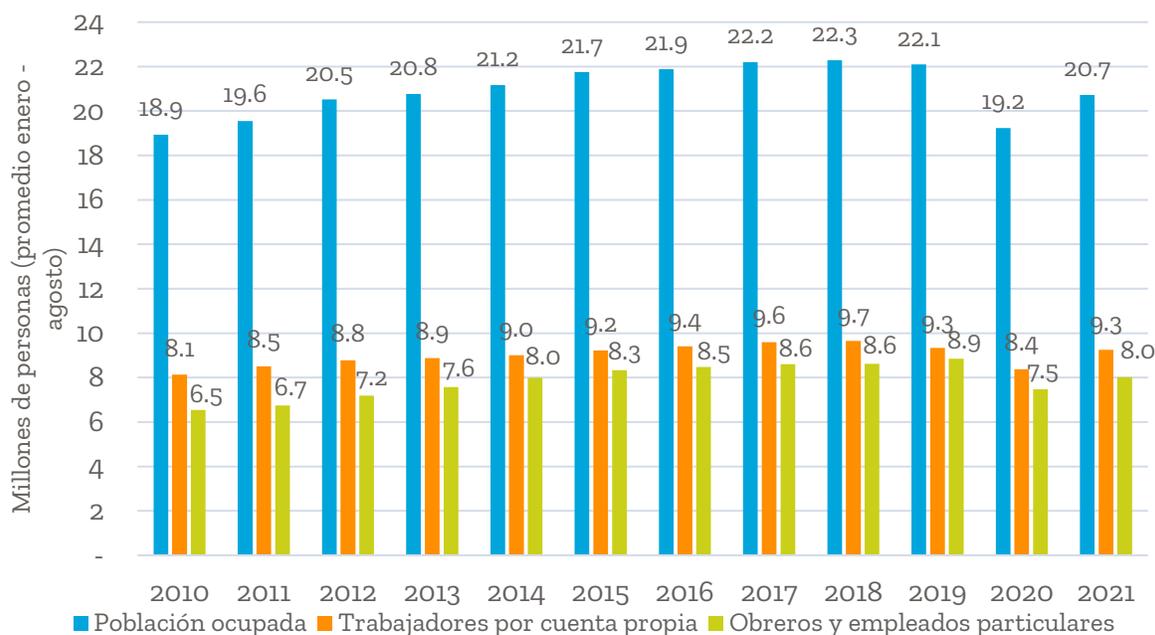
¹¹ Michael Alberto Cardona. Estudiante becario de la Maestría en Economía en la Universidad EAFIT y miembro activo del Grupo de Coyuntura Económica. E-mail: macardonar@eafit.edu.co.

(aproximadamente 19,2 millones de ocupados). A pesar del proceso de recuperación de la actividad económica, **hay un rezago importante en el nivel de empleo, pues el número promedio de personas ocupadas entre enero y agosto de 2021 ronda el nivel de empleo que alcanzó la economía colombiana ocho años atrás, en el año 2013** (Figura 13).

La gran mayoría de las personas ocupadas en Colombia (cerca del 83%) pertenece a una de dos posiciones ocupacionales: **son trabajadores por cuenta propia o son empleados particulares en una empresa del sector privado**. Por este motivo, la Figura 13 también presenta la evolución del número de trabajadores cuenta propia y el número de empleados particulares. Ambas categorías laborales se recuperaron parcialmente durante los primeros ocho meses de 2021, pero la tasa de crecimiento anual fue mayor para los trabajadores cuenta propia: 10,5 % para los cuentapropistas y 7,4 % para los empleados particulares.

El número de personas que trabajaron como cuentapropistas durante los primeros ocho meses de 2021 ha alcanzado los niveles previos al inicio de la pandemia (9,3 millones). En cambio, **persiste un rezago en el empleo asalariado en empresas del sector privado**. El número promedio de empleados particulares entre enero y agosto de 2021 (8,0 millones) es cercano al número de personas que trabajaron como empleados particulares hace siete años, en el año 2014.

Figura 13. Población ocupada, trabajadores por cuenta propia y empleados particulares. Total nacional, promedio enero - agosto, 2010 – 2021.



Fuente: cálculos propios con base en los microdatos anonimizados de la GEIH del DANE.

Para entender más a fondo los motivos detrás del rezago en la recuperación del mercado laboral, es valioso analizar la dinámica del empleo en las diferentes ramas de actividad económica. La [Tabla 6](#) desagrega el número promedio de personas ocupadas entre enero y agosto de 2019, 2020 y 2021 en trece ramas que abarcan todas las actividades económicas de la economía colombiana. Esta información permite contrastar el nivel de empleo antes, durante y después del momento más crítico de la crisis económica provocada por la pandemia. La última columna de la [Tabla 6](#) presenta un índice de recuperación sectorial, el cual se calculó como el número de personas ocupadas entre enero y agosto de 2021 como proporción del número de personas ocupadas dos años atrás, durante los primeros ocho meses de 2019. Por lo tanto, si el índice de recuperación es menor a 100 unidades, entonces el número de ocupados en la actividad económica analizada aún no habrá recuperado los niveles previos al inicio de la pandemia.

La situación más crítica ocurrió en las actividades artísticas, de entretenimiento y recreación (última fila de la [Tabla 6](#)). Este es un sector económico fuertemente afectado por las medidas de restricción que se tomaron en varias ciudades del país durante el tercer pico de la pandemia. Antes de la pandemia, entre enero y agosto de 2019, cerca de 2 millones de personas estaban ocupadas en dichas actividades económicas. Las medidas de restricción y la crisis económica del 2020 destruyeron cerca de 470 mil puestos de trabajo en las industrias de la recreación y el entretenimiento. Lamentablemente, durante 2021 aún no ha sido posible recuperar dichos puestos de trabajo.

El caso de la industria manufacturera también es preocupante (tercera fila de la [Tabla 6](#)). El índice de recuperación sectorial de la industria manufacturera es igual a 88,3 unidades, lo que implica que **el número de personas ocupadas en este importante sector durante los primeros ocho meses de 2021 (aproximadamente 2.2 millones) es 11,7 % inferior al número de personas que trabajaron en la industria manufacturera entre enero y agosto de 2019** (cerca de 2.5 millones). De las trece ramas de actividad económica analizadas, únicamente la explotación de minas y canteras, junto con el suministro de electricidad, gas y agua, logró una recuperación laboral importante que le haya permitido al sector superar el nivel de empleo prevalente antes del inicio de la pandemia (cuarta fila de la [Tabla 6](#)).

Tabla 6. Población ocupada según rama de actividad económica. Total nacional, promedio enero - agosto, 2019 – 2021.

Gran Encuesta Integrada de Hogares Población ocupada según ramas de actividad CIU 4 A.C Total Nacional	Promedio enero - agosto Número de personas			Índice de recuperación sectorial entre 2019 y 2021 = (C / A) * 100 [2019 = 100]
	2019 (A)	2020 (B)	2021 (C)	
Ocupados, Total Nacional	22,096,174	19,236,648	20,717,782	93.8
No informa	269	9,990	865	-
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	3,474,206	3,239,495	3,272,827	94.2
Industria manufacturera	2,483,929	2,078,905	2,194,226	88.3
Explotación de minas y canteras; suministro de electricidad, gas y agua	393,525	440,991	467,707	118.9
Construcción	1,475,456	1,271,249	1,468,220	99.5
Comercio y reparación de vehículos	4,225,579	3,628,739	4,051,557	95.9
Alojamiento y servicios de comida	1,597,678	1,357,313	1,531,528	95.9
Transporte y almacenamiento	1,542,925	1,366,798	1,509,824	97.9
Información y comunicaciones	331,978	291,486	317,337	95.6
Actividades financieras y de seguros	314,731	287,797	290,324	92.2
Actividades inmobiliarias	277,232	225,294	264,683	95.5
Actividades profesionales, científicas, técnicas y servicios administrativos	1,343,642	1,243,858	1,335,502	99.4
Administración pública y defensa, educación y atención de la salud humana	2,544,458	2,173,346	2,287,287	89.9
Actividades artísticas, entretenimiento, recreación y otras actividades de servicios	2,090,564	1,621,390	1,725,896	82.6

Fuentes: cálculos propios con base en los microdatos anonimizados de la GEIH - DANE para 2020 y 2021; anexos técnicos de la GEIH del DANE para 2019, disponibles en: <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/mercado-laboral/empleo-y-desempleo>

El proceso de recuperación sectorial del mercado de trabajo ha sido diferente según la posición ocupacional del trabajador. Es decir, la dinámica del trabajo por cuenta propia ha sido diferente a la dinámica del empleo particular en empresas del sector privado. La **Tabla 7** y la **Tabla 8** permiten analizar y contrastar ambas dinámicas. La **Tabla 7** reporta el número de trabajadores por cuenta propia en cada una de las trece ramas de actividad económica durante los primeros ocho meses de 2020 y 2021. La última columna de la tabla reporta la variación porcentual entre ambos puntos en el tiempo. La **Tabla 8** tiene la misma estructura, pero presenta la información que corresponde a los empleados particulares en empresas privadas en cada sector económico.

El número de trabajadores por cuenta propia creció en todos los sectores de la economía colombiana entre enero y agosto de 2020 y el mismo periodo de 2021 (**Tabla 7**). La variación porcentual anual fue mayor al 15 % en la administración pública, servicios de educación y salud (26,4 %), las actividades inmobiliarias (21,1 %), la construcción (17,8 %), las actividades financieras (17,5 %) y las actividades profesionales, científicas y técnicas (17,1 %).

Este aumento del trabajo por cuenta propia de forma transversal en casi todos los sectores de la economía colombiana es una noticia agrídulce. Desde un punto de

vista positivo, el aumento es producto de la decisión de cientos de miles de trabajadores de retomar sus actividades económicas tras el fin del periodo más estricto de restricciones a la actividad económica en medio de la pandemia. Desde un punto de vista negativo, es también el reflejo del problema estructural que tiene el mercado laboral colombiano para generar de forma masiva empleos asalariados, formales y estables. Por lo tanto, el resto de este capítulo se enfocará en la dinámica de los puestos de trabajo de empleados particulares asalariados que trabajan en empresas del sector privado.

Tabla 7. Trabajadores por cuenta propia según rama de actividad económica. Total nacional, promedio enero - agosto, 2020 y 2021.

Gran Encuesta Integrada de Hogares Trabajadores por cuenta propia según ramas de actividad CIIU 4 A.C Total Nacional	Promedio enero - agosto Número de personas		Variación porcentual entre enero / agosto de 2020 y enero / agosto de 2021
	2020	2021	
Trabajadores por cuenta propia, Total Nacional	8,380,771	9,257,088	10,5 %
No informa	4,844	252	-
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	1,647,718	1,731,631	5.1%
Industria manufacturera	670,993	709,110	5.7%
Explotación de minas y canteras; suministro de electricidad, gas y agua	158,684	174,611	10.0%
Construcción	557,231	656,628	17.8%
Comercio y reparación de vehículos	1,813,006	2,010,121	10.9%
Alojamiento y servicios de comida	648,928	684,996	5.6%
Transporte y almacenamiento	897,318	1,028,481	14.6%
Información y comunicaciones	73,086	78,739	7.7%
Actividades financieras y de seguros	27,949	32,849	17.5%
Actividades inmobiliarias	33,227	40,238	21.1%
Actividades profesionales, científicas, técnicas y servicios administrativos	589,973	690,615	17.1%
Administración pública y defensa, educación y atención de la salud humana	457,492	578,361	26.4%
Actividades artísticas, entretenimiento recreación y otras actividades de servicios	800,322	840,459	5.0%

Fuentes: cálculos propios con base en los microdatos anonimizados de la GEIH - DANE.

La solución a los problemas de largo plazo del mercado laboral colombiano pasa por la generación sostenida de puestos de trabajo en el sector privado, con salarios estables y una productividad laboral creciente. La [Tabla 8](#) reporta el número de empleados particulares, por rama de actividad económica, durante los primeros ocho meses de 2020 y 2021. La dinámica del trabajo asalariado ha sido muy dispareja entre los diferentes sectores de la economía colombiana. La recuperación del empleo asalariado fue importante en los sectores de la construcción, el comercio, los servicios de alojamiento, los servicios de información y comunicaciones, y las actividades

inmobiliarias. La tasa de variación porcentual del número de empleados particulares en cada uno de estos cinco sectores, entre enero y agosto de 2020 y el mismo periodo en 2021, fue mayor al 10 %.

Es preocupante que, en algunos sectores de la economía colombiana, el nivel de empleo promedio durante los primeros ocho meses de 2021 fue incluso inferior al nivel durante el momento más crítico de crisis económica, es decir los primeros ocho meses de 2020. Esto puede ser señal de que en dichos sectores productivos las empresas colombianas están tomando decisiones importantes para cambiar sus procesos de producción, con el propósito de utilizar tecnologías que permitan ahorrar costos asociados a la contratación de mano de obra. Las contracciones más fuertes ocurrieron en las actividades financieras y de seguros (-2,7 %), los servicios de educación (-1,3 %) y las actividades profesionales, científicas y técnicas (-1,2 %).

Tabla 8. Empleados particulares según rama de actividad económica. Total nacional, promedio enero - agosto, 2020 y 2021.

Gran Encuesta Integrada de Hogares Obreros y empleados particulares según ramas de actividad CIIU 4 A.C Total Nacional	Promedio enero - agosto Número de personas		Variación porcentual entre enero / agosto de 2020 y enero / agosto de 2021
	2020	2021	2021
Obreros y empleados particulares, Total Nacional	7,470,615	8,022,905	7,4 %
No informa	4,000	613	-
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	427,946	431,824	0.9%
Industria manufacturera	1,260,689	1,328,330	5.4%
Explotación de minas y canteras; suministro de electricidad, gas y agua	252,730	263,270	4.2%
Construcción	653,918	737,303	12.8%
Comercio y reparación de vehículos	1,455,664	1,661,399	14.1%
Alojamiento y servicios de comida	505,541	652,574	29.1%
Transporte y almacenamiento	443,898	449,537	1.3%
Información y comunicaciones	205,258	227,067	10.6%
Actividades financieras y de seguros	246,887	240,214	-2.7%
Actividades inmobiliarias	188,118	221,020	17.5%
Actividades profesionales, científicas, técnicas y servicios administrativos	609,554	602,342	-1.2%
Administración pública y defensa, educación y atención de la salud humana	933,280	921,278	-1.3%
Actividades artísticas, entretenimiento, recreación y otras actividades de servicios	283,131	286,136	1.1%

Fuentes: cálculos propios con base en los microdatos anonimizados de la GEIH - DANE.

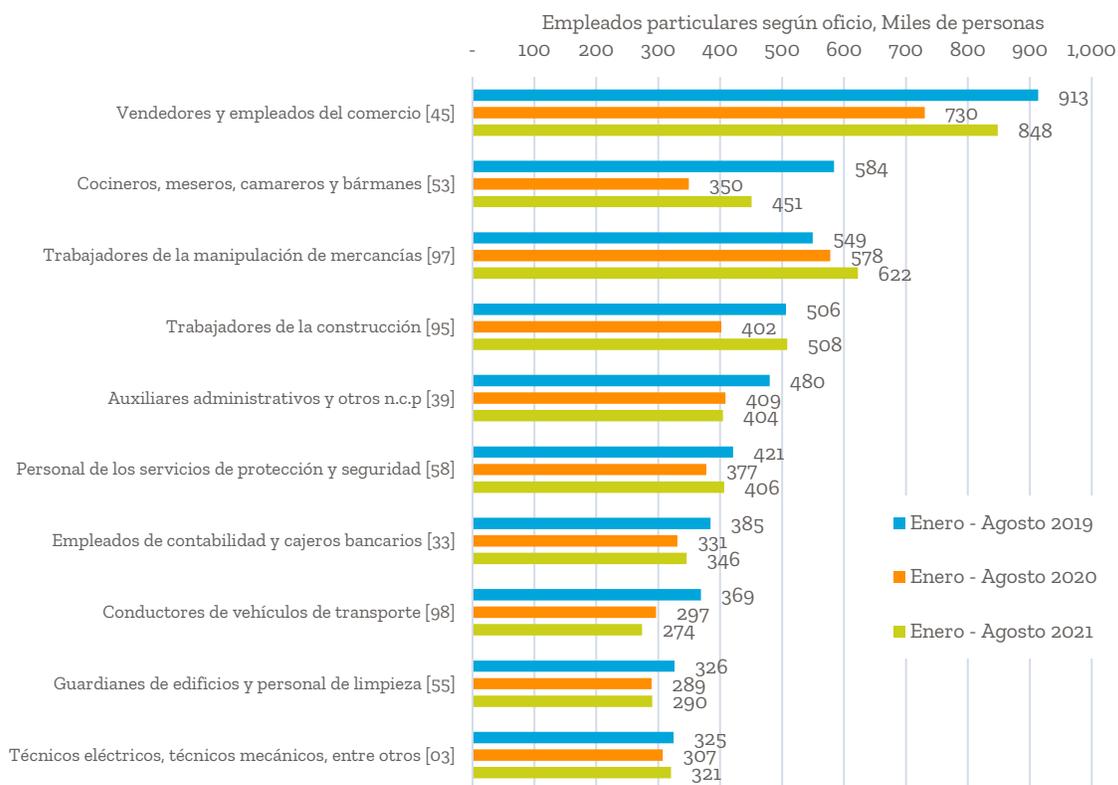
Dinámica de las principales ocupaciones de la economía colombiana

Para explorar más a fondo la hipótesis asociada con las decisiones de largo plazo del empresariado colombiano es necesario entender qué ha ocurrido con el empleo particular desde el punto de vista de las múltiples ocupaciones que integran el mercado laboral nacional. La Gran Encuesta Integrada de Hogares del DANE recolecta información sobre el oficio que realizan las personas ocupadas en su lugar de trabajo. La información recolectada se organiza por medio de la Clasificación Nacional de Ocupaciones de 1970 (C.N.O. 1970), una clasificación que categoriza las ocupaciones en 82 oficios diferentes, cada uno identificado por medio de un código de 2 dígitos. A continuación, se ofrece un análisis de los empleados particulares en Colombia desde el punto de vista ocupacional.

La **Figura 14** presenta el número de personas con un empleo particular asalariado para las diez ocupaciones más importantes del mercado laboral colombiano, según el nivel de empleo promedio entre enero y agosto de 2019. La figura reporta el número de empleados particulares en cada ocupación antes, durante y después del momento más crítico de la crisis económica provocada por la pandemia. Las diez ocupaciones más importantes representaron un poco más de 4.8 millones de puestos de trabajo, o aproximadamente 54,9 % del número de empleados particulares asalariados que trabajaron durante los primeros ocho meses de 2019.

La ocupación más grande de la economía colombiana es aquella que agrupa a los vendedores y empleados del comercio, en la cual trabajaron cerca de 913 mil personas entre enero y agosto de 2019, bajo la figura de empleados particulares asalariados. Note que no se están tomando en cuenta los trabajadores cuenta propia para este análisis por ocupación. El empleo asalariado de vendedores y empleados del comercio cayó a 730 mil personas durante los primeros ocho meses de 2020 y aumentó hasta 848 mil personas durante el mismo periodo en 2021. Es decir, la ocupación más importante de la economía colombiana se ha recuperado parcialmente pero aún no ha llegado a los niveles de empleo asalariado que generaba antes de la crisis del 2020.

Figura 14. Nivel de empleo asalariado en las diez ocupaciones más importantes, 2019 - 2021. Total nacional, promedio enero - agosto, oficios de la Clasificación Nacional de Ocupaciones de 1970



Fuente: cálculos propios con base en los microdatos anonimizados de la GEIH del DANE. El código C.N.O 1970 de cada oficio se encuentra en corchetes cuadrados al final de cada nombre.

Existen patrones muy diferentes en la evolución del empleo generado en las ocupaciones más importantes del país en años recientes (Figura 14). Un grupo de ocupaciones perdieron puestos de trabajo durante la crisis de 2020 y han recuperado una fracción de los puestos perdidos, sin aún alcanzar los niveles de empleo previos a la crisis. Este es el caso de las ocupaciones asociadas con los servicios de bares y restaurantes (cocineros, meseros, camareros y bármanes), el personal que presta servicios de protección y seguridad, y los empleados de contabilidad y cajeros bancarios.

