



**Coyuntura
y perspectivas**
de la economía
colombiana

Coyuntura y perspectivas de la economía colombiana

N° 22. Abril de 2024

Universidad EAFIT

**Claudia Patricia
Restrepo Montoya**
Rectora

César Eduardo Tamayo Tobón
Decano Escuela de Finanzas, Economía y
Gobierno

Lina Marcela Cortés Durán
Decana Asociada para Programas
Académicos de la Escuela de Finanzas,
Economía y Gobierno

**Semillero de Investigación de estudios
en Coyuntura Económica**

Coordinador
Jaime Alberto Ospina Mejía

Autores en esta edición
César E. Tamayo Tobón
Miguel Espinal Valencia
Ana Sofía Herazo Castelblanco
Jerónimo Salazar Aguirre
Jesús Botero-García
Diego Montañez-Herrera
María Fernanda Echeverri Valencia
María Antonia Suárez Ramírez
Paulina Jaramillo Restrepo
Isaac Hurtado Rivera
Samuel Acosta Ochoa
Humberto Franco González
Carlos Esteban Posada Posada
Liz Londoño-Sierra
Gonzalo Caicedo Esper
Álvaro Hurtado Rendón
Sebastián Linares Sierra
David Alejandro Yepes Raigosa
Jaime Alberto Ospina Mejía

Edición y corrección de estilo
Angie Palacio Sánchez
Liz Londoño-Sierra

Diagramación y diseño
Sara Gabriela Álvarez Castillo
Paulina Vélez Jaramillo

**UNIVERSIDAD
EAFIT**



Contenido

Resumen ejecutivo.....5

Panorama económico global: crecimiento desigual y riesgos geopolíticos 8

Capítulo 1

César E. Tamayo Tobón

Miguel Espinal Valencia

Ana Sofía Herazo Castelblanco

Jerónimo Salazar Aguirre

Desaceleración, crecimiento futuro y polarización: las dificultades de la falta de consensos 22

Capítulo 2

Jesús Botero García

Diego Montañez-Herrera

NowCast de la actividad económica: integrando tendencias de Google e indicadores líderes para comprender la divergencia sectorial 44

Capítulo 3

María Fernanda Echeverri Valencia

María Antonia Suárez Ramírez

Paulina Jaramillo Restrepo

Diego Montañez-Herrera

Mercado laboral colombiano: dinámica reciente y divergencia entre crecimiento y empleo 58

Capítulo 4

Isaac Hurtado Rivera

Samuel Acosta Ochoa

Balanza de pagos 2023: desempeño consistente con la desaceleración económica 78

Capítulo 5

Humberto Franco González

Inflación y política monetaria..... 94

Capítulo 6

Carlos Esteban Posada Posada

Liz Londoño-Sierra

**Ingresos tributarios, ejecución presupuestal
y algunas reflexiones sobre descentralización
y autonomía fiscal 106**

Capítulo 7

Jesús Botero-García

Gonzalo Caicedo Esper

Álvaro Hurtado Rendón

Sebastián Linares Sierra

María Fernanda Echeverri Valencia

Mercados y sistemas financieros 126

Capítulo 8

David Alejandro Yepes Raigosa

María Antonia Suarez Ramírez

Jaime Alberto Ospina Mejía



Resumen ejecutivo

La economía mundial refleja distintas realidades con riesgos regionales asociados a la persistente inflación y a las tensiones geopolíticas, principalmente. Mientras que la economía de Estados Unidos crece de manera gradual (2,5% en 2023) y se debate el momento oportuno para flexibilizar la política monetaria, Europa se enfrenta a los impactos de la guerra entre Rusia y Ucrania, China trata de recuperar su impulso económico y América Latina podría aprovechar los cambios en las fuerzas y los flujos de inversión y del comercio mundial. Según las últimas proyecciones del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional, se espera que el crecimiento mundial para 2024, esté el rango del 2,4% y el 3,1%. **Las tensiones geopolíticas aumentaron la incertidumbre y la volatilidad, lo que produjo regionalización en el comercio, la inversión y la producción.**

En ese contexto, **la economía colombiana enfrentó importantes desafíos. El Producto Interno Bruto (PIB) creció apenas 0,6% en 2023**, debido a la disminución en la inversión, la baja productividad y la incertidumbre que afecta al sector privado. Además, el consumo se vio afectado por la inflación y las altas tasas de interés. La inversión sufrió una fuerte contracción, con caídas significativas en la formación bruta de capital fijo. Esto, junto con una reducción en las importaciones, evitó una caída aún mayor del PIB.

El Grupo de coyuntura económica de EAFIT, con su modelo de *NowCast*, proyecta un crecimiento débil para el primer trimestre de 2024. Aunque hay señales positivas en sectores como las exportaciones y la energía, otros como la construcción, la industria y el comercio muestran una tendencia negativa persistente. Así, **se espera un crecimiento casi nulo para el primer trimestre, 0,2%, y uno de 0,9% para todo 2024.**

Aunque la economía sigue en franca desaceleración, el desempleo en Colombia muestra una tendencia a la baja, con un promedio del 10,2% en 2023. Este fenómeno desafía las teorías económicas convencionales que relacionan el crecimiento económico con el empleo. Es posible que este crecimiento esté impulsado por el aumento del consumo en servicios, influenciado por factores como las tasas de interés y la inflación. Esta tendencia señala un cambio en las preferencias de consumo hacia actividades no relacionadas con bienes duraderos, lo que indica una posible **reconfiguración del mercado laboral colombiano.**

Colombia viene disminuyendo su inflación desde marzo del 2023, lo que ha llevado al Banco de la República a empezar a flexibilizar su política monetaria, pero debe ser cauteloso para evitar la pérdida de confianza en el programa antiinflacionario. Sobre la política

monetaria se plantean dos preguntas: ¿se actuó con prontitud frente al brote inflacionario pospandémico?, ¿se debe ablandar la política monetaria para impulsar el crecimiento económico? Tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo tardaron en actuar, pero **una vez que implementaron políticas restrictivas, la inflación cedió.** En Colombia, se prevé mantener una política monetaria cautelosa pero menos restrictiva para conducir la inflación hacia el rango meta.

El Grupo de coyuntura económica de EAFIT, prevé que, condicionado por la política monetaria y factores externos, **la inflación para 2024 oscilará entre el 4,9% y el 6,1% si la tasa de política no baja del 12%, y entre el 6,4% y el 7,8% si se reduce a 10,5%.**

Las cuentas externas muestran que **el déficit corriente de Colombia disminuyó del -6,2% al -2,7%**, debido a una reducción en el déficit comercial de bienes por la caída de precios de las importaciones y exportaciones de materias primas. En cuanto a la financiación del déficit, hubo una reducción en los ingresos en comparación con 2022, siendo la Inversión Extranjera Directa (IED) la principal fuente de financiamiento. **Se espera que el déficit en la cuenta corriente para 2024 sea cercano al 3,0% del PIB**, respaldado por el desbalance comercial de bienes y las transferencias externas.

En línea con esta desaceleración económica, **el Presupuesto General de la Nación (PGN) para 2024, tiene importantes montos aún pendientes de asignar en diferentes sectores.** Hasta ahora, solo se ha comprometido el 18,2%, que equivale a \$91,6 billones. **Las proyecciones fiscales para 2024 plantean déficit del 5,3% del PIB** y un déficit primario del 0,4%. Sin embargo, algunos cálculos alternativos sugieren un déficit del 5,4%. El Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF, 2024) señala la posibilidad de que los ingresos por Transacciones de Única vez (TUV) generen un déficit que incumpla la regla fiscal. Para cumplirla y evitar desequilibrio en 2025, se sugiere hacer ajustes en el gasto y aumentos graduales en el impuesto al ACPM. En síntesis, la situación fiscal muestra desafíos nacionales y regionales, la necesidad de ajustes en la recaudación, el gasto y la descentralización, para garantizar la estabilidad y la equidad fiscal a largo plazo.

Finalmente, los mercados financieros internacionales muestran divergencias, con Estados Unidos, la Unión Europea y Japón experimentando crecimiento en sus índices bursátiles, mientras que China muestra un desempeño desfavorable. En EE. UU., la política monetaria de la Reserva Federal produjo una curva invertida en el mercado de renta fija que tiende a aplanarse. **Después de un año de estabilidad, las materias primas**

presentaron un reciente incremento de precios que podría indicar que no habrá recesión económica en 2024. Los mercados accionarios en Colombia y Latinoamérica han mostrado un pobre rendimiento debido a reformas gubernamentales y políticas monetarias externas. El sistema financiero colombiano redujo el 50% en las utilidades de los establecimientos de crédito en 2023, con una disminución del -6,6 % en el crecimiento real de la cartera. Esto se reflejó en un índice de profundidad financiera (cartera bruta / PIB) que se reduce hasta niveles del 43,5%. A pesar de los desafíos, la solvencia del sistema financiero se mantiene en niveles suficientes para seguir ejerciendo su función crediticia. **Para 2024, el Grupo de coyuntura económica espera un leve repunte en el crecimiento económico y una recuperación modesta en la cartera bancaria, del 1% en términos reales, impulsada principalmente por la cartera destinada a hogares.**

01

Panorama económico global: crecimiento desigual y riesgos geopolíticos

César E. Tamayo Tobón

Decano de la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno y director de Valor Público, Centro de estudios e incidencia de la Universidad EAFIT.

E-mail: ctamayot@eafit.edu.co

Miguel Espinal Valencia

Estudiante de Economía e integrante del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: mespinalv1@eafit.edu.co

Ana Sofía Herazo Castelblanco

Estudiante de Economía e integrante del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: asherazoc@eafit.edu.co

Jerónimo Salazar Aguirre

Estudiante de Economía e integrante del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: jsalazara1@eafit.edu.co

1. Introducción

La economía global avanza a diferentes velocidades, producto de riesgos diferenciados por regiones y asociados a la terca inflación en algunas latitudes y a la tensa geopolítica en otras. Mientras la economía estadounidense consolida su aterrizaje suave y se debate sobre cuándo relajar la política monetaria, Europa sufre los efectos de la guerra entre Rusia y Ucrania, y China busca la forma de tomar impulso nuevamente. En este contexto, los países latinoamericanos están bien posicionados para aprovechar el reacomodo de fuerzas y de flujos de inversión y comercio. En efecto, ya algunos lo están haciendo.

En la *tabla 1* se presenta el panorama general de las proyecciones del crecimiento de las principales economías. Las expectativas para el crecimiento mundial se mantienen estables, con proyecciones que gravitan entre el 2,4% y el 3,1% para 2024. En China persiste la expectativa de un crecimiento alrededor del 4,5%, mientras que India se perfila como la economía que más crecerá entre todas las grandes: 6,5% en 2024. En América Latina, resulta notable el mayor optimismo por parte de los organismos internacionales con respecto a Brasil y México, cuyos pronósticos de crecimiento para 2024 han mejorado sustancialmente.

Para 2025, hay cierta confianza en que el crecimiento se mantendrá estable o ligeramente por encima de lo que se espera en 2024, jalonado por la posible materialización de alguna recuperación en la zona euro. La expectativa es que en 2025 la economía india continúe liderando el crecimiento mundial y mantenga una sólida variación anual del 6,5%.

Tabla 1.

Proyecciones de crecimiento porcentual anual de las principales economías.

	Fondo Monetario Internacional				Banco Mundial			
	WEO octubre 2023		WEO enero 2024		GEP junio 2023		GEP enero 2024	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Mundo	3,0	3,2	3,1	3,2	2,4	3,0	2,4	2,7
Economías Avanzadas	1,4	1,8	1,5	1,8	1,2	2,2	1,2	1,6
Estados Unidos	1,0	1,8	2,1	1,7	0,8	2,3	1,6	1,7
Zona Euro	1,5	1,8	0,9	1,7	1,3	2,3	0,7	1,6
Japón	1,0	0,6	0,9	0,8	0,7	0,6	0,9	0,8
Economías emergentes	4,1	4,1	4,1	4,2	3,9	4,0	3,9	4,0
China	4,5	4,1	4,6	4,1	4,6	4,4	4,5	4,3
India	6,3	6,3	6,5	6,5	6,4	6,5	6,4	6,5
Rusia	1,3	1,0	2,6	1,1	1,2	0,8	1,3	0,9
América Latina y el Caribe	2,2	2,9	1,9	2,5	2,0	2,6	2,3	2,5
Brasil	1,2	1,7	1,7	1,9	1,4	2,4	2,6	2,2
México	1,5	0,9	2,7	1,5	1,9	2,0	2,7	2,1

Fuente:

Elaboración propia con datos de *World Economic Outlook* (WEO) del FMI (actualizaciones de octubre 2023 y enero de 2024) y *Global Economic Prospects* (GEP) del Banco Mundial (actualizaciones de junio 2023 y enero de 2024).

2. Panorama de las principales economías

2.1. Continúa el aterrizaje suave de EE. UU.

En 2023, la economía americana creció una saludable tasa del 2,5%. El crecimiento se aceleró durante la segunda mitad del año, cuando el Producto Interno Bruto (PIB) creció por encima del 4% anual. Durante el último trimestre, el consumo privado se mantuvo sólido, pero el crecimiento de la inversión pública fue, sin duda, el protagonista: creció por encima del 10% (tabla 2). Con este buen desempeño de la economía, los esfuerzos de las autoridades económicas en EE. UU. han mantenido su concentración en el control de la inflación, aunque el comienzo del año electoral haya empezado a dirigir algo de atención hacia el cuidado del buen momento que experimentan los hogares.

La inflación ha orbitado tercamente alrededor del 3,1% y el 3,2% desde octubre de 2023, y no muestra signos de converger rápidamente hacia la meta de largo plazo de la Reserva Federal del 2%. Para febrero, la inflación se mantuvo en 3,2% (*figura 1*), por encima de lo esperado por el grueso de los analistas, impulsada principalmente por los servicios de salud y los seguros de automóviles.

Tabla 2.
Crecimiento real de EE.UU.
por componente del gasto.

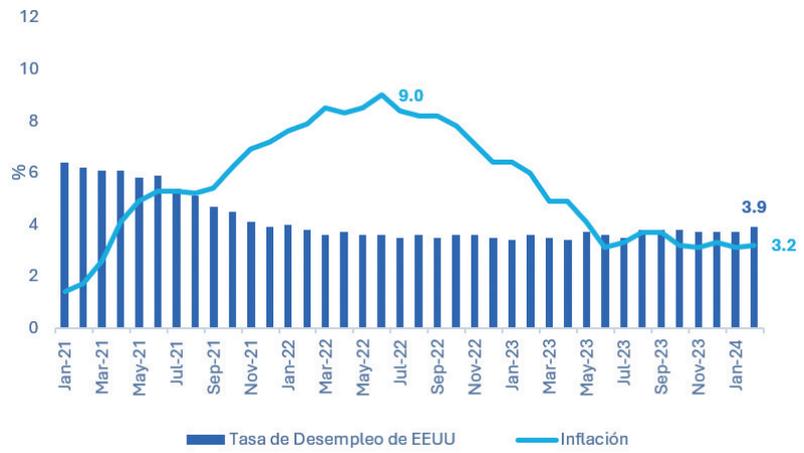
	Crecimiento anual	
	2023 Q4	2023
Consumo	3,0%	2,2%
Inversión privada	0,9%	-1,2%
Gobierno	4,2%	4,0%
PIB	3,2%	2,5%

Fuente:
Elaboración propia a partir
de datos del *Federal
Reserve Bank of St. Louis.*

A pesar de estas visiones optimistas, el sector inmobiliario sigue enfrentando retos. Se calcula que en los próximos dos años en Estados Unidos se vencerán \$1200 millones de dólares de deuda inmobiliaria comercial. Esto es relevante en un entorno en el que las tasas de interés real han regresado a terreno positivo y parecen haber llegado para quedarse (*figura 2*). Es por esto que las autoridades financieras deben ser cautelosas y mantenerse alerta con el fin de mitigar posibles riesgos futuros para la estabilidad macro financiera (Deghi et al., 2024).

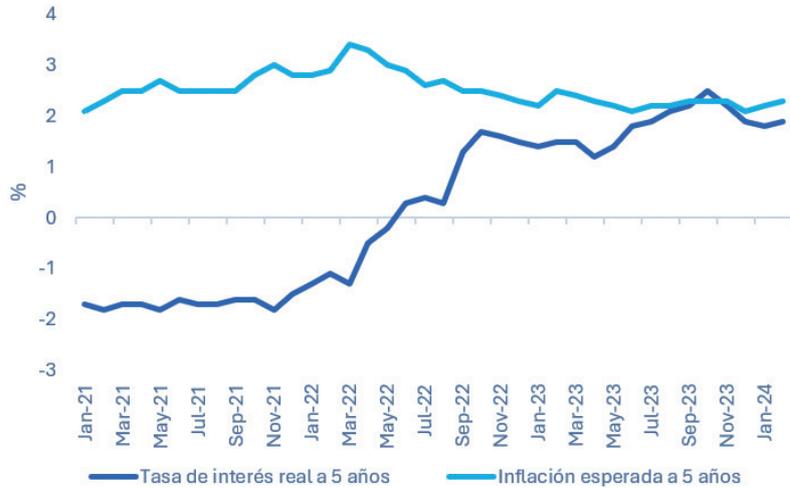
En todo este episodio de inflación-desinflación, resulta notable cómo la tasa de desempleo de EE. UU. se ha mantenido estable y consistentemente en mínimos históricos: mientras que la inflación pasó de 9% en junio de 2022 a 3,2% actualmente, la tasa de desempleo pasó de 3,6% a 3,9% en el mismo período. Este comportamiento es consistente con la reciente observación de Bundick y Smith (2023) sobre que la aparente relación negativa entre desempleo e inflación se ha hecho más débil -la llamada “curva de Phillips” se ha aplanado-, producto de una mayor credibilidad en las metas de inflación de largo plazo que ha resultado de una mejor comunicación del compromiso de la Reserva Federal.

Figura 1.
Inflación y desempleo en los Estados Unidos.



Fuente:
Elaboración propia a partir de datos del *U.S. Bureau of Labor Statistics*.

Figura 2.
Tasa de bonos indexados a inflación e inflación esperada a cinco años (*Breakeven inflation*).



Fuente:
Elaboración propia a partir de datos del *Board of Governors of the Federal Reserve System (US)* y *Federal Reserve Bank of St. Louis (2024)*.

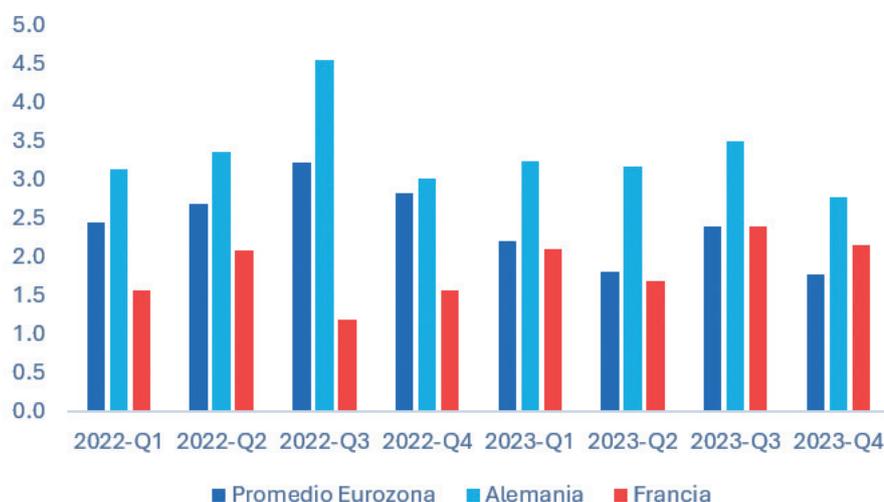
2.2. Las preocupaciones de Europa

El escalamiento de la guerra Rusia-Ucrania es, sin duda, la mayor preocupación europea hoy. Los reportes disponibles sugieren que Rusia se prepara para una guerra convencional con la OTAN y, aunque es posible que eso no ocurra, el ejército ruso está haciendo reformas estructurales y expandiendo sus capacidades militares. Al tiempo, el presidente francés puso sobre la mesa la posibilidad de que la OTAN

envíe directamente tropas a suelo ucraniano, y países como Estonia y República Checa —dos de los aliados más comprometidos con la defensa de Ucrania— han hecho llamados reiterados para que la Unión Europea (UE) comprometa suficientes recursos.

Aún sin contar con el efecto que pueden tener los gastos de defensa sobre las débiles cuentas fiscales, los países europeos ya sienten la guerra en sus bolsillos. Los estimativos disponibles sugieren que en 2022 la guerra ya le costó a la humanidad cerca del 1% del PIB mundial (Liadze et al., 2024), costo que ha recaído desproporcionadamente sobre la UE. La contribución de Rusia al comercio internacional de energía es cercana a un 12% y sus principales importadores son países europeos y asiáticos. La *figura 3* presenta una comparación del consumo real y el consumo potencial que habría resultado en un escenario en el que los precios de la energía hubieran mantenido el nivel de octubre de 2021. Para la euro zona como un todo, la guerra y sus efectos en los precios de energía han podido costar hasta 2,5% de consumo en promedio. La afectación ha sido más notable en Alemania, donde al cierre de 2023 el consumo aún no regresaba a los niveles previos a la guerra. Por todo esto, al tiempo que Europa considera diferentes opciones militares o diplomáticas frente a la guerra, es indispensable avanzar con inversiones más robustas en energías renovables y en la transformación hacia una mayor eficiencia energética, lo que exige el concurso del sector privado y una mezcla cuidadosa de incentivos financieros (Aitken et al., 2022).

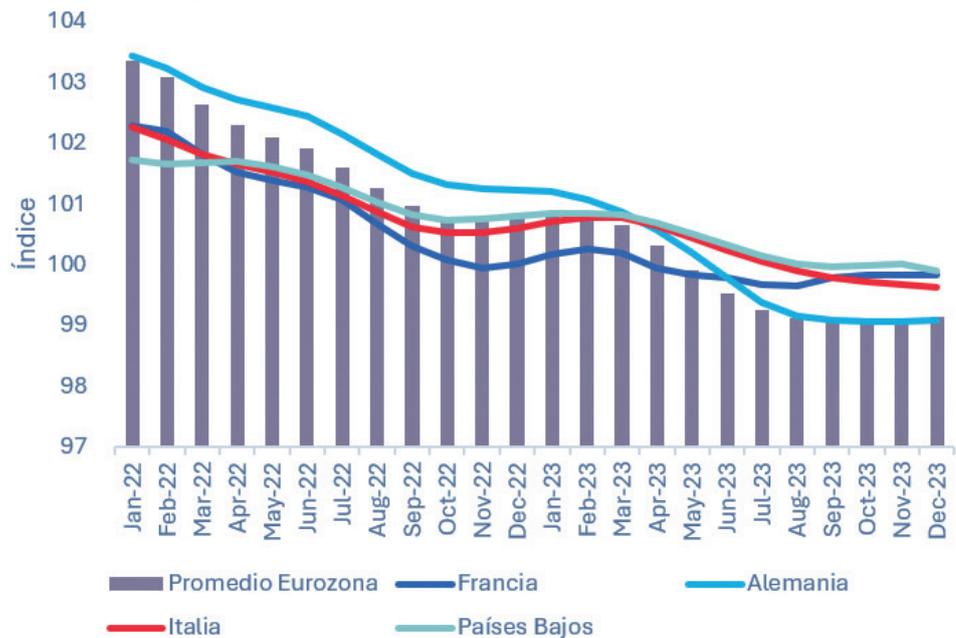
Figura 3.
Pérdida de consumo por
precios de energía en la UE
(%).



Fuente:
Elaboración propia a partir
de datos de Eurostat
(2024).

Con los efectos que están teniendo los mayores costos de energía y de algunos *commodities*, tanto en las finanzas de los hogares como en el *mix* de costos de producción, la confianza empresarial se ha deslizado ininterrumpidamente por dos años ya. La caída más estrepitosa la vemos en Alemania: casi 5% desde su máximo en enero 2022 (figura 4). De hecho, la economía de este país ya ha registrado dos trimestres consecutivos de variación negativa en su producción, entrando formalmente en una recesión cuya duración es aún incierta. Para completar el panorama económico europeo hay que recordar también los tres trimestres de decrecimiento que observó Países Bajos en 2023, y el mediocre desempeño de la economía británica que desde el *Brexit* y la pandemia continúa perdiendo comercio, inversión y capital humano.