Otro patrón preocupante ocurre en aquellas ocupaciones que sufrieron una caída en el empleo asalariado durante la crisis del 2020 y que de nuevo sufrieron una contracción durante los primeros ocho meses de 2021. Este es el caso de los auxiliares administrativos, los conductores de vehículos de transporte, los guardianes de edificios y el personal de limpieza institucional, diferente a servicio doméstico de aseo. Los empleos asalariados que se han perdido en estas tres categorías ocupacionales, entre 2019 y 2021, equivalen a 206 mil puestos de trabajo.

Los múltiples patrones en la dinámica laboral de las ocupaciones son una invitación a estudiar más a fondo posibles cambios estructurales en el mercado laboral colombiano que hayan sido detonados por la crisis económica del 2020. Un análisis detallado requiere de teorías y métricas que permitan comparar ocupaciones entre sí.

Según la teoría del contenido rutinario de las ocupaciones, toda ocupación se puede clasificar a lo largo de dos dimensiones (Acemoglu y Autor, 2011; Autor y Handel, 2013; Dicarlo et al, 2016). La primera dimensión es el balance entre tareas cognitivas y tareas físicas. Por ejemplo, los meseros tienen una alta carga de tareas físicas, mientras que los auxiliares contables tienen que ejecutar un alto componente de tareas cognitivas. La segunda dimensión es el balance entre tareas rutinarias y tareas no rutinarias. Las tareas rutinarias son susceptibles de ser automatizadas o sustituidas por capital y tecnologías que ahorran trabajo. Continuando con el ejemplo anterior, los meseros y los auxiliares contables tienen en común que ambas ocupaciones tienen un alto contenido de tareas rutinarias. La diferencia radica en que los meseros deben realizar múltiples tareas rutinarias con una alta demanda física, mientras que los auxiliares contables son responsables de tareas rutinarias con un alto contenido cognitivo.

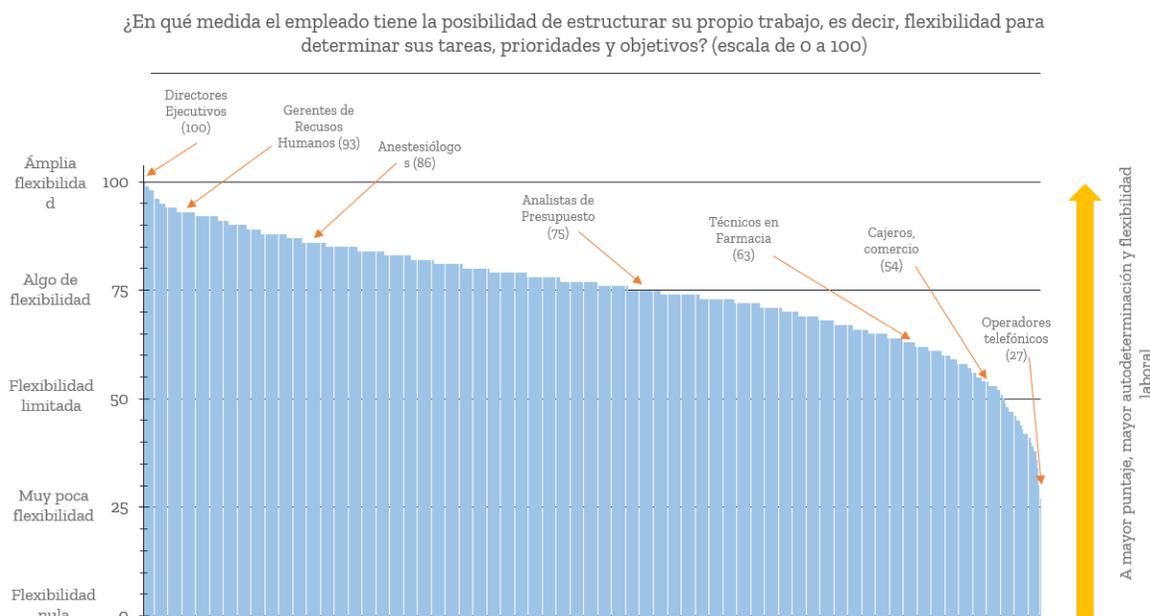
Lamentablemente, en Colombia no tenemos una fuente de información que permita cuantificar y comparar el contenido rutinario de las ocupaciones, pero es posible superar este obstáculo. La literatura internacional al respecto ha utilizado como fuente de información el *Occupational Information Network* (O*Net), una base de datos pública, financiada por el Departamento del Trabajo de los Estados Unidos, que recolecta y reporta cientos de métricas entorno a los conocimientos, las destrezas, las tareas y demás características para aproximadamente 800 ocupaciones.¹² La base de datos O*Net se ha utilizado previamente en otros estudios en América Latina para diagnosticar la sobreeducación de los trabajadores en algunas ocupaciones mexicanas (Arias-Ortiz y Ñopo, 2015) y para medir el riesgo idiosincrático de contagio en las principales ocupaciones del mercado laboral antioqueño al inicio de la actual pandemia (Tamayo, Villca y Chaparro, 2020).

La **Figura 15** presenta información de O*Net para aproximadamente 870 ocupaciones. La variable del eje vertical mide el nivel de autodeterminación laboral en cada ocupación, en una escala de 0 a 100. El nivel de autodeterminación laboral es calculado en O*Net por medio de cientos de respuestas a la siguiente pregunta: "¿En qué medida el empleado que ejerce esta ocupación tiene la posibilidad de estructurar su propio trabajo, es decir, flexibilidad para determinar sus tareas, prioridades y objetivos?". Aquellas ocupaciones donde el trabajador debe ejercer un mayor número de tareas rutinarias suelen ser también ocupaciones con un menor nivel de

¹² Para mayor información sobre la información disponible en la base de datos del *Occupational Information Network*, se recomienda visitar la página <https://www.onetonline.org>, consultar el trabajo seminal de Peterson y coautores (2001), y tomar en cuenta la discusión en Chaparro (2016).

autodeterminación laboral. Por ejemplo, según la información presentada en la **Figura 15**, los gerentes de recursos humanos ejercen pocas tareas rutinarias y tienen un alto nivel de autodeterminación laboral (93 sobre 100); por su parte, los cajeros en establecimientos de comercio deben realizar una gran cantidad de tareas rutinarias y tienen un bajo nivel de autodeterminación laboral (54 sobre 100).¹³

Figura 15. Ocupaciones según su nivel de autodeterminación laboral (873 ocupaciones).

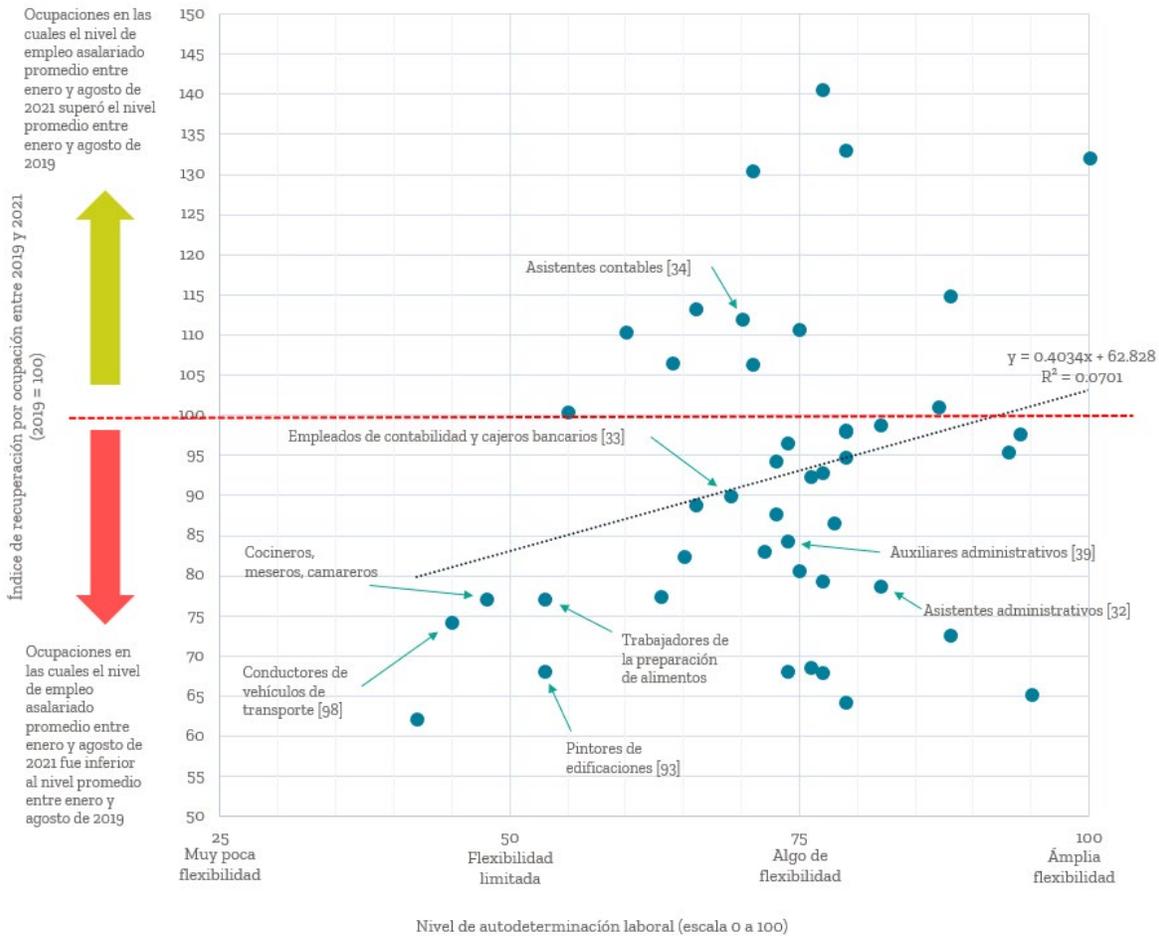


Fuente: Occupational Information Network (O*Net). Departamento del Trabajo de los Estados Unidos. La métrica de autodeterminación laboral está basada en la variable 4.C.3.b.8 sobre trabajo estructurado vs. trabajo no estructurado, la cual hace parte del dominio de preguntas sobre el contexto laboral (*work context*). Los datos originales para las 873 ocupaciones reportadas en la figura están disponibles en la siguiente página del Occupational Information Network: <https://www.onetonline.org/find/descriptor/result/4.C.3.b.8>

El propósito del análisis que se presenta a continuación es determinar si existe alguna relación entre el nivel de recuperación del empleo asalariado entre 2019 y 2021 y el nivel de autodeterminación laboral para las principales ocupaciones del mercado laboral colombiano. La **Figura 16** sintetiza la información necesaria para el análisis. Cada punto en la figura corresponde a una ocupación colombiana de la Clasificación Nacional de Ocupaciones de 1970. La única restricción que cumplen las 45 ocupaciones incluidas en la figura, por cuestiones de representatividad estadística, es que el nivel de empleo asalariado en cada una de ellas durante 2019 fue al menos 0,1 % de la población económicamente activa (aproximadamente 24.800 personas). Las 45 ocupaciones colombianas utilizadas en la construcción de la **Figura 16** generaron el 94 % del empleo particular asalariado durante los primeros ocho meses de 2019.

¹³ La variable de autodeterminación laboral hace parte del dominio sobre contexto laboral (*work context*) del Occupational Information Network. La información completa y detallada para las 873 ocupaciones de la Figura 15 se puede consultar en: <https://www.onetonline.org/find/descriptor/result/4.C.3.b.8>

Figura 16. Recuperación del empleo y nivel de autodeterminación laboral, 45 ocupaciones. Oficios de la Clasificación Nacional de Ocupaciones de 1970.



Fuente: cálculos propios con base en los microdatos anonimizados de la GEIH del DANE. El código C.N.O 1970 de cada oficio se encuentra en corchetes cuadrados al final de cada nombre. Se construyó una correlativa entre la Clasificación Nacional de Ocupaciones de 1970 y la clasificación O*Net Standard Occupational Classification. La correlativa permite asignar a cada oficio colombiano un puntaje de autodeterminación laboral de O*Net.

El eje horizontal de la Figura 16 mide el nivel de autodeterminación laboral de las ocupaciones colombianas: entre mayor es el puntaje, mayor es el nivel de autodeterminación.¹⁴ El eje vertical mide la recuperación o el rezago en el empleo asalariado de cada ocupación. El índice de recuperación se calculó como el nivel de empleo promedio en cada ocupación entre enero y agosto de 2021 como proporción del nivel de empleo que generó la misma ocupación dos años atrás, durante los primeros ocho meses de 2019. Por lo tanto, las ocupaciones que se encuentran por debajo de la

¹⁴ Se construyó una correlativa entre 82 códigos a dos dígitos de la Clasificación Nacional de Ocupaciones de 1970 e igual número de ocupaciones de la clasificación O*Net Standard Occupational Classification (SOC) a ocho dígitos. Por ejemplo, el oficio colombiano de vendedores y empleados del comercio (código 45) se vinculó con la ocupación SOC "Retail Salespersons" (código 41-2031.00). La correlativa permite asignar una medida del nivel de autodeterminación laboral de la base de datos O*Net (Figura 15) a cada una de las ocupaciones colombianas incluidas en la Figura 16.

línea roja punteada (100 unidades) corresponden a aquellos casos en los cuales no ha sido posible recuperar el nivel de empleo asalariado previo a la crisis.

Solamente 13 de las 45 ocupaciones representadas en la [Figura 16](#) ha logrado superar el nivel de empleo previo al inicio de la crisis (índice de recuperación por ocupación superior a las 100 unidades). Más aún, ninguna ocupación con un nivel de autodeterminación laboral bajo (inferior a 55 puntos en la escala de 0 a 100) ha logrado retornar a los niveles de empleo asalariado prevalentes en 2019.

Los servicios administrativos y de contabilidad son transversales a todos los sectores de la economía colombiana. El nivel de empleo de asistentes contables (código 34) ya superó el nivel de empleo previo al inicio de la crisis económica (35 mil puestos de trabajo en los primeros ocho meses de 2021 contra 31 mil puestos de trabajo en los mismos meses en 2019). Sin embargo, otras ocupaciones asociadas con los servicios administrativos y de contabilidad aún tienen un fuerte rezago en el nivel de empleo asalariado. Este es el caso de los asistentes administrativos (código 32), los empleados de contabilidad y cajeros bancarios (código 33) y los auxiliares administrativos (código 39). Cerca de 994 mil personas trabajaban en alguna de estas tres ocupaciones en 2019 como empleados asalariados del sector privado; dos años más tarde, entre enero y agosto de 2021, solamente 853 mil trabajadores se encontraron en la misma situación.

En conclusión, los principales rezagos en la recuperación del empleo en Colombia son producto de los drásticos choques negativos que experimentaron de forma desproporcionada algunos sectores económicos, como es el caso de la industria del entretenimiento y la recreación. Sin embargo, existe evidencia de que algunas ocupaciones con un mediano contenido rutinario, asociadas principalmente a procesos administrativos y contables, no se han recuperado al mismo ritmo que lo ha hecho la producción de la economía colombiana. Si este fenómeno corresponde a un cambio permanente en las decisiones de contratación de las empresas colombianas, entonces el rezago entre la dinámica laboral y la dinámica del valor agregado persistirá a futuro.

Referencias

- Acemoglu, D. & Autor, D. (2011). Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings. Capítulo 12, *Handbook of Labor Economics*, 4b, 1043–1171, Elsevier, [https://doi.org/10.1016/S0169-7218\(11\)02410-5](https://doi.org/10.1016/S0169-7218(11)02410-5)
- Arias-Ortiz, E. & Ñopo, H. (2015). When supply fails to meet demand. Quantifying the skill mismatch in Mexico 2012-2013, Informe presentado en la conferencia XX LACEA Bolivia, <https://www.researchgate.net/publication/321275145> When supply fails to meet demand Quantifying the skill mismatch in Mexico 2012-2013
- Autor, D., & Handel, M. (2013). Putting Tasks to the Test: Human Capital, Job Tasks, and Wages. *Journal of Labor Economics*, 31(2), S59-S96, <https://doi.org/10.1086/669332>
- Chaparro, J. (2016). The skill content of occupational choice: could O*Net be a valuable research tool for Latin America?. Nota de difusión académica publicada en Vox Lacea, Marzo, http://vox.lacea.org/?q=blog/skill_occupational_choice
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (2021). Gran Encuesta Integrada de Hogares. Microdatos anonimizados, <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/mercado-laboral/empleo-y-desempleo>
- Departamento de Trabajo de los Estados Unidos. (2021). Occupational Information Network, <https://www.onetonline.org/>
- Dicarlo, E., Lo Bello, S., Monroy-Taborda, S., Oviedo, A., Sanchez-Puerta, M., & Santos, I. (2016). The Skill Content of Occupations across Low and Middle Income Countries: Evidence from Harmonized data. IZA Discussion Paper No. 10224, <https://ftp.iza.org/dp10224.pdf>
- Peterson, N. G., Mumford, M. D., Borman, W. C., Jeanneret, P. R., Fleishman, E. A., Levin, K. Y., Campion, M. A., Mayfield, M. S., Morgeson, F. P., Pearlman, K., Gowing, M., Lancaster, A., Silver, M., Dye, D. (2001). Understanding Work using the Occupational Information Network (O*Net): Implications for Practice and Research. *Personnel Psychology*, 54(2), 451–492, <https://doi.org/10.1111/j.1744-6570.2001.tb00100.x>
- Tamayo, C., Villca, A. & Chaparro, J. (2020). Riesgo idiosincrático y reactivación sectorial, Capítulo 4, Políticas y estrategias para la reactivación económica gradual, segura y controlada en tiempos de COVID-19, Proantioquia, <https://www.proantioquia.org.co/sites/default/files/2020-08/documentos/ESTRATEGIAS-DE-APERTURA-COVID-19.pdf>

Capítulo 5

Inflación y política monetaria

*Carlos Esteban Posada P.*¹⁵

*Liz Londoño-Sierra*¹⁶

En 2020 la aparición del COVID-19 incrementó de manera abrupta y notable la incertidumbre mundial en los mercados. Ante la recesión, se hicieron esfuerzos en materia de política monetaria y fiscal para contener sus efectos sobre las economías. Los bancos centrales adoptaron acciones coordinadas que incluyeron reducciones de la tasa de interés y una mayor provisión de liquidez al sistema. Diecinueve meses después de decretarse la cuarentena en Colombia el panorama postpandémico es de tonalidad variada: recuperación económica con altos niveles de endeudamiento, déficits de cuenta corriente, abundante liquidez y creciente inflación. Es el momento de continuar endureciendo la política monetaria para mitigar el impacto de la normalización de las políticas monetarias de los países avanzados (que está en mora) sobre las economías emergentes.

Existen posiciones contrarias al aumento de la tasa de interés de política monetaria con el argumento que esta medida puede afectar el ritmo de recuperación de la producción interna al aumentar los costos de endeudamiento de las familias y empresas. Vale aclarar que este es un dilema estático; se olvidan del dilema intertemporal que se presenta al mantener inamovibles las tasas de interés, a saber: el incremento de las expectativas de inflación tiene, con rezago, un efecto negativo sobre el crecimiento económico futuro.

Las variaciones del IPC

El índice de precios al consumidor (IPC; total nacional) aumentó 0,01 % en octubre frente a septiembre de este año, así que la inflación en año completo (el aumento del IPC entre octubre del año pasado y el mismo mes de este) fue 4,5 %, el dato más alto desde abril de 2017 (en diciembre de ese año la inflación anual fue 4,09 %).

¹⁵ Carlos Esteban Posada P. Profesor del Departamento de Economía, integrante del grupo de Coyuntura Económica; Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. cposad25@eafit.edu.co

¹⁶ Liz Londoño-Sierra. Profesora de cátedra del Departamento de Economía, estudiante del Doctorado en Economía; Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. llondo11@eafit.edu.co

La contribución a la inflación de octubre fue asociada, principalmente, a las siguientes divisiones de gasto: alimentos y bebidas no alcohólicas (0,15 %), alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles (0,09 %), transporte (0,06 %) y restaurantes y hoteles (0,05 %). El mayor incremento se registró en productos como la carne de res, de cerdo, aves, frutas frescas, legumbres, leche y productos de río y mar, que afectan el precio de los alimentos que se consumen tanto en el interior como por fuera del hogar.

Como se observa en la [Tabla 9](#) la inflación mensual de octubre se vio contrarrestada por los comportamientos de los precios en algunas divisiones de gasto que presentaron disminución tales como información y comunicación, prendas de vestir y calzado, recreación y cultura, con una contribución a la inflación mensual de -0,16 %, -0,12 % y -0,07 %, respectivamente. Esta disminución estuvo jalonada fundamentalmente por medidas como el día sin IVA.

Tabla 9. Variación mensual, año corrido y anual mensualizada del IPC por división de gasto. Octubre 2021.

Divisiones	Ponderación en la canasta	Variación Mensual	Año corrido	Anual
Alimentos Y Bebidas No Alcohólicas	15,05	0,89	13,21	13,76
Restaurantes Y Hoteles	9,43	0,53	6,72	7,55
Salud	1,71	0,50	3,65	3,91
Transporte	12,93	0,50	4,29	4,39
Bebidas Alcohólicas Y Tabaco	1,70	0,46	3,34	3,46
Alojamiento, Agua, Electricidad, Gas Y Otros Combustibles	33,12	0,29	3,06	3,72
Muebles, Artículos Para El Hogar Y Para La Conservación Ordinaria Del Hogar	4,19	0,29	3,82	3,81
Bienes Y Servicios Diversos	5,36	0,29	3,41	3,65
Educación	4,41	-0,07	2,91	-0,29
Recreación Y Cultura	3,79	-0,21	0,89	1,06
Prendas De Vestir Y Calzado	3,98	-3,45	-1,58	-2,44
Información Y Comunicación	4,33	-6,79	-12,16	-12,23
Inflación		0,01	4,33	4,51

Fuente: DANE (2021a).

En la [Tabla 2](#) se observa que el comportamiento de la inflación en el año 2021 no solo es consecuencia de los bajos precios que se presentaron en 2020 ante el choque de oferta y posterior recesión mundial. Creemos que existen factores macroeconómicos que predominan sobre los microeconómicos. En la columna (A) se calcula la inflación de 2021 con respecto al mismo mes del año inmediatamente anterior, mientras que en la columna (B) se calcula la inflación de 2021 con respecto al mismo mes, pero del año 2019 (año sin pandemia). El exceso de inflación (C) podría explicarse en proporción significativa por los aumentos casi continuos de la tasa de cambio (pesos/dólar) a lo largo del presente año.

Tabla 10. Inflación anual mensualizada del IPC.

Mes	Inflación 2019	Inflación 2020	Inflación 2021 (A)	Inflación 2021/2019 (B)	Exceso de inflación 2021 (C) = (B) - (A)
Enero	3,15	3,62	1,60	5,28	3,68
Febrero	3,01	3,72	1,56	5,34	3,77
Marzo	3,22	3,85	1,51	5,41	3,91
Abril	3,25	3,51	1,95	5,52	3,57
Mayo	3,31	2,85	3,30	6,25	2,94
Junio	3,42	2,20	3,63	5,91	2,28
Julio	3,79	1,97	3,97	6,02	2,05
Agosto	3,76	1,87	4,44	6,40	1,96
Septiembre	3,81	1,97	4,51	6,57	2,05
Octubre	3,86	1,74	4,59	6,41	1,82
Noviembre	3,85	1,49			
Diciembre	3,80	1,62			

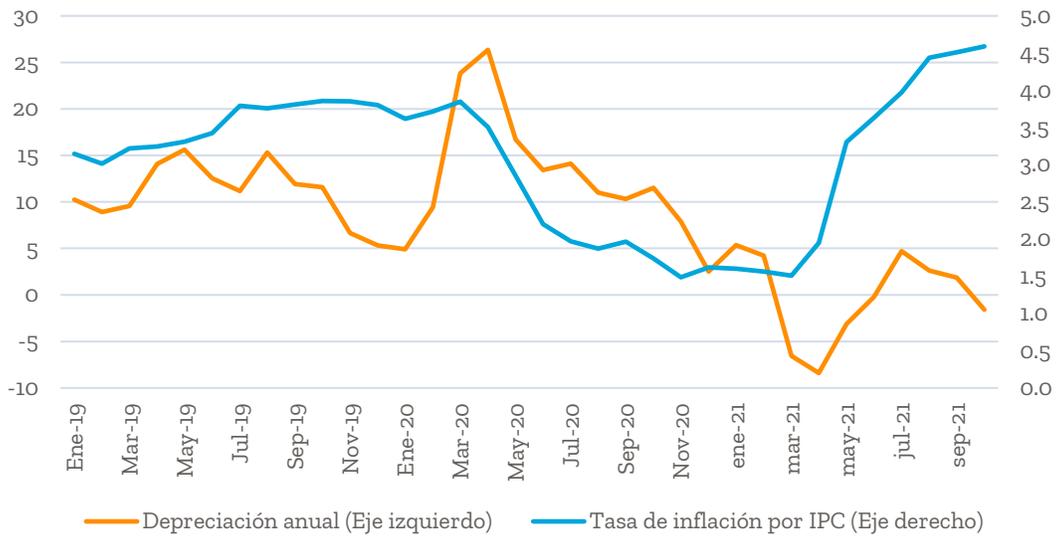
Fuente: Cálculos propios. DANE (2021b).

La tasa de cambio y expectativas de inflación

El nivel de la tasa de cambio depende de muchos factores, pero a lo largo de este año se han destacado tres: la percepción (de nacionales y extranjeros) de mayor riesgo, el valor externo del dólar (es decir, el valor frente a las principales monedas del mundo) y el precio del petróleo. Uno de los indicadores de riesgo es la prima sobre la tasa de interés de la deuda colombiana, EMBIG (*Emerging Markets Bond Index*), que ha estado capturando la mayor percepción de riesgo con respecto a las evoluciones económica y política del país.

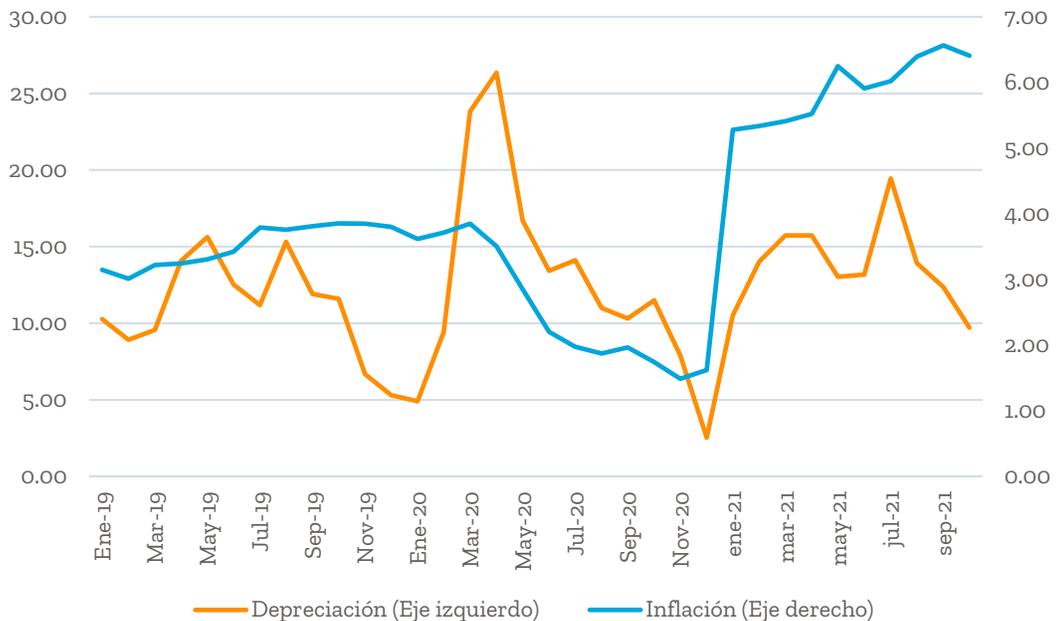
En las [Figura 17](#) y [Figura 18](#) se puede observar el comportamiento de la inflación y la depreciación anual. Dichas figuras evidencian el efecto de la depreciación sobre la inflación del año 2021 al ser comparado el IPC de forma tradicional (esto es, con respecto a 2020; [Figura 17](#)) y con respecto a un año sin pandemia, 2019 ([Figura 18](#)); lo que en la [Tabla 10](#) llamamos exceso de inflación.

Figura 17. Inflación anual mensualizada versus depreciación anual del peso frente al dólar (TRM promedio de cada mes frente al mismo mes del año anterior). Enero 2019 – octubre 2021.



Fuente: Cálculos propios. Departamento Nacional de Estadística -DANE-(2021b) y Banco de la República (2021c).

Figura 18. ¿Cómo fue la inflación colombiana en 2021 si se comparan los datos del IPC y tasa representativa del mercado con respecto a los del 2019?

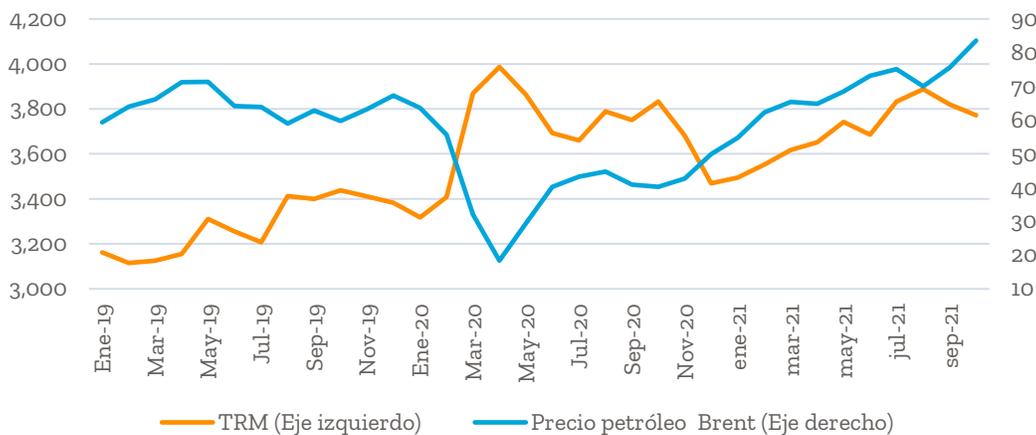


Fuente: Cálculos propios. Banco de la República (2021c) y DANE (2021b).

El precio del petróleo se ha recuperado, retornado a niveles similares a los de octubre de 2018. En la [Figura 19](#) es clara la correlación entre la menor depreciación del peso colombiano y el aumento del precio del petróleo. Sin embargo, se evidencia una

relación positiva entre enero y agosto de este año, lo que podría estar indicando dos cosas: la influencia de un mayor riesgo sobre la tasa de cambio o que el incremento del valor externo del dólar tuvo un efecto dominante positivo en la depreciación del peso (Figura 20 y Figura 21), y probablemente un efecto negativo sobre el precio del petróleo.

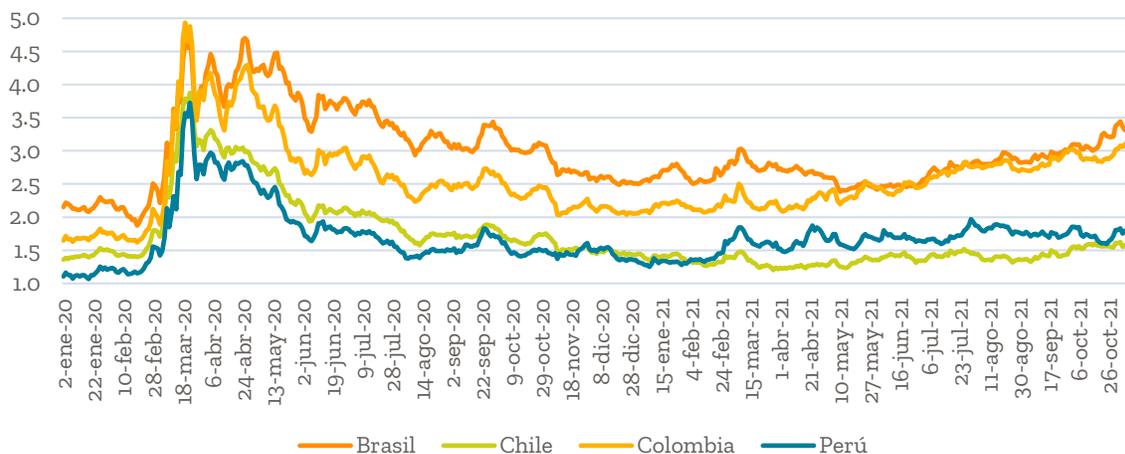
Figura 19. La tasa de cambio nominal (TRM) y el precio del petróleo (referencia Brent). Enero 2019 - octubre 2021.



Fuente: FRED. Federal Reserve Bank of St. Louis (2021) y DANE (2021c).

La percepción en los mercados se ha tornado pesimista desde abril a pesar de la normalización, en Colombia, de la situación de orden público en las ciudades y la aprobación del segundo proyecto de reforma tributaria presentado por el Gobierno. Esto quizás como consecuencia de que tal reforma incrementó los impuestos a las empresas y generó incentivos y presiones para aumentar el gasto público.

Figura 20. Indicador de prima de riesgo sobre la deuda de cada país: EMBIG (Emerging Markets Bonds Index). Enero 2020 – 10 de noviembre 2021.



Fuente: Invenómica (2021) con datos de J.P. Morgan Chase.

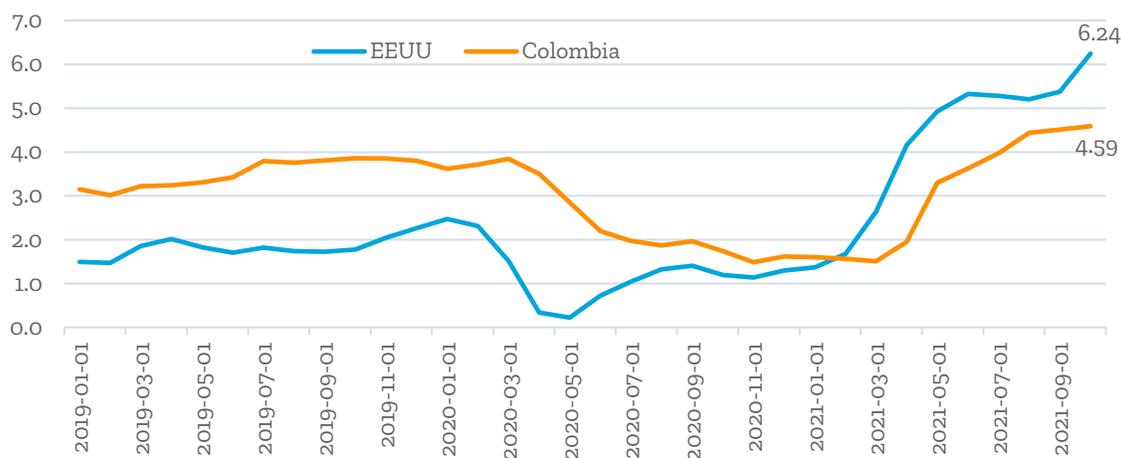
Figura 21. Valor del dólar con respecto a otras monedas (socios comerciales).



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis (2021).

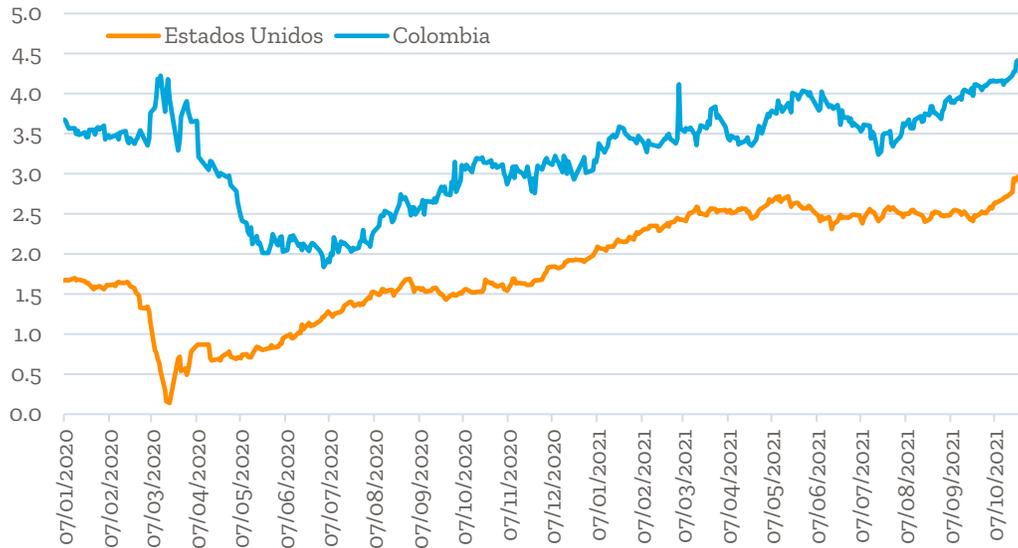
El nivel de precios colombiano, la tasa de cambio nominal, la inflación y la depreciación del peso se determinan de manera simultánea o casi simultánea, siendo el nivel de precios de Estados Unidos (y, por ende, su inflación) una variable que para Colombia es exógena y contribuye a determinar las variables del caso colombiano (Figura 22). La política monetaria de Estados Unidos está generando (vía demanda agregada) y permitiendo (vía choques de oferta) niveles de inflación que no se observaban desde hace treinta años, y las expectativas de inflación se encuentran ahora "desancladas" (Figura 23).

Figura 22. Inflación anual.



Fuente: Cálculos propios. DANE (2021b) y Federal Reserve Bank of St. Louis (2021).

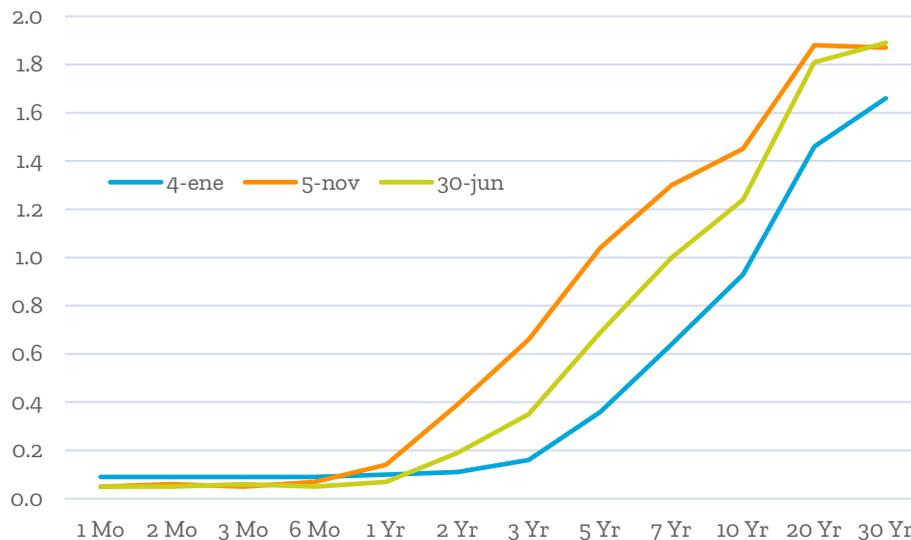
Figura 23. Expectativas de inflación para los próximos 5 años (implícitas en las negociaciones de títulos de deuda pública) Julio 2020 – octubre 2021. % anual.



Fuente: Cálculos propios. Federal Reserve Bank of St. Louis y Banco de la República (2021a). 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.

Las mayores expectativas sobre la tasa de crecimiento del PIB real de Estados Unidos y sobre su tasa de inflación media en los próximos cinco años están empujando al alza las tasas de rendimiento nominal de los títulos de mediano plazo de la deuda pública estadounidense (Figura 24)

Figura 24. Curvas de rendimiento de los títulos de deuda pública.

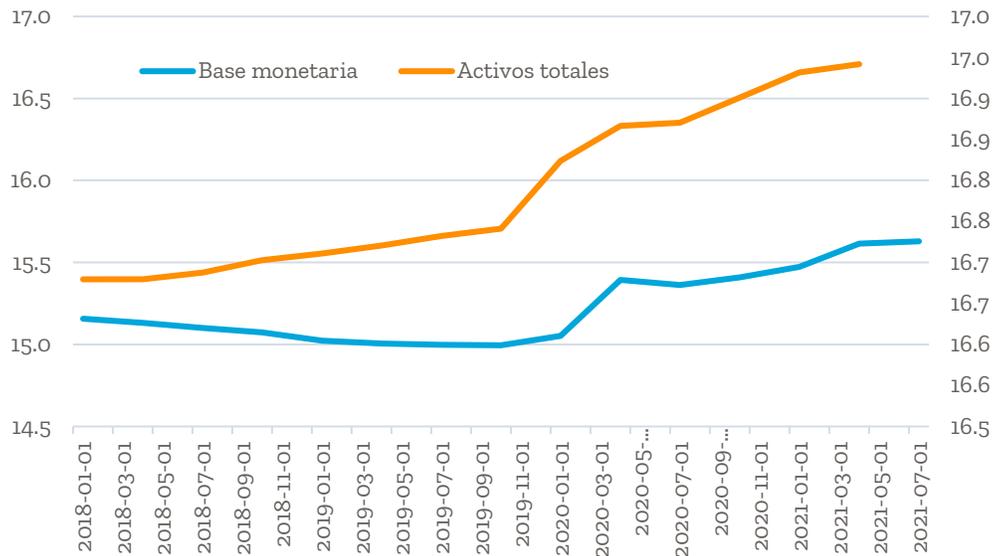


Fuente: U.S Department of the Treasury (2021).