Figura 4.
Índice de Confianza Empresarial. Enero 2022 – diciembre 2023



Fuente:
Elaboración propia a partir de datos de OECD (2024)

2.3. China intenta recobrar impulso

A comienzos de marzo, el primer ministro chino, Li Qiang, presentó una agenda económica para 2024 que apunta a un crecimiento del 5%, con un ambicioso programa de transformaciones. La seguridad y la estabilidad son protagonistas de ese programa y, entre sus metas, se cuentan la dominación de las industrias de vehículos eléctricos, de inteligencia artificial, de semiconductores y de vuelos espaciales comerciales. China también se propone incrementar el presupuesto destinado a ciencia y tecnología en un 10% y

su presupuesto en defensa en un 7,2%.

La nueva agenda económica china se presenta justo cuando la economía atraviesa por una coyuntura precaria, donde resaltan la debilidad en la inversión extranjera directa (IED) y el decepcionante desempeño de su sector inmobiliario. Las dificultades que han tenido algunos de sus más grandes promotores inmobiliarios empiezan a reflejarse en la inversión del sector, que cayó 8,1% durante 2023, y en las cuentas agregadas, pues este sector representa casi el 25% del PIB chino. Adicionalmente, China se ha visto obligada a frenar numerosos proyectos de infraestructura en una docena de regiones por la creciente deuda municipal que se acumula. En suma, todo parece indicar que cumplir los objetivos de su nueva agenda económica no será tarea fácil. Esto es algo que analistas e inversionistas ya vienen incorporando en sus expectativas; basta con revisar el pobre desempeño del principal índice de la bolsa de Shanghái relativo a lo que viene ocurriendo en EE. UU. (figura 5).

Figura 5.
Índices bursátiles: S&P 500,
Dow Jones y Shanghai
Composite. (Enero 2023 =
100). Enero 2023 – marzo
2024.



Fuente:
Elaboración propia a partir
de datos de *Bloomberg*
(2024).

Sin duda el reto más importante de la economía china estará en preservar los elementos de economía de mercado que tiene en el marco de un sistema político cada vez más cerrado y con mayor concentración del poder. El modelo de bienestar en

un marco político totalitario puede ser manejable si el crecimiento es vigoroso, pero puede presentar fisuras cuando el desempeño empieza a ser mediocre. Por eso llama la atención que, teniendo la posibilidad de mover la economía china más hacia el consumo privado, donde aún hay espacio en el corto plazo (representa el 53% del PIB mientras que en EE. UU. casi el 70%), el gobierno de Xi Jinping decida apostar a segmentos con multiplicadores fiscales relativamente más bajos como el gasto militar o la inversión en ciencia, tecnología e innovación.

3. Geopolítica, coyuntura y perspectivas del comercio y la inversión global

Para nadie es un secreto que las tensiones geopolíticas han aumentado consistentemente en los últimos años y que, en casos extremos, se han materializado conflictos bélicos como los de Israel-Palestina y Ucrania-Rusia. Las implicaciones de estos conflictos no solo han incrementado la incertidumbre política, también han agregado algo de volatilidad en la economía mundial. Ante las restricciones que la comunidad internacional le impuso a Rusia, los precios de ciertos *commodities* como la soja, el maíz y el trigo han subido sustancialmente (*figura 6*), como han subido también las tarifas de transporte marítimo, todo lo cual ha venido a ralentizar algunas cadenas de suministros.

Con las mayores tensiones y la mayor incertidumbre, el comercio, la inversión y la producción continúan su tendencia a regionalizarse. La producción se ha reubicado en lugares donde se pueda tener mayor control de las operaciones, menores tiempos y costos de transporte y menores redes de dependencia. El comercio se ha concentrado entre países cercanos, con intereses comunes o proximidad geográfica. La economía mundial siente con fuerza las tendencias proteccionistas y nacionalistas que han aflorado en la última década.

Figura 6.
Precios de Soja, Maíz
y Trigo en dólares por
tonelada métrica. Enero de
2016 – enero 2024.



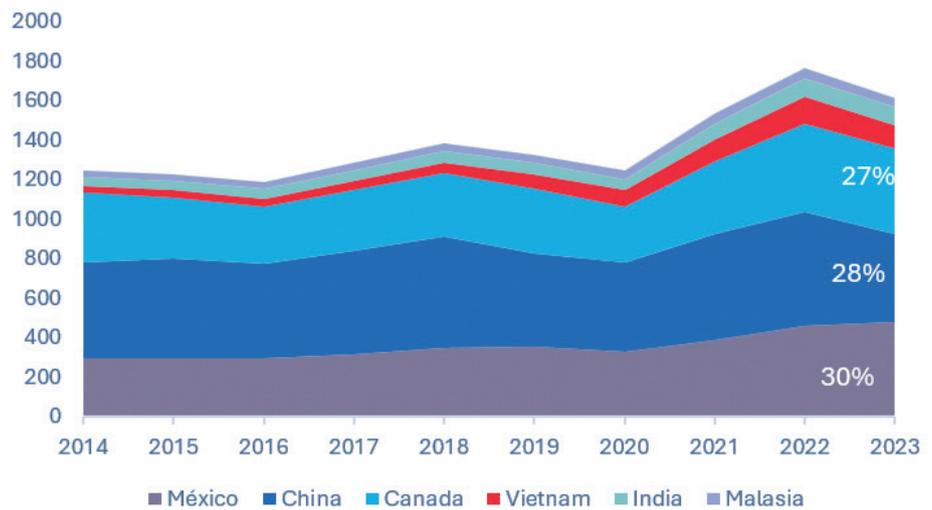
Fuente:
Elaboración propia a
partir de datos de *Federal
Reserve Bank of St. Louis*
(2024).

Resultado de esto, en 2023, México superó por primera vez a China como la principal fuente de importaciones estadounidenses (*figura 7*). De hecho, el gobierno mejicano implementó políticas de fomento para la reubicación de centros de manufactura e importaciones regionales, como el Programa de promoción sectorial (PROSEC), que reduce las tarifas de nación más favorecida (NMF) a 0 o 5% para insumos de manufactura, promocionando el comercio en 20 sectores y 16,000 productos (*International Trade Administration, 2023*). Vietnam, India y Malasia también se han beneficiado del reacomodo de flujos comerciales, pues tienen cercanía geográfica con China —que facilita el traslado de producción— pero están más cerca de EE. UU. en términos de su política exterior. En el caso de Malasia, su industria de chips ha captado el segmento del mercado que adquiría el producto de manufactura china, por lo que la inversión extranjera directa en ese país ha venido subiendo a tasas récord.

Los cambios geopolíticos que sobrevinieron a la época de la pandemia no solo reconfiguraron el comercio internacional, también afectaron los flujos de inversión. A las inclinaciones más proteccionistas de prepandemia —que ya venían afectando la inversión— se les sumaron las preocupaciones por la confiabilidad de las cadenas globales de valor ante eventos

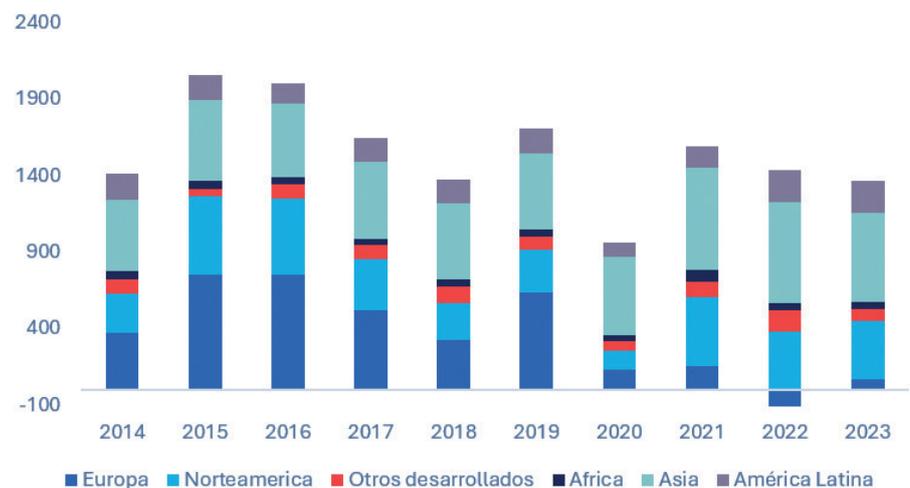
extremos. Así, hemos visto que las políticas de reindustrialización han tomado fuerza, siendo el “Inflation Reduction Act” de EE. UU. y el “European Green Deal” sus más recientes manifestaciones. Como consecuencia, en los años pospandemia se ha visto un crecimiento inusitado en el interés de las compañías por implementar estrategias de *reshoring* (FMI, 2023). Todo esto explica la caída sistemática en la inversión extranjera directa a nivel global. De hecho, los flujos de IED vienen cayendo sistemáticamente desde 2016 (especialmente en Europa), y no han podido ni siquiera recuperar su nivel prepandemia (*figura 8*).

Figura 7.
Principales importadores a Estados Unidos en miles de millones de dólares. 2014 – 2023.



Fuente:
Elaboración propia a partir de datos de la Organización Mundial del Comercio (2024).

Figura 8.
Flujos de IED entrante (miles de millones de dólares).



Fuente:
Elaboración propia a partir de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), *World Investment Report* (2023).

4. Implicaciones para Colombia

El otrora improbable escenario de un aterrizaje suave en la economía estadounidense es una inmejorable noticia para nuestra región y en particular para Colombia. Al tiempo, el desbarajuste económico que aparece en la zona euro y el reacomodo de fuerzas geopolíticas refuerzan la idea de que podemos y debemos aprovechar el potencial de una mayor integración en las américas.

Recientemente, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) estimó que el fenómeno de *reshoring/nearshoring* tiene el potencial de agregar USD78 mil millones en exportaciones a la región. Después de México, los países con mayor potencial para incrementar sus exportaciones serían Brasil (USD 7844), Argentina (USD 3906) y Colombia (USD 2573). Esto es consistente con que, aunque la inversión extranjera ha caído, los países latinoamericanos siguen aumentando sus flujos de IED: entre 2015 y 2023 la inversión entrante a la región creció 34%. Colombia, entonces, no debería tener dudas a la hora de aprovechar mejor su tratado de libre comercio con EE. UU. y complementar a México como gran fuente de exportaciones y destino de inversión de la que sigue siendo la mayor economía del mundo.

Referencias

- Aitken, C., & Ersoy, E. (2023). *War in Ukraine: The options for Europe's energy supply*. *The World Economy*, 46(4), 887-896.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2022), *Nearshoring agregará US\$78.000 millones en exportaciones de América Latina y Caribe*. <https://www.iadb.org/es/noticias/nearshoring-agregaria-us78000-millones-en-exportaciones-de-america-latina-y-caribe>
- Banco Mundial. (2024). *Global Economic Prospects*. <https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>
- Bloomberg. (2024). *Dow Jones Industrial Average*. <https://www.bloomberg.com/quote/INDU:IND>
- Bloomberg. (2024). *S&P 500 INDEX*. <https://www.bloomberg.com/quote/SPX:IND>
- Bloomberg. (2024). *Shanghai Stock Exchange Composite Index*. <https://www.bloomberg.com/quote/SHCOMP:IND>
- Board of Governors of the Federal Reserve System (US). (2024) *Market Yield on U.S. Treasury Securities at 5-Year Constant Maturity, Quoted on an Investment Basis, Inflation-Indexed [DFII5]*, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/DFII> , marzo 15.
- Brent Bundick, A. Lee Smith (2023). *Did the Federal Reserve Break the Phillips Curve? Theory & Evidence of Anchoring Inflation Expectations*. *The Review of Economics and Statistics*, 1-45.
- Deghi, A., Natalucci, F., & Qureshi, M. S. (2024). *US commercial real estate remains a risk despite investor hopes for Soft Landing*. IMF Blog. <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2024/01/17/us-commercial-real-estate-remains-a-risk-despite-investor-hopes-for-soft-landing>
- Eurostat. (2024). *Harmonized Index of Consumer Prices (HICP) – energy*. <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tei-cp250/default/table?lang=en>
- Eurostat. (2024). *Harmonized Index of Consumer Prices (HICP) – item weights – energy*. https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_inw__custom_10579749/default/table?lang=en

Federal Reserve Bank of St. Louis (2024) *5-Year, 5-Year Forward Inflation Expectation Rate* [T5YIFR], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/T5YIFR>, Marzo 15.

FMI (2023). *Geoeconomic Fragmentation and Foreign Direct Investment*, capítulo 4, World Economic Outlook, abril.

International Monetary Fund. (2024). *World Economic Outlook Update*. World Economic Outlook Update, January 2024: Moderating Inflation and Steady Growth Open Path to Soft Landing (imf.org)

Liadze, I., Macchiarelli, C., Mortimer-Lee, P., & Sanchez Juanino, P. (2023). *Economic costs of the Russia-Ukraine war*. The World Economy, 46(4), 874-886.

OECD (2024), *Business confidence index (BCI), indicator*. <https://doi.org/10.1787/3092dc4f-en> Marzo 20

U.S. Bureau of Economic Analysis (2024) *Real Government Consumption Expenditures and Gross Investment* [GCEC1], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/GCEC1>, Marzo 20

U.S. Bureau of Economic Analysis (2024) *Real Gross Private Domestic Investment* [GPDIC1], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/GPDIC1>, Marzo 20

U.S. Bureau of Economic Analysis, *Real Net Exports of Goods and Services* [NETEXC], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/NETEXC>, Marzo 21

U.S. Bureau of Economic Analysis (2024) *Real Personal Consumption Expenditures* [PCECC96], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/PCECC96>, Marzo 21.

U.S. Bureau of Economic Analysis (2024). *Real Gross Domestic Product* [GDPC1], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>, Marzo 16.

U.S. Bureau of Labor Statistics. (2024). *Consumer Price Index for All Urban Consumers (CPI-U)*. https://data.bls.gov/timeseries/CUSR0000SA0&output_view=pct_1mth

U.S. Bureau of Labor Statistics. (2024). *Unemployment rate*. <https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>

02

Desaceleración, crecimiento futuro y polarización: las dificultades de la falta de consensos

Jesús Botero García

Profesor emérito e integrante del Grupo de Coyuntura Económica. Director del Área de mercados y estrategia financiera de la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: jabotero@eafit.edu.co

Diego Montañez-Herrera

Graduado de la Maestría en Economía e integrante del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: dfmontaneh@eafit.edu.co

1. Introducción

Los magros resultados de la economía en 2023 plantean inquietantes retos para el futuro. ¿Se perpetuará el bajo crecimiento como consecuencia del débil desempeño de la inversión, de la caída de la productividad y de posibles reducciones en los flujos de capital hacia el país? ¿Se agudizarán de nuevo los problemas de gestión en el gasto y la inversión pública, contribuyendo a una baja efectividad de la política económica, en un momento en el que su papel sería decisivo para impulsar la economía? ¿Los desacuerdos en los trámites de las reformas llevarán a una parálisis efectiva del proceso legislativo, generando tensiones adicionales en la relación de los poderes públicos y propiciando la emergencia de inéditas propuestas de cambio de las reglas de juego, con consecuencias impredecibles sobre la institucionalidad del país?

El curso que tomen los acontecimientos en los próximos meses será decisivo para el futuro de Colombia. De una parte, definirá el potencial de crecimiento futuro y las limitaciones que tendrá el gobierno para aplicar políticas sociales efectivas que mejoren las condiciones de vida de la población; de otra, le dará forma al tipo de relacionamiento entre los poderes públicos y el sector privado, y al papel que cumplirán los llamados a la participación ciudadana en el próximo proceso electoral, cuyo inicio se adelantará probablemente de manera importante, a juzgar por el tono que empiezan a tener las declaraciones del presidente en respuesta a las dificultades legislativas que experimentan los proyectos de ley presentados al congreso.

El crecimiento y el modelo de relacionamiento entre poderes públicos y agentes privados están estrechamente vinculados porque el clima institucional que resulte del modelo determinará el tipo de decisiones que los agentes privados tomen sobre la inversión y el consumo, condicionando el posible resultado del gobierno en la implementación de las políticas sociales que definen su agenda. Si se percibe que las políticas públicas son inefectivas, se agudizará la pola-

rización que se observa en el ámbito político, con efectos adversos sobre el clima de inversión y la dinámica económica. Y ello generaría al tiempo frustraciones profundas en la población, con efectos impredecibles sobre la dinámica política.

Lo que está en juego, en este sentido, es el modelo de “economía social de mercado” que la Constitución adopta y “que reconoce a la empresa y, en general, a la iniciativa privada, la condición de motor de la economía, pero que limita razonable y proporcionalmente la libertad de empresa y la libre competencia económica, con el único propósito de cumplir fines constitucionalmente valiosos, destinados a la protección del interés general”².

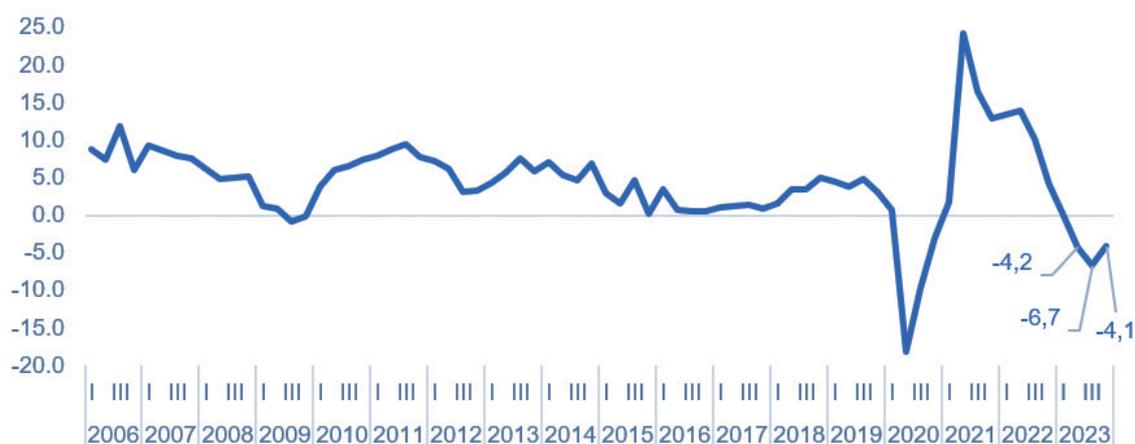
El discurso presidencial parece asumir que la gestión empresarial privada está siempre enfrentada al interés general y que, en cambio, la gestión pública de recursos sí resulta eficiente para garantizar el bienestar de la población. Nada más lejos de la realidad: son los mecanismos de gestión privada los que, sujetos a una regulación apropiada, permiten generar riqueza a través de incentivos adecuados para el uso eficiente de los recursos. Y es sobre esa riqueza que los gobiernos pueden, mediante intervenciones estatales debidamente estructuradas y diseñadas, tomar acciones que permitan mejorar las condiciones de vida de la población. La gestión pública de recursos, en especial en sistemas complejos en los que interactúan múltiples agentes y se manejan cuantiosas partidas presupuestales, está, en cambio, sujeta a grandes riesgos de gestión deficiente, de usos inadecuados de recurso para fines burocráticos o, incluso, de corrupción, a pesar de la buena voluntad del gobernante. Así que una sociedad resulta próspera si incentiva la iniciativa privada en un marco regulatorio apropiado y, a través suyo, fomenta la creación de riqueza y gestiona el bienestar general.

Estas consideraciones son relevantes cuando, como ilustra la *figura 1*, la demanda interna completa tres trimestres

² Sentencia C-228/10 de la Corte Constitucional. C-228-10 Corte Constitucional de Colombia.

consecutivos de decrecimiento lo que, si bien refleja el inevitable ajuste de la economía tras la recuperación observada en 2021-2022 y el aumento de las tasas de interés para contener la inflación, también puede ser consecuencia de la percepción de incertidumbre que se ha generado en el sector privado con las iniciativas legislativas lanzadas por el gobierno en 2023.

Figura 1.
Variación porcentual anual de la demanda interna.
Primer trimestre 2006 – cuarto trimestre 2023.



Fuente:
Elaboración propia con datos del Departamento Nacional de Estadística (DANE, 2024).

Lo que parece estar en juego en Colombia hoy es el modelo de desarrollo del país, en medio de diagnósticos posiblemente convergentes sobre la magnitud de los problemas que enfrentamos y de profundas divergencias sobre la forma correcta de abordarlos.

2. La evolución del Producto Interno Bruto (PIB) en 2023

Como lo ilustran la *tabla 1* y la *figura 2*, el PIB creció 0,6% en 2023. Tres temas resultan particularmente impactantes en este resultado: el reducido crecimiento del consumo, tanto de hogares como de gobierno; la violenta caída de la forma-

ción bruta de capital, y el pobre desempeño de las cuentas externas, en particular de las importaciones, cuya caída del 14,7% compensó la caída de la demanda interna impidiendo que se reflejase en crecimientos negativos del PIB.

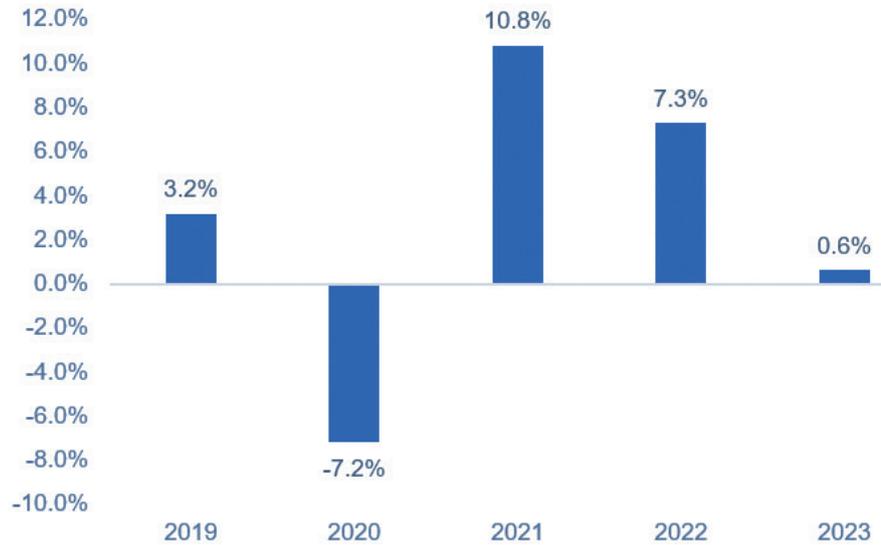
El consumo de los hogares (que había crecido a buen ritmo en 2022) redujo significativamente su ritmo de crecimiento a partir del segundo trimestre del año, con registros inferiores al 1%. La inflación de alimentos (que golpeó los presupuestos familiares) y las tasas de interés elevadas (con la tasa de intervención del Banco Central superiores al 12% durante todo el año) explican este comportamiento, que deberá revertirse en el curso del año hasta llegar de nuevo a crecimientos del orden de entre el 2% y el 3%.

Tabla 1.
PIB por el lado del gasto 2022 – 2023. Variación porcentual.

Concepto	2022				2022	I	II	2023		2023
	I	II	III	IV				III	IV	
Demanda interna	13,5%	13,9%	10,1%	4,2%	10,2%	0,0%	-4,2%	-6,7%	-4,1%	-3,8%
Gasto de consumo final	11,4%	14,9%	8,7%	2,5%	8,9%	3,0%	1,0%	0,6%	0,1%	1,1%
Gasto de consumo hogares e ISFLH	12,1%	16,3%	10,8%	4,9%	10,7%	3,5%	0,8%	0,2%	0,1%	1,1%
Gasto de consumo gobierno	6,4%	8,6%	-1,6%	-5,8%	0,8%	-1,1%	1,8%	2,6%	0,2%	0,9%
Formación bruta de capital	21,5%	9,7%	16,1%	16,6%	16,0%	-10,8%	-27,6%	-34,3%	-27,2%	-24,8%
Formación bruta de capital fijo	12,6%	10,1%	13,8%	9,7%	11,5%	-1,7%	-8,4%	-10,9%	-14,0%	-8,9%
Vivienda	1,6%	1,0%	8,3%	-1,8%	2,0%	11,8%	-2,3%	-3,3%	-9,8%	-1,2%
Otros edificios y estructuras	-5,9%	-3,7%	2,6%	-8,4%	-4,2%	-2,1%	-7,8%	-13,4%	2,2%	-4,9%
Maquinaria y equipo	39,3%	26,4%	25,5%	31,0%	30,3%	-7,8%	-14,0%	-15,1%	-25,7%	-16,2%
Recursos biológicos cultivados	-15,9%	-15,9%	-12,0%	-4,8%	-12,5%	2,7%	6,2%	5,9%	3,8%	4,6%
Productos de propiedad intelectual	11,2%	12,8%	11,2%	1,9%	8,9%	0,7%	2,1%	-0,8%	0,3%	0,6%
Exportaciones	16,7%	24,7%	13,9%	-1,8%	12,3%	3,6%	2,6%	-0,2%	6,6%	3,1%
Importaciones	40,4%	26,7%	23,4%	8,7%	23,6%	-7,5%	-14,6%	-23,1%	-12,8%	-14,7%
Producto interno bruto	8,2%	12,3%	7,4%	2,2%	7,3%	2,9%	0,1%	-0,6%	0,3%	0,6%

Fuente:
Elaboración propia con datos del DANE (2024 a).