Política monetaria

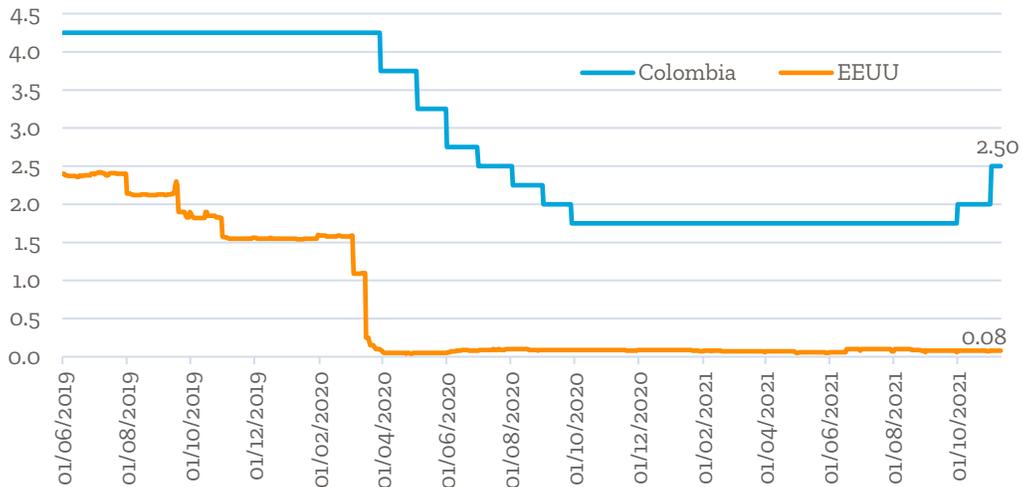
La inflación de Estados Unidos alcanzó los mismos niveles de comienzos de los años 90, en parte como consecuencia de la resistencia de la autoridad monetaria a iniciar una política contractiva por el temor de generar una crisis en el mercado de capitales y frenar el crecimiento económico de corto plazo. Las expectativas de inflación están aumentando y no fue suficiente la medida adoptada por la Reserva Federal, en su última reunión, de ponerle un tope al crecimiento de la oferta monetaria de manera paulatina hasta mediados de 2022 (Figura 25). Es altamente probable que en la reunión de diciembre los miembros que toman las decisiones aprueben incrementar la tasa de interés de política monetaria. Esto parece estar siendo anticipado en los mercados y por ello el incremento en el valor del dólar (Figura 21).

Figura 25. EE. UU. Activo total del balance general (trimestral) y base monetaria (mensual). Las variables están medidas en logaritmos.



Fuente: Cálculos propios. Federal Reserve Bank of St. Louis (2021).

Figura 26. Tasa de interés de política (Colombia) y tasa de "fondos federales" (Estados Unidos).
1 de junio de 2019 – 11 de noviembre de 2021. % (equivalente anual).



Fuente: Banco de la República (2021b) y Federal Reserve Bank of St. Louis (2021).

Con respecto a la política monetaria doméstica, nosotros esperamos (y nos parece conveniente) que el Banco de la República continúe aumentando de tasa de política en lo que resta de este año y en el siguiente (y que probablemente pueda situarla, en el mejor de los casos, en 3,5 % para mediados de 2022). Sobre este asunto, es importante entender que tales decisiones no tienen garantizado un efecto que pueda observarse inmediatamente sobre el IPC. Pero es indudable que de no haber aumentado la tasa y no continuar aumentándola, lo que podría pasar casi con certeza sería peor: permitir un aumento más rápido de la tasa de cambio, un desborde mayor y más prolongado de la inflación, el ascenso de las expectativas y, después, una consecuente recesión.

Referencias

- Banco de la República (2021a). *Tasa cero cupón en pesos y en UVR*.
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tes>
- Banco de la República (2021b). *Tasa de interés de política monetaria*.
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tasas-interes-politica-monetaria>
- Banco de la República (2021c). *Tasa representativa del mercado*.
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/trm>
- Federal Reserve System of St. Louis (FRED) (2021a). *Federal Funds Effective Rate [DFF]*.
<https://fred.stlouisfed.org/series/DFF>. November 12, 2021.
- Federal Reserve System of St. Louis (FRED) (2021b). *Nominal Broad U.S. Dollar Index [DTWEXBGS]*. <https://fred.stlouisfed.org/series/DTWEXBGS>, November 12.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2021c). *5-Year Breakeven Inflation Rate [T5YIE]*.
<https://fred.stlouisfed.org/series/T5YIE>, November 7.
- Departamento Nacional de Estadística (DANE) (2021a). *Índice de precio al consumidor. Anexos*.
https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ipc/anexo_ipc_oct21.xlsx
- Departamento Nacional de Estadística (DANE) (2021b). *Índice de precios al consumidor. Índices de series de empalme*.
https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/ipc/sep21/IPC_Indices.xlsx
- Inveconómica (2021). *Riesgo país EMBI, frecuencia diaria*.
<https://www.invenomica.com.ar/riesgo-pais-embj-america-latina-serie-historica/>
- U.S. Bureau of Labor Statistics, Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items in U.S. City Average [CPIAUCSL], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL>, November 8, 2021.
- U.S. Department of the Treasury. Daily Treasury curve rates, retrieved from <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2021>, November 5, 2021
- U.S. Energy Information Administration (2021) Crude Oil Prices: Brent - Europe [DCOILBRETEU], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/DCOILBRETEU>, November 8.

Capítulo 6

Balanza de Pagos, primer semestre de 2021

Humberto Franco González¹⁷

Los resultados positivos observados en variables macroeconómicas como el PIB y el empleo—aunque en este último no esté cubriendo las expectativas que ha generado la notable reactivación de la economía—se ven reflejados notablemente en las principales cuentas de la balanza de pagos del país. Esto, no solo a través del incremento del déficit en cuenta corriente, sino en las fuentes de financiación de dicho déficit, tal como se comenta seguidamente, acudiendo en primera instancia a un breve recuento de la balanza de pagos durante el primer trimestre del año y, en segundo lugar, analizando su desempeño en el segundo trimestre de este¹⁸.

Al considerar los **resultados generales** de la cuenta corriente y de la cuenta financiera de la balanza de pagos colombiana durante **el primer trimestre (T1) del presente año**, se evidencia, por un lado, un crecimiento en el **déficit de cuenta corriente** en un monto de US \$686,39 millones en relación con el observado en el mismo periodo del año anterior (de US \$2.658,61 millones T1 de 2020, a US \$3.344,99 millones T1 de 2021, este último equivalente al 4,4 % del PIB). Por otro lado, también se evidencia una **cuenta financiera** que evidencia una mayor entrada neta de capitales (US \$891,60 millones) al pasar de US \$1.887,04 millones en el T1 de 2020 a US \$2.778,64 millones en el T1 de 2021.

Por un lado, la **cuenta corriente** de la balanza de pagos del país registró un déficit de US \$-3.344,99 millones durante el primer trimestre del año (-4,7 % como proporción del PIB en T1 de 2021), frente al déficit de US\$-2.658,61 millones en el mismo trimestre del año anterior (-3,5 % del PIB en T1 de 2020). Este comportamiento es de esperarse dada la recuperación en las actividades productivas y de consumo que paulatinamente se vienen presentando desde mediados del año anterior. Lo anterior, si se tiene presente que en esta cuenta se registran los ingresos de un país en relación

¹⁷ Humberto Franco González, profesor del departamento de Economía y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: hfranco@eafit.edu.co

¹⁸ De hecho, las cifras suministradas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas DANE, permiten evidenciar, por un lado, un crecimiento del PIB del 17,6 % durante el segundo trimestre de este año, luego de haber crecido 1,1 % el primer trimestre y, por el otro, la reducción del desempleo al ubicarse en 12,1 % en septiembre del año en curso.

con sus gastos y, en consecuencia, las posibilidades que se tienen para financiar la inversión con ahorro doméstico, el cual depende de la relación ingreso-gasto.

Desde la perspectiva empírica—y como también se ha de esperar en una economía en recuperación—los causales del incremento del déficit de la cuenta corriente del país en el T1 son: (i) el mayor saldo deficitario de la balanza comercial, (ii) el saldo deficitario de la renta factorial, además de (iii) las transferencias corrientes que han sido el amortiguador tradicional de este desbalance en el caso colombiano y se han constituido como el colchón del déficit corriente nacional.

Con respecto a **la balanza comercial**, mientras **las exportaciones** decayeron 7,10 % (no obstante, los buenos precios de nuestras exportaciones tradicionales), **las importaciones** apenas disminuyeron 1,01 % en el mismo periodo. Lo anterior se tradujo en un crecimiento del **déficit comercial del 21,07 %** en el periodo en consideración, el cual fue de US \$-3.344,99 tal como se observa en la Tabla 3 (incremento del saldo deficitario de esta cuenta de US\$689,39 millones comparado al mismo periodo del año anterior).

Tabla 11. Cuenta Corriente de Colombia T1 2020 - T1 2021.

Cuenta/Periodo	T1 2020	T1 2021
Cuenta corriente	-2.658,61	-3.344,99
Crédito (exportaciones)	15.070,98	14.776,66
Débito (importaciones)	17.729,59	18.121,37
Balanza comercial. (Bienes y servicios)	-3.190,33	-3.862,63
Crédito (exportaciones)	11.558,39	10.737,19
Débito (importaciones)	14.748,72	14.599,82
Renta factorial (Ingreso primario)	-1.640,88	-1.932,54
Crédito	1.114,07	1.337,29
Débito	2.754,94	3.269,83
Transferencias corrientes (Ingreso secundario)	2.172,60	2.450,17
Crédito	2.398,52	2.701,89
Débito	225,92	251,72

Fuente: Banco de la República, Balanza de Pagos, noviembre 12 de 2021.

En el caso de los ingresos primarios o **renta de factores**, se debe mencionar que, además de registrar un mayor déficit (US \$-1.932,54 millones en relación con los US \$-1.640,88 millones), se constituyó en el segundo factor explicativo del crecimiento del desbalance corriente en el primer trimestre del año con una **variación porcentual de 17,8 %**. Este hecho se explica por los mayores egresos de utilidades hacia los países de origen de las empresas extranjeras que invierten en el país, principalmente las del sector petrolero. En este caso, mientras los ingresos factoriales sumaron US \$1.337,29 millones en el T1 del presente año, soportados en ingresos obtenidos por inversionistas

nacionales en el exterior y por la inversión nacional de cartera, los egresos factoriales fueron de US \$3.269,83 millones, explicados por pagos de dividendos e intereses por la inversión extranjera de cartera.

En relación con las **transferencias corrientes** o ingresos secundarios, se evidenció un incremento del 12,8 %. Dicho registro es explicado por las **remesas** de los trabajadores colombianos residentes en el exterior, recursos que ascendieron a US \$1.937,1 millones, cifra que representa un crecimiento del 10,2 % en relación con el primer trimestre de 2020 y cuyos principales países de origen fueron Estados Unidos (probablemente favorecidas por el fuerte apoyo fiscal de su gobierno) y España. Aquellas provenientes de América Latina se redujeron en el primer trimestre del año¹⁹.

En lo concerniente al desempeño de la **Cuenta Financiera** durante el primer trimestre de este año, se puede manifestar que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fue financiado mediante las formas tradicionales a las que el país ha solido acudir, estas son, la inversión directa y la inversión extranjera de cartera en sus diferentes modalidades. En este sentido, la **cuenta financiera** registró flujos de capital por valor de US\$-2.778,64 millones donde sobresalen en su orden las categorías: Otra inversión (US\$-2.170,14 millones), Inversión directa (US\$-1.580,22 millones), Inversión de cartera (US\$1.102,45 millones), Derivados financieros (US\$-320,86 millones) y Variación de reservas (US\$190,13 millones).

Tabla 12. Cuenta Financiera de Colombia T1 2020 - T1 2021.

Cuenta/Periodo	T1 2020	T1 2021
Cuenta financiera	-1.887,04	-2.778,64
Inversión directa	-2.074,74	-1.580,22
Inversión Extranjera Directa IED (Pasivos netos incurridos)	3.312,84	2.483,22
Inversión de cartera	-167,57	1.102,45
Inversión Extranjera de Cartera IEC (Pasivos netos incurridos)	-702,53	-896,79
Derivados financieros	149,00	-320,86
Otra inversión	377,45	-2.170,14
Préstamos y otros créditos externos (Pasivos netos incurridos)	1.323,05	-1.165,34
Activos de reserva	-171,18	190,13
Errores y omisiones netos	771,57	566,35

Fuente: Banco de la República, Balanza de Pagos noviembre 12 de 2021.

¹⁹ Las otras transferencias se hicieron hacia a entidades públicas, al gobierno central, a organismos no gubernamentales y a instituciones sin ánimo de lucro, en tanto que las que se hicieron desde el país, fueron los aportes a los organismos internacionales en los que Colombia está inscrito, operaciones relacionadas con seguros contratados con el exterior y el envío de remesas y donaciones a no residentes (Banco de la República, 2021).

Balanza de pagos T2 de 2021 vs T2 de 2020 y T1 de 2021

El análisis de la balanza de pagos para el segundo trimestre del año (T2) en comparación con su similar del año anterior también sigue enmarcado en la continuidad de los buenos resultados observados en variables macroeconómicas como el PIB y, en menor proporción, el empleo, tal como se comentó al inicio del presente capítulo. Al considerar los **resultados generales** de la cuenta corriente y de la cuenta financiera de la balanza de pagos colombiana durante **el T2 del presente año** se observa, por un lado, un aumento en el **déficit de cuenta corriente** en un monto de US \$2.710,09 millones en relación con el observado en el mismo periodo del año anterior (de US \$1.925,53 millones T2 de 2020, a US \$4.635,62 millones T2 de 2021) y, por el otro, una **cuenta financiera** que presenta una mayor entrada neta de capitales (US \$2.262,17 millones) al pasar de US \$1.854,70 millones en el T2 de 2020 a US \$4.149,21 millones en el T2 de 2021.

Por el lado de la **cuenta corriente**, hay que señalar que la **balanza comercial estuvo determinada** por el mantenimiento del buen comportamiento de los precios de las materias primas que exporta el país, observado en los tres primeros meses del año, favoreciendo fuertemente los términos de intercambio. En efecto, en el promedio del primer semestre los precios internacionales de productos como el petróleo y el carbón fueron superiores a los que se tenían antes de la pandemia fruto de la recuperación económica mundial. Este comportamiento también fue evidente en el precio del café.

En el caso particular del petróleo, la mayor movilidad de las personas sumada a las mejores expectativas en términos de la recuperación económica mundial ha incrementado la demanda de hidrocarburos, en tanto que su oferta estuvo limitada por reducciones en su producción por los países de la OPEP+ (Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados), además de la insuficiente extracción en países como Estados Unidos. A pesar de ello, la producción del crudo en el país (y también de carbón), no llegó ni a los niveles que se tenían antes de la pandemia, por lo que el resultado no fue mejor al reportado.

Cuenta Corriente T2 de 2021 vs T2 de 2020 y T1 de 2021

En este contexto, **las exportaciones de bienes y servicios** le representaron a Colombia, un **incremento del 41,6 %** en el T2 de este año en relación con igual trimestre del 2020 (pasaron de US \$7.752,67 millones en el T2 del 2020 a US \$10.976,79 millones en el T2 de 2021), en tanto que su variación fue de 2,2 % entre los dos trimestres que han transcurrido del año, hechos atribuibles en gran medida a los buenos precios de nuestros productos primarios de exportación, especialmente del petróleo y del carbón, además del crecimiento en los precios internacionales de las exportaciones cafeteras, como se comentó anteriormente.

En el caso de **las importaciones**, al **incrementarse en un 57,8 %** en el T2 del 2021 en relación con el T2 del 2020 (de US \$10.419,63 millones en el 2020 a US \$16.444,11 millones en el 2021), superando con creces al de las exportaciones en más de 16 %, contribuyeron a que el **déficit comercial de bienes y servicios** se incrementara notoriamente, **al presentar una variación del 105,0 %** entre los periodos en consideración (pasó de US \$-2.666,96 millones en el T2 del 2020 a US \$-5.467,33 millones en el T2 de 2021), en tanto que la variación entre el T1 y el T2 de 2021 fue de 41,5 %. De esta forma, el déficit comercial de bienes y servicios subió US \$-1.604,70 millones entre el segundo y el primer trimestre del presente año 2021, constituyéndose en el principal determinante del déficit en cuenta corriente en el segundo trimestre de 2021.

Tabla 13. Cuenta Corriente de Colombia T2 2020 - T2 2021.

Cuenta/Periodo	T2 2020	T2 2021	T1 2021
Cuenta corriente	-1.701,03	-4.635,62	-3.344,99
Crédito (exportaciones)	10.956,74	15.406,26	14.776,38
Débito (importaciones)	12.657,77	20.041,88	18.121,37
Balanza comercial (Bienes y servicios)	--2.415,94	-5.467,33	-3.862,63
Crédito (exportaciones)	-7.992,92	10.976,79	10.737,19
Débito (importaciones)	10.408,86	16.444,11	14.599,82
Renta factorial (Ingreso primario)	-1.000,63	-1.794,99	-1.932,54
Crédito	1.078,39	1.505,00	1.337,29
Débito	2.079,03	3.299,99	3.269,83
Transferencias corrientes (Ingreso secundario)	1.715,54	2.626,70	2.450,17
Crédito	1.885,43	2.924,47	2.701,89
Débito	225,92	297,77	251,72

Fuente: Banco de la República, Balanza de Pagos, noviembre 12 de 2021.

El incremento del déficit corriente que se evidenció anteriormente está determinado por un factor adicional proveniente de la situación actual del comercio internacional. En particular, la problemática vigente relacionada a la cadena mundial de suministros, han llevado a un alza en los costos de transporte que a su vez se han reflejado en el incremento de los precios de los bienes importados y en el nivel de precios de la mayoría de las economías del mundo. Este hecho no es ajeno a nuestro país, el cual cuenta hoy con niveles inflacionarios que han llevado al IPC a superar el rango de meta de inflación, con un acumulado anual a octubre de 4.58 %.²⁰

²⁰ El déficit de la balanza comercial en pesos reales, se amplió en el segundo trimestre, alcanzando niveles mayores que los observados antes de la pandemia, lo que se atribuye al dinamismo de las importaciones, contrastando con la caída trimestral de las exportaciones, las cuales también se vieron afectadas por los eventos del segundo trimestre. Esta reducción se concentró en las ventas externas de bienes mineros, cuyas cantidades exportadas registraron caídas anuales considerables (del 14,2 % en el caso del petróleo y del 22,1 % en el caso del carbón). Por su parte, en el

En relación con la **renta factorial** del país en el T2 de este año en relación con el mismo periodo del año anterior, su variación fue altamente significativa al presentar una modificación del 83,9 % pues pasó de US \$-976,19 millones en el T2 del 2020 a US \$-1.794,99,0 millones en el T2 de 2021: llama la atención la variación trimestral de este rubro (-7,12 %), con lo que su déficit se reduce y, en consecuencia, su impacto sobre déficit de la cuenta corriente. En esa dirección, tal y como se ha venido reiterando, la recuperación económica engrosa las utilidades de las compañías con capital extranjero, ganancias que son repatriadas al lugar donde se encuentran las casas matrices de las compañías inversoras. Recuérdese, además, que en esta cuenta también se registra el pago de interés por el uso del capital foráneo en términos de préstamos por parte de las empresas del país, aunque en esta oportunidad dicha repatriación se haya reducido.

Finalmente, en el tema de la cuenta corriente se debe anotar que las **transferencias corrientes** o ingresos primarios, tuvieron un crecimiento del 52,9 % entre los meses de abril y junio de 2021 en relación con idéntico periodo de 2020, y una variación del 7,2 % entre el T2 y el T1 de este año 2021. De modo que ellas no solo mantienen la dinámica observada en el primer trimestre del año, sino que la mejoran, pues mientras en el T1 los ingresos por **remesas** alcanzaron US \$1.937,1 millones en el T2 sumaron US \$2.049,9 millones, obteniéndose un total de US \$3.987 millones en el primer semestre del año, además de mantenerse la dinámica de sus fuentes de envío, dado que Estados Unidos y España siguieron al frente en lo relacionado con sus orígenes, hecho atribuible tanto a que la mayoría de los emigrantes nacionales lo han hecho a esos países, como al apoyo fiscal que los gobiernos de dichos países le han venido haciendo a sus residentes, asimismo, la notable mejoría que muestran sus mercados laborales.

Así las cosas, el incremento en el déficit comercial de bienes y servicios, los mayores pagos netos por renta de factores en los dos primeros trimestres del año, y el incremento en las transferencias corriente, que como se ha reiterado amortiguan estos saldos negativos, han dado lugar al notable crecimiento del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzando un nivel del 6,3 % del PIB trimestral en el segundo trimestre de este año, frente al 4,4 % del PIB trimestral con el que se había cerrado en el primer trimestre, hecho que implica un crecimiento de este resultado negativo en 1,9 % entre estos dos trimestres. Valga recordar que el déficit corriente fue de 3,3 % como proporción del PIB en 2020, inferior en 1,1 % al de 2019 que alcanzó 4,4 % del PIB.

segundo trimestre las importaciones continuaron recuperándose en niveles, recuperación soportada en las compras de materias primas y bienes de consumo durable, con lo cual alcanzaron su valor registrado antes del choque de la pandemia (Banco de la República, 2021).

Cuenta Financiera T2 de 2021 vs T2 de 2020 y T1 de 2021

Durante el segundo trimestre del presente año, la cuenta financiera colombiana registró ingresos netos por valor de US \$4.149,21 millones (US \$891,7 millones más que en el T1 de 2020) en los que se incluyen los activos de reserva por valor de US \$173,99 millones, frente a los ingresos netos de esta cuenta por valor de US \$2.778,64 millones que se habían presentado el primer trimestre del año en curso, lo que representa un incremento trimestral de US \$1.371.

Tabla 14. Cuenta Financiera de Colombia T2 2020, T2 2021 y T1 2021.

Cuenta/Periodo	T2 2020	T2 2021	T1 2021
Cuenta financiera	-1.854,70	-4.149,21	-2.778,64
Inversión directa	-1.643,12	-1.079,62	-1580,22
Adquisición neta de activos financieros	-352,41	1.012,76	903,01
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	384,37	787,00	784,06
Instrumentos de deuda	-736,78	225,76	118,95
Pasivos netos incurridos (Inversión Extranjera Directa IED)	1.290,71	2.092,38	2.483,22
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	723,77	1.381,50	1.443,87
Instrumentos de deuda	566,94	710,89	1.039,35
Inversión de cartera	-3.429,21	-5.825,22	1.102,45
Adquisición neta de activos financieros	1.252,42	-231,31	205,66
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	171,23	98,59	1.318,36
Títulos de deuda	1.081,19	-329,90	-1.112,70
Pasivos netos incurridos (Inversión Extranjera de Cartera IEC)	4.681,63	5.593,91	-896,79
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	-154,07	-297,01	-268,64
Títulos de deuda	4.835,70	5.890,92	-628,15
Derivados financieros y opciones de compra de acciones	-130,03	181,65	-320,86
Adquisición neta de activos financieros	-436,42	0,00	331,64
Pasivos netos incurridos	-306,39	-181,65	-10,77
Otra inversión	757,86	2.399,99	-2.170,14
Adquisición neta de activos financieros	1.443,80	2.761,37	-3.335,48
Pasivos netos incurridos (Prestamos y otros créditos externos)	685,95	361,38	-1.165,34
Activos de reserva	2.589,80	173,99	190,13
Errores y omisiones netos	70,84	486,41	566,35

Fuente: Banco de la República, Balanza de Pagos, noviembre 12 de 2021.

Al comparar las variaciones anuales, el cuadro permite observar cómo rubros de mayor significancia que la entrada de capital neto al país tuvo un significativo crecimiento del orden de 123,7 % (de US \$-1.854,70 millones a US \$-4.149,21 millones), destacándose la variación positiva en el agregado de la inversión cartera con incremento porcentual del 69,9 % (de US \$-3.429,21 millones a US \$-5.825,22 millones) y su contraste con la inversión de directa, cuya variación negativa se dio en -34,3 % (de

US \$-1.643,12 millones a US \$-1.079,62 millones) y con la de los activos de reserva que representaron una variación negativa del -93,3 % (de US \$2.589,80 millones a US \$173,99 millones).

Ahora, al cotejar el comportamiento de los flujos de capital en el país en términos trimestrales, se puede manifestar que si bien se han mantenido las fuentes de financiamiento del déficit corriente del segundo trimestre en relación con las que financiaron el déficit del primer trimestre del año, estas se han modificado en términos del monto de recursos con el que participan en dicha financiación, si se tiene en cuenta que, en su orden, los registros en el T2 se dieron de la siguiente manera, en valores absolutos: Inversión de cartera US \$-5.825,22 millones, Otra inversión US \$2.399,99 millones, Inversión directa US \$-1.079,62 millones, Derivados financieros US \$181,65 millones y Activos de reserva US \$173,99 millones, cuando el T1 la primera fuente de financiación había sido el rubro Otra inversión (US\$-2.170,14 millones) seguido por la Inversión directa (US \$-1.580,22 millones) y la inversión de cartera (US \$1.102,45 millones).

Otro asunto a destacar en el tema de la financiación del déficit corriente del país es la "volatilidad" que se observa en el rubro de la Inversión Extranjera Directa durante los tres trimestres que aquí se comentan. En efecto, mientras este tipo de inversión tuvo una gran recuperación al compararse el T2 de este año con su similar del año anterior, donde se observa una variación del 62,1 %, su desvanecimiento es notorio al cotejar el T1 y el T2 de este año con una disminución de US \$-390,84 millones, equivalentes a una variación porcentual negativa del orden de -15,7 % entre uno y otro trimestre.

Este último desempeño podría obedecer a la incertidumbre generada en el país a raíz de dos hechos que de manera casi que simultánea pudieron incidir de forma negativa sobre las expectativas de los inversionistas foráneos: por un lado, la degradación de la calificación de la deuda por parte de las evaluadoras de riesgo *Standard and Poor's* y *Moody's* ante el gran desbalance de las cuentas fiscales del país y su consecuente impacto sobre el nivel de la deuda externa y, por el otro, los hechos de orden público registrados entre los meses de mayo y junio, que pudieron ahuyentar recursos provenientes del exterior destinados al apoyo de la actividad productiva por el lado de la inversión directa, porque en materia de precios internacionales de materias primas como el petróleo y el carbón, propias del sector extractivo al que históricamente y en mayor medida se ha dirigido esta inversión, las condiciones han estado dadas para que esta inversión hubiera crecido, en lugar del retroceso que se generó.

Sintetizando, al considerar el agregado de los dos trimestres transcurridos del año, se encuentran los siguientes dos hechos a resaltar. En primer lugar, un

crecimiento del déficit en **cuenta corriente semestral** que alcanzó US \$-7.980,61 millones (5,4 % del PIB semestral), frente al déficit de US \$-4.241,85 millones en el primer semestre de 2020, déficit que, como se desprende de las anteriores cifras, se soporta en su orden en el **desbalance comercial** de US \$-9.329,25 millones, **el de la renta factorial** U S\$-3.727,53 millones y en **el superávit registrado en las transferencias corrientes** por valor de US \$-5.076,87 millones que, como bien es sabido, amortiza el déficit corriente. Conviene señalar que estos sucesos se asimilan a lo acontecido en la cuenta corriente del primer semestre del año anterior.

En segunda instancia, se observan llegadas netas de capital por valor de US \$-6.927,86 millones (registrados en la **cuenta financiera o de capital**), donde la inversión de cartera (US \$-4.722,78 millones) y la inversión directa (US \$-2.659,84 millones), fueron las principales fuentes de estos recursos en el segundo semestre de este año, contrario a lo ocurrido un año atrás donde el aporte de estas dos cuentas fue US \$-3.914,08 millones, la inversión directa y US \$-3.407,39 millones la inversión de cartera.

Tabla 15. Balanza de pagos primer semestre 2021 - 2020.

Cuenta	S1 2021	S1 2020
Cuenta corriente	-7.980,61	-4.584,14
Bienes y servicios	-9.329,95	-5.857,14
Ingreso primario (Renta factorial)	-3.727,53	-2.617,07
Ingreso secundario (Transferencias corrientes)	5.076,87	3.890,21
Cuenta financiera	-6.927,86	-3.741,73
Inversión directa	-2.659,84	-3.717,86
Inversión Extranjera Directa IED (Pasivos netos incurridos)	4.575,61	4.603,55
Inversión de cartera	-4.722,78	-3.596,77
Inversión Extranjera de Cartera (Pasivos netos incurridos)	4.697,12	3.979,10
Derivados financieros y opciones de compra de acciones	-139,21	18,97
Otra inversión	229,85	1.135,30
Activos de reserva	364,12	2.418,63
Errores y omisiones netos	1.052,75	842,40

Fuente: Cálculos propios con cifras del Banco de la República, Balanza de Pagos, noviembre 12 de 2021.

En este contexto, se espera que el acceso a los capitales externos para el financiamiento del desbalance corriente del país en lo que resta del año se mantenga, pero a mayores costos, no solo por la degradación de la calificación de la deuda mencionada anteriormente, que incide desfavorablemente en la dinámica de la prima de riesgo del país, sino por el posible retorno a la normalidad de la política monetaria en Estados Unidos y de los demás países del mundo que llevaría a incrementos en la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal, además de la disminución en la

compra de activos que en el pasado reciente le inyectó notable liquidez al mundo en general.

Referencias

Banco de la República (2021). *Estadísticas Balanza de Pagos*.

<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-pagos>

Banco de la República (2011). *Informe de Política Monetaria*. Octubre de 2021.

<https://www.banrep.gov.co/es/informe-politica-monetaria-octubre-2021-0>

Capítulo 7

El Gobierno Nacional Central bajo el panorama de estabilización del 2021

Álvaro Hurtado Rendón²¹

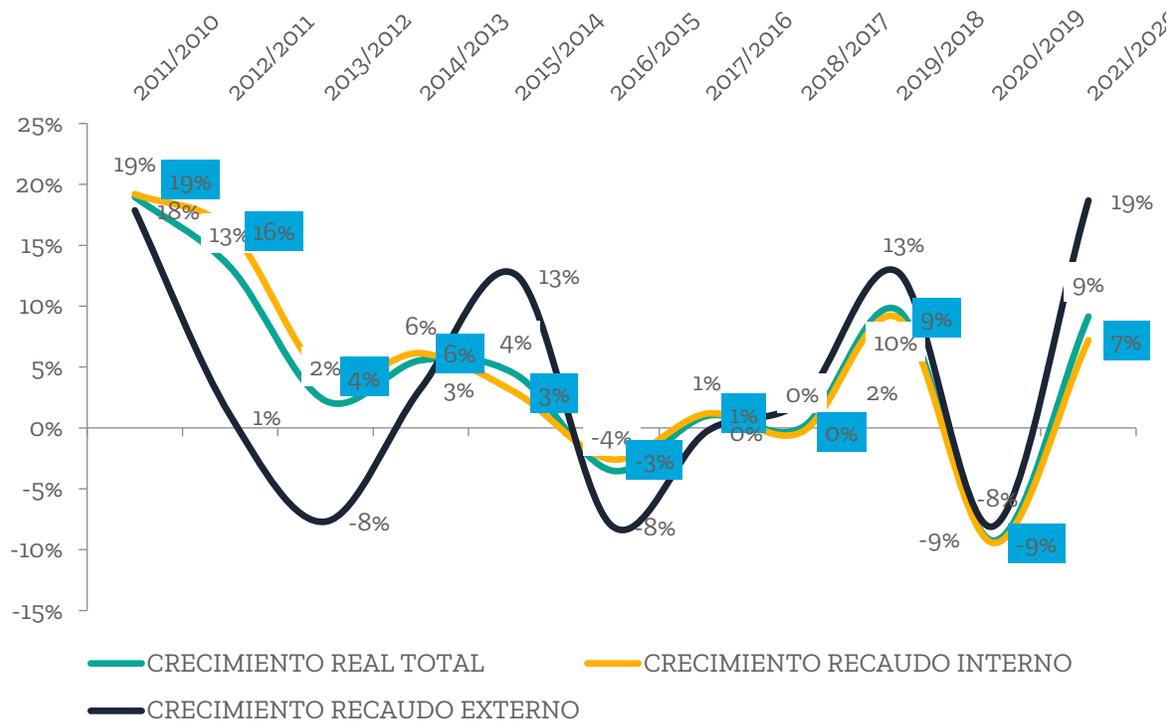
La economía colombiana ha presentado una recuperación bastante rápida y alentadora en el 2021 y, todo parece mostrar que el crecimiento será uno de los más altos de la región. Sin embargo, la atención de la pandemia evidenció la disyuntiva entre estabilización y sostenibilidad, donde todavía se podría decir, que predomina la estabilidad en la mayoría de las economías a nivel mundial y, Colombia no es la excepción en el año 2021. Sin embargo, se debe anotar que estos dos elementos son indisolubles ya que la estabilidad tiene efectos sobre la sostenibilidad y viceversa. Un panorama inicial, nos llevaría a pensar que este mayor crecimiento en Colombia ha llevado consigo un mayor nivel de recaudo, no obstante, si este aumento lo acompañamos de un gasto que no crezca en igual proporción, se podría generar un escenario positivo para las finanzas públicas y, de esta forma lograr una reducción en el déficit fiscal proyectado del Gobierno Nacional Central (GNC), hecho que repercutiría sobre la sostenibilidad. En este capítulo del informe someteremos este panorama planteado a prueba, donde nuestro principal objetivo será evidenciar si de acuerdo con las condiciones de crecimiento económico, recaudo y gasto proyectado para el 2021, lograremos la tan anhelada reducción del déficit total y primario para la economía colombiana; como lo ha planteado el Gobierno en múltiples intervenciones.

Se tiene que de acuerdo con las cifras de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN, 2021), el crecimiento anual real²² a septiembre de 2021 del recaudo total, presenta una cifra cercana al 9 %, explicado por un crecimiento del recaudo interno del 7 % y de recaudo externo del 9 %, mostrando un cambio significativo con respecto a 2020. El crecimiento del recaudo anual real a septiembre de 2019 fue del 10 %, explicado por un crecimiento en el recaudo externo del 13 % e interno del 9 % (Ver [Figura 27](#))

²¹ Álvaro Hurtado Rendón, profesor del Departamento de Economía y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: ahurtad1@eafit.edu.co.

²² Recaudo tributario deflactado con base diciembre de 2018.

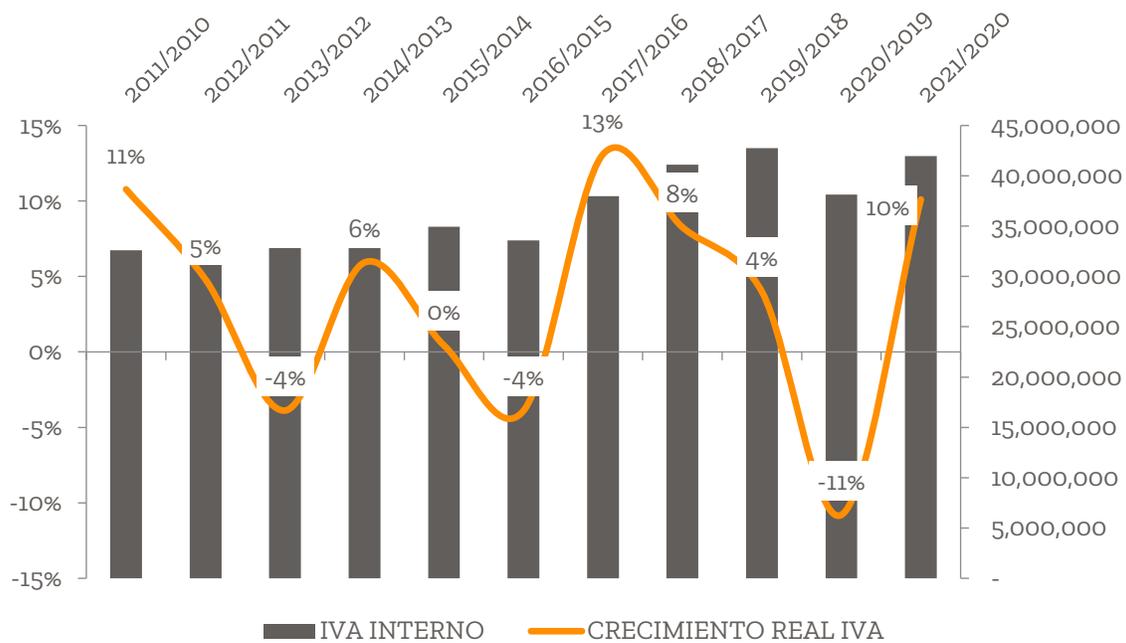
Figura 27. Crecimiento anual real del recaudo octubre-septiembre 2011-2021.



Fuente: DIAN (2021). Cálculos propios.

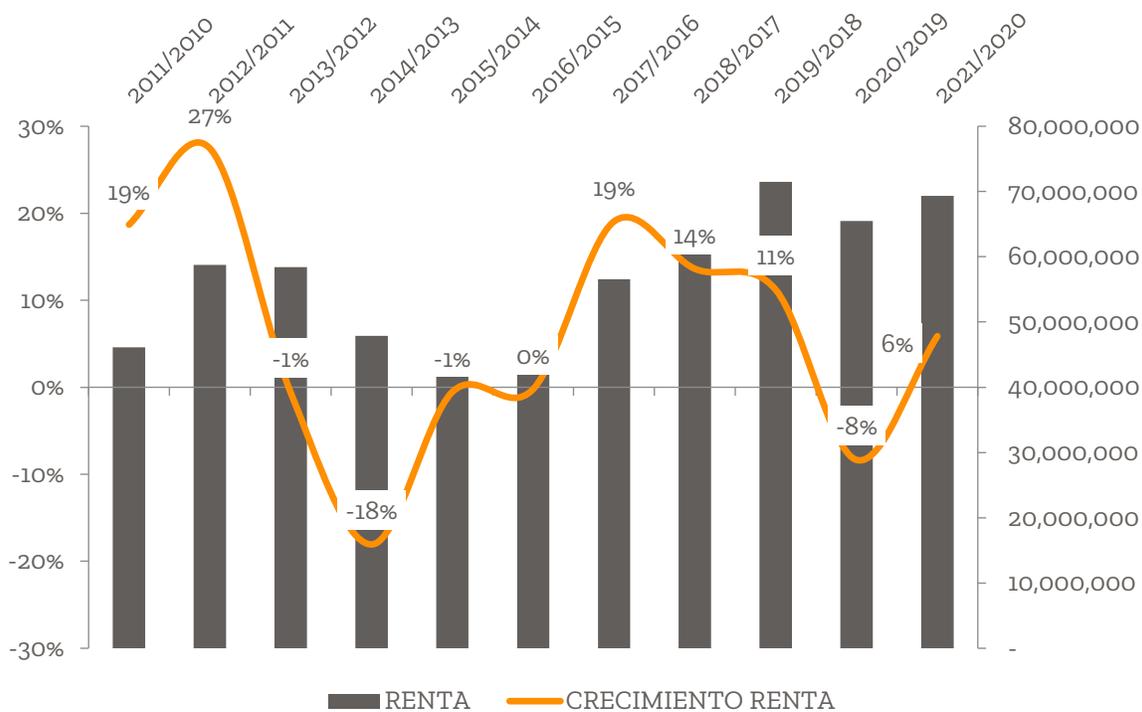
Cuando se descompone el crecimiento del recaudo interno en sus principales componentes, nos encontramos con que el crecimiento de los ingresos anuales reales tributarios por IVA a septiembre de 2021 muestra un crecimiento del 10 %, hecho que se contrapone a lo acontecido en septiembre del 2020, donde su crecimiento era del -11 %. Cuando se tiene en cuenta lo sucedido en septiembre de 2019, se evidencia un crecimiento anual real del 4 %, mientras lo acontecido en el 2018 con el recaudo del IVA, muestra un crecimiento del 8 %, en igual periodo. Por otro lado, los ingresos tributarios anuales por renta a septiembre de 2021 han crecido el 6 %, mientras en el año 2020 fueron del -8 % y en el año 2019 mostraron un crecimiento del 11 % (Ver [Figura 28](#) y [Figura 29](#))

Figura 28. Ingresos tributarios anuales octubre-septiembre por IVA 2011-2021.