Figura 2.
Tasa de crecimiento del PIB real. 2019 –2023.



Fuente:
Elaboración propia con datos del DANE (2024 a).

En lo que se refiere a la inversión, hay que considerar dos elementos fundamentales: la caída de la Formación Bruta de Capital Fijo y la significativa desacumulación de inventarios, que arrancó en el segundo trimestre del año y que representó una reducción equivalente a 2,5 puntos porcentuales del PIB, como lo ilustra la *figura 3*.

Figura 3.
Variación implícita de inventarios como porcentaje del PIB. 2015–2023, trimestres y total año.



Fuente:
Cálculos propios, DANE (2024 a).

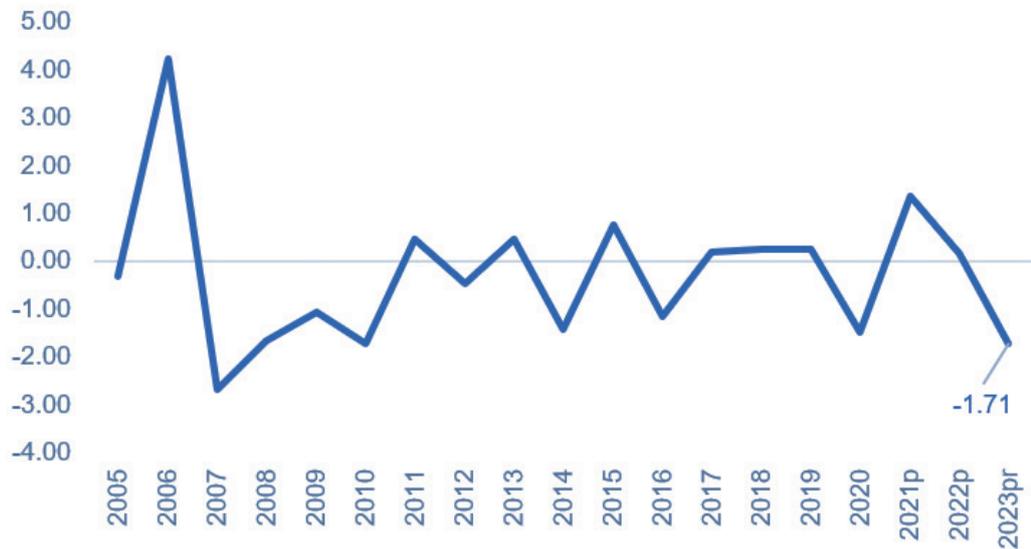
Nota: La variación de inventarios se calcula como la diferencia entre la formación bruta de capital (FBK) y la formación bruta de capital fijo (FBKF).

Las tasas de interés y la incertidumbre son responsables de la caída en la formación bruta de capital fijo, que se contrae a una tasa del 8,9% con componentes negativos significativos en la inversión en maquinaria y equipo y en la construcción de otros edificios y estructuras que se contraen respectivamente al 16,2% y al 4,9%. La inversión en vivienda exhibe también un comportamiento negativo (-1,2%). Pero a diferencia del consumo, en el que la reducción previsible de la tasa de interés puede restituir condiciones favorables, en el caso de la inversión es probable que el efecto sea limitado, máxime si, como lo sugieren las declaraciones del presidente, el tema de las vías 4G queda relegado a un segundo plano en la asignación de vigencias futuras. Esto podría afectar la disposición de accionistas privados a participar en nuevos procesos de asociaciones público privadas para desarrollar infraestructura y afectar negativamente la confianza que se requiere para emprender grandes proyectos de inversión.

Los problemas de la inversión tienen, además, profundos efectos en dos frentes. De un lado afecta la acumulación de capital que se traduce después en crecimiento futuro y en el ritmo de crecimiento del PIB potencial. De otro lado afecta el incremento de la productividad, que a menudo está asociado a la incorporación de nuevo capital en los procesos productivos. Como lo ilustra la *figura 4*, la productividad factorial total tuvo un desempeño inquietante en 2023, con una caída del 1,7%.

Figura 4.

Variación porcentual de la productividad total factorial.

**Fuente:**

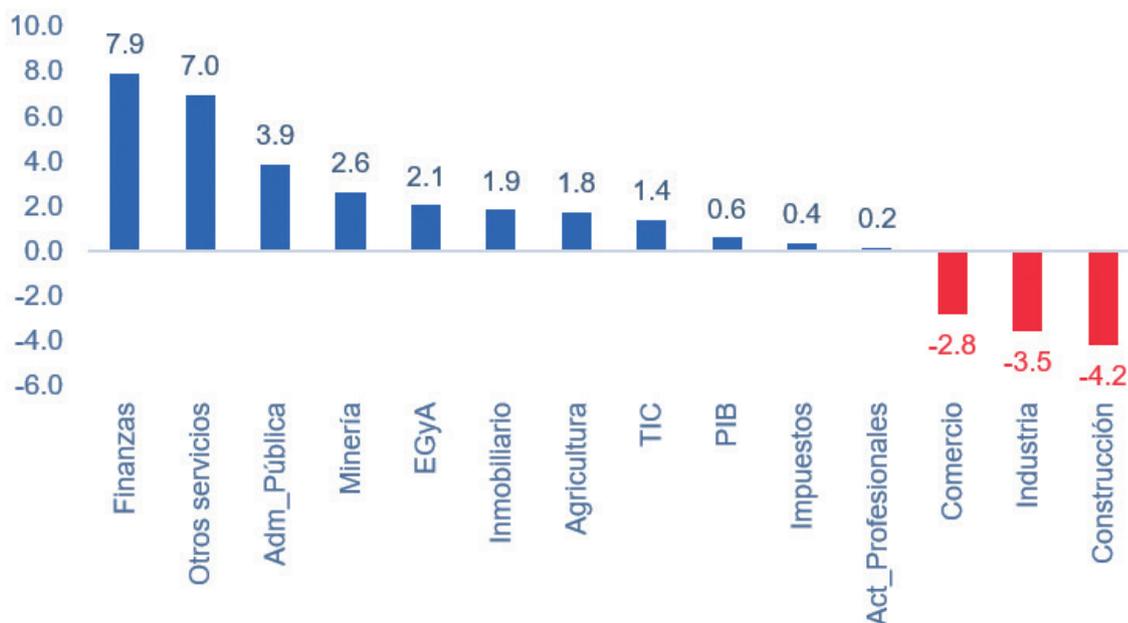
Elaboración propia con datos del DANE (2024 b).

Estaría, pues, en curso un ajuste importante de la percepción de riesgo de los empresarios, que explicaría el ajuste negativo de los inventarios y el crecimiento negativo de la Formación Bruta de Capital, y que se traduciría en un estancamiento de la productividad y una perspectiva de bajo crecimiento futuro del PIB potencial.

3. La evolución de las ramas de actividad económica

El análisis del crecimiento de las ramas productivas muestra desempeños divergentes entre los sectores productivos, como lo ilustra la *figura 5*.

Figura 5.
Desempeño sectorial. Variación porcentual entre 2022 y 2023.



Fuente:
Elaboración propia con datos del DANE (2024 a).

Las actividades primarias y terciarias tienen, en general, un desempeño positivo, con excepción del comercio. Pero las actividades secundarias experimentan un decrecimiento importante, seguramente asociado a cambios en los patrones de consumo de los hogares y al crecimiento negativo de la inversión.

En resumen, los datos y análisis presentados en este capítulo revelan una desaceleración económica que se consolidó durante el año 2023, destacando la preocupante situación en sectores clave como la construcción, la industria y el comercio. Las perspectivas para 2024 indicarían una leve recuperación, pero siguen gravitando sobre la economía los lastres de la incertidumbre y de las tensiones políticas, que podrían agravarse en el horizonte mediano.

4. Proyecciones

El crecimiento del PIB en 2024 sería del orden del 0,9%, con un mayor sesgo probable a la baja que al alza, como lo ilustra la *tabla 2*.

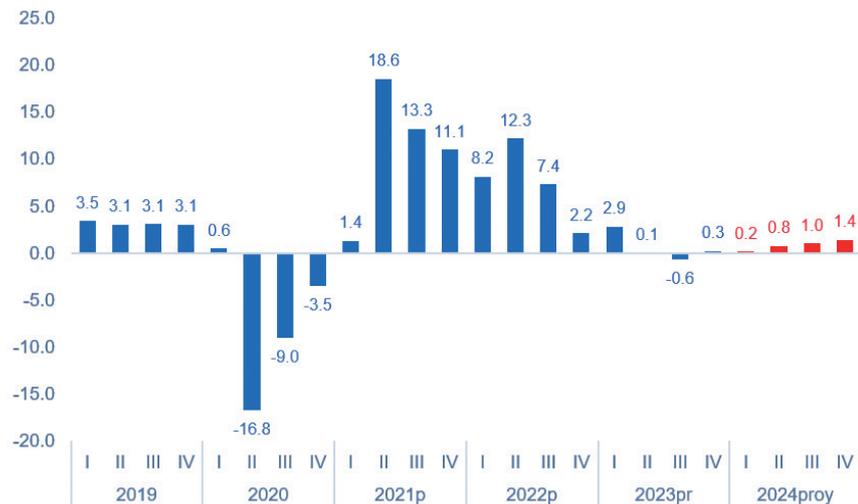
Tabla 2.
Proyecciones del PIB real por el lado del gasto, escenarios: base, optimista y pesimista. Variación porcentual anual.

Concepto	2024 Escenario base	2024 Escenario bajo	2024 Escenario alto
Demanda interna	0,5%	-0,6%	1,4%
Gasto de consumo final	1,3%	0,9%	2,0%
Gasto de consumo final de los hogares y ISFLH	1,2%	0,7%	2,1%
Gasto de consumo final del gobierno general	2,3%	2,3%	2,3%
Formación bruta de capital	-5,2%	-10,9%	-3,8%
Exportaciones	4,3%	3,2%	4,7%
Importaciones	0,1%	-0,9%	2,1%
Producto interno bruto	0,9%	-0,3%	1,4%

Fuente:
Elaboración propia.

En el escenario básico, el crecimiento empezaría en 0,2% durante el primer trimestre y presentará una leve mejoría hasta el cuarto trimestre, donde crecería 1,4%, tal como lo ilustra la *figura 6*.

Figura 6.
Variación trimestral del PIB real y proyectado. Primer trimestre 2019 – cuarto trimestre 2024.



Fuente:
Elaboración propia con datos del DANE (2024 a).

El crecimiento esperado por ramas de la producción, en el mismo escenario, se ilustra en la *tabla 3*.

Tabla 3.
Proyecciones del PIB por ramas de actividad económica. Variación porcentual anual. 2019 – 2024.

Rama	2020	2021	2022	2023	2024 proy
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	2,0%	4,4%	-0,8%	1,8%	6,0%
Explotación de minas y canteras	-15,2%	-0,2%	1,3%	2,6%	-0,9%
Industrias manufactureras	-9,2%	13,6%	9,5%	-3,5%	-2,0%
Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado; distribución de agua; evacuación y tratamiento de aguas residuales, gestión de desechos y actividades de saneamiento ambiental	-3,8%	5,8%	4,6%	2,1%	2,4%
Construcción	-29,6%	4,3%	6,8%	-4,2%	-2,2%
Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas; transporte y almacenamiento; alojamiento y servicios de comida	-13,7%	20,4%	10,7%	-2,8%	-2,0%
Información y comunicaciones	-2,8%	12,8%	12,4%	1,4%	0,2%
Actividades financieras y de seguros	2,2%	3,7%	6,6%	7,9%	2,1%
Actividades inmobiliarias	1,4%	2,5%	1,9%	1,9%	1,0%
Actividades profesionales, científicas y técnicas; Actividades de servicios administrativos y de apoyo	-5,8%	9,7%	7,2%	0,2%	0,1%
Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria; educación; actividades de atención de la salud humana y de servicios sociales	0,3%	8,5%	1,0%	3,9%	3,7%
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación y otras actividades de servicios; actividades de los hogares individuales en calidad de empleadores; actividades no diferenciadas de los hogares individuales como productores de bienes y servicios para uso propio	-11,8%	34,4%	32,3%	7,0%	5,0%
Valor agregado bruto	-7,3%	10,3%	6,4%	0,6%	0,9%
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	-6,1%	15,9%	15,8%	0,4%	1,1%
Producto interno bruto	-7,2%	10,8%	7,3%	0,6%	0,9%

Fuente:
Elaboración propia con datos del DANE (2024 a).

El crecimiento de las ramas agrícolas, industrial, de construcción y de comercio será, probablemente, negativo. Los mayores aportes al crecimiento provendrían del sector agropecuario, de las actividades artísticas, de la administración pública, del sector de electricidad gas y agua y de las actividades asociadas a financieras y seguros.

5. Los retos de la reactivación

Como hemos señalado en informes anteriores, es necesario implementar una política de reactivación económica, que contemple por lo menos tres acciones:

- Un impulso inmediato a las políticas de vivienda, que detenga el deterioro que se observa en ese frente: el efecto combinado de subsidios a la tasa y a la cuota inicial podrían ser efectivos en un plazo de tiempo relativamente corto, y contribuiría a reactivar la construcción. La *tabla 4* resume la evolución de las viviendas iniciadas y culminadas en las veintitrés áreas metropolitanas: las viviendas iniciadas en el último trimestre de 2023 están por debajo de las iniciadas en los mismos trimestres de 2021 y 2022, y son sólo ligeramente superiores a las iniciadas en el año de la pandemia.

Tabla 4.

Vivienda VIS y No VIS. Unidades iniciadas y culminadas para el total de veintitrés áreas metropolitanas. III trimestre de 2020 - IV trimestre de 2023.

Año	Trimestre	Iniciadas			Culminadas		
		VIS	No VIS	Total	VIS	No VIS	Total
2020	III	21 815	16 607	38 422	14 521	11 958	26 479
	IV	28 246	14 859	43 105	19 658	16 228	35 886
2021	I	25 498	19 478	44 976	23 102	17 257	40 359
	II	27 722	18 334	46 056	17 750	20 145	37 895
	III	26 163	21 788	47 951	20 683	16 048	36 731
	IV	34 877	18 196	53 073	24 084	20 683	44 767
2022	I	34 631	19 848	54 479	23 071	16 993	40 064
	II	32 593	23 497	56 090	22 116	19 030	41 146
	III	32 092	19 336	51 428	28 039	18 327	46 366
	IV	29 444	17 620	47 064	29 830	19 719	49 549
2023	I	33 315	19 619	52 934	27 383	16 890	44 273
	II	30 682	19 780	50 462	26 239	17 288	43 527
	III	34 431	19 405	53 836	29 732	16 848	46 580
	IV	28 330	15 928	44 258	30 449	19 585	50 034

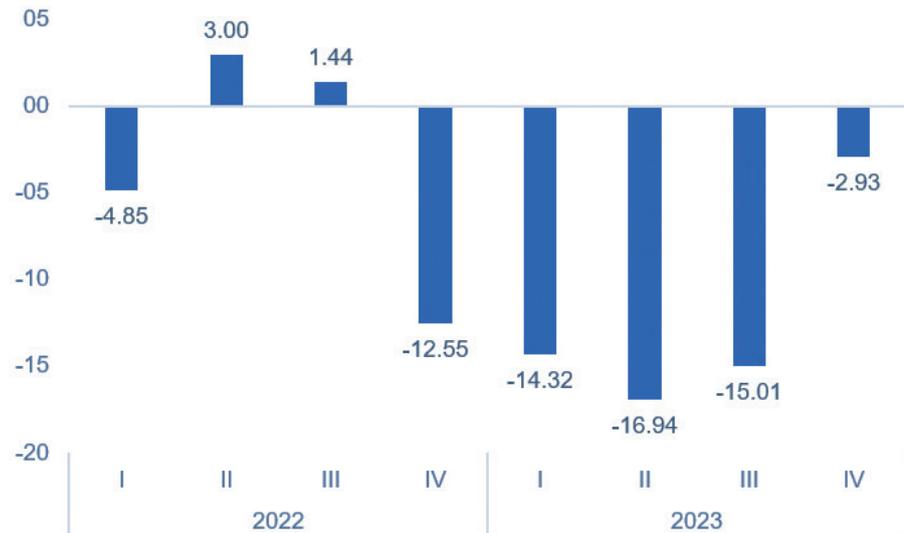
Fuente:

Elaboración propia con datos del DANE (2024 b).

- Impulso a la inversión en infraestructura. El Indicador de Producción de Obras Civiles (IPOC) sigue decreciendo: 93,9 en 2023-IV, contra 96,7 en 2022-IV y 110,6 en 2021-IV. La *figura 7* resume las tasas de crecimiento anuales de 2022 y 2023 de ese indicador y, aunque se observa un leve repunte en el último trimestre de 2023, el índice está lejos de los niveles de 2021. En lugar de enviar señales confusas acerca el compromiso del gobierno con la destinación de vigencias futuras a proyectos en curso, hay que identificar los que tienen obstáculos para su desarrollo, implementar medidas para activar en ellas las obras e impulsar nuevos proyectos, especialmente en vías terciarias y secundarias.

Figura 7.
Variación del Indicador de Producción de Obras Civiles 15 subclases, precios constantes.

Fuente:
Elaboración propia con datos del DANE (2024 b).



- Impulsar acciones que permitan restituir la confianza del sector privado para alentar la inversión productiva: el sesgo antiempresarial, que parece imponerse desde el poder ejecutivo, no propicia el dinamismo en la inversión privada y tiene consecuencias nocivas no sólo sobre el presente, sino también sobre el potencial de crecimiento futuro. Las reformas en trámite o las próximas a presentarse no parecen contribuir al buen ambiente empresarial: sería necesaria una revisión detallada de las reformas para corregir las falencias y avanzar en procesos de concertación que permitan abordar oportunidades de mejora compartidas por la mayoría de los colombianos, mediante acciones novedosas que, sin arriesgar los logros, permitan generar mejores condiciones de vida, sin deteriorar la dinámica económica.

Sin embargo, lo realmente necesario es construir una agenda clara de transformación productiva. En este frente no parece observarse un avance significativo. Hay preguntas obvias por responder: cómo aprovechar el reacomodo de las cadenas globales de valor para impulsar la agroindustria, atrayendo inversión extranjera directa y consolidando los factores diferenciadores de nuestra actividad agropecuaria

e industrial; cómo desarrollar una propuesta nueva de educación y emprendimiento que aproveche la digitalización de las relaciones laborales para crear nuevos espacios de trabajo para nuestros jóvenes en entorno globales, haciéndolos “nativos digitales”; cómo fortalecer sectores como el turismo, que tienen sin duda oportunidades renovadas en un mundo que mira con nuevos ojos la protección de los recursos naturales, y cómo reorientar la transformación energética, para fortalecer la economía del país, en lugar de hacer de ella una nueva fuente de riesgos y de incertidumbre.

La *figura 8* resume un ejercicio de proyección mediante el uso de modelos de equilibrio general computable, que simula dos trayectorias de la economía: la primera (escenario básico) con un bajo dinamismo de la inversión, bajos crecimientos de la productividad, crecimiento inercial de la mano de obra calificada, flujos de capital a su nivel actual y ningún avance significativos en la internacionalización de la economía. La segunda (descrita con mayor detalle en la *tabla 5*) que refleja cambios en esos factores, en la dirección de consolidar la transformación productiva y la integración renovada a las cadenas globales de valor, dados los procesos de reubicación de los eslabones de esas cadenas a países cercanos, lo que se ha denominado *nearshoring*.

Figura 8.
Escenarios
alternativos de
crecimiento de la
economía. 2024-

Fuente:
Elaboración propia
con el Modelo de
Equilibrio General
Computable EAFIT.

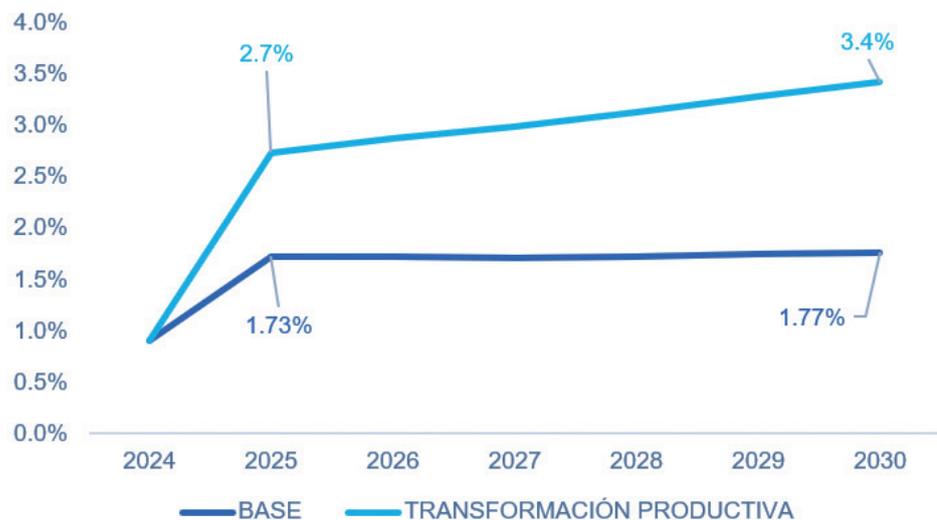


Tabla 5.
Caracterización de escenarios alternativos de proyección.

Concepto	Escenario base	Transformación productiva
Coefficiente de inversión 2030 (FBK/PIB)	18,3%	23,1%
Tasa anual de crecimiento de la productividad (PTF)	0,3%	1,0%
Tasa anual crecimiento de la mano de obra calificada	2,40%	2,80%
Flujos de capital externos 2030 (% PIB)	1,8%	2,0%
Coefficiente de exportación 2030 (EXPORTACIONES/PIB)	18,4%	20,9%
Crecimiento promedio del PIB 2024-2030	1,7%	3,1%

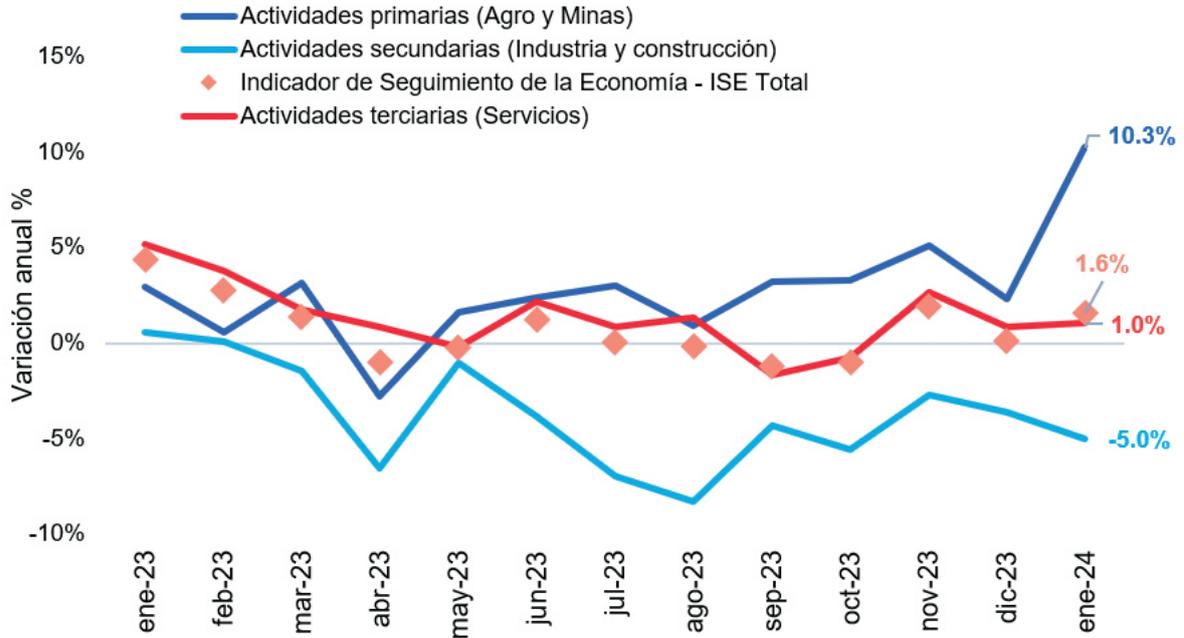
Fuente:
Elaboración propia con Modelo de Equilibrio General Computable EAFIT.