Fuente: DIAN (2021). Cálculos propios.

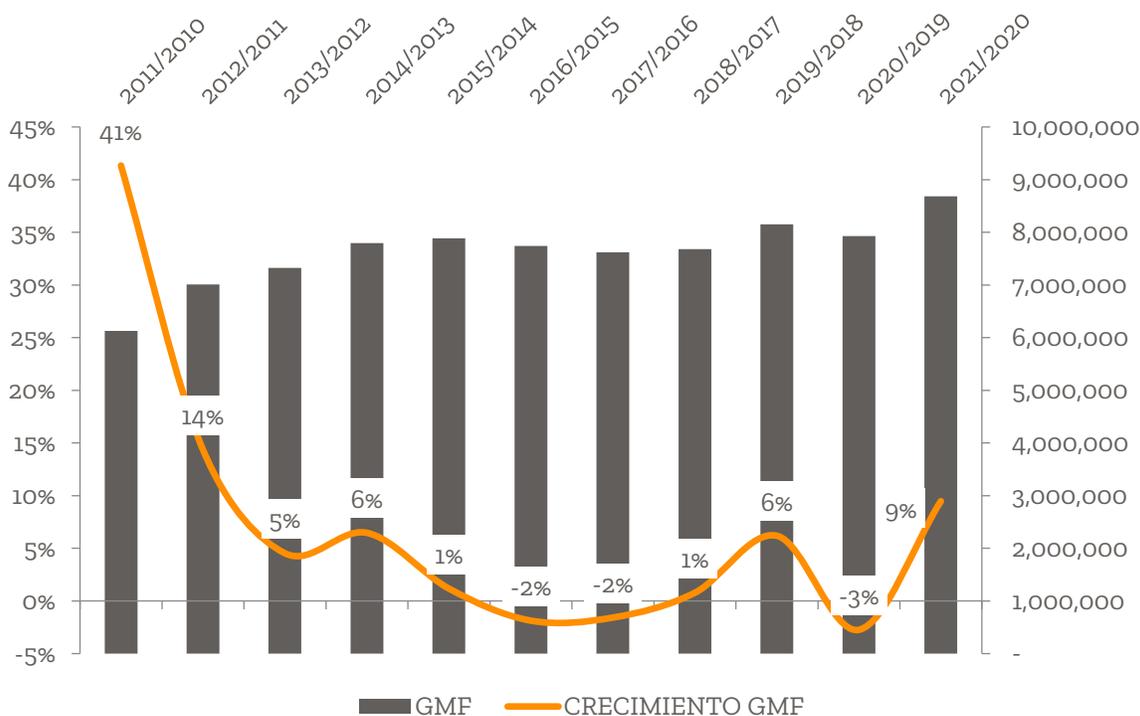
Figura 29. Ingresos tributarios anuales octubre-septiembre por renta 2011-2021.



Fuente: DIAN (2021). Cálculos propios.

El Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF), que es uno de los impuestos internos de mayor discusión ya que genera problemas de desintermediación financiera, ha generado ingresos nominales año corrido a septiembre de 2021 del orden de 7 billones COP y, para los años de 2019 y 2020 en igual periodo, generó ingresos totales en el año de 6.1 y 5.7 billones COP, respectivamente. Hecho que debería ser importante a tener en cuenta si se desea eliminar este tributo, ya que estamos refiriéndonos a un impuesto que en el año 2019 generó ingresos tributarios del orden de 8.6 billones COP y, en el año 2020 generó recursos por un monto de 8.1 billones. El crecimiento real anual a septiembre de 2021 de este tributo es del 9 %, mientras en el año 2020 presentó una caída del 3 % y, en el 2019 presentaba un crecimiento del 6 % (Ver [Figura 30](#))

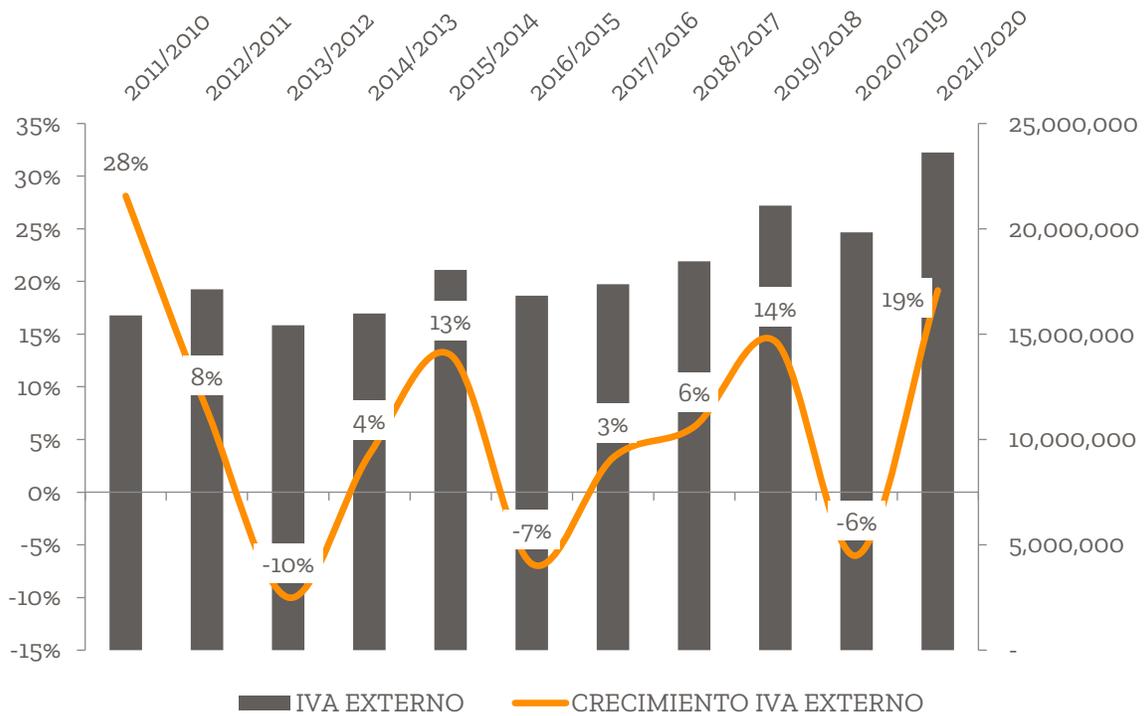
Figura 30. Ingresos tributarios por Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF) 2011-2021.



Fuente: DIAN (2021). Cálculos propios.

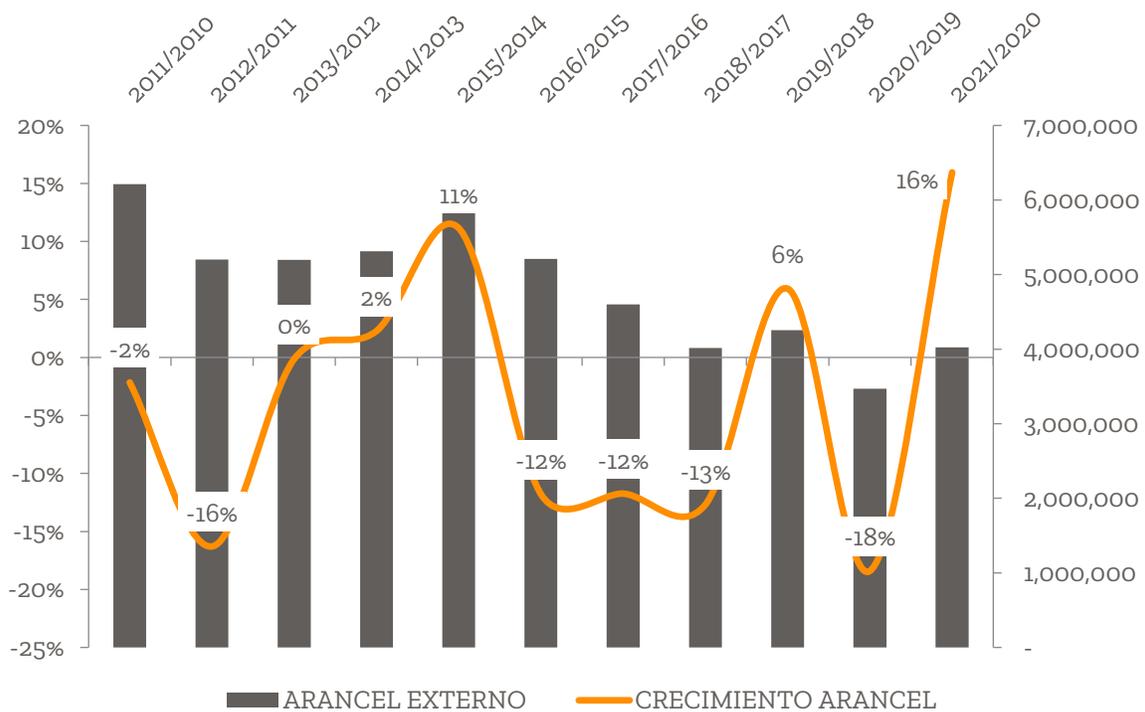
Los ingresos tributarios externos, presentan una dinámica parecida a los internos, resultado de la recuperación económica a nivel mundial. Los ingresos por IVA externo han crecido en términos anuales y reales a septiembre de 2021 en un 19 %, hecho que contrasta con lo acontecido en el año 2020 con una caída del 6 %, pero que se encuentra en línea con lo acontecido en igual periodo de 2019 que muestra un crecimiento del 14 %. Hecho parecido presenta el arancel externo que muestra un crecimiento del 16 %, viniendo de una caída del 18 % en 2020, sin embargo, el crecimiento en igual periodo del 2019 era relativamente más bajo ya que fue de solo el 6 %, en igual periodo (Ver [Figura 31](#) y [Figura 32](#)).

Figura 31. Ingresos tributarios anuales octubre-septiembre por IVA externo 2011-2021.



Fuente: DIAN (2021). Cálculos propios.

Figura 32. Ingresos tributarios anuales octubre-septiembre por arancel 2011-2021.



Fuente: DIAN (2021). Cálculos propios.

Los ingresos nominales internos y externos año corrido, muestran que a septiembre de 2021 el recaudo total ha sido de 130.3 billones COP, explicados por un recaudo interno de 107.2 billones COP y de 23 billones COP de recaudo externo. En igual periodo del 2020, el recaudo total ascendía a una cifra de 112 billones COP, representados en 95.2 billones COP a nivel interno y 17 billones COP a nivel externo, mostrando claramente los efectos que la pandemia estaba generando en el recaudo total del país. A tercer trimestre de 2019 esta cifra de recaudo total ascendió a 123 billones COP, explicados por 94.4 billones COP internos y 18.9 billones de recaudo externo (Ver [Figura 33](#)).

Figura 33. Ingresos tributarios año corrido a septiembre 2010-2021.

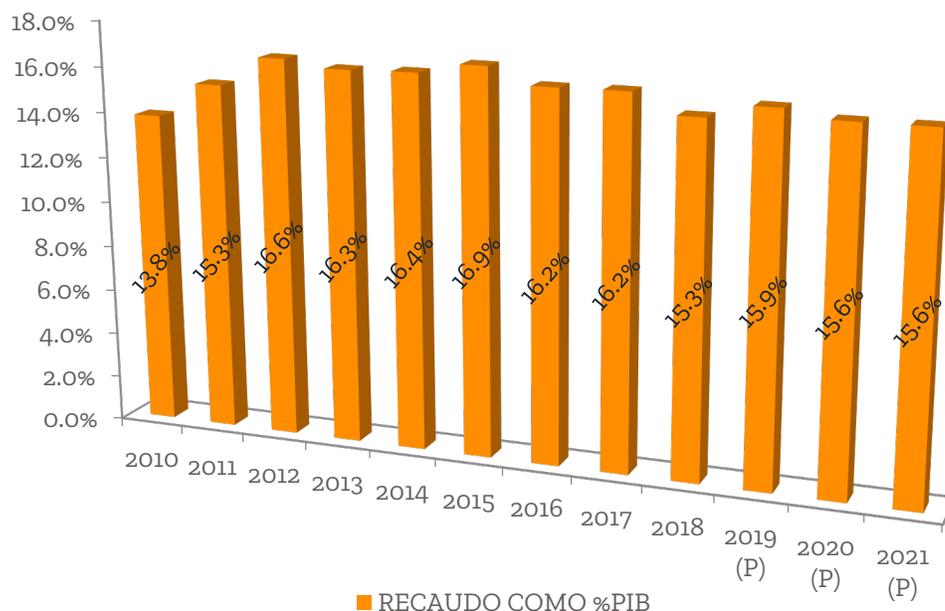


Fuente: DIAN (2021). Cálculos propios.

Cuando se tiene en cuenta lo acontecido con los ingresos tributarios como proporción del PIB a septiembre de 2021, se encuentra que a septiembre de 2021 esta proporción es de aproximadamente el 15,7 % del PIB²³, hecho que es bastante parecido a lo acontecido en 2020, 2019 y 2018, donde la proporción de los ingresos tributarios con respecto al PIB represento el 15,6 %, 15,9 % y el 15,3 % del PIB en igual periodo (Ver [Figura 34](#)).

²³ Proyectado.

Figura 34. Ingresos tributarios como % del PIB (año corrido a septiembre) 2011-2021.



Fuente: DIAN (2021). Cálculos propios.

De acuerdo con los datos del Banco de la República (Banco de la República, 2021) que tiene como base la información del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, a primer semestre del año 2021, los gastos del GNC ascendieron a 123.8 billones COP, mientras los ingresos presentan un ingreso de 92 billones COP, presentando un déficit de 31.8 billones COP. Este resultado teniendo en cuenta el PIB proyectado por el MHCP (2021a), representa un déficit del 3,1 %. El pago de intereses en igual periodo es de 16.7 billones COP, además se ha presentado un endeudamiento de 31.8 billones COP, explicado por un endeudamiento interno de 19.9 billones COP y un endeudamiento externo del orden de 11.8 billones COP, en igual periodo.

El déficit del segundo trimestre del 2021 como proporción del PIB trimestral muestra una reducción importante pasando del 11,4 % en el segundo trimestre de 2020 al 7,6 % en el 2021. Sin embargo, cuando comparamos estas cifras con lo acontecido en 2019, tenemos que ha cambiado la tendencia, ya que en este segundo trimestre presenta un superávit de 0,5 % del PIB, es decir falta una reducción más sustancial para mostrar una recuperación en las cuentas fiscales del 2021. Por otro lado, si tenemos en cuenta los ingresos doce meses comparados con el PIB anual trimestral, tenemos que en el segundo trimestre del 2021 presenta un déficit del 8 % del PIB, mejorando la posición del primer trimestre del 2021 que fue de -8,9 % del PIB. Sin embargo, dicha cifra está bastante alejada de lo acontecido en el segundo trimestre de 2020 donde el

déficit presentado fue del 4,9 % y aún más lejano de lo acontecido en el segundo trimestre de 2019 que presentó un déficit de 2,4 % del PIB²⁴ (Ver [Figura 35](#) y [Figura 36](#)).

Figura 35. Déficit como % del PIB trimestral 2018-1-2021-2.

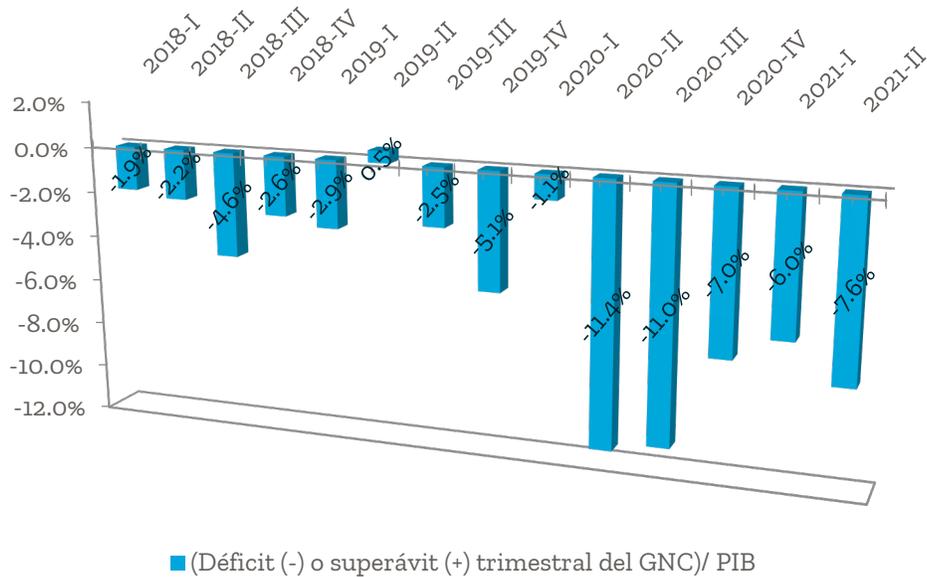
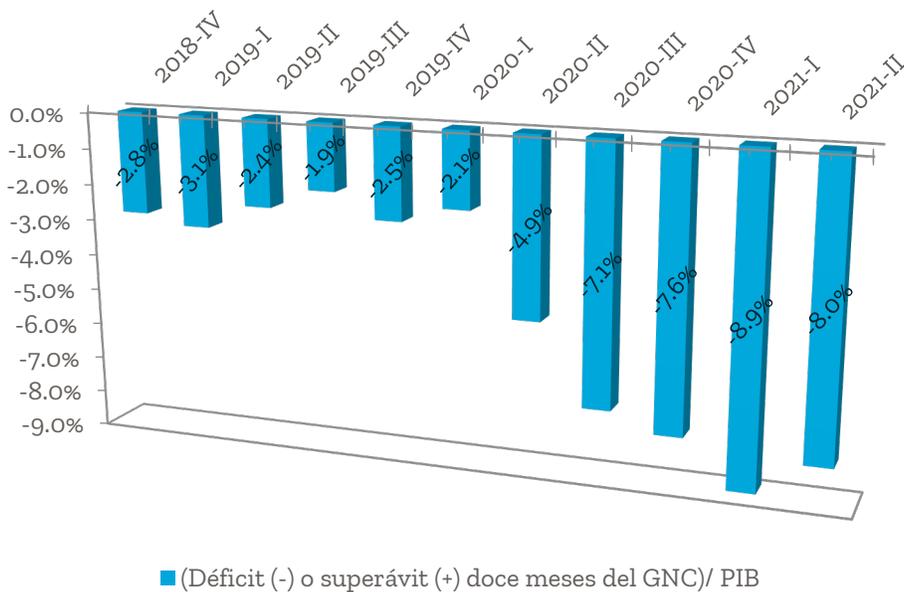


Figura 36. Déficit como % del PIB anual 2018-1-2021-2.

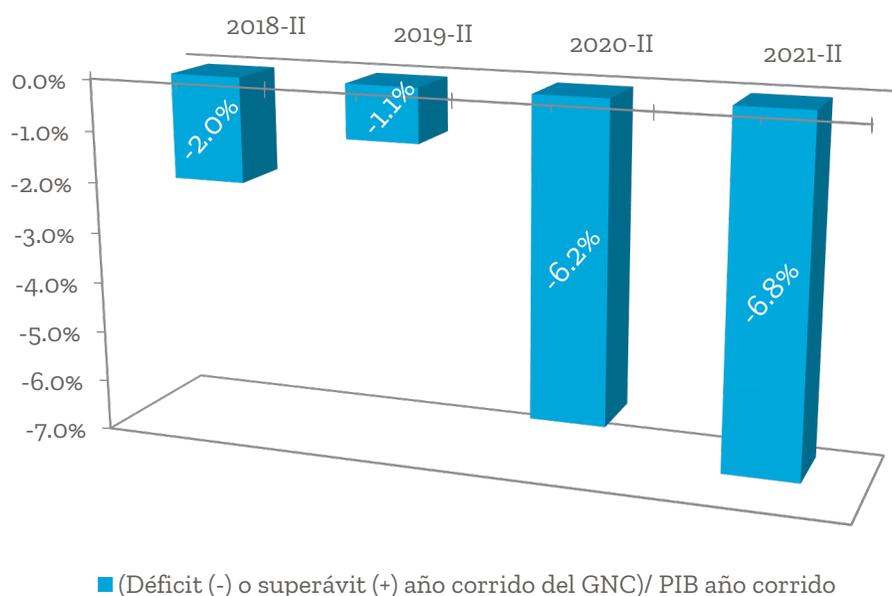


Fuente: Banco de la República. Cálculos propios.

²⁴ Es claro que estos resultados tienen un efecto pandemia derivado de la reducción del denominador.

Cuando se relaciona el déficit año corrido como porcentaje del PIB año corrido a segundo trimestre, se muestra claramente que, **si bien es cierto que se ha incrementado el PIB en el 2021, el déficit también aumentó**. El déficit del segundo trimestre del 2021 fue de 6,8 % del PIB, siendo este mayor al presentado en los segundos trimestres de los años 2018, 2019 y 2020, siendo estos del 2 %, del 1,1 %, del 6,2 % del PIB, respectivamente (Ver **Figura 37**). Este hecho evidencia que **a pesar de que el PIB ha crecido de una manera sustantiva, este hecho no ha logrado revertir los efectos de la pandemia sobre el déficit público del GNC**, hecho que puede no tener efectos representativos en la reducción de la deuda pública.

Figura 37. Déficit como % del PIB (año corrido) 2018-2-2021-2.



Fuente: Banco de la Republica. Cálculos propios.

Cuando se proyecta lo que puede suceder al final del año 2021, teniendo como base el ejercicio del crecimiento proyectado para el año 2021 del modelo de Equilibrio General Computable (CGE) y, el modelo *Nowcasting* de la Universidad EAFIT, se puede proyectar **que los ingresos tributarios ascenderán a 153.7 billones COP y, los ingresos totales serán del orden de 182 billones COP, teniendo en cuenta la optimización de activos por una cifra de 14.5 billones COP y; por el lado de los gastos, estos ascenderán a 277.9 billones, generando un déficit total proyectado para el 2021 del GNC del orden de 8,5 %**, hecho que mejora lo proyectado en el MFMP (2021b) en 0,1 % del PIB y, un déficit primario proyectado de 59.1 billones, representando un déficit primario como porcentaje del PIB del 5,2 % del PIB, mejorando en 0,1 % con respecto a lo proyectado en el MFMP (MHCP, 2021b). Lo anterior se encuentra explicado, porque en la proyección inicial de FOME, se tenía una proyección de 15 billones COP, con cargo a los recursos del Presupuesto General de la Nación (PGN) y, esta cifra se ha actualizado con

un valor de 18.325 billones COP, que afectaría el gasto del Gobierno al final del periodo (MHCP, 2021c). Se realiza un ejercicio adicional con un crecimiento proyectado del 8,5 %, que no cambia significativamente los resultados (Ver [Tabla 16](#)).

Tabla 16. Proyección déficit/superávit del GNC en 2021.

DESCRIPCIÓN	2020	2021(a)	2021(b)
Ingresos Totales	152.568	182.454	182,001
Tributarios	130.763,00	154.142,74	153.739.94
No tributarios	1.658,00	1.132,45	1,130.44
Fondos Especiales	1.414,00	1.132,45	1,130.44
Recursos de capital	18.733,00	26.046,44	26,000.14
Optimización de activos	0	14.721,90	14,721.90
Gastos totales	230.332	277.933	277.933
Intereses	28.337,00	36.540,52	36,540.52
Funcionamiento	181.696,00	197.097,33	197,097.33
Inversión	20.393,00	29.896,79	29,896.79
Préstamo Neto	(94,00)		
Ley Inversión social-FOME (1)		14.397,88	14,397.88
Déficit/Superávit GNC	-77.764	-95.478	- 95.478
Déficit/Superávit primario GNC	-49.427	-58.938	-59.391
(Déficit/Superávit GNC)/PIB	-7,8 %	-8,4 %	-8,5 %
(Déficit/Superávit primario GNC)/PIB	-4,9 %	-5,2 %	-5,2 %

1. Se adicionan 3,5 billones COP del FOME, que no estaban proyectados inicialmente.

a. Crecimiento del 8,5 %

b. Crecimiento del 8,3 %

Fuente: MHCP (2021). Cálculos propios.

En síntesis, a pesar de que la dinámica de la reactivación económica ha generado un panorama halagador de crecimiento económico cercano al 10 % para el año 2021, y en general, este se ha reflejado en una mayor demanda interna y externa, que ha llevado implícito un mayor recaudo tributario por parte del Estado vislumbrando un cambio de tendencia del año 2020 comparado con el año 2021, se debe tener en cuenta que **los egresos del GNC evidencian que debido a la utilización de diferentes instrumentos para apoyar la reactivación económica y la estabilización, se ha generado un mayor gasto por parte del Gobierno.** Es así, como el Fondo para la Mitigación de Emergencias (FOME) que inicialmente tenía presupuestado un gasto de 40.5 billones COP, ha tenido un gasto proyectado a finales de 2021 cercano a los 43.8 billones COP, lo que implica, que a pesar de que tenemos ingresos adicionales por recaudo como resultado de la actividad económica, también tenemos un mayor gasto por parte del Gobierno, hecho que implicará una reducción en las proyecciones del déficit total y primario pero no en las magnitudes esperadas, dejando la economía colombiana bajo una senda de deuda bastante vulnerable, a pesar del buen desempeño del 2021.

Referencias

Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) (2021). *Estadísticas de recaudo*. Consultado el 7 de noviembre de 2021.

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

Banco de la República (2021). *Estadísticas del Gobierno Nacional Central* (GNC). Consultado el 10 de noviembre de 2021.

<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/gobierno-nacional-central>

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2021a). *Cierre fiscal segundo trimestre 2021 Gobierno Nacional Central*. Consultado el 10 de noviembre de 2021.

https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConeccionContent%2FWCC_CLUSTER-180659%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2021b). *Marco Fiscal de Mediano Plazo 2021*. Consultado el 31 de julio de 2021.

https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConeccionContent%2FWCC_CLUSTER-165809%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2021c). *Libro Blanco, noviembre de 2021*. Consultado el 11 de noviembre 2021.

https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConeccionContent%2FWCC_CLUSTER-181000%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

Capítulo 8

Resultados del sistema Financiero colombiano a corte de septiembre de 2021

Jaime Alberto Ospina Mejía²⁵

Hechos destacables

- Actualmente, se debate en el congreso la ley para eliminar el impuesto del 4x1000. El tributo nació en 1998 a través del decreto 2331, **como respuesta temporal a la crisis financiera para rescatar a las instituciones financieras**. Sin embargo, desde entonces se ha vuelto uno de los ingresos fiscales más representativos para el Gobierno. Eliminarlo representaría cerca de \$8 billones COP menos, que el fisco debería buscar de donde obtenerlos. Nadie duda de las ventajas que traería eliminar este impuesto para incrementar la bancarización del país y utilizar menos el efectivo en las transacciones, pero debe pensarse en una reducción gradual, que permita que los diferentes actores del sistema, tales como clientes, instituciones financieras y Gobierno, puedan adaptarse a unas nuevas condiciones.
- Es importante resaltar, que unos de los legados que nos ha dejado la crisis financiera en Colombia ha sido el fortalecimiento de la política del Gobierno en materia de riesgos. En este caso con el SIAR (Sistema Integral de Administración de Riesgos), formalizado mediante la expedición de la Circular Externa (CE) 018 de 2021, el marco normativo se alineó con las mejores prácticas. Como hechos relevantes, entre otros, se eliminan posibles arbitrajes regulatorios entre los diferentes sistemas de gestión de riesgos y tipos de industrias, se separa la gestión de riesgos de los elementos de cumplimiento y se fomenta la gestión de riesgos en forma individual y consolidada.
- Al cierre de septiembre de 2021, los activos del sistema financiero (propios y de terceros) alcanzaron \$2330 billones COP, con un crecimiento real anual de 3,0 %. De este valor total, los recursos propios alcanzaron \$1127 billones COP (48 %), mientras los recursos a terceros, incluyendo los activos de custodia, alcanzaron \$1203 billones COP (52 %).
- Los resultados de la industria financiera continúan estabilizándose, mejorando la capacidad para impulsar la reactivación. Al interior de cada industria disminuyó el número de entidades que registran pérdidas. Al cierre de septiembre, los

²⁵ Jaime Alberto Ospina Mejía, profesor del departamento de Finanzas y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: jospina3@eafit.edu.co.

Establecimientos de Crédito (EC) alcanzaron resultados por \$11.2 billones, lo que representa un incremento del 115 % respecto al mismo periodo en el año anterior.

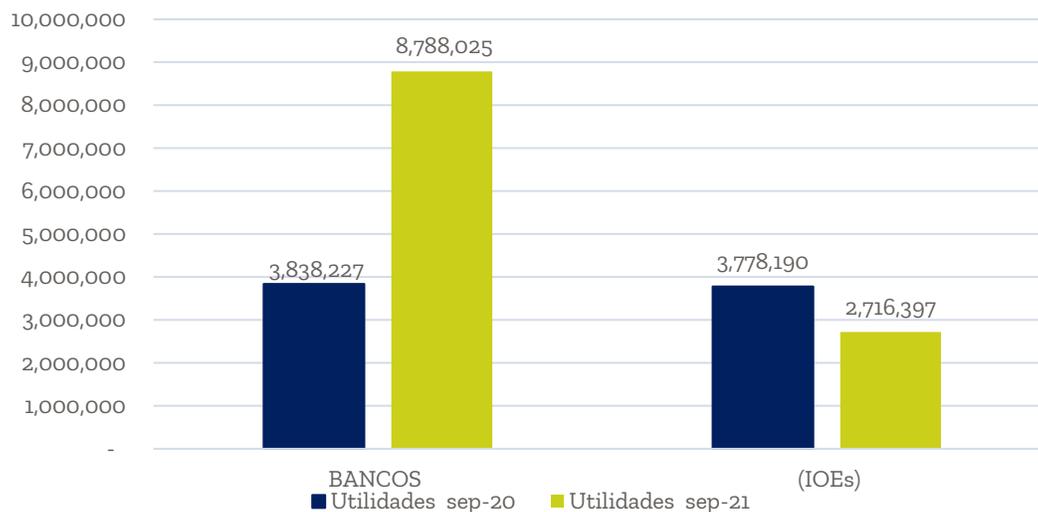
- En septiembre el crecimiento de la cartera se situó en terreno positivo. Asimismo, el saldo bruto ascendió a \$554 billones COP, con lo cual el indicador de profundización alcanzó 49 % del PIB. En términos reales la cartera bruta registró una variación anual del 1,3 %, continuando así con la tendencia creciente que comenzó en el mes de agosto.
- En agosto finalizó el Programa de Acompañamiento a Deudores (PAD), en total se ofrecieron condiciones de ajuste estructural a cerca de 2.2 millones de consumidores financieros. Alrededor de \$37 billones fueron cobijados por este programa, redefiniciones que representan el 6,8 % de la cartera bruta reportada a septiembre.
- Por monto, los principales segmentos objeto del PAD han sido libre inversión (\$10.3 billones COP), tarjeta de crédito (\$5.8 billones COP), PYME (\$3.9 billones COP), corporativo (\$2.6 billones COP), *leasing* financiero (\$2.0 b), vivienda No VIS (\$1.9 billones COP), crédito empresarial (\$1.9 billones COP) y vehículo (\$1.3 billones COP).
- El crecimiento del saldo vencido tuvo su punto de inflexión en agosto. La calidad por mora, medida como la proporción entre la cartera vencida y bruta para el mes de septiembre, fue 4,3 % para el total del portafolio. La dinámica de las provisiones continúa normalizándose y coincide con el mayor ritmo de los castigos durante el año.
- El margen neto de intereses (ex post) se situó en 4,2 %, mientras las utilidades de los EC responden a los comportamientos de los mercados y a la dinámica de la cartera crediticia. Finalmente, los niveles de capital de los EC permiten seguir otorgando los recursos clave para la reactivación económica. El índice de solvencia de los EC para septiembre del 2021 alcanzó un nivel del 21,7 % (el nivel mínimo exigido por la Superfinanciera es del 9 %).

Principales cifras de los establecimientos de crédito - EC a corte septiembre del 2021

- Las utilidades de los bancos siguen incrementándose respecto al mismo periodo del año anterior en un 130 %, mientras que las utilidades de las Instituciones Oficiales Especiales (IOE) han caído cerca de un 37 %. Estos resultados reflejan la recuperación de los EC y el efecto estadístico de comparación con un primer semestre del 2020 bastante deprimido. La menor dinámica que han tenido las IOE

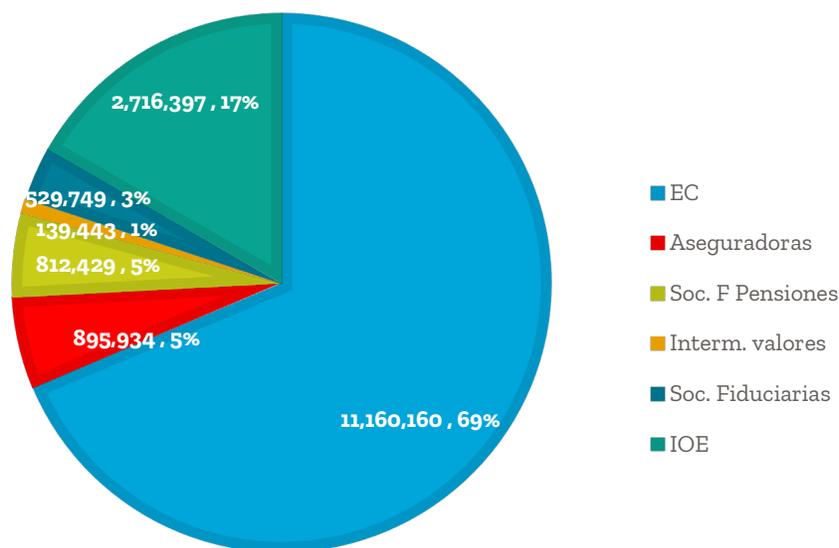
en el presente año, en cambio, se explica por el menor crecimiento en los créditos de emergencia que otorgan este tipo de instituciones. Es importante destacar que los EC están alcanzando los niveles de utilidad que tenían a septiembre del 2019.

Figura 38. Utilidades de la banca colombiana a corte septiembre de 2021 en millones de pesos.



Fuente: Superfinanciera -SFC-, cálculos propios.

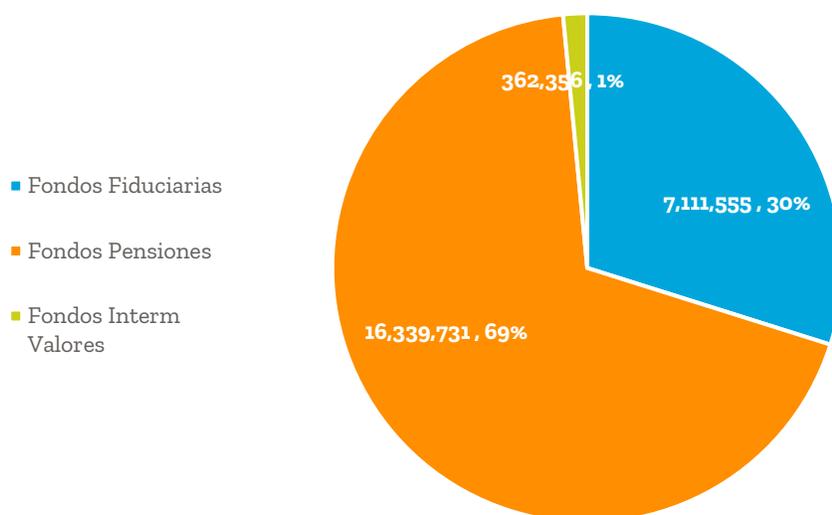
Figura 39. Utilidades Recursos propios en (Mill).



Fuente: Superfinanciera -SFC-, cálculos propios

En términos agregados las utilidades de recurso propios ascienden a cerca de \$17 billones COP, mientras que las utilidades acumuladas de los recursos a terceros a corte septiembre del 2021 ascienden a cerca de 24 billones COP, de los cuales el 99 % están concentradas en los fondos de inversión de las fiduciarias y los fondos de pensiones, mientras que los fondos intermediarios de valores tienen el resto.

Figura 40. Utilidades Recursos de Terceros (Mill).



Fuente: Superfinanciera -SFC-, cálculos propios.

Margen Financiero

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. Sin embargo, en los últimos meses este margen aumentó como consecuencia del incremento en la tasa promedio de colocación del mercado dada la mayor percepción de riesgo.

Figura 41. Margen de intermediación Ex ante.



Fuente: Superfinanciera de Colombia -SFC-, cálculos propios.

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 (prepandemia), producto del descenso en las utilidades por el efecto que tuvo la pandemia en la cartera de los EC. Sin embargo, las rentabilidades del sector financiero vienen mejorando durante el presente año en la medida que los EC recuperan el terreno perdido e incrementan sus utilidades respecto al mismo periodo del año anterior. Actualmente, el ROE se acerca a los niveles de prepandemia cercanos al 13 %.

Figura 42. Rentabilidad del patrimonio.

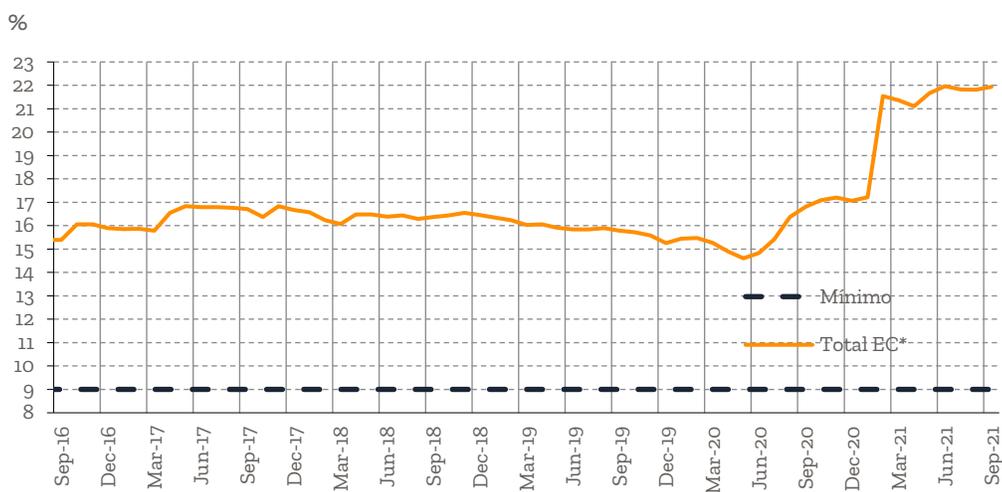


Fuente: Superfinanciera de Colombia -SFC-, cálculos propios.

Índice de Solvencia

La solvencia total se ubicó en 21,9 %, mayor en 12,9 % respecto al mínimo requerido (9 %). La solvencia básica, compuesta por el capital con mayor capacidad para absorber pérdidas, llegó a 17,1 %, superando en 12,6 % el mínimo regulatorio de 4,5 %. Este desempeño coincide con la entrada en vigor del estándar de Basilea III en capital desde enero de este año (patrimonio adicional o colchón para las crisis) y la estrategia de fortalecimiento patrimonial de las entidades vigiladas, lo que muestra el compromiso del sector con el fortalecimiento patrimonial en el largo plazo.

Figura 43. Total Establecimientos de Crédito.



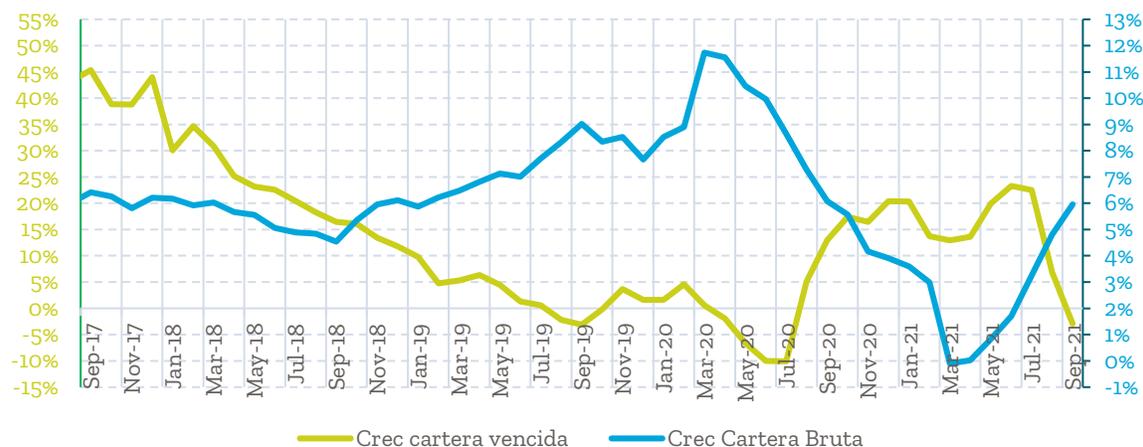
Fuente: Superfinanciera de Colombia –SFC.