Sin duda, el gobierno tiene que concentrarse en diseñar políticas efectivas y no en suscitar polémicas que sólo afectan el clima de inversión y la confianza de consumidores y empresarios.

6. El Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) en enero de 2024

¿Cómo empieza el año? Al profundizar en el análisis del ISE, que permite monitorear la actividad económica mensual en Colombia correspondiente a enero 2024, se destaca un crecimiento del 1,6% en comparación con el mismo mes del año anterior. No obstante, este crecimiento se manifiesta de manera dispar entre los distintos sectores. Las actividades primarias, como la agricultura y la minería, exhiben un notable aumento del 10,3%. En contraste, las actividades terciarias, que abarcan los servicios, muestran un crecimiento más moderado del 1,0%. Por otro lado, el sector secundario, compuesto por la industria y la construcción según el DANE, experimenta 11 meses consecutivos de declive, descendiendo hasta un 5,0%, con una persistente tendencia negativa. Además, el ISE del comercio evidencia una situación preocupante, con 11 meses seguidos de contracción y una caída del 1,3% en enero de 2024 (*figura 9*)

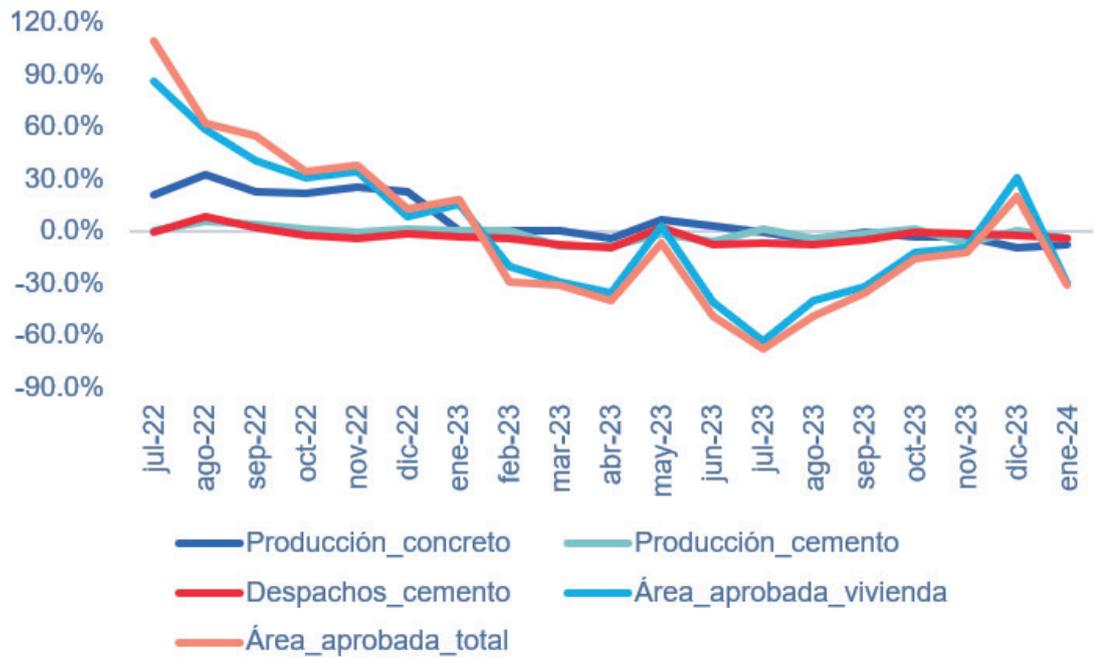
Figura 9.
Desempeño mensual sectores a partir de la variación anual del ISE en el último año.



Fuente:
Elaboración propia con datos DANE.

En este contexto, es evidente que el sector de la construcción, la industria y el comercio han experimentado un desempeño desfavorable en 2023 y continúan con la misma tendencia en el primer mes de 2024. Para comprender mejor la situación, es crucial analizar detalladamente los indicadores clave de estos sectores durante los últimos 18 meses. Comenzamos con un análisis del sector constructor, *figura 10*. La producción nacional de concreto ha experimentado una caída durante los últimos 7 meses consecutivos, registrando una disminución del 7,6% en enero de 2024. Por otro lado, la producción de cemento, que había mostrado signos de recuperación en diciembre 2023, vuelve a retroceder con una caída del 4,4%. Los despachos de cemento gris acumulan 8 meses de declive continuo. Además, los indicadores más prospectivos, como el área total aprobada y el área aprobada para viviendas, que habían mostrado una recuperación en diciembre 2023, cayeron en un 29,9% y un 30,9% respectivamente. Un inicio negativo para el sector constructor en el nuevo año.

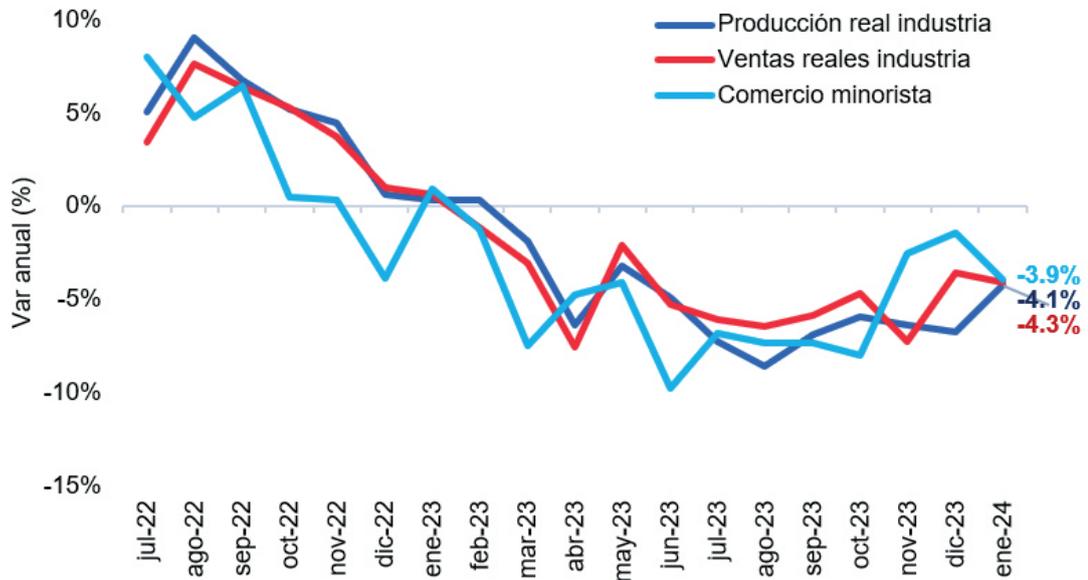
Figura 10.
Indicadores claves del sector constructor en los últimos 18 meses.



Fuente:
Elaboración propia con datos DANE y Camacol.

Al examinar al sector industrial (*figura 11*), podemos utilizar indicadores como el Índice de Producción Real y las Ventas Reales obtenidos a través de la Encuesta Mensual Manufacturera (EMMET) del DANE. En enero de 2024, la producción real experimentó una caída del 4,1%, mientras que las ventas reales disminuyeron un 4,3%. Del mismo modo, al evaluar el sector del comercio, recurrimos al indicador del comercio minorista, que en enero de 2024 continúa mostrando cifras negativas con una caída del 3,9%. Estos indicadores ofrecen una visión del desempeño de estos sectores durante los últimos 18 meses.

Figura 11.



Fuente:
Elaboración propia con datos DANE (2024).

En la *figura 11* se evidencia que tanto el sector industrial como el sector del comercio han experimentado variaciones anuales negativas durante varios meses. La producción industrial ha permanecido en terreno negativo desde marzo de 2023, mientras que las ventas reales lo han estado desde febrero de 2023, a punto de cumplir un año en zona negativa. Por otro lado, el comercio minorista también ha mostrado tendencia negativa desde febrero de 2023. Aunque en diciembre apenas se registró una caída del 1,5%, dando indicios de una posible recuperación, los datos de enero de 2024 contradicen esas esperanzas.

Los datos y análisis presentados en esta sección revelan una divergencia en el crecimiento sectorial en la economía colombiana, destacando la preocupante situación en sectores clave como la construcción, la industria y el comercio. Los principales indicadores del sector de la construcción, como el área aprobada y la producción de cemento, no muestran signos inmediatos de recuperación, habiendo retrocedido en enero de 2024. De manera similar, la produc-

ción real de la industria y el comercio minorista continúan en terreno negativo, lo que implica numerosos desafíos para la economía en este 2024, ya que estos sectores son fundamentales para el crecimiento económico y la generación de empleo.

7. Conclusiones

El país vive un momento histórico particularmente complejo. El bajo crecimiento económico no sólo limita la posibilidad de ejecutar políticas públicas efectivas que mejoren la calidad de vida de las personas, sino que también pone en riesgo el crecimiento futuro y socava el potencial de transformaciones profundas de la sociedad que el presidente y el país anhelan.

Esto debería conducir al diseño de políticas públicas ambiciosas de “transformación productiva”, que permitan aprovechar el reacomodo de los bloques comerciales en el mundo y la recomposición de las cadenas globales de valor para integrar al país en el comercio global. Esto propiciaría un crecimiento económico vigoroso que, fundado en la consolidación de una nueva estructura productiva, en el crecimiento de la productividad, y en la generación de nuevas oportunidades laborales para una población más educada, nos lleva a nuevos estadios de desarrollo con mejores condiciones de vida de toda para toda la población.

Pero las prioridades parecen ir en otra dirección: ante las dificultades para consolidar sus reformas, y en un llamado a movilizaciones populares para imponer esas transformaciones por encima de los mecanismos constitucionales, el gobierno amenaza con emprender procesos heterodoxos de transformación social que permitan modificar la constitución. Así mismo, radicaliza un discurso anti empresarial que pone en cuestión el modelo de “economía social de mercado” establecido en la constitución, con graves consecuencia sobre la generación de riqueza y sobre las oportunidades que la economía brindará a las personas, para mejorar su calidad de vida.

En el trasfondo hay dos visiones equivocadas y peligrosas, que representan enormes riesgos para el país: la primera, la de que el sector privado es un enemigo y no un aliado para hacer de Colombia un país mejor; la segunda, la de que el tipo de liderazgo que debe llevar al cambio es populista y autocrático, transforma al país a partir de la voluntad de gobernante, y no un liderazgo articulador, que convoca las fuerzas vivas para lograr los consensos necesarios que harán posible la transformación profunda de la sociedad.

Mejor haría el gobierno en llamar, de nuevo, a un gran pacto social que permita implementar ambiciosas políticas de desarrollo social y bienestar, y acciones efectivas que conduzcan a una gran transformación productiva. Sólo amparados en un vigoroso crecimiento económico podremos lograr mejores condiciones de vida.

Referencias

- Cámara colombiana de la construcción [CAMACOL] (2024). *Construcción en cifras*. <https://camacol.co/informacion-economica>
- Departamento Nacional de Estadística [DANE] (2024 a). *PIB nacional trimestral*. DANE - PIB Información técnica
- Departamento Nacional de Estadística [DANE] (2024 b). *Productividad total de los factores*. DANE - Productividad
- Departamento Nacional de Estadística [DANE] (2024 c). *Encuesta Mensual Manufacturera con Enfoque Territorial (EMMET)*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/industria/encuesta-mensual-manufacturera-con-enfoque-territorial-emmet>
- Departamento Nacional de Estadística [DANE] (2024 d). *Indicador de Producción de Obras Civiles*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/construccion/indicador-de-produccion-de-obras-civiles-ipoc>
- Departamento Nacional de Estadística [DANE] (2024 e). *Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE)*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/indicador-de-seguimiento-a-la-economia-ise>



03

***NowCast* de la actividad económica: integrando tendencias de Google e indicadores líderes para comprender la divergencia sectorial**

María Fernanda Echeverri Valencia

Estudiante de Economía e Integrante del Grupo Coyuntura Económica, adscrita a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: mfecheverv@eafit.edu.co

María Antonia Suárez Ramírez

Graduada de la Maestría en Economía e integrante del Grupo de Coyuntura Económica, adscrita a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: msuare22@eafit.edu.co

Paulina Jaramillo Restrepo

Estudiante de Economía e Integrante del Grupo Coyuntura Económica, adscrita a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: pjaramillr@eafit.edu.co

Diego Montañez-Herrera

Graduado de la Maestría en Economía e integrante del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: dfmontaneh@eafit.edu.co

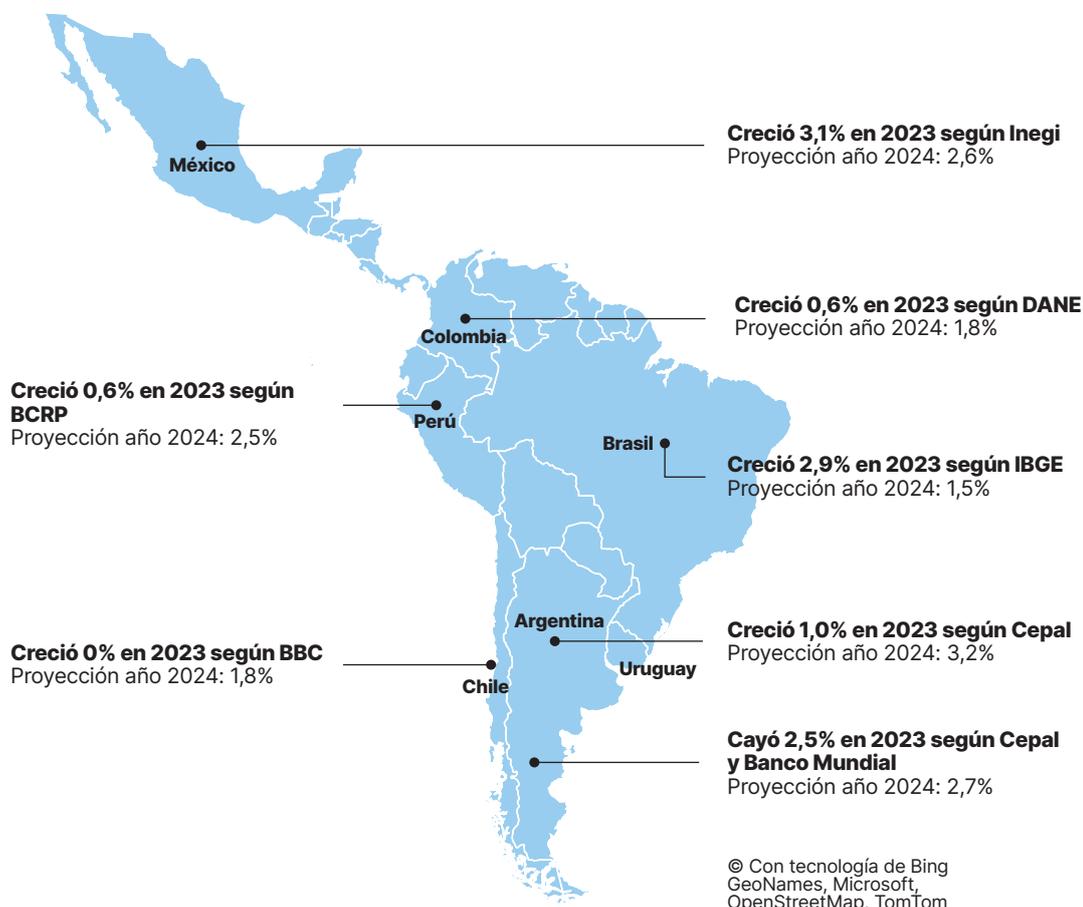


En un mundo caracterizado por la velocidad con la que se difunde la información, la toma de decisiones informadas en el ámbito económico es cada vez más crucial. El crecimiento económico permite mejorar el bienestar de una nación y, en 2023, Colombia experimentó una desaceleración en los factores determinantes del crecimiento. El Producto Interno Bruto (PIB) registró un modesto crecimiento del 0,6%, confirmando la desaceleración anticipada por el modelo *NowCast* EAFIT (predicción inmediata).

Para obtener un panorama de la situación económica de América Latina en 2023 y 2024 y compararla con otros países de la región, es esencial analizar el desempeño económico de países similares a la economía colombiana. Según las entidades estadísticas de cada país, los tres países con mayor crecimiento en 2023 fueron México (3,1%), Brasil (2,9%) y Uruguay (1,0%); mientras que para 2024 destacarían, según el Banco Mundial (BM), Uruguay (3,2%), Argentina (2,7%) y México (2,6%). Según esta misma banca multilateral, se espera que la región experimente un crecimiento del 2,3% en 2024 y del 2,5% en 2025. El mapa a continuación permite explorar el comportamiento económico de varios países latinoamericanos.

Figura 1.

América Latina. Crecimiento económico de 2023 y proyecciones para 2024.



Fuente:

Elaboración del equipo NowCast EAFIT con información de las oficinas estadísticas de cada país y Banco Mundial (enero 2024).

El panorama en América Latina y el Caribe se presenta desafiante, especialmente tras un 2023 poco auspicioso. Las proyecciones para 2024 tampoco son alentadoras. Colombia, no destacó en 2023 y, según las proyecciones del Banco Mundial, tampoco se espera que lo haga en 2024. Gracias al seguimiento de la actividad económica colombiana y a los informes previos de *NowCast*, se anticipó la desaceleración.

Este capítulo vamos más allá de los números estáticos y las tendencias convencionales. Utilizaremos indicadores líderes y el análisis de tendencias de Google, que reflejan las búsquedas más frecuentes, para comprender lo que hay detrás de estos datos económicos. La combinación del *NowCast* de la

economía colombiana con datos de Google, sumado al uso de inteligencia artificial, permite explorar las señales tempranas, las influencias menos evidentes y las perspectivas que están moldeando el futuro económico del país.

En este contexto, las proyecciones de crecimiento económico para 2024 son modestas. Esta situación se evidencia claramente en el comportamiento de los principales indicadores líderes y las tendencias de Google en Colombia, donde continúa la estimación de crecimiento modesto en el primer trimestre de 2024. Cabe destacar ciertas divergencias, como se muestra en el mapa de calor. Emergen algunas señales alenta-

Indicador líder	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	may-23	jun-23	jul-23
Producción Industrial	0,4%	0,3%	-1,9%	-6,4%	-3,2%	-4,9%	-7,2%
Autos nuevos	-20%	-18%	-17%	-33%	-30%	-38%	-44%
Motos nuevas	-10%	-19%	-19%	-23%	-17%	-20%	-22%
Comercio Minorista	0,9%	-1,2%	-7,5%	-4,7%	-4,1%	-10%	-6,8%
Demanda energía	1,8%	2,1%	1,8%	1,5%	4,1%	6,0%	3,6%
Generación energía	6,6%	5,4%	2,7%	1,6%	2,3%	3,9%	0,9%
Despachos cemento	-3,5%	-4,4%	-7,5%	-9,3%	2,1%	-7,5%	-6,5%
Area Aprobada	19%	-30%	-31%	-40%	-6,9%	-49%	-68%
Exportaciones	-2,8%	-0,2%	-7,3%	-32%	-3,5%	-27%	-31%
Importaciones	-5,7%	-10,3%	-15%	-21%	-18%	-19%	-27%



doras a principios de 2024, como el retorno al terreno positivo en el crecimiento de las exportaciones (1,3%), de las nuevas matrículas de motos en enero (1,6%) y febrero (8,9%), de la demanda de energía y del sector primario en enero 2024. Además, se observa un crecimiento en la generación de energía. No obstante, otros sectores como la construcción, la industria y el comercio continúan mostrando en 2024 la misma tendencia negativa que en 2023. En resumen, la *figura 2* representa un mapa de calor donde las tonalidades azules indican un crecimiento positivo, mientras que las tonalidades rojas reflejan una variación negativa más pronunciada.

Figura 2.
Mapa de calor de los principales indicadores líderes en el último año en Colombia.

ago-23	sep-23	oct-23	nov-23	dic-23	ene-24	feb-24	mar-24
-8,6%	-6,9%	-5,9%	-6,4%	-6,8%	-4,3%		
-39%	-35%	-39%	-18%	-9,3%	-16%	-1,3%	
-26%	-10%	-0,3%	-9,0%	-3,0%	1,6%	8,9%	
-7,3%	-7,4%	-8,0%	-2,6%	-1,5%	-3,9%		
5,9%	7,4%	5,1%	6,3%	6,4%	7,9%	5,6%	8,3%
5,6%	11,0%	6,6%	6,8%	5,4%	3,6%	2,2%	10,2%
-7,3%	-4,9%	-0,8%	-1,3%	-2,6%	-4,2%		
-49%	-36%	-16,2%	-12,3%	20%	-31%		
-10%	-13,6%	-1,4%	-9,0%	-4,2%	1,3%		
-26%	-24%	-10,1%	-12,8%	-8,1%	-10,3%		

caída ente 10%-19,9% de 0% a -9,9%

Fuente:

Elaboración propia con información de ANDEMOS, EMMET del DANE, Camacol, DIAN y portal del operador del sistema interconectado y el administrador del mercado de energía mayorista de Colombia XM (a 16 de Marzo 2024).

Este mapa revela una marcada divergencia en el desempeño de los indicadores líderes de la actividad económica. El modesto crecimiento del 0,6% registrado en la economía en 2023 se explica fundamentalmente por los sectores construcción, industria y comercio. Parece que en 2024 continuará esta tendencia, aunque los organismos internacionales sugieren que, a pesar de la desaceleración esperada, la economía podría recuperar gradualmente su ritmo habitual, alcanzando un crecimiento del 2% (Analitik, 2023).

Es importante señalar que, con excepción de los tres sectores mencionados, en los últimos meses disminuyen las tonalidades rojas más intensas en el mapa de calor. Este fenómeno sugiere que 2023 podría haber marcado un punto de inflexión, con 2024 posicionándose como un año de estabilización, aunque sin alcanzar registros muy altos. Esta mejora se refleja en diversos sectores y se traduce en registros positivos en la variación anual.

Un ejemplo destacado es el desempeño de las exportaciones, vital para la economía colombiana, que experimentó una variación mensual negativa superior al 30% en abril y julio de 2023, pero mostró signos de recuperación en los meses posteriores, incluso regresando a terreno positivo en el primer mes de 2024. Asimismo, las matriculaciones de vehículos y motos durante 2023 también exhibieron un desempeño negativo, con una notable mejoría en septiembre y, finalmente, un rendimiento positivo en enero de 2024, así como en los registros de la demanda y generación de energía del sistema interconectado nacional.

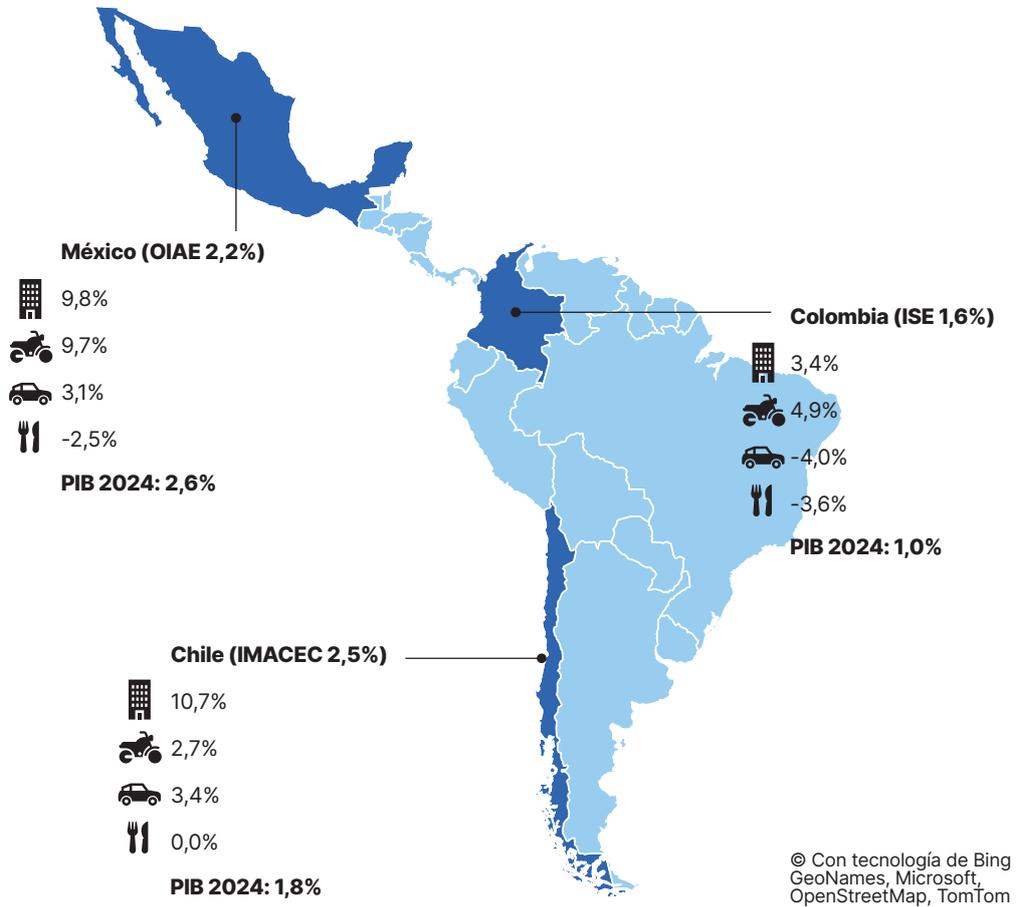
Estas tendencias revelan que, aunque hay sectores que muestran signos de mejora, no todos experimentan una recuperación uniforme. Esto se refleja claramente en el desempeño de los despachos de cemento, el área aprobada para la construcción y, en menor medida, el comercio minorista y la producción industrial. Estas cifras son alarmantes, especialmente considerando que el sector de la construcción es uno de los más influyentes en la economía colombiana.

En parte, esta situación puede explicar los bajos niveles de crecimiento que el país ha enfrentado en el último trimestre, y explica el modesto desempeño del comienzo del 2024.

Para complementar la estimación inmediata de la actividad económica, resulta relevante considerar las búsquedas realizadas por las personas en Google, que también se pueden analizar en el ámbito regional. Esto nos permite comparar el desempeño de Colombia con otras economías similares de América Latina. Es crucial examinar el comportamiento de estas búsquedas en Google en conjunto con las cifras oficiales del desempeño económico de países como Chile y México, además de Colombia, para anticipar sus respectivas tendencias en las actividades económicas. Como se observa en la *figura 3*, el análisis del comportamiento de palabras clave correlacionadas con la actividad económica de cada país ofrece valiosa información. Una ventaja significativa radica en que las búsquedas de Google proporcionan información en tiempo real, es decir, hasta el día actual dónde se consulte, en nuestro caso hasta marzo de 2024. Ahora, en este contexto, México y Chile evidencian una tendencia al alza en línea con el pronóstico de su PIB, mientras que Colombia muestra un comportamiento menos favorable, que también se evidencia en los indicadores de actividad económica en el primer mes de 2024.

Figura 3.

Búsquedas en Google. Tasa de variación anual promedio. Enero 2024 – marzo 2024.



Fuente:

Elaboración propia del equipo NowCast con datos de Google Trends (17 de marzo 2023); datos de oficinas estadísticas de cada país²; proyecciones del Grupo Coyuntura Económica de la Universidad EAFIT³ y del Banco Mundial

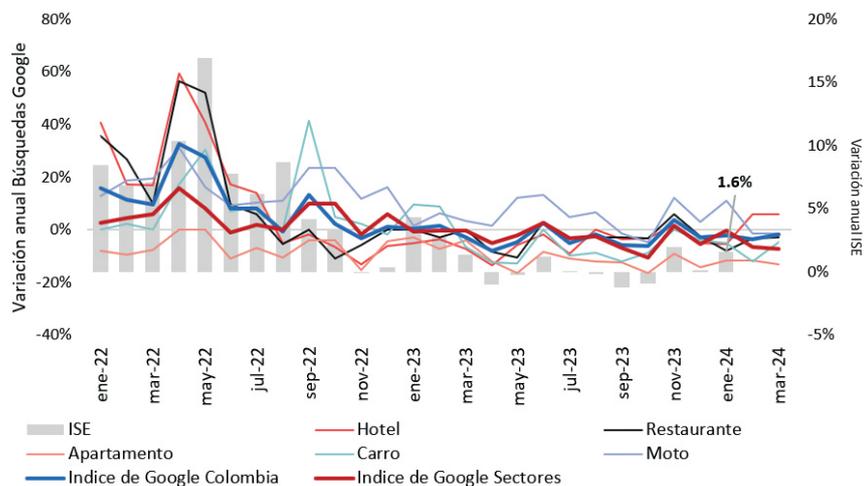
Considerando la posición de Colombia en las tendencias de Google, y en comparación con otros países de América Latina, nos enfocaremos en relacionar las palabras clave con el principal indicador adelantado de la actividad económica: el Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE). La *figura 4* muestra este indicador calculado por el DANE, junto con las palabras clave que muestran una correlación dinámica más alta con el PIB, desde enero de 2022 hasta marzo de 2024. Se observa una tendencia decreciente en ambos en

² IOAE (Indicador Oportuno de la Actividad Económica) e IMACEC (Índice Mensual de la Actividad Económica) indicadores de actividad económica de México y Chile, respectivamente.
³ Estimaciones del Modelo de Equilibrio General Computable del Grupo de Coyuntura Económica de EAFIT.

el último año, y en los primeros meses de 2024 no parece haber una recuperación significativa; la tendencia parece mantenerse similar.

Las tendencias de búsqueda de Google refuerzan la hipótesis de un desempeño sectorial heterogéneo en los primeros meses de 2024. Por ejemplo, si asociamos las búsquedas de hoteles al sector turismo, estas muestran un crecimiento positivo del 5,8% en febrero y del 5,9% en marzo de 2024. En contraste, las búsquedas relacionadas con el sector de la construcción, como “apartamento”, muestran una caída del 11,5% y 13,0% en febrero y marzo de 2024, respectivamente. En cuanto al sector del comercio y el automotor, las búsquedas de “carro” y “moto” disminuyen en 4,8% y 1,6%, respectivamente en marzo de 2024. Estas disparidades revelan una mezcla de señales positivas y negativas que resumen el *NowCast* para la primera parte del año 2024 en la economía colombiana.

Figura 4.
Evolución de la actividad económica y las búsquedas de los colombianos en el buscador Google.



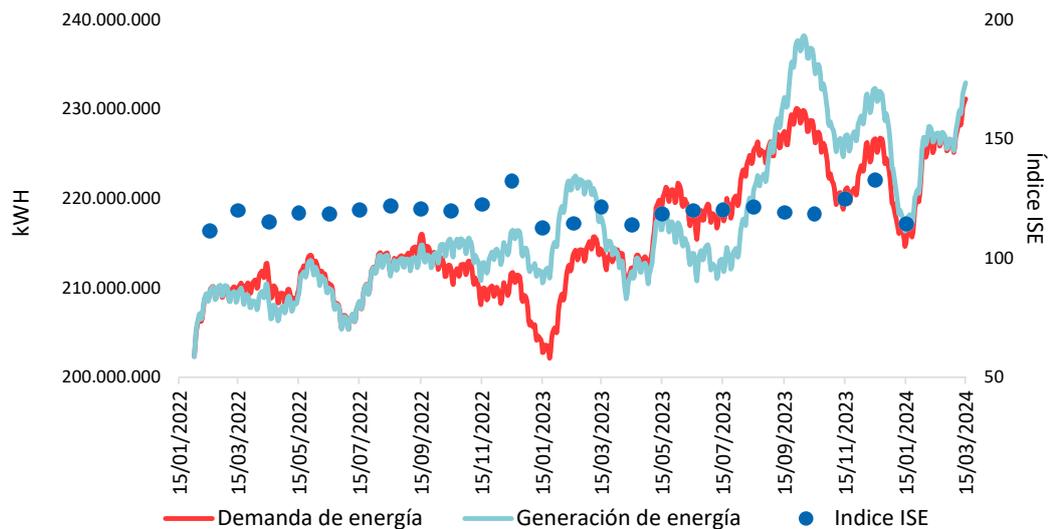
Fuente:
Elaboración propia con datos de Google Trends (18 de marzo 2024) y DANE (2024).

El Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) es clave para monitorear el estado de la economía. En enero 2024, crece 1,6%, aunque, de nuevo como en indicadores líderes y tendencias de Google, es importante resaltar que su desempeño ha sido dispar entre sectores. El sector primario ha demostrado ser un pilar crucial en la cifra del ISE en enero con un 10,3%, mientras que actividades secundarias caen 5,0%. El resultado positivo del sector agropecuario

y de minas se puede explicar con la generación de 244 000 nuevos empleos en el sector (Red de Información y Comunicación del Sector Agropecuario Colombiano (AGRONET), 2024). Además, las exportaciones mineras aumentaron un 13% hacia Estados Unidos (La República, 2024), y productos como bananos y aguacates experimentaron un crecimiento notable del 424% y 87,2%, respectivamente en comparación con el año anterior (Ministerio de Comercio, Industria y Turismo (MINCIT), 2024). En todos los indicadores analizados se muestran desempeños dispares a nivel sectorial.

Por último, para mejorar la capacidad predictiva de modelo *NowCast*, también se consideran otros datos de alta frecuencia publicados por el portal de XM, que incluyen la demanda y generación de energía a nivel nacional. *La figura 5* muestra el promedio mensual diario suavizado para comprender el comportamiento. Especialmente, en los primeros meses de 2024 se observa un repunte significativo. Diversos sectores productivos, al estar más activos y señalar una mayor actividad económica, consumen más energía, lo que se refleja en una mayor demanda en el sistema interconectado nacional.

Figura 5. Evolución de la actividad económica versus demanda y generación de energía.

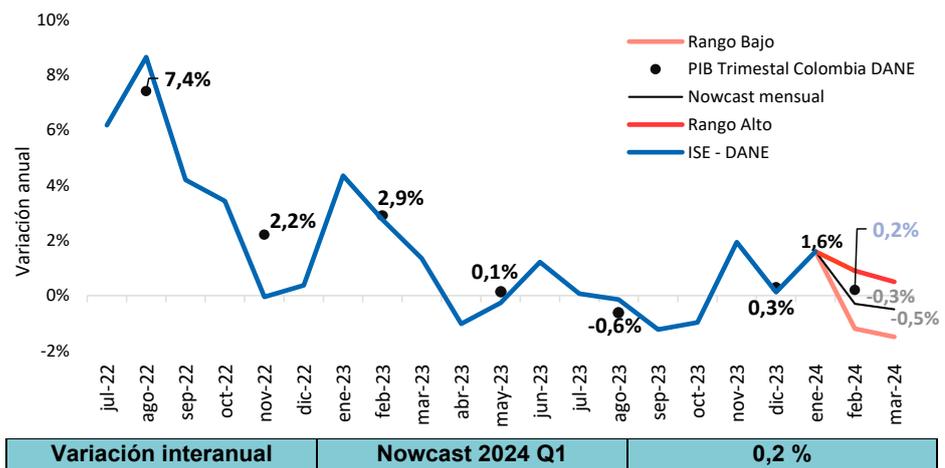


Fuente: Elaboración propia con datos del portal XM (18 de marzo 2024) y DANE (2024).

Considerando el desempeño de los indicadores líderes, los datos de alta frecuencia y las tendencias de Google en Colombia, el modelo *NowCast* estima una contracción con un valor más probable de 0,3% en febrero y 0,5% en marzo. Esto llevaría a crecer apenas el 0,25% en el primer trimestre de 2024. Este sigue siendo un crecimiento débil, considerando que en el último trimestre de 2023 el crecimiento fue apenas del 0,3%. Estos resultados apuntan a seis meses consecutivos de un crecimiento prácticamente nulo.

Nuestro resultado es ligeramente optimista en comparación con las proyecciones de los analistas del mercado, cuya estimación más alta es del 0,4% y la más baja del -0,8%.

Figura 6.
Resultados *NowCast* del (PIB) de Colombia en el primer trimestre del 2024.



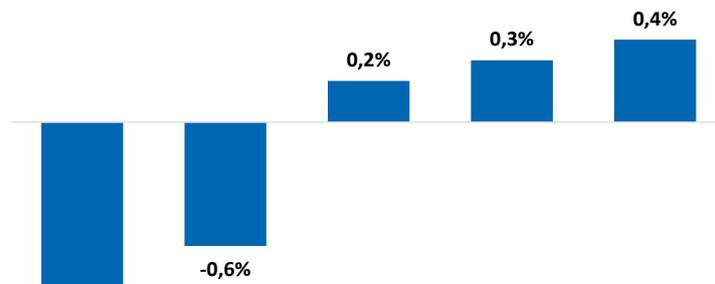
Fuente:
Estimaciones equipo *NowCast* del grupo Coyuntura Económica.

Este optimismo se fundamenta en el variado desempeño de los indicadores líderes y las tendencias de Google. Si bien algunos indicadores muestran una resiliencia en febrero y marzo, otros continúan con la misma tendencia negativa de 2023.

A continuación, se presenta la estimación de crecimiento del PIB para el primer trimestre de 2024 realizada por *NowCast* EAFIT y otros analistas. Este rango oscila entre -0,7% y 1,1%, con un valor más probable del 0,2%.

Figura 7.

Colombia. Perspectivas de los analistas. Proyección crecimiento económico. Variación porcentual. Primer trimestre 2024.



Fuente:

Latin Focus Consensus Forecasts (febrero 2024), Grupo Bancolombia (marzo 2024), Encuesta de Opinión Financiera FEDESARROLLO (febrero 2024), Banco Bogotá (marzo 2024) y estimación del equipo *NowCast*, grupo Coyuntura Económica EAFIT.

Referencias

- Asociación Nacional de Movilidad Sostenible [ANDEMOS] (2024). *Informes interactivos 2024*. https://lookerstudio.google.com/reporting/ceb8deeb-3b00-4e08-8536-5a0f2ebb5cf2/page/p_nkrsey2y2c?s=i9QjsVkhHn5s
- Banco Mundial (2024). *Global Economic Prospects*. <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/6e892b75-2594-4901-a036-46d0dec1e753/content>
- Bancolombia (2024). *Reporte NowCast Bancolombia*. <https://www.bancolombia.com/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/nowcast>
- Bolhuis, M. A., & Rayner, B. (2020). *Deus ex Machina? A Framework for Macro Forecasting with Machine Learning*. IMF Working Papers.
- 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]. (2024). *Estadísticas por tema*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema>
- Fornaro, P., & Henri, L. (2020). *Nowcasting Finnish real economic activity: a machine learning approach*. *Empirical Economics*, 58(1), 55–71.
- Google Trends. (2024). *Búsquedas de consumo en Colombia*. <https://trends.google.es/trends/explore?date=all&geo=CO&q=Hotel,Restaurante,Moto,%2Fm%2F01nblt,%2Fm%2F0k4j>
- La República (2024). *Durante enero de 2024, las exportaciones de Colombia hacia EE. UU. crecieron 13,3%*. <https://larepublica.co/economia/exportaciones-de-colombia-hacia-ee-uu-durante-enero-de-2024-3823215>
- Ministerio de Comercio, I. y T. [MINCIT]. (2024). *Las exportaciones de bienes no mineros arrancaron el año creciendo: 11,5 % en enero*. <https://www.mincit.gov.co/prensa/noticias/comercio/exportaciones-bienes-nme-arrancaron-2024-creciendo>
- Portal BI Información Inteligente [XM]. (2024). *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.
- Red de Información y Comunicación del Sector Agropecuario Colombiano [AGRONET]. (2024). *En enero de 2024, el sector agropecuario generó 244.000 empleos*. <https://www.agronet.gov.co/Noticias/Paginas/En-enero-de-2024,-el-sector-agropecuario-gener%C3%B3-244-000-empleos.aspx>
- 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

0

4

Mercado laboral colombiano: dinámica reciente y divergencia entre crecimiento y empleo

Por Isaac Hurtado Rivera

Graduado de la maestría en Economía, estudiante de la maestría en Ciencia de datos y analítica e integrante del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: ihurtado@eafit.edu.co

Samuel Acosta Ochoa

Estudiante de Economía, coordinador del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: sacostao1@eafit.edu.co

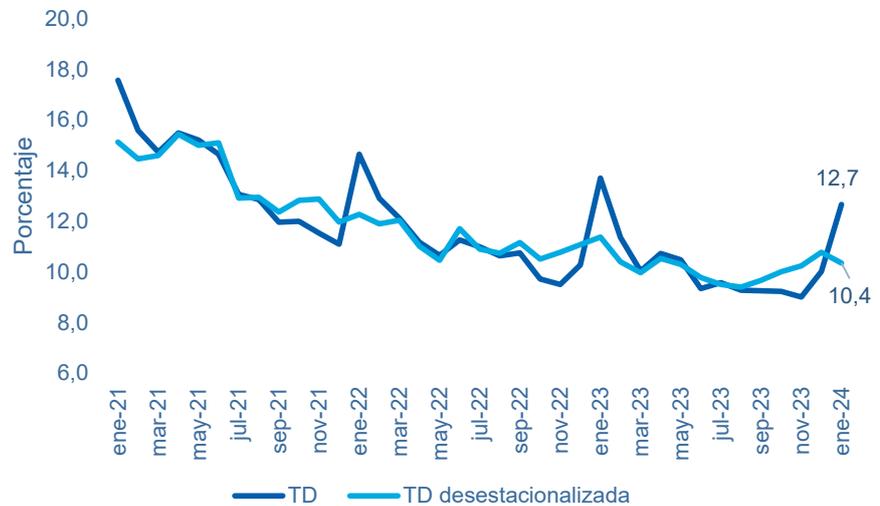
¿Existe una divergencia entre el comportamiento del PIB y el empleo en Colombia? Recientemente parece que sí. Explicar los resultados en materia de empleo en los últimos meses en el país ha sido un verdadero desafío tanto para los analistas como para los hacedores de política. En ese sentido, se hace necesario un análisis exhaustivo que ayude a explicar el comportamiento del mercado laboral. Este capítulo desarrolla una síntesis de la dinámica reciente del empleo y su relación con el crecimiento económico, se estima una función CES y se analiza el precio relativo de los factores productivos y, por último, se analiza la productividad laboral.

1. Dinámica reciente del empleo

La *figura 1* muestra el comportamiento de la tasa de desempleo en su serie original y desestacionalizada, en los últimos tres años. El 2023 empezó con una tasa de desempleo del 13,2% en enero y terminó con una del 10% en diciembre. La tasa promedio fue de 10,2%. Hay que resaltar varias cosas. Primero, que en cinco meses del año se presentó un dato de un solo dígito; segundo, que el dato de noviembre fue el más bajo del año, 9%; y tercero, que desde agosto la tasa de desempleo desestacionalizada empezó a ubicarse por encima de la serie original, lo que ya da indicios de una mejora en el mercado laboral.

En enero, la cantidad de personas desocupadas decreció en 220 mil comparado con el año anterior. En consecuencia, la tasa de desempleo alcanzó 12,7%, es decir, un 1% más bajo que el mismo periodo del año pasado. Por su parte, la serie desestacionalizada pasó de 10,8% en diciembre a 10,4% en enero. Si bien esto supone una mejora, se mantiene en el área de los dos dígitos. Esta brecha entre la serie original y la desestacionalizada se presenta luego de las festividades de fin de año y el aumento en el consumo subsecuente, dejando la serie original de desempleo 2,3%, por encima de la desestacionalizada.

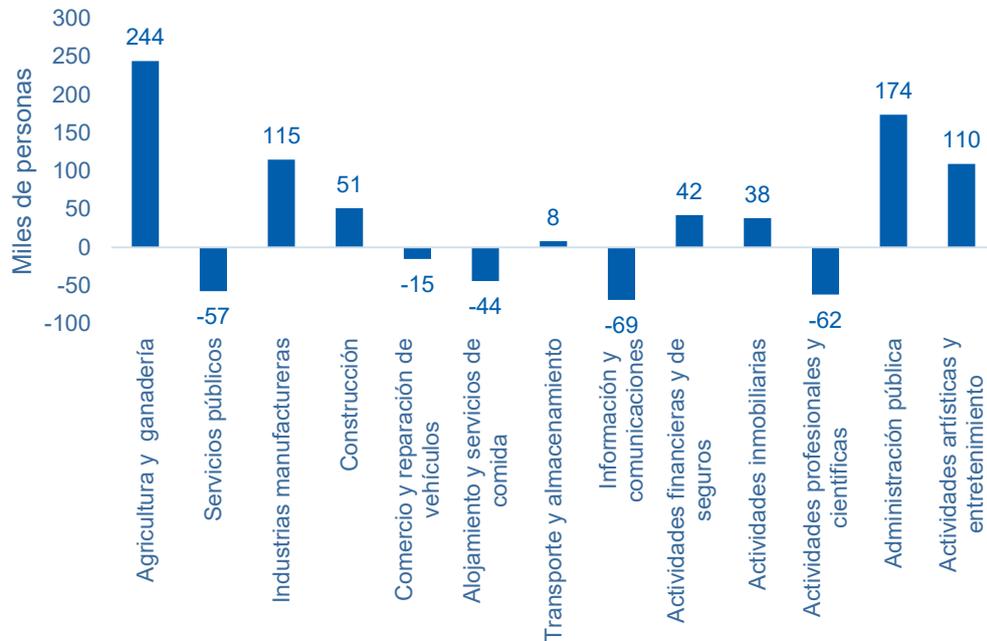
Figura 1.
Tasa de desempleo (TD),
total nacional.



Fuente:
Elaboración propia con
datos del DANE (2024).

Para enero de 2024, 25,22 millones de personas conformaron el total nacional de la fuerza laboral. De estas, 22 millones fueron ocupadas y 3,2 millones, desocupadas. Comparado con el mismo periodo del año pasado, se crearon 533 mil empleos. Entre las actividades económicas con mayor incremento del empleo están la agricultura, la ganadería, la caza, la silvicultura y la pesca, con 244 mil; seguida por la administración pública y defensa, la educación y la atención de la salud humana, con 174 mil, y la industria manufacturera, con 115 mil. Al mismo tiempo, los sectores en los que más cayó el empleo fueron el de información y comunicaciones, con 69 mil empleos menos; actividades profesionales, científicas, técnicas y servicios administrativos, con 62 mil empleos menos, y alojamiento y servicios de comida, con 44 mil empleos menos.

Figura 2.
Variación absoluta del empleo enero 2023 - enero 2024.

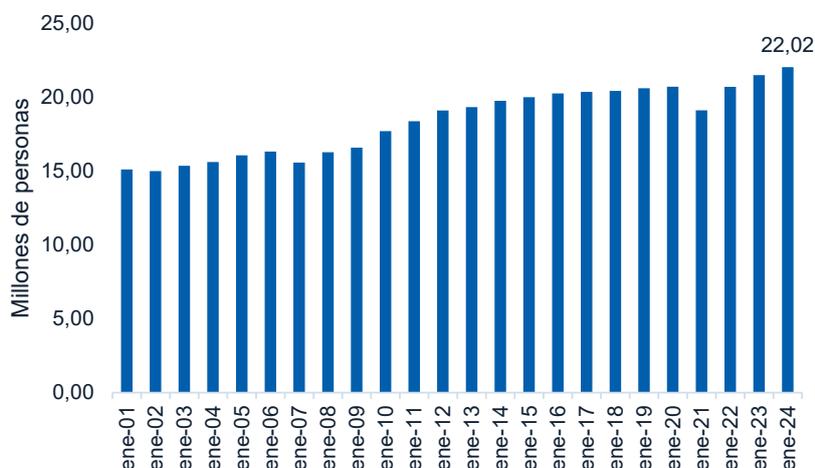


Fuente:
Elaboración propia con datos del DANE (2024).

La Tasa Global de Participación (TGP) representa la proporción entre la fuerza laboral y la población en edad de trabajar en un período. El valor promedio de la TGP entre enero de 2023 y enero de 2024 fue de 64,1%. Este indicador ha venido presentando una marcada disminución desde julio de 2023, cuando se ubicó en 64,8%, con una caída de 1,5 % hasta enero de este año.

Para 2024, la proporción de personas desocupadas se ha reducido levemente respecto a los datos de enero de 2022 y 2023, en 0,2 millones por año. Congruentemente, las personas ocupadas aumentaron en 0,5 millones frente al mismo período de 2023, siendo un posible indicador de la creación de nuevos puestos de trabajo.

Figura 3.
Ocupados. Millones de personas. Enero 2001-enero 2024.



Fuente:
Elaboración propia con datos de la GEIH del DANE.

En cuanto a la calidad del empleo según la Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH), entre enero y diciembre de 2023, comparado con el mismo periodo de 2022, se crearon 756 mil empleos, que son el resultado de un crecimiento de 886 mil empleos formales y una caída de 130 mil empleos informales. Esto deja la informalidad en el 56,4%, es decir, un 2,5% menos que 2022 (58,9%). Esta reducción es consistente con datos exógenos como las afiliaciones a cajas de compensación familiar, que crecieron un 3,8% entre los períodos enero-diciembre de 2022 y enero-diciembre de 2023. Asimismo, el número total de trabajadores afiliados a riesgos laborales creció en un 8% entre 2022 y 2023. En enero de 2024, comparado con el mismo mes del año anterior, la formalidad creció un 7,67%. Dentro de las actividades que más crecen en formalidad entre enero 2023 y enero 2024 están las de hospitales y clínicas, con internación (83 mil), establecimientos que combinan diferentes niveles de educación (57 mil) y construcción de edificios residenciales (54 mil).

2. Una aproximación al comportamiento del mercado laboral

El objetivo de este apartado es explicar la divergencia entre el empleo y el crecimiento económico. Dentro de las explicaciones más robustas que se han encontrado están el fortalecimiento del sector terciario de la economía y el ajuste

de las horas trabajadas, así como la recomposición del uso en los factores productivos dado el cambio en los precios del capital y del trabajo. Otras explicaciones, menos centrales, incluyen la liquidación de inventarios, el aumento del trabajo remoto y la emigración de colombianos.

2.1. Análisis sectorial

Una aproximación a esta variación singular del empleo es el análisis de las variables que lo han impulsado. Usando la Gran Encuesta Integrada de Hogares del DANE, se determinó cuáles fueron los sectores y subsectores que más generaron empleo en 2023. Entre enero y diciembre de 2023 se generaron cerca de 756 mil empleos frente al mismo período de 2022. El 76,6% de ellos se generaron en el macrosector de los servicios; el 7,6%, en la industria manufacturera; el 7,4%, en agricultura y comercio, y el 6,5%, en la reparación de vehículos. Indagando más a fondo, se encuentra una alta creación de empleo en actividades como actividades de restaurantes, cafeterías y servicio móvil de comidas (126 mil), actividades de servicios a edificios y paisajismo (jardines, zonas verdes) (66 mil), actividades inmobiliarias realizadas a cambio de una retribución o por contrato (63 mil), Establecimientos que combinan diferentes niveles de educación (44 mil) y actividades de limpieza (43 mil). Los datos de enero muestran que la creación de empleo en las actividades relacionadas con el sector de los servicios se mantiene con 88 mil nuevos empleos en actividades de atención de la salud humana, 79 en mantenimiento y reparación de computadores, efectos personales y enseres domésticos, y 69 mil en educación.

El sector de los servicios ha ganado participación en la composición total del empleo: 3,3%. Al analizar la composición entre 2018 y 2023, el macrosector pasó del 44,6% al 48%, que es casi la suma de lo que han perdido la agricultura y la industria manufacturera. En ese período la economía colombiana sufrió un cambio estructural que ha hecho que se vuelque hacia los servicios. La proliferación de *call centers*, el *boom* turístico en ciudades como Medellín y los eventos

masivos como conciertos han hecho que los empleos incrementen en estas actividades. Sin embargo, queda la duda de si estos fenómenos son el resultado de políticas como la economía naranja o si la pandemia sirvió, de alguna manera, como catalizador de este cambio estructural.

Consideramos que el crecimiento del empleo es un resultado y no una causa. Es decir, debe haber algo que jalone estos resultados. Por un lado, si se analiza el crecimiento económico de estos sectores nos encontramos que, comparado con el primer trimestre de 2020, servicios como las actividades artísticas, de entretenimiento y recreación crecieron en un 84,6%; las de atención de la salud humana, en un 23,8%, y las de información y comunicaciones, en un 27,4%. Sin embargo, hay un fenómeno subyacente al crecimiento del empleo y del producto de este sector: el crecimiento del consumo. Según las cuentas nacionales del DANE, comparando el primer trimestre de 2020 con el último trimestre de 2023, el crecimiento del consumo de servicios había crecido 21,6% y además había ganado representatividad en el consumo total pasando del 53,9% al 56,9%. La creación y la cultura tienen los gastos en consumo con mayor crecimiento (83,5%).

Tabla 1.
Representatividad del empleo por rama de actividad económica en el total de la economía.

Sector	2018	2023	Diferencia
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	16,8%	14,4%	-2,4%
Suministro de electricidad, gas, agua y gestión de desechos	1,8%	2,6%	0,8%
Industrias manufactureras	11,4%	10,5%	-0,9%
Construcción	6,6%	6,9%	0,2%
Comercio y reparación de vehículos	18,7%	17,6%	-1,0%
Servicios	44,6%	48,0%	3,3%

Fuente:
Elaboración propia con datos del DANE (2024).

Siendo así, tiene sentido el comportamiento del empleo en los sectores de servicios ya que el consumo es el que jalona

el crecimiento de estas actividades. A su vez, consideramos que dos factores interrelacionados han hecho que exista un cambio de preferencias entre los diferentes tipos de bienes. El primero tiene que ver con la tasa de interés de los últimos dos años, que hace el consumo en bienes relativamente más caro y, en consecuencia, el consumo se ha desplazado mayormente hacia servicios. Parte de esto puede notarse en el crecimiento de sectores como la construcción, que que presenta variaciones del -7,2%. El segundo factor tiene que ver con la inflación. Las expectativas de inflación en Colombia pudieron hacer que los agentes prefirieran acelerar el consumo en el presente ante una inminente pérdida de poder adquisitivo.

2.2. Correlaciones dinámicas

Otra forma de abordar este problema es analizar las correlaciones dinámicas, que muestran la relación entre dos variables en diferentes momentos del tiempo. En este caso nos interesa ver cómo se relaciona el PIB con otras variables del mercado laboral. Las correlaciones dinámicas son de gran utilidad pues dan a conocer los hechos estilizados de las economías. Para esto se usaron diferentes variables del empleo, tomando las cuentas nacionales y de los microdatos mensuales de la GEIH del DANE desde el primer trimestre de 2015 hasta el tercer trimestre de 2023. La variable fuerza de trabajo efectiva es construida siguiendo a Parra (2008).

La *tabla 2* contiene los resultados de las correlaciones dinámicas y son, en general, consistentes con lo estimado por el Banco de la República. De ella se puede concluir que:

- El empleo total sigue siendo procíclico y coincidente con el PIB. Esto también ocurre en la mayoría de ramas de la actividad económica.
- El empleo del sector de explotación de minas y canteras es procíclico pero adelantado a la actividad económica.
- El empleo del sector de suministro de electricidad, gas, agua y gestión de residuos es contracíclico y rezagado

al producto interno bruto, pues responde cuatro trimestres después de este.

- El empleo en las actividades inmobiliarias es procíclico y rezagado, pues responde cinco trimestres después del producto.

De igual forma, una de las conclusiones más importantes de la *tabla 2* son que tanto el empleo total como la fuerza efectiva de trabajo son procíclicos y contemporáneos al PIB y que las horas promedio trabajadas son rezagadas, al responder con un trimestre de atraso a la actividad económica. En otras palabras, la economía colombiana primero ajusta la cantidad de empleo y luego ajusta la cantidad de horas trabajadas, lo cual es consistente con los hallazgos de Parra (2008) y con el reporte del mercado laboral del Banco de la República. También vale la pena mencionar que el trabajo formal es rezagado frente a la actividad económica, similar a lo encontrado por el Banco de la República.

Otra muestra de esto es lo que se plasma en la *tabla 3* donde, independiente de la clasificación del empleo, este ha crecido entre 2022 y 2023, pero, de manera paralela, la cantidad de horas trabajadas a la semana ha decrecido, excepto en el caso de los asalariados, que ha crecido en ambos aspectos y son justamente el segmento de empleo que puede ajustar sus horas de trabajo. En julio de 2023, entró en vigor la Ley 2101 de 2021, cuyo objetivo es reducir la jornada máxima de trabajo semanal de 48 a 42 entre 2023 y 2026, pasando, inicialmente, de 48 horas semanales a 47. Sin embargo, los resultados se mantienen si se analizan las horas trabajadas hasta junio del mismo año. En total, la sumatoria de horas totales han crecido alrededor del 2%, resultado explicado por el aumento del empleo y no por la cantidad de horas por trabajador, por lo que, en términos de productividad laboral y teniendo en cuenta la desaceleración económica del país, se está creando la misma riqueza con más trabajo y más horas. En ese sentido consideramos que el crecimiento de la productividad laboral en 2023 fue negativo o, en el mejor de los casos, nulo.

Tabla 3.
Crecimiento de las horas promedio semanales y empleo.

	Crecimiento horas promedio semanales	Crecimiento del empleo
Total	-1,32%	3,4%
Formales	-2,11%	7,9%
Informales	-0,88%	0,2%
No asalariados	-0,73%	2,2%
Asalariados	2,02%	4,6%

Fuente:
Cálculos propios a partir de los microdatos de la GEIH del DANE.

3. Estimación función CES y precio relativo de los factores productivos

Vale la pena prestar atención a lo que, según la teoría económica, determina la relación entre el uso de los factores capital y trabajo: la relación entre el salario real (por unidad de tiempo de trabajo) y la tasa de interés real. En los párrafos siguientes se presenta un análisis al respecto.

Gran parte de la desaceleración económica se explica por las altas tasas de interés derivadas de la alta inflación en la economía colombiana desde 2021. La desaceleración del consumo y de la inversión (como se muestra en la *tabla 1* del capítulo 2), donde la formación bruta de capital fijo, por ejemplo, en maquinaria y equipo, ha caído un 16,2%. Esto se explica porque al ser tan alto el precio del capital (la tasa de interés), cambia la rentabilidad mínima esperada de los proyectos de inversión de los agentes, por lo que estos se aplazan o se dejan de hacer. Teóricamente, lo que se esperaría es que las empresas cambien su composición óptima de capital y trabajo ante un cambio en los precios relativos. Sumado a esto, según la encuesta de opinión industrial conjunta de la ANDI (2023), la segunda mayor dificultad que encuentran los empresarios para realizar proyectos de inversión productiva es la incertidumbre asociada al gobierno.

Figura 4.

Inflación año a año y tasa de interés de política monetaria.



Fuente:
Elaboración propia con datos del DANE(2024) y Banco de la República (2024).

Variable	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1
Empleo	-0,2721	-0,0672	-0,0316	0,08886	0,46664***
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	-0,0319	0,11606	0,00082	0,00369	0,37691**
Explotación de minas y canteras	0,06477	0,07914	0,44157*	0,52415**	0,37708**
Industrias manufactureras	-0,3182	-0,0583	-0,0202	0,04557	0,36743**
Suministro de electricidad, gas, agua y gestión de desechos	0,30483	0,17251	-0,0868	-0,1971	-0,1294
Construcción	-0,0548	0,05176	-0,0302	0,13736	0,44816***
Comercio y reparación de vehículos	-0,3085*	-0,1162	-0,0991	0,03985	0,45402***
Alojamiento y servicios de comida	-0,3338*	-0,1913	-0,2418*	-0,2305*	0,08502
Transporte y almacenamiento	-0,3581*	-0,1852	0,01719	0,18147	0,56949***
Información y comunicaciones	0,10709	-0,0532	0,36093*	0,51388**	0,50755***
Actividades financieras y de seguros	-0,1785	0,02487	0,20616	0,33412*	0,42812**
Actividades inmobiliarias	-0,3267*	-0,3873*	-0,2404	-0,1151	0,12893
Actividades profesionales, científicas, técnicas y de servicios administrativos	0,04441	0,14661	0,28544	0,38806**	0,38587**
Administración pública y defensa, educación y atención de la salud humana	-0,2479	-0,0296	0,02473	0,21653	0,49449***
Actividades artísticas, entretenimiento, recreación y otras actividades de servicios	-0,4842***	-0,2522	-0,2453	-0,0536	0,35584**
Horas Promedio trimestre	-0,2913	-0,0271	0,19005	0,14238	0,25173
Formalidad	-0,3774*	-0,3354*	-0,3313**	-0,4997**	-0,4218***
Fuerza de Trabajo Efectiva	-0,2257	-0,0322	0,10336	0,14331	0,39692**

Nota.
Niveles de significancia: *** p<0,1; ** p>0,05; * p<0,1.

t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
0,93448***	0,54618***	0,23208	0,15795	0,10796	-0,0596
0,58606**	0,14242	0,13635	0,23818	0,25372	0,23395
0,22042	0,23278	0,21957	-0,1641	-0,2373	-0,4336***
0,78129**	0,39206**	0,21913	0,27069	0,25494	0,15301
0,16507	0,27097	0,12294	0,06348	-0,3775**	-0,3225**
0,90963**	0,24138	-0,0318	-0,2536	-0,1441	-0,1287
0,87253**	0,51801***	0,14232	0,16351	0,16276	0,07391
0,71879**	0,58606***	0,35371**	0,38902**	0,23208	0,10418
0,80156**	0,59305***	0,29373*	0,25618	0,08489	-0,0237
0,52354**	0,32159*	0,00316	-0,2494	-0,2456	-0,3053*
0,56313**	0,67833***	0,33415*	-0,2525	-0,3259**	-0,4948**
0,22972	0,26417	0,34846*	0,52762**	0,57653**	0,62001**
0,70621**	0,57068***	0,20942	-0,3497**	-0,4542**	-0,4745**
0,91838**	0,52981***	0,12452	-0,1456	-0,0428	-0,0524
0,80787**	0,47229***	0,36676**	0,37575**	0,34356*	0,16826
0,52246**	0,88804***	0,24534	-0,1825	-0,2705	-0,2354
0,19837	0,55297***	0,48165**	0,55307**	0,38813**	0,16938
0,82611***	0,82534***	0,28945	-0,0359	-0,0067	-0,1132

Tabla 2.

Correlaciones adelantadas y retrazadas con respecto al PIB.

Fuente:

Elaboración propia con microdatos de la GEIH y DANE (2024).

Para determinar cómo han cambiado las decisiones de las firmas en su combinación óptima de capital y trabajo, estimamos una función CES. De esta forma funcional se derivan otras funciones como la Cobb-Douglas o la Leontief, dependiendo del parámetro rho (ρ), además, y quizá más importante en este caso, se puede calcular la elasticidad de sustitución entre factores productivos, es decir, como cambia la demanda de cada factor productivo ante cambios en sus precios o productividades marginales.

$$y_t = \gamma(\delta k_t^\rho + (1-\delta)l_t^\rho)^{1/\rho}$$

Donde y_t es la producción, k_t es el stock de capital y l_t son las horas de trabajo total. Así entonces, utilizamos una aproximación lineal para la CES propuesta por Kmenta (1967), se usan mínimos cuadrados indirectos restringidos dado que se asumen rendimientos constantes a escala, se hace la corrección por autocorrelación de primer orden y se incluye un término determinístico. Así, la función a estimar es:

$$\ln y_t = \delta \ln k_t + (1-\delta) \ln l_t - \frac{\rho}{2} \delta(1-\delta)(\ln k_t - \ln l_t)^2 + \beta_t + \varepsilon_t$$

Donde: $\varepsilon_t = e_t + \alpha u_{t-1}$.

Los resultados de la estimación se presentan en la *tabla 4*.

Tabla 4.
Resultados de la estimación para la función de CES.

Variables	$\ln y_t$	
$\ln k_t$	0,394 (0,0279)	***
$\ln l_t$	0,606 (0,0279)	***
$(\ln k_t - \ln l_t)^2$	-0,0159 (0,00614)	**
t	0,00340 (0,000310)	***
u_{t-1}	0,699 (0,155)	***
No. observaciones	34	

Fuente:
Elaboración propia.

Nota:
Los errores estándar se encuentran entre paréntesis. Los asteriscos corresponden a los niveles de significancia: * $p < 0,1$, ** $p < 0,05$ y *** $p < 0,01$.

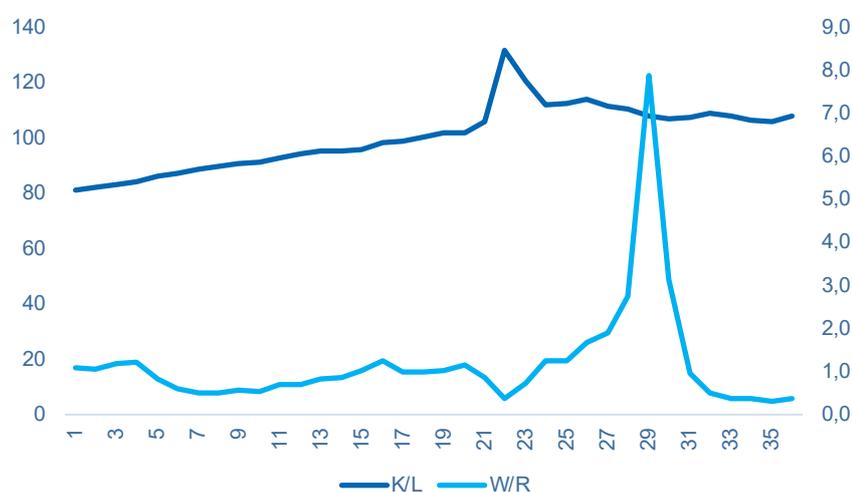
Con estos resultados se estima la elasticidad de sustitución entre capital y trabajo ($\sigma=1,15$). Teniendo el parámetro sigma, se plantea una minimización de costos con una función CES, de donde obtiene que el equilibrio de la economía sigue esta regla:

$$\frac{k}{l} = \left(\frac{\delta w}{(1-\delta)r} \right)^\sigma$$

Donde w es el salario real por hora y r es la tasa de interés real. La *figura 5* muestra las trayectorias de la relación capital/trabajo y de la relación salario real/tasa de interés real desde principios de 2015 hasta finales de 2023. Varias observaciones se pueden hacer al respecto: (i) la relación capital/trabajo ha tendido al alza y, a nuestro juicio, esto se debe, al menos en parte, a la tendencia al alza de la relación salario real/tasa de interés real, en consonancia con la regla expuesta de optimización; (ii) pero los movimientos coyunturales de la relación de precios de los factores no van siempre acompañados de movimientos simultáneos en sentido contrario de la relación capital/trabajo, y esto podría explicarse por varios fenómenos, a saber: costos de cambiar el capital o la fuerza laboral y la incertidumbre sobre la persistencia o la duración de las modificaciones de la tasa de interés real; (iii) hay cambios técnicos que inciden sobre la relación capital/trabajo y que se presentan de manera independiente de los movimientos de los precios de los factores y que, incluso, pueden llevar, posteriormente, a modificar estos precios.

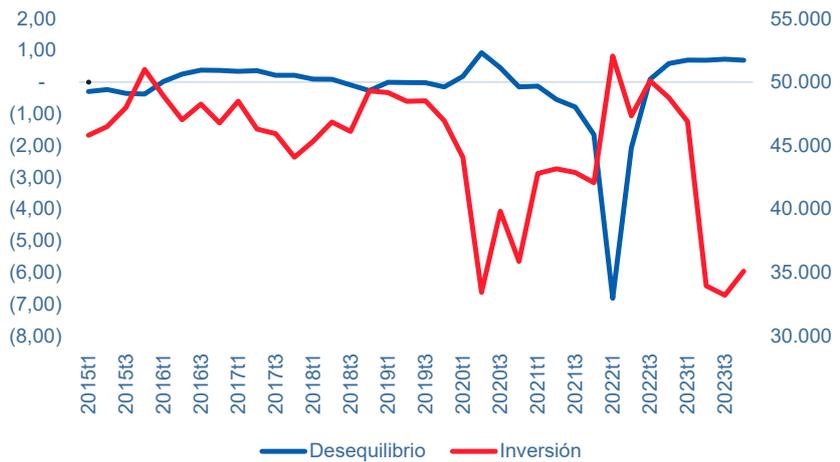
Figura 5.
Relación capital/trabajo (eje izquierdo) y relación salario real por hora y tasa de interés en millones (eje derecho).

Fuente:
Elaboración propia con datos de *Penn World Table 10.01*, DANE (2024) y Superintendencia Financiera de Colombia.



Con esas observaciones en mente podemos hacer una reflexión que, a nuestro juicio es útil y está asociada a la regla de optimización. La *figura 6* muestra el comportamiento de esta regla desde el primer trimestre de 2015. Cuando la línea roja está por debajo de la línea punteada quiere decir que hay mucho trabajo para el nivel de capital existente, dada la relación de precios w/r , por lo que, para llevar a la economía hacia el equilibrio debería haber una mayor acumulación de capital. De manera análoga, cuando la línea roja está por encima de la línea punteada, quiere decir que la cantidad de capital es alta en relación con la cantidad de trabajo existente, lo que obligaría a la economía a aumentar el nivel de empleo para reestablecer el equilibrio. Por su parte, la línea roja es la inversión de la economía colombiana.

Figura 6.
Evolución de la regla de equilibrio de la economía e inversión.



Fuente:
Elaboración propia con datos del Banco de la República (2024) y DANE (2024).

Figura 7.
Inversión (eje derecho) y tasa de interés real (eje izquierdo).



Fuente:
Elaboración propia con datos del DANE (2024) y Banco de la República (2024).

Las *figuras 6 y 7* muestran claramente que en los períodos en los que la economía necesita aumentar sus niveles de capital para llegar al equilibrio, son justamente los periodos en los que la inversión ha crecido impulsada por tasas de interés reales bajas. En aquellos períodos en los que la tasa de interés real es alta, la inversión cae y la economía sustituye capital por trabajo. Hay que decir que en el periodo de pandemia y postpandemia las tasas de interés generaron incentivos a la acumulación de capital en el periodo postpandemia y, justamente, se ve que la inversión respondió a este estímulo. Además, el pico negativo es el punto en el que la tasa de interés real tocó sus mínimos.

Por último, es importante resaltar que en los últimos trimestres la línea azul ha estado por encima de la negra, esto sugiere que, dado el comportamiento del precio del capital, hubo una sustitución de capital por trabajo en el último tiempo, lo cual coincide con la divergencia entre el empleo y el crecimiento económico.

4. Productividad

En el contexto de un crecimiento del 0,6% en la economía y, por tanto, en el valor agregado nacional (VA), se hace útil hacer una revisión del comportamiento de la Productividad Total de los Factores (PTF) y sus componentes.

Según el DANE (2024), el aporte total de los servicios laborales al crecimiento del valor agregado fue de 1,44%, mientras que el aporte total del capital fue de 0,87%, para una contribución de los factores de 2,31%. Esto indica una tendencia a la sustitución de bienes de capital por trabajadores por parte de las empresas, explicada por las altas tasas de interés y el precio del dólar en 2023. La Tasa Representativa del Mercado (peso colombiano respecto al dólar) tuvo un valor promedio de \$4325,05, un 1,64% más que el valor promedio para 2022. Esto, junto con altas tasas de interés de intervención y un aumento del salario real para 2023 de 2,88% (gracias al efecto de una elevada inflación), hizo que el costo del capital aumentara para las firmas, y estas se vieran incentivadas a preferir la contratación de trabajadores.

De esta contribución del trabajo al crecimiento del valor agregado (VA), el 1,22% correspondió a las “Horas trabajadas”, mientras que la “Composición del trabajo” tuvo un aporte de 0,22%. Esto es coherente con el hecho de que el total de horas trabajadas ha aumentado gracias al crecimiento en la cantidad de empleados, más no a la cantidad de horas por trabajador. El aporte de la PTF al crecimiento del valor agregado fue de -1,71%, lo que muestra un aumento en los factores de producción mayor a lo que creció la producción.

La *tabla 5* muestra el valor agregado, el empleo y el valor agregado por trabajador como medida de productividad para las diferentes ramas de la economía en 2022 y 2023. Dentro de las conclusiones de la tabla están:

- El valor agregado por trabajador en Colombia cayó en 2023 un 2,7%. Esto se obtiene de un mayor crecimiento en el empleo que en la producción, explicado por las diferentes razones que hemos desarrollado a lo largo de este capítulo.
- Sectores como actividades inmobiliarias, alojamiento y servicios de comida y transporte y almacenamiento son los que más caen, con 18,1%, 14,4% y 7,4%, respectivamente.
- El crecimiento del valor agregado por trabajador del sector de actividades artísticas y de entretenimiento es notorio, lo que refuerza la importancia de estudiar más de cerca ese fenómeno en el último tiempo en el país. Del cálculo se excluyen las actividades de organizaciones y entidades extraterritoriales por falta de información sobre su valor agregado, así como los ocupados que están clasificados como “No informa”.

En síntesis, la productividad laboral en 2023 dejó mucho que desear en un entorno de poca liquidez e incertidumbre económica y política, lo que contrasta con el comportamiento del mercado laboral. Aunque es un tema de muchísimas aristas para su análisis, lo cierto es que es la productividad es la gran deuda de la economía colombiana desde hace ya poco más de tres décadas y le ha costado puntos de crecimiento. Los cambios estructurales que propone la dinámica económica en el país y en el mundo, deben ir acompañados por legislaciones modernas que sirvan de catalizador y no

como un obstáculo para la generación y sostenimiento del empleo, en especial el formal.

Tabla 5.

Valor agregado, empleo y valor agregado por trabajador según actividad económica).

CIU Rev 4	Sector	2022			2023			Variación
		VA	Empleo	VA por trabajador	VA	Empleo	VA por trabajador	
A	Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	57 479	3224	17,8	58 493	3280	17,8	0,0%
B	Explotación de minas y canteras	37 465	282	132,9	38 449	279	137,9	3,7%
C	Industrias manufactureras	117 283	2344	50,0	113 119	2401	47,1	-5,9%
D + E	Suministro de electricidad, gas, agua y gestión de desechos	28 327	306	92,6	28 909	310	93,2	0,6%
F	Construcción	43 821	1547	28,3	42 001	1565	26,8	-5,3%
G	Comercio y reparación de vehículos	87 046	3970	21,9	84 628	4020	21,1	-4,0%
H	Transporte y almacenamiento	48 163	1595	30,2	47 723	1706	28,0	-7,4%
I	Alojamiento y servicios de comida	38 499	1483	26,0	36 432	1639	22,2	-14,4%
J	Información y comunicaciones	30 586	383	79,9	31 010	403	77,0	-3,7%
K	Actividades financieras y de seguros	46 920	419	112,0	50 646	422	119,9	7,1%
L	Actividades inmobiliarias	84 722	221	382,9	86 295	275	313,5	-18,1%
M + N	Actividades profesionales, científicas, técnicas y de servicios administrativos	67 694	1734	39,0	67 818	1822	37,2	-4,7%
O + P + Q	Administración pública y defensa, educación y atención de la salud humana	145 405	2665	54,6	151 054	2738	55,2	1,1%
R + S + T	Actividades artísticas, entretenimiento, recreación y otras actividades de servicios	37 095	1842	20,1	39 676	1915	20,7	2,9%
	Valor agregado	870 103	22 014	39,5	876 254	22 777	38,5	-2,7%

Fuente:

Elaboración propia con datos de la GEIH y Cuentas Nacionales del DANE (2024).

Referencias

- ANDI (2023). *Encuesta de Opinión Industrial Conjunta*. <https://www.andi.com.co/Home/Noticia/17574-encuesta-de-opinion-industrial-conjunta>
- Arango, L. E., & Flórez, L. A. (2021). *Regional labour informality in Colombia and a proposal for a differential minimum wage*. *The Journal of Development Studies*, 57(6), 1016-1037.
- Bonilla, L., Granda, C., Flórez, L. A., Hermida, D., Lasso, F., & Morales, L. F. (2024). *Pérdida de dinamismo en la ocupación y el impacto del programa de certificación de habilidades del SENA*. Reporte del Mercado Laboral-No. 29.
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (2024). *Boletín técnico - Productividad Total de los Factores (PTF) 2023*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/productividad>
- Henningsen, A., & Henningsen, G. (2011). *Econometric Estimation of the Constant Elasticity of Substitution*. Function in R: Package micEconCES.
- Kmenta, J. (1967). *On estimation of the CES production function*. *International Economic Review*, 8(2), 180-189.
- Lora, E. (4 de Octubre de 2023). *¿Por qué crece el empleo si la economía está estancada?* *El Espectador*. <https://www.elespectador.com/opinion/columnistas/eduardo-lora-/porque-crece-el-empleo-si-la-economia-esta-estancada/>
- Morales, L. F., Bonilla, L., Granda, C., Flórez, L. A., Hermida, D., & Lasso, F. (2023). *Crecimiento sostenido del empleo y la curva de Phillips no lineal*. Reporte del Mercado Laboral-No. 28.
- Parra, J. C. (2008). *Hechos estilizados de la economía colombiana: fundamentos empíricos para la construcción y evaluación de un modelo DSGE*. Borradores de Economía; No. 509, Banco de la República.

Fuente:

Elaboración propia con datos de la GEIH y Cuentas Nacionales del DANE (2024).



05

Balanza de pagos 2023: desempeño consistente con la desaceleración económica

Humberto Franco González

Profesor, integrante del Grupo de Coyuntura Económica
de la Universidad EAFIT.

E-mail: hfranco@eafit.edu.co

1. Comportamiento trimestral de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Colombia: cuarto y tercer trimestres de 2023

1.1. Cuenta Corriente de la balanza de pagos, cuarto trimestre de 2023 (T4 2023)

El cuarto trimestre del 2023 (T4 2023) sorprendió con un repunte del déficit corriente en relación con lo acontecido en el tercer trimestre (T3 2023). Es una sorpresa al considerar que, desde el tercer trimestre de 2022, cuando el déficit corriente alcanzó el -7,1% del Producto Interno Bruto (PIB), hasta el T3 2023, cuando fue del -2,0% del PIB, su tendencia fue reduccionista, como se observa en la *figura 1*.

Figura 1.
Cuenta corriente trimestral. 2021-2023.



Fuente:
Elaboración propia con datos del Banco de la República (2024a).

En efecto, en términos absolutos, mientras en el T3 2023 el déficit corriente había sido de -US\$1952,56 millones, equivalente al -2,0% del PIB trimestral, durante el T4 2023 dicho déficit fue de -US\$2293,14 millones (-2,3% del PIB), es decir, tuvo un incremento de US\$340,57 millones, equivalente a una variación de 17,4%. Importa señalar que estas cifras reflejan tanto el resultado de las transacciones internacionales del país, como el efecto que la tendencia cambiaria tuvo sobre el valor de dichas transacciones. Precisando, se debe anotar que la disminución del déficit corriente a la que se refieren estas líneas, a

excepción del último trimestre donde el dicho déficit creció, se dio por la disminución en dólares y por la tendencia apreciativa del peso colombiano frente a la moneda estadounidense.

Así las cosas, la buena noticia de la reducción del déficit en la cuenta corriente del país se revierte durante el T1 2023. La reducción se venía presentando desde el T3 2022, cuando el déficit alcanzó los -US\$6218,12 millones (-7,1% del PIB), seguido por un déficit de -US\$4756,11 (-5,9% del PIB) en T4 2022, y que se mantuvo hasta el T3 de 2023 cuando registró -2,0% del PIB, se revierte durante el último trimestre de 2023.

En este punto es importante resaltar que el comportamiento reduccionista del déficit se presentó en un contexto de desaceleración de la actividad productiva, tanto en el ámbito local como en el de varios de nuestros socios comerciales (de ahí las comillas para la expresión buena noticia), hechos que atentan en su orden, tanto contra la demanda interna como contra la que se presenta desde el resto del mundo, tal cual se corrobora con las menores cifras de importaciones y exportaciones para los primeros trimestres del año, aunque en los dos trimestres siguientes estas actividades hayan registrado una leve recuperación ².

Como de costumbre, el déficit corriente de la balanza de pagos nacional del periodo en consideración se soporta, en su orden, en los déficits de la renta de factores (-US\$3567,95 millones, aunque sus egresos netos se redujeron en US\$179,45 millones) y de la balanza comercial de bienes y de servicios (-US\$2136,21 millones, de los cuales US\$562,40 millones fueron el incremento de este déficit en el trimestre), pues las transferencias siguen compensando este saldo negativo al arrojar un resultado positivo de US\$3411,03 millones en el trimestre, con un incremento de US\$42,37 millones en relación con el trimestre anterior, como se ve en la *tabla 1*.

² La notable desaceleración de la economía colombiana es evidenciable en las variaciones del PIB trimestral del país durante 2023, las que, en su orden fueron, T1 2,9%, T2 0,1%, T3 -0,6% y T4 0,3% para un crecimiento agregado de solo el 0,6% en todo ese año (DANE, 2024).

Tabla 1.
Cuenta corriente trimestral T3 2023 – T4 2023. Millones de dólares.

Periodo	T3 2023	T4 2023
Cuenta corriente	-1952,56	-2293,14
Crédito (exportaciones)	23 007,56	23 278,84
Débito (importaciones)	24 960,13	25 571,97
Balanza comercial. (Bienes y servicios)	-1573,82	-2136,21
Crédito (exportaciones)	17 172,09	17 135,24
Débito (importaciones)	18 745,90	19 271,45
Renta factorial (Ingreso primario)	-3 747,40	-3 567,95
Crédito	2065,77	2 334,59
Débito	5813,17	5 902,54
Transferencias corrientes (Ingreso secundario)	3368,66	3411,03
Crédito	3769,70	3809,01
Débito	401,05	397,98

Fuente:
Banco de la República, Balanza de Pagos (2024a).

El resultado de la **balanza comercial de bienes y servicios** obedeció tanto al incremento de las importaciones en US\$525,54 millones, como a la reducción de las exportaciones en US\$36,85 millones. En el T4, a diferencia de varios trimestres anteriores en los que se presentó una reducción simultánea de las exportaciones y en mayor medida de las importaciones, generándose una corrección del desbalance comercial, las exportaciones mantuvieron esa dinámica descendente, pero las importaciones crecieron, ocasionando el repunte en este déficit y con él, el de la cuenta corriente de la balanza de pagos del país. La reducción en el valor exportado del país se atribuye a la tendencia bajista en los precios del petróleo, del carbón y del café y, aunque las importaciones revirtieron su tendencia en este trimestre, su consolidado descendente en el año obedeció al bajo crecimiento económico del país y a la reducción en los precios de los bienes importados. Así que, no obstante, el comportamiento de la balanza comercial en T4, se debe manifestar que ella promedió el menor registro deficitario desde 2017.

Ahora bien, en el marco importador y pensando en el crecimiento económico de mediano y largo plazo, preocupa sobre manera la ostensible caída de la formación bruta de capital en el último trimestre del año (-4,1%), pues uno de sus componentes más importantes es la importación de maquinaria y equipos, variable clave para el fortalecimiento de la capacidad productiva del país. Con este resultado la inversión alcanzó su cuarto trimestre en retroceso para una estrepitosa caída anual de -24,4%, rubro en el que el des- empeño de la maquinaria y equipo tuvo su aporte al caer -16%.

En cuanto a la reducción del déficit de la renta factorial o ingresos primarios, se puede aseverar que tal disminución (US\$179,45 millones al pasar de -US\$3747,40 millones en T3 a -US\$3567,95 millones en T4), se dio, entre otros, por el mayor incremento en los ingresos de las inversiones directas en el exterior (US\$268 millones, dadas las mayores utilidades de estas inversiones) en relación con el crecimiento de los ingresos. Es importante señalar, como en los anteriores informes, que la desaceleración de las actividades productivas del país también se ve reflejada en los resultados de las compañías extranjeras que tienen su asiento en el territorio nacional y, en consecuencia, en la menor remisión de utilidades hacia sus casas matrices y viceversa.

Las **transferencias corrientes** o ingresos secundarios, por su parte, siguen siendo el colchón del déficit corriente nacional, con un crecimiento trimestral de US\$42,37 millones (1,26%, al pasar de US\$3368,66 a US\$3411,03 millones), en el que el aporte de las remesas de los nacionales colombianos radicados en el exterior fue de US\$2687,4 millones: un incremento trimestral de dichas remesas equivalente a US\$156,6 millones en relación con el trimestre anterior ³.

En suma, el repunte del déficit corriente en T4 es lo esperado desde la perspectiva del crecimiento económico de corto plazo que, a su vez, se encuentra ampliamente super- ditado a la demanda interna. En este caso, como se puede inferir de análisis anteriores, el mayor crecimiento econó-

³ Las remesas ingresadas al país en los cuatro trimestres de 2023 sumaron US\$10 091,6 millones distribuidas de la siguiente manera; US\$2476,0 millones en T1, US\$2397,4 millones en T2, US\$2530,8 millones en T3 y US\$2687,4 millones en T4. (Banco de la República, 2024a).

mico se corresponde con mayores gastos internacionales y, consecuentemente, con el mayor déficit corriente. Esto, si se tiene presente que en esta cuenta se registran los ingresos de una economía en relación con sus gastos y, en consecuencia, las posibilidades que se tienen para financiar la inversión con ahorro doméstico, el que dependerá de la mencionada relación macroeconómica ingreso-gasto.

En este contexto, vale la pena recordar que, desde el periodo de recuperación económica luego de la pandemia, los resultados positivos del PIB se vieron reflejados en las cifras de las principales cuentas de la balanza de pagos del país, no solo a través del incremento del déficit en cuenta corriente, sino en las fuentes de financiación de dicho déficit, con la consecuente mayor vulnerabilidad externa del país, tal cual se manifestó en los tres informes que antecedieron al presente.

1.2. Cuenta financiera de la balanza de pagos, cuarto trimestre de 2023 (T4 2023)

En relación con el desempeño de la **cuenta financiera** durante el cuarto trimestre de 2023, se evidencia que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fue financiado mediante las formas habituales a las que el país ha solido acudir, esto es, 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\$1621,19 millones (1,6% del PIB trimestral), con una reducción de US\$77,93 millones respecto al tercer trimestre del año y donde sobresalen en su orden las categorías inversión directa (-US\$3301,42 millones), inversión de cartera US\$1495,76 millones y, otra inversión (US\$567,70 millones). Además de que los derivados financieros registraron variación de -US\$879,34 millones, en tanto que las Reservas internacionales tuvieron una modificación de US\$496,10 millones, cifras presentadas en la *tabla 2*.

Tabla 2.

Cuenta financiera trimestral T3 2023 – T4 2023. Millones de dólares.

Periodo	T3 2023	T4 2023
Cuenta financiera	-1699,11	-1621,19
Inversión directa	-3631,99	-3301,42
Adquisición neta de activos financieros	382,56	644,81
Pasivos netos incurridos, Inversión Extranjera Directa	4014,55	3946,23
Inversión de cartera	4530,50	1495,76
Adquisición neta de activos financieros	2978,70	3593,88
Pasivos netos incurridos	-1551,80	2098,12
Derivados financieros	-690,57	-879,34
Adquisición neta de activos financieros	-690,57	-879,34
Pasivos netos incurridos	0,00	0,00
Otra inversión	-2364,54	567,70
Adquisición neta de activos financieros	43,37	2604,37
Pasivos netos incurridos	2407,91	2036,67
Activos de reserva	457,47	496,11
Errores y omisiones netos	253,45	671,95

Fuente:

Elaboración propia con datos del Banco de la República (2024a) ⁴.

En general, y considerando las cifras de la cuenta financiera desde la **óptica de los pasivos** (ingresos de capital extranjero) **y de los activos** (salidas de capital doméstico), se observa que los ingresos netos de capital provenientes del exterior en T4 tuvieron su representación en los siguientes rubros: **ingresos de capital extranjero** por valor de US\$8081,02 millones (sumatoria de los pasivos netos incurridos: IED US\$3946,23 millones, Inversión de cartera US\$2098,12 millones y otra inversión o créditos externos US\$2036,67 millones) y **salidas de capital colombiano** por valor de US\$6842,81 millones (consecuencia de la adquisición neta de activos financieros correspondiente a la inversión directa de Colombia en el exterior, US\$644,81 millones, de otra inversión en el extranjero del sector público, US\$2766 millones, y de otra inversión en el exterior del sector privado US\$3432 millones).

⁴ No sobra manifestar que el saldo de la Cuenta financiera corresponde a la sumatoria de los valores propios de la Inversión directa, la Inversión de cartera, los Derivados financieros, Otra inversión y los Activos de reserva. También importa señalar que la Inversión Extranjera Directa IED, es un componente de la Inversión directa, con la característica para el caso colombiano de soler ser el más importante de la inversión directa.

Así mismo, en el T4 de 2023, las transacciones de la balanza de pagos dieron lugar al incremento de las **reservas internacionales** en un monto de US\$496,11 millones, resultado de sus rendimientos por valor de US\$537 millones y egresos de operaciones del Banco de la República por US\$41 millones. Mientras tanto, por **derivados financieros se recibieron** -US\$879,34 millones por pagos de no residentes a residentes dadas las ganancias obtenidas en el periodo en este tipo de operaciones.

1. Balanza de pagos de Colombia 2023

La información precedente permite comentar que los dos grandes componentes de la balanza de pagos del país vieron reducidos notoriamente sus valores en el recientemente finalizado 2023. De hecho, mientras la cuenta corriente corrigió su desbalance externo en US\$11 651,66 millones (-54,53%) en 2023, en este mismo año los ingresos de capital externo para su financiación también se redujeron en US\$11 586,66 millones (-56,61%). En efecto, mientras en el primero de los casos el déficit se redujo de -US\$21 367,02 millones en 2022 (-6,2% del PIB anual), a -US\$9715,36 millones (-2,7% del PIB anual), en el segundo, como sería de esperarse, los requerimientos de recursos para la financiación del faltante también se disminuyeron. De facto, mientras los ingresos netos de capital a la cuenta financiera de la balanza de pagos fueron de -US\$20466,23 millones (-5,9% del PIB) en 2022, estos recursos se contrajeron drásticamente en 2023, alcanzando los -US\$8879,57 millones (-2,4% del PIB) en dicho año, lo que significa una reducción de US\$11 586,66 millones (-56,61%), tal como se analiza seguidamente.

1.1. Cuenta corriente de Colombia en 2023

En el marco de un evidente ajuste del desbalance externo colombiano y manteniéndose la constante de años atrás, el déficit corriente de 2023 (-US\$9715,36 millones) permite argumentar que sus determinantes siguieron siendo, en su orden, la renta neta de factores del exterior y la balanza

comercial de bienes y servicios, porque las transferencias corrientes continuaron aportando cifras positivas al saldo en cuestión.

Efectivamente, mientras el valor negativo de la renta factorial alcanzó los -US\$14 404,82 millones, la cifra negativa de la balanza comercial de bienes y servicios lo hizo en -US\$8220,48 millones, en tanto que las transferencias aportaron US\$12 909,95 millones al saldo corriente del país, engrosando su monto en US\$601,7 millones respecto al año anterior. La tabla 3 es bastante elocuente al respecto, permitiendo señalar, además, que tanto la remuneración de factores del exterior como la balanza comercial de bienes y servicios redujeron significativamente sus déficits (-15,69% y -50,44%, respectivamente), en tanto que las transferencias lo atenuaron, aunque en menor medida, al presentar el crecimiento mencionado que en porcentaje equivale al 4,88%.

Tabla 3.
Cuenta corriente 2022 versus 2023. Millones de dólares.

Periodo	2022	2023
Cuenta corriente	-21 367,02	-9715,36
Crédito (exportaciones)	93 715,63	90 954,31
Débito (importaciones)	115 082,65	100 669,66
Balanza comercial (Bienes y servicios)	-16 588,25	-8220,48
Crédito (exportaciones)	73 060,27	67 762,06
Débito (importaciones)	89 648,52	75 982,54
Renta factorial (Ingreso primario)	-17 087,02	-14 404,82
Crédito	6974,18	8812,68
Débito	24 061,20	23 217,51
Transferencias corrientes (Ingreso secundario)	12 308,25	12 909,95
Crédito	13 681,18	14 379,56
Débito	1372,93	1469,61

Fuente:
Elaboración propia con datos del Banco de la República (2024a).

En este orden de ideas, al considerar la **balanza comercial de bienes y servicios** en conjunto, se observa una reducción en su déficit de US\$8367,76 millones (50,44%), en la que tanto las exportaciones como las importaciones redujeron sus montos. En efecto, mientras los ingresos por las ventas externas de bienes y servicios se redujeron en US\$5298,21 millones (de US\$73 060,27 millones a US\$67 762,06 millones), las compras al resto del mundo lo hicieron en US\$13 665,98 millones (de US\$89 648,52 millones a US\$75 982,54 millones), reducción que comparada con la de las exportaciones totales soporta la disminución del déficit comercial de bienes y servicios en el 2023.

Ahora bien, detallando la evolución de sus componentes, hay que decir que la reducción de los ingresos por las **ventas al exterior de bienes** en US\$6968,32 millones, -11,71% (de US\$59 474,15 millones a US\$52 505,83 millones), estuvo caracterizada por las contracciones en los precios y en las cantidades de las exportaciones de carbón y de café, y por la reducción en los precios de exportación del petróleo, compensados parcialmente por las exportaciones de oro no monetario, favorecidas estas últimas por su mayor precio y por las mayores cantidades vendidas al exterior.

Por su parte las **compras internacionales de bienes** durante el 2023 se caracterizaron por la significativa reducción de los precios de los bienes importados y por la disminución en las cantidades importadas de insumos, bienes de capital para la industria, combustibles y lubricantes y de equipos de transporte. En este caso, mientras el monto pagado en 2022 ascendió a US\$71 651,70 millones, en 2023 el pago fue de US\$59 373,30 millones por este tipo de compras, lo que significó una reducción de US\$12 278,40 millones entre uno y otro año (-17,13%).

En relación con el **comercio exterior de servicios** durante 2023, se evidenció un comportamiento menos deficitario que el presentado el año anterior al registrar un saldo negativo de -US\$1353,01 millones frente a -US\$4410,70 millones un año atrás, obedeciendo a exportaciones de ser-

vicios por valor de US\$15 256,23 millones e importaciones por valor de US\$16 609,24 millones. En este ítem, incumbe manifestar que la reducción del déficit de servicios se generó por las menores compras internacionales de servicios de transporte de carga y por el aumento en las exportaciones de servicios de viajes ante el incremento de turistas internacionales llegados al país.

En relación con la **renta factorial** (Ingresos primarios) se observa que su variación también favoreció la reducción del saldo negativo de la cuenta corriente, al presentar una reducción de US\$2682,19 millones (15,7%) pues pasó de un saldo de -US\$17 087,02 millones en 2022 a -US\$14 404,82 millones en 2023. En esa dirección, tal y como se mencionó anteriormente, la desaceleración económica redujo las utilidades de las compañías con capital extranjero. Esto se tradujo en menores ganancias a repatriar al lugar donde se encuentran las casas matrices de las compañías inversoras, disminución a la que se sumó el incremento de las inversiones colombianas en el exterior, comportamientos compensados, en alguna medida, por el crecimiento en los pagos de intereses de la deuda externa que en 2023 ascendieron a US\$6110 millones.

En este sentido, es importante considerar que en la renta de los factores o ingresos primarios también se registra el pago de interés por usar el capital foráneo en términos de préstamos de las empresas del país. Esta prima se ha seguido incrementando por el endurecimiento de la política monetaria mundial (al menos poca o ninguna reducción de las tasas de interés de las potencias económicas y financieras), y por la incertidumbre ante las reformas que promueve el actual gobierno, además del mayor saldo de la deuda externa.

Finalmente, en el tema de la cuenta corriente anual se debe anotar que las **transferencias corrientes** (ingresos secundarios) tuvieron un crecimiento del 4,88% (US\$601,70 millones). Pasaron de US\$12 308,25 millones en 2022 a US\$12 909,95 millones en 2023. Aquí, las **remesas** tuvieron un crecimiento del 7,0%, equivalente a US\$662,8 millones. Pasa-

ron de US\$9428,8 millones en 2022 a US\$10 091,6 millones en 2023). Además, siguen teniendo la mayor participación en el total de los ingresos secundarios, denominador común en el caso de la cuenta corriente del país, además de mantenerse a la vanguardia los lugares desde donde en su mayoría provienen: Estados Unidos y España ⁵.

1.2. Cuenta financiera en 2023

Al considerar las fuentes de financiación del déficit en la cuenta corriente del país en el año 2023, se puede evidenciar que la cuenta financiera de la balanza de pagos arrojó ingresos de recursos externos por valor de -US\$8879,57 millones (2,4% del PIB anual) en relación con los obtenidos en 2022 los que ascendieron a -US\$20 466,23 millones (5,8% del PIB anual) cifras que implicaron una significativa reducción en la entrada de estos capitales por valor de -US\$11 586,66 millones, equivalentes a una variación de -56,61%.

Tabla 4.
Cuenta financiera 2022 versus 2023. Millones de dólares.

Periodo	2022	2023
Cuenta financiera	-20 466,23	-8879,57
Inversión directa	-13 799,29	-16 235,07
Adquisición neta de activos financieros	3383,23	1211,11
Pasivos netos incurridos, Inversión Extranjera Directa	17 182,52	17 446,18
Inversión de cartera	427,00	8656,90
Adquisición neta de activos financieros	3306,83	9773,75
Pasivos netos incurridos	2879,83	1116,85
Derivados financieros	823,34	-2574,39
Adquisición neta de activos financieros	-481,17	-2574,39
Pasivos netos incurridos	-1304,51	0,00
Otra inversión	-8488,17	-445,40
Adquisición neta de activos financieros	4084,41	3943,93
Pasivos netos incurridos	12 572,58	4389,33
Activos de reserva	570,89	1718,39
Errores y omisiones netos	-8488,17	-445,40

Fuente:
Elaboración propia con datos del Banco de la República (2024a).

⁵ Durante el año 2023, la participación de las remesas en el total de las transferencias fue de 78,2%, en tanto que las otras transferencias ascendieron a US\$4288 millones (incremento de US\$36 millones) y llegaron a entidades del gobierno, organismos no gubernamentales e instituciones sin ánimo de lucro y a varias empresas. Por su parte, los egresos por transferencias se desagregaron en aportes a organismos internacionales a los que está adscrito el país, transferencias por operaciones de seguros en el exterior, remesas y donaciones de residentes a no residentes y su monto fue de US\$1470 millones con un crecimiento anual de US\$97 millones (Banco de la República 2023b).

Puntualizando estas cifras desde la perspectiva de los pasivos y los activos, se puede decir que los ingresos netos de capital provenientes del exterior, cuyo monto fue de -US\$8879,57 millones, tuvieron su representación en los siguientes rubros:

- **Ingresos de capital extranjero** (total de los pasivos netos incurridos) por valor de **US\$22 952,36** m (resultado de la IED US\$17446,18 millones, la inversión extranjera de cartera US\$1116,85 millones y los créditos externos US\$4389,33 millones)
- **Salidas de capital colombiano** por valor de **US\$14 929** millones (consecuencia de otra Inversión extranjera de cartera del sector público, US\$3074 millones, la adquisición neta de activos financieros correspondiente a la inversión directa en el exterior US\$1211,11 millones y de otra inversión en el exterior del sector privado US\$10 643,89 millones)
- **Derivados financieros (-US\$2574,39 millones)** y acumulación de **reservas internacionales (US\$1718,39 millones).**

Sintetizando, en un entorno caracterizado por la menor demanda interna y por un magro crecimiento económico en 2023, el déficit corriente del país se redujo del -6,2% del PIB al -2,7%.

A este resultado contribuyeron todos los componentes de la cuenta corriente. Se destaca el menor déficit comercial de bienes en el que el mayor aporte lo dio la fuerte caída en el precio de las importaciones, aunado a los menores ingresos por exportaciones por los menores precios de las materias primas. a la reducción del déficit anual de la cuenta corriente de la balanza de pagos también aportó la reducción en los egresos por renta de factores, a pesar de su repunte en el último trimestre del año, no obstante, el mayor pago de intereses de los créditos externos y el incremento en los ingresos netos de las transferencias, con un notable aporte de las remesas de los trabajadores colombianos radicados en el exterior.

De manera similar, y como sería de esperarse, el ingreso de recursos para financiar déficit en la cuenta corriente también se redujo en relación con el 2022: la cuenta financiera tuvo un registro de ingresos equivalentes al 2,4% del PIB (-US\$8879,57 millones frente a los -US\$20 466,23 millones (5,9% del PIB) el año anterior. Adicionalmente, la inversión extranjera directa (IED) se mantuvo, igual que en la mayoría de los episodios anteriores, como la principal fuente de financiación del desbalance externo. En este caso, por dicho concepto, los ingresos fueron de US\$17 446,18, millones (4,8% del PIB), superando lo recibido un año atrás en US\$263,66 millones, recursos que se focalizaron en los sectores de minas y canteras y en la industria manufacturera. Adicionalmente, el país recibió recursos externos bajo las modalidades de inversiones extranjeras de cartera (US\$1116,85, millones) y de otra inversión (créditos externos y otros pasivos) por valor de US\$4389,33 millones.

Este panorama sugiere **esperar un déficit cercano al 3,0% del PIB anual para este 2024**, en la cuenta corriente. Esto, en un contexto de bajo crecimiento económico, dada la moderada recuperación de la demanda interna ante los menores costos financieros, producto de la esperada reducción de la tasa de política y, con ella, las menores tasas de mercado, pues, las presiones inflacionarias vienen cediendo desde febrero de 2022, reflejándose en la menor inflación básica o subyacente (sin alimentos ni regulados) que lleva nueve meses disminuyendo, lo que induciría la implementación de la política monetaria insinuada, favorable al crecimiento económico de corto plazo.

De manera que la continuidad en el repunte del déficit corriente se mantendría, pero no sería tan marcada y se soportaría en el mayor desbalance comercial de bienes a raíz de los menores ingresos por exportaciones pues continuaría la reducción en los precios de las materias primas, resultado que continuaría siendo compensado parcialmente por el mantenimiento de los buenos niveles de las transferencias externas, en cabeza de las remesas de los trabajadores.

Por último, en línea con el equipo técnico del emisor, si bien el país mantendrá el acceso al financiamiento externo, tal acceso estará caracterizado por un contexto de altas tasas de interés, al menos durante la primera mitad del año, y de una prima de riesgo para el país que superará su promedio histórico. También se espera que la IED se mantenga como la principal fuente de financiación, aunque estos flujos serían menores a los llegados en el 2023, dado el crecimiento moderado de la economía colombiana y los menores precios del petróleo y del carbón, productos hacia los que más se dirige este tipo de inversión en el país (Banco de la República, 2024c).

Referencias

Banco de la República (2024a). *Estadísticas Balanza de Pagos*. <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-pagos>

Banco de la República (2024b). *Evolución de la Balanza de Pagos y de la posición de inversión internacional. Enero-diciembre de 2023, marzo de 2024*. <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-balanza-pagos/cuarto-trimestre-2023>

Banco de la República (2024c). *Informe de la Junta Directiva al Congreso, marzo de 2024*. <https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/10676/informe-congreso-marzo-2024.pdf>

Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas, DANE (2024). *Producto Interno bruto (PIB) trimestral*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/cuentas-nacionales-trimestrales/pib-informacion-tecnica>



06

Inflación y política monetaria*

Carlos Esteban Posada P.

Profesor de la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT, integrante del grupo de Coyuntura Económica

E-mail: cposad25@eafit.edu.co

Liz Londoño-Sierra

Profesora de cátedra y estudiante del Doctorado en Economía; Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT.

E-mail: llondo11@eafit.edu.co

* Agradecemos a **Juan Sebastián Linares Sierra**, estudiante del programa de Economía de la Universidad EAFIT e integrante del semillero de Coyuntura Económica, por su participación en la realización de la sección dos de este informe.

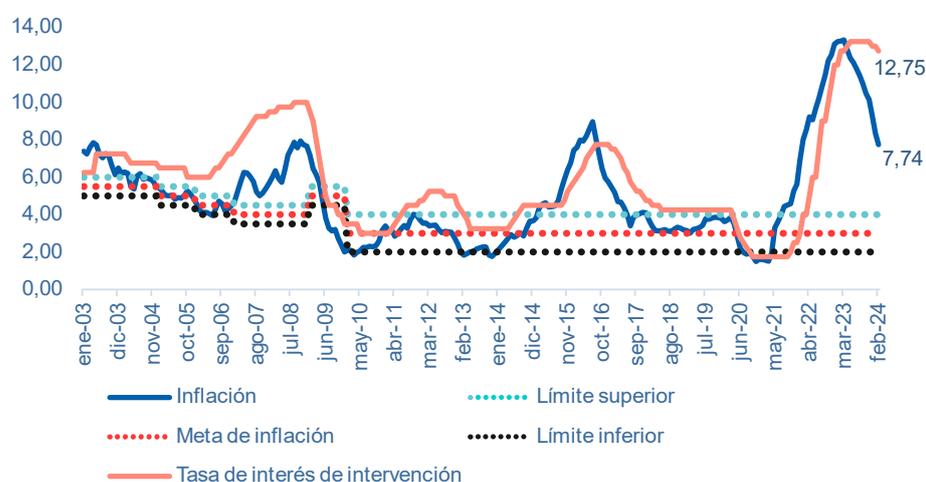
E-mail: jslinaress@eafit.edu.co

1. Introducción

La inflación en Colombia continúa desacelerándose y, como respuesta, la autoridad monetaria ya ha comenzado a reducir la tasa de interés de intervención (*figura 1*). No obstante, es necesario que la junta directiva del Banco de la República sea cautelosa en los próximos meses para evitar que los agentes privados pierdan confianza en el programa antiinflacionario (*figura 2*) e impedir efectos alcistas sobre la tasa de cambio nominal asociados a una pérdida de credibilidad en el plan antiinflacionario del Emisor.

Figura 1.
Colombia. Tasa de inflación anual mensualizada, tasa de interés de intervención (política monetaria). Enero 2003 – febrero 2024.

Fuente:
Elaboración propia con datos del Banco de la República (2024 c,e).



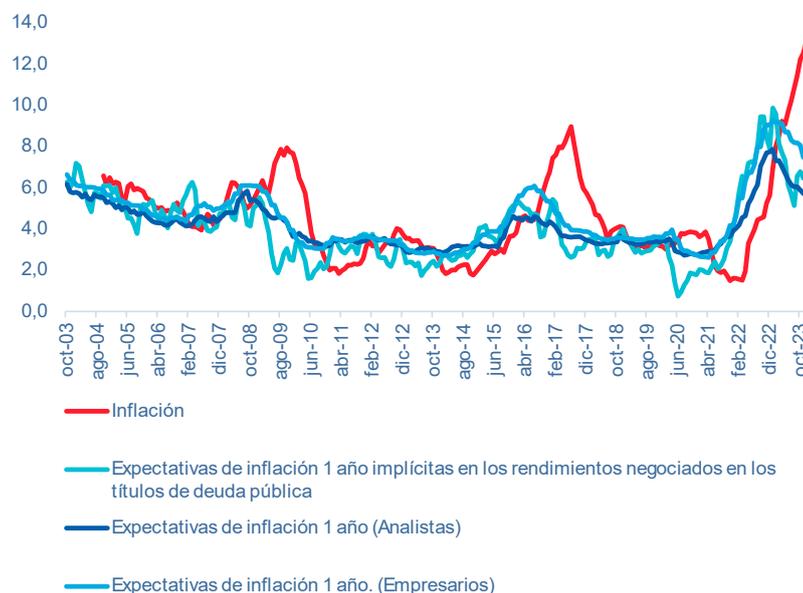
Dos han sido los debates recientes alrededor del manejo de la política monetaria. El primero es sobre si la autoridad monetaria se demoró en actuar frente al brote inflacionario pospandemia; el segundo, sobre si se debe ablandar significativamente la política monetaria para promover el crecimiento económico. Para aportar a esta discusión, inicialmente, se debe recordar que el banquero central se enfrenta a un dilema estático y otro intertemporal:

En 2021, la autoridad monetaria colombiana se inclinó por una opción frente al dilema estático (o de corto plazo) entre inflación y crecimiento: aceptó más crecimiento económico con más inflación hoy, restándole importancia a otro dilema, el intertemporal, tener menos inflación hoy y menos expectativas de inflación mañana, para poder tener más crecimiento económico mañana. Si bien la autoridad se demoró un poco en empezar a implementar una política monetaria restrictiva, finalmente, optó por prestarle más atención al otro dilema, el

intertemporal, tratando de impedir una futura estancamiento. (Posada y Londoño, 2023)

En la *figura 1* se observan dos periodos en los que la inflación está por encima del valor de la tasa de interés de intervención: entre agosto de 2015 y agosto de 2016, y entre mayo de 2021 y junio de 2023. Aunque las causas de la inflación y el contexto internacional son diferentes, en el primer caso, la autoridad monetaria se demoró tres meses en comenzar la senda creciente de tasas de interés de intervención y la inflación empezó a descender siete meses después. En el segundo caso tardó siete meses en comenzar dicho ciclo y la inflación comenzó a desacelerarse veinte meses después. Esto es congruente con la hipótesis de que entre más se demore la autoridad monetaria en implementar una política monetaria contractiva (corriendo el riesgo de que las expectativas de inflación se desanclen y se pierda credibilidad) más, mayores y más frecuentes aumentos tendrá que imponer a la tasa de interés de política monetaria para controlar la inflación.

Figura 2. Colombia. Tasa de inflación anual mensualizada (doce meses después) y expectativas de inflación formadas para los próximos doce meses: las implícitas en los rendimientos negociados de títulos de deuda pública, y las de los analistas y de los empresarios. Enero 2003 – diciembre 2024.



Fuente: Elaboración propia con datos de Departamento Nacional de Estadística (DANE, 2024) y Banco de la República (2024 a,b,d)..

En la *figura 2* se identifica el error de expectativas de inflación de los agentes privados que se forma doce meses antes, frente al valor de la inflación que finalmente se registró 12 meses después. El error puede ser grande en algunas ocasiones, pero se corrige rápido (como se observa en la *fi-*

gura) cuando los agentes privados tienen confianza en que la autoridad monetaria finalmente controlará los choques inflacionarios.

En cuanto a la segunda discusión, la Junta Directiva del Banco de la República, con sus decisiones, contribuyó a eliminar el riesgo de una estanflación. Gracias a esto, ahora se puede hacer un poco menos drástica la política monetaria para promover el crecimiento económico. Sin embargo, es necesario resaltar que la autoridad fiscal podría tomar medidas que promuevan el crecimiento económico, pues esta tarea no es una responsabilidad exclusiva del Banco Central.

Este capítulo está organizado así: en la sección 2 se hace énfasis en el comportamiento de la inflación internacional; en la sección 3 se discuten los determinantes de la inflación, y, por último, se analiza la política monetaria.

2. La inflación internacional

El avance de la inflación mundial fue, en parte, consecuencia de la demora en el endurecimiento de la política monetaria posterior a la pandemia del COVID-19, junto con el conflicto entre Rusia y Ucrania. Las autoridades monetarias hicieron su tarea a diferentes ritmos, pero todo parece indicar que es un fenómeno controlado (*figuras 3 y 4*). A pesar de esto, el Banco Central Europeo (ECB) y la Reserva Federal aún no han comenzado a ablandar la política monetaria, pues aspiran tener la inflación alrededor del 2% al final del año.

Figura 3.
EE. UU., Zona euro y China.
Tasa de Inflación anual
mensualizada. Enero 2019 –
febrero 2024.

Fuente:
Elaboración propia con
datos de EUROSTAT (2024)
y Federal Reserve Bank of
St. Louis (2024 f.g).

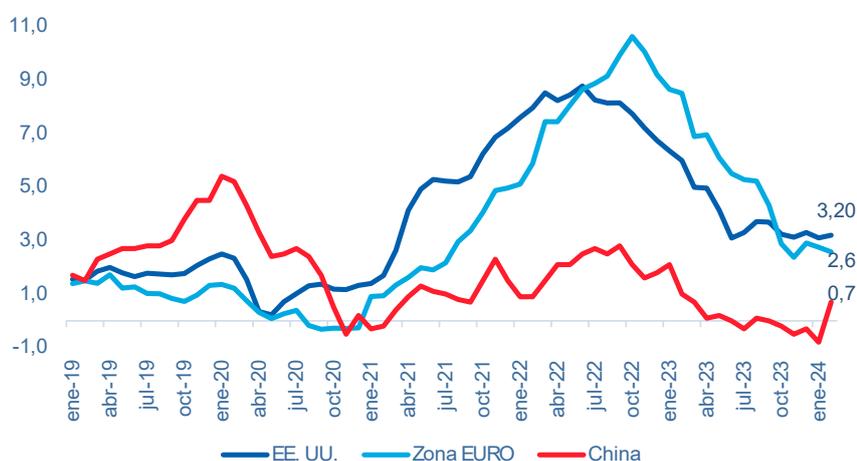


Figura 4.
EE. UU., Zona euro
y China. Tasas de interés de
intervención. Enero 2019 – febrero
2024.

Nota:
Las siglas corresponden a 1) ECB,
Banco Central Europeo 2) PBoC,
Banco Popular de China y, 3) FED,
Sistema de la Reserva Federal.



Fuente:

Elaboración propia con datos de *China Foreign Exchange Trade System (2024)*, *European Central Bank (2024)* y *Federal Reserve Bank of St. Louis (2024 a,b,c)*.

Es de resaltar que tanto el sistema de la Reserva Federal como el Banco Central Europeo se demoraron en endurecer la política monetaria al surgir el brote inflacionario, pero en el momento en el que implementaron el ciclo de aumento de la tasa de interés la inflación comenzó a ceder 2 y 3 meses después, respectivamente.

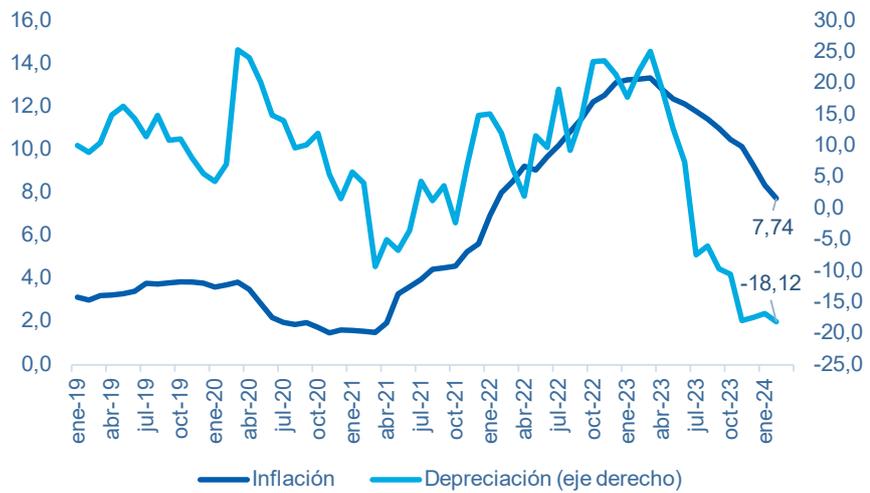
3. La inflación colombiana y sus factores determinantes

En última instancia, el determinante de la tasa de inflación es la política monetaria, como se explicó en la introducción. Pero, para efectos prácticos, podemos asociar la tasa de inflación a los movimientos de dos variables: la tasa de cambio nominal (pesos/dólar) y el nivel de precios externos. El primero, lo analizamos con la “tasa representativa del mercado” (TRM) y algunos factores asociados a los movimientos de esta variable; el segundo, mediante los precios de los bienes y servicios de consumo de Estados Unidos.

A partir de abril de 2021, el aumento de la tasa de depreciación se convirtió en el determinante macroeconómico de corto plazo más importante de la inflación. Pero, en respuesta a las decisiones de política monetaria (de manera indirecta) y su influencia en las expectativas de los agentes sobre los flujos de capital, la tendencia ahora es decreciente.

Figura 5. Colombia. Inflación anual mensualizada versus depreciación anual del peso frente al dólar (TRM, 15 de cada mes, frente al mismo mes del año anterior). Enero 2019 – febrero 2024.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de la República (2024 f) y DANE (2024).



La disminución reciente de la depreciación de la moneda colombiana frente al dólar está generando menores presiones inflacionarias. En 2024, esta disminución se ha debido a la apreciación del dólar respecto a sus socios comerciales (*figura 6*) y al incremento del precio del petróleo (*figura 7*). Esto indica que la velocidad de caída de la inflación colombiana en los últimos meses, que ha sido mucho menor que la mostrada por la depreciación, puede, probablemente, asignarse a factores internos.

En la *figura 8* se muestra el comportamiento del margen de riesgo incorporado a las tasas de interés (sobre préstamos en dólares) a deudores colombianos, margen estimado mediante la variable EMBIG-Colombia. Al comparar el indicador de riesgo para Colombia con los de otros países de la región, se puede decir que la percepción de riesgos se está incrementando por razones principalmente internas del país.

Figura 6. Valor del dólar: índice de su valor frente a las monedas de los socios comerciales de Estados Unidos (ponderado por su comercio en bienes y servicios: DTWEXBGS) versus tasa representativa del mercado (TRM).

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de la República (2024 f) y *Federal Reserve Bank of St. Louis* (2024d).

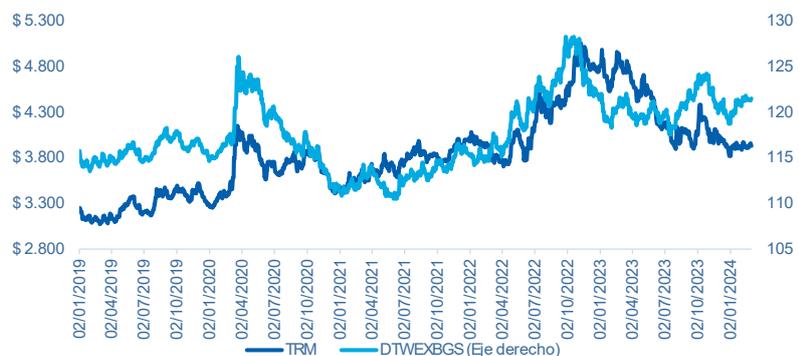


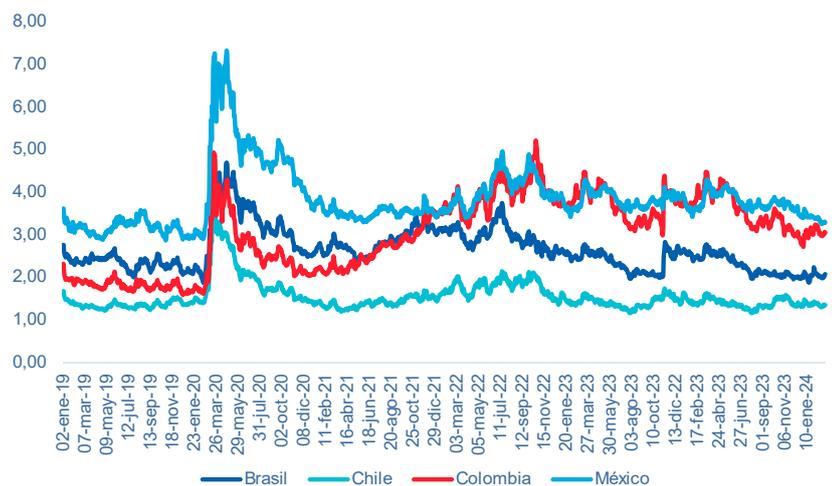
Figura 7.
Colombia. Tasa representativa del mercado (TRM; eje izquierdo) y precio externo del petróleo (Brent; eje derecho). Enero 2019 – febrero 2024. Frecuencia diaria.

Fuente:
Elaboración propia con datos de Banco de la República (2024 f) y *Federal Reserve Bank of St. Louis* (2024 h).



Figura 8.
Indicador de prima de riesgo sobre la deuda de cada país: EMBIG (*Emerging Markets Bonds Index*). Enero 2019 – marzo 2024.

Fuente:
Elaboración propia con datos de Invenómica (2024).



En cuanto a los niveles de precios del exterior (una variable exógena) y las expectativas de inflación colombiana (variable que depende de la propia política monetaria pasada y esperada), cabe mencionar que ahora están ayudando a reducir el ritmo de nuestra inflación (*figuras 9 y 10*).

Figura 9.
EE. UU. y Colombia.
Inflación anual
mensualizada.
Enero 2019 – febrero 2024.

Fuente:
Elaboración propia con
datos del DANE (2024) y
*Federal Research Bank of
St. Louis* (2024).

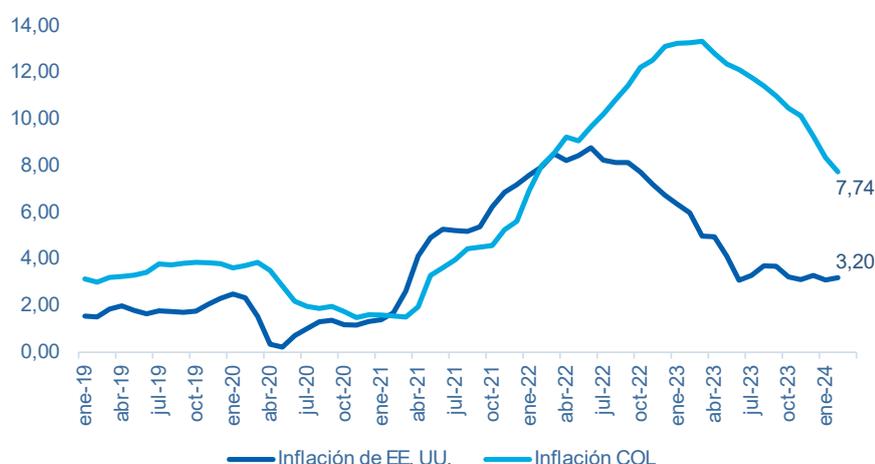