Crecimiento de la cartera

El saldo bruto ascendió a \$554 billones COP, con lo cual el indicador de profundización alcanzó el 49 % del PIB. En términos reales, la cartera bruta registró una variación anual de 1,3 %, un retorno a crecimientos positivos luego de que entre marzo y julio estuviera en terreno negativo. Esto se explica fundamentalmente conforme continúa materializándose la reactivación, una menor incidencia de los castigos y la incidencia del efecto base frente al mismo periodo de 2020.

La cartera vencida, principalmente influenciada por consumo y microcrédito, continúa creciendo. El crecimiento del saldo vencido tuvo su punto de inflexión en agosto. El saldo que reporta una mora mayor a 30 días alcanzó \$23.9 billones COP, una disminución del 7 % real anual. La cartera al día alcanzó \$530 billones COP, es decir el 95,7 % del saldo total.

Figura 44. Crecimiento nominal cartera bruta vs cartera vencida.

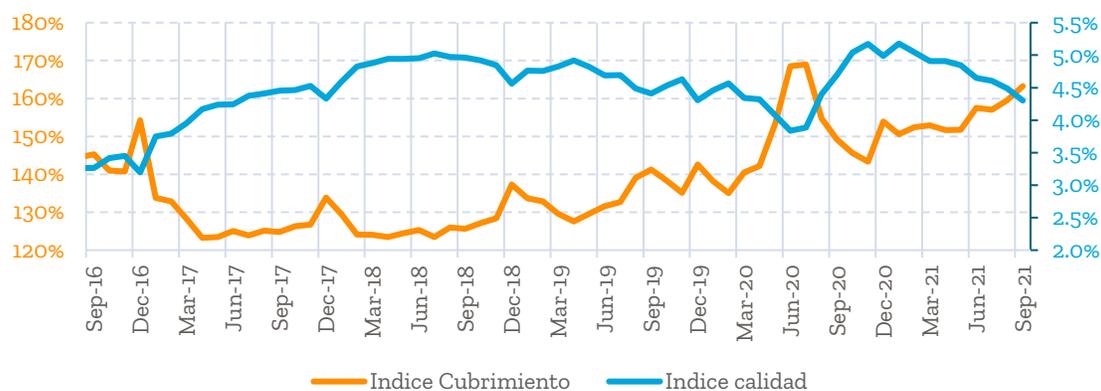


Fuente: Superfinanciera de Colombia -SFC, cálculos propios.

Índice de calidad y cobertura

La calidad por mora, medida como la proporción entre las carteras vencida y bruta, fue 4,3 % para el total del portafolio, cifra que confirma el punto de inflexión registrado desde enero de este año (5,2 %). El microcrédito reportó un indicador de calidad de 6,7 % (menor en 0,3 % al de agosto), seguido de consumo que se situó en 5,1 % (menor en 0,1 % al de agosto) y comercial que cerró en 4 % (menor en 0,3 % al de agosto). Vivienda reportó el indicador más bajo entre las 4 modalidades de cartera al cerrar el mes en 3,4 % (menor en 0,1 % al de agosto). Por 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 39 billones en provisiones), aumentó durante septiembre al registrar 152,2 %, lo que se traduce en que por cada peso de cartera vencida los EC tienen cerca de \$1,62 para cubrirlo.

Figura 45. Calidad de cartera vencida y cobertura.



Fuente: Superfinanciera de Colombia -SFC, cálculos propios

Capítulo 9

Mercados financieros a corte de octubre del 2021

Benjamín Cruz Vasco²⁶

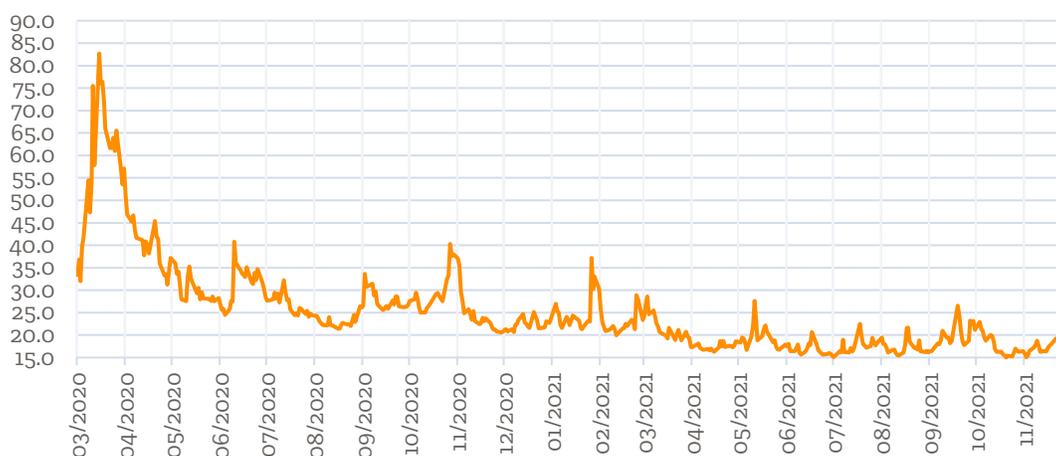
Sergio Knobelsdorf Serna²⁷

Jaime Alberto Ospina Mejía²⁸

Coyuntura Internacional

A pesar de los anuncios de comenzar a reducir los estímulos que la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) le estaba brindando al mercado, el *tapering*, a finales de octubre el mercado no había evidenciado una volatilidad alta que se reflejase en el índice VIX. Se tendrá que esperar hasta el final de noviembre para observar la reacción del mercado cuando en realidad comiencen la reducción en la compra de títulos. La última semana se dio un aumento del *Volatility index* casi alcanzando los 20 puntos, pero sigue presentándose una tendencia bajista que se conserva desde comienzos de la pandemia.

Figura 46. Índice VIX.



Fuente: Investing.com, cálculos propios.

²⁶ Benjamín Cruz Vasco. Estudiante Pregrado de Finanzas E-mail: bcruzv@eafit.edu.co

²⁷ Sergio Knobelsdorf Serna. Estudiante Pregrado de Finanzas E-mail: sknobelsds@eafit.edu.co

²⁸ Jaime Alberto Ospina Mejía, profesor del departamento de Finanzas y miembro del Grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: jospina3@eafit.edu.co.

Renta Fija

Luego de los reportes de empleo del mes de octubre, se espera que la Reserva Federal (FED) no aumente las tasas de intereses en el corto plazo a pesar de la reciente reducción que hizo en la compra de títulos del tesoro, lo que reduce la política monetaria expansionista, esperando un dato de empleo en los próximos meses que evidencie su recuperación. Desde el punto de vista de la inflación también hay preocupación, puesto que, si no hay incremento en las tasas en el corto plazo, esto puede llevar a una mayor inflación en Estados Unidos, que está ya por encima del 6 %.

En las últimas semanas se ha evidenciado un aumento en los puntos básicos del *yield*, luego de que se anunciaran los nuevos datos de inflación. Sin embargo, esta semana las rentabilidades de los bonos han caído más de 20 puntos básicos. Además, la aparición de la cepa ómicron está complicando la política monetaria de la FED. Se especula en el mercado que es posible que se retrasen las primeras subidas de tipos de interés de 25 puntos básicos por parte de la Reserva Federal.

Figura 47. Bonos 10Y EE. UU.

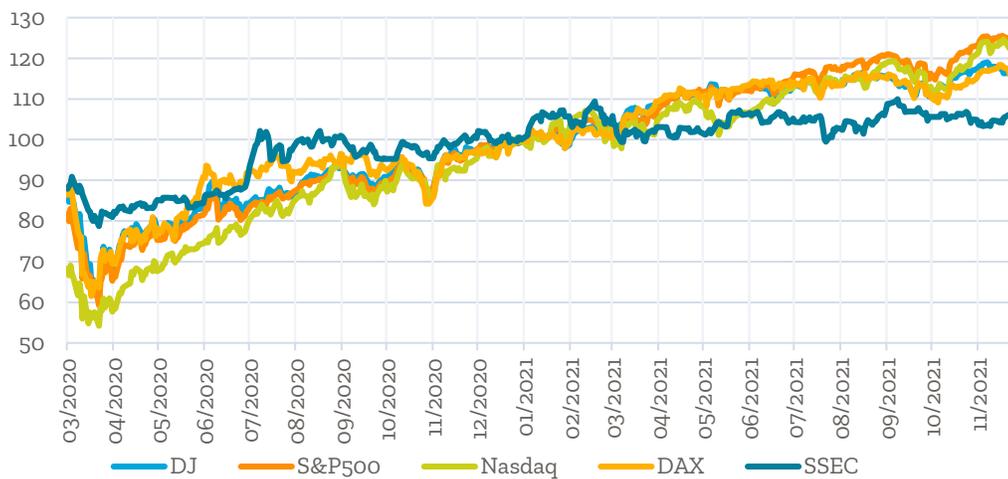


Fuente: Investing.com, cálculos propios.

Renta variable

La actividad económica continúa recuperándose después del mes de septiembre. Los índices de Estados Unidos han llegado a máximos históricos, mostrando el positivismo en la economía de norteamericana. Este mismo comportamiento se presenta en la Zona Euro, en donde el DAX (Índice bursátil de Alemania) se encuentra en máximos históricos. No obstante, en el continente asiático no se presenta el mismo comportamiento alcista de las regiones previamente mencionadas. Los temas por seguir en las próximas semanas no cambiarán mucho, dado que continuaremos pendientes de los resultados empresariales del tercer trimestre, del *tapering* en los bancos centrales, del mediocre comportamiento de la economía China y en general del continente asiático, y de la evolución de la pandemia, que podría limitar el crecimiento mundial, como podría ocurrir con motivo de la nueva cepa Ómicron, que ha generado gran alarma en el mundo.

Figura 48. Índices accionarios mundiales.



Fuente: Investing.com, cálculos propios, Base 100= 31 Dic 2020.

Materias Primas

El mercado de materias primas en los últimos meses ha presentado ciertas desvalorizaciones, especialmente los precios de la plata y el oro, una volatilidad considerable en el precio del cobre, afectado por la incertidumbre del gigante inmobiliario chino Evergrande, y en el precio del aluminio, que evidenció una desvalorización considerable en el último mes, debido a la disminución en las ventas de automóviles en la China. Sin duda la producción de bienes que requieran este tipo de materias primas en China y lo que pueda llegar a suceder con el grupo inmobiliario Evergrande, marcará el precio de estos *commodities* para los próximos meses. Adicionalmente, el fortalecimiento del dólar en las últimas semanas ha reforzado estas desvalorizaciones.

Figura 49. Precio de las materias primas.



Fuente: Investing.com, cálculos propios, Base 100: Dic 31 2020.

Monedas

En las últimas semanas, el dólar se ha venido fortaleciendo con respecto a las otras monedas a nivel mundial. Desde comienzos de septiembre el índice del dólar ha tenido un aumento constante con una leve caída en octubre. Esto se debe en gran parte a las políticas menos expansivas que ha tomado la Reserva Federal (FED) en las últimas semanas. El comienzo del *tapering*, más pronto que tarde, debido a las presiones inflacionarias, van a marcar el fortalecimiento del dólar para el fin de año. El reciente anuncio del presidente Biden de la reelección de Jerome Powell en la Reserva Federal da un voto de confianza al manejo de política monetaria que se ha dado durante el presente año a pesar de las altas expectativas de inflación, y genera, por tanto, un efecto alcista en los mercados financieros que se refleja especialmente en el fortalecimiento del dólar. Sin embargo, el posible retraso del *tapering* por efecto de la nueva cepa del COVID-19, han frenado el fortalecimiento del dólar en los últimos días.

Figura 50. Índice dólar – DXY.



Fuente: Investing.com, cálculos propios.

Coyuntura Local

1. Renta Fija

El mercado de renta fija local se encuentra bastante recuperado y estabilizado, luego de la incertidumbre de principio de año, generadas por el Paro Nacional y la pérdida del grado de inversión por parte de las calificadoras Standard and Poors (S&P) y Fitch Ratings. Una buena noticia para el mercado en estos últimos meses fue que la calificadora Moody's, mantuvo la calificación de Colombia en grado de inversión. Los rendimientos de los TES a 10 años, también se vieron afectados gracias a los anuncios de reducción en la inflación para el mes de octubre y un aumento de las tasas de intervención, que se ubican actualmente en 2,5 %.

Figura 51. Bonos 10Y COP\$.



Fuente: Investing, cálculos propios.

2. Renta Variable

El índice MSCI Colcap, después de la gran desvalorización que sufrió debido a la pandemia, no ha podido volver a los niveles previos de la crisis. No obstante, tuvo una buena recuperación hasta comienzos del 2021, cuando sufrió una caída debido a las protestas sociales que ocurrieron en este año y al tenso ambiente político que se vivía. A comienzos de septiembre, el índice empezó de nuevo una recuperación con un par de momentos de incertidumbre, del cual se resalta los momentos del 19 de octubre hasta la fecha. En estas últimas semanas se destacan la caída del índice accionario que podría explicarse principalmente por la baja que han tenido Ecopetrol, Bancolombia e ISA, una de las principales acciones de Colombia y de otro lado las expectativas alcistas de inflación en Estados Unidos, que han generado caídas en los activos de los principales índices accionarios en los mercados mundiales.

De otro lado, en la última semana se ha dado a conocer en el mercado local sorpresivamente una Oferta Pública de Acciones (OPA) por al menos el 50,1 % de las acciones del Grupo de Alimentos Nutresa. La oferta la está haciendo el grupo financiero Gilinski en asocio con el grupo de inversiones Royal Group de Emiratos Árabes. El precio que pagarían por acción sería de US \$ 7,71 lo que equivaldría en promedio según la tasa de cambio hoy en Colombia por un valor cercano a los \$30,000 COP por acción (un valor total de US \$2.200 millones equivalente aproximadamente a \$8 billones). Aunque, en el papel esta es una oferta muy tentadora para los accionistas dada la prima del 38 % que estarían pagando sobre el precio actual, también es cierto que hoy en día los precios de las acciones están muy deprimidos después de la pandemia y los múltiplos que representan no alcanzan aun el precio objetivo. De igual manera, sea cual sea la decisión que tome el Grupo Empresarial Antioqueño (GEA), se espera que esta

oferta genere un impulso en el índice accionario del país (MSCI COLCAP), en la medida que las acciones de Nutresa y las demás acciones del grupo que están relacionadas (Grupo Sura, Grupo Argos, Bancolombia, y Protección) se vuelvan más apetecidas y se demanden más en el mercado accionario.

Figura 52. Índice accionario - MSCI colcap.



Fuente: Investing, cálculos propios.

Mercado Cambiario

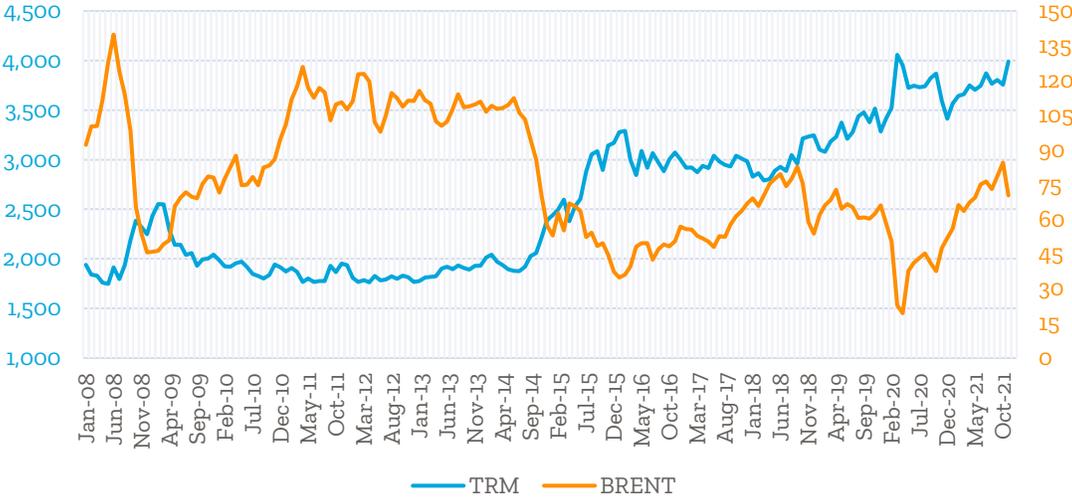
En un mundo globalizado, los mercados están muy interconectados y esto se refleja en el tipo de cambio. Una de las variables de ajuste más importante en los países donde la tasa de cambio es flexible y se ajusta por las libres fuerzas del mercado. Existen factores coyunturales y estructurales que determinan la tendencia de la tasa de cambio en el corto y largo plazo. Las fuerzas que han generado fortalecimiento del peso colombiano durante el presente año ha sido la aprobación de la reforma tributaria, la capitalización de divisas por cuenta de la venta de Interconexión Eléctrica S.A. a Ecopetrol, el préstamo del Fondo Monetario Internacional (FMI), y los derechos especiales de giro (DEG). De otro lado, la principal fuerza que ha generado un debilitamiento de la moneda local ha sido la reducción de la calificación del riesgo país del grado de inversión (BBB-) a especulativo (BB+) por el alto déficit fiscal que debe financiarse. Sin duda, estos factores seguirán siendo relevantes, pero en el primer semestre del 2022, la incertidumbre que generan las próximas elecciones presidenciales marcará una tendencia con periodos seguramente de gran volatilidad.

Actualmente, el debilitamiento del peso respecto al dólar se ha acentuado bastante en el último mes, producto del fortalecimiento del dólar a nivel mundial, por el nuevo giro que da la política monetaria de la Reserva Federal hacia una política menos expansiva, y al debilitamiento reciente del precio de petróleo a nivel

internacional, por las expectativas de una menor demanda del crudo (rebotes de la pandemia en Europa y EE. UU. para el finde año) respecto a las cuotas de oferta que se tienen pactadas en la OPEP.

La oferta de crudo pactada por la OPEP y las expectativas de una menor demanda por los nuevos rebotes del COVID-19, han llevado en la última semana al debilitamiento del peso, superando la moneda local la barrera de los \$4.000 y el precio del barril de crudo cayendo a niveles cercanos a los U\$ 70.

Figura 53. \$ tasa cambio vs U\$petróleo Brent.



Fuente: Investing, cálculos propios.

Consideraciones finales

Los resultados de los establecimientos de crédito en Colombia siguen en franca mejoría al comparar los resultados a corte de septiembre con el mismo periodo del año anterior. El crecimiento de la cartera continúa mejorando en términos reales, y ya muestra un crecimiento positivo del 0,2 % lo que indica un punto de inflexión que se venía esperando desde hace un par de meses. Esta situación se ha visto reforzada por los planes de apoyo al deudor -PAD- y las provisiones contra cíclicas, así como conforme continúa materializándose la reactivación, la menor incidencia de los castigos y el efecto base frente al mismo periodo de 2020.

Finalmente, las rentabilidades de los EC a corte de septiembre continúan recuperándose, y cada vez se acercan más al promedio de rentabilidad patrimonial del sector en el último quinquenio, alrededor del 12 %. Todo esto continúa acompañado con la estrategia de un fortalecimiento patrimonial de los EC, lo que muestra el

compromiso que mantiene el sector financiero con el fortalecimiento patrimonial en el largo plazo.

El comportamiento de los mercados financieros, el precio del dólar y el petróleo dependerán en gran medida de lo que se espera que ocurra con las señales que envíe la Reserva Federal al mercado, respecto a una política monetaria menos laxa, sujeta en gran parte a las expectativas de inflación y al nivel de actividad económica esperado en 2022, de acuerdo con la propagación del virus con las nuevas cepas que surjan.

Referencias

Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) (2021). *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-junio-de--10108903>

Investing.com (2021). *Markets*. <https://es.investing.com/markets/>

Banco de la República (2021). <https://www.banrep.gov.co/>



Escuela de Economía y Finanzas
Centro de Investigación Económicas y Financieras (CIEF)
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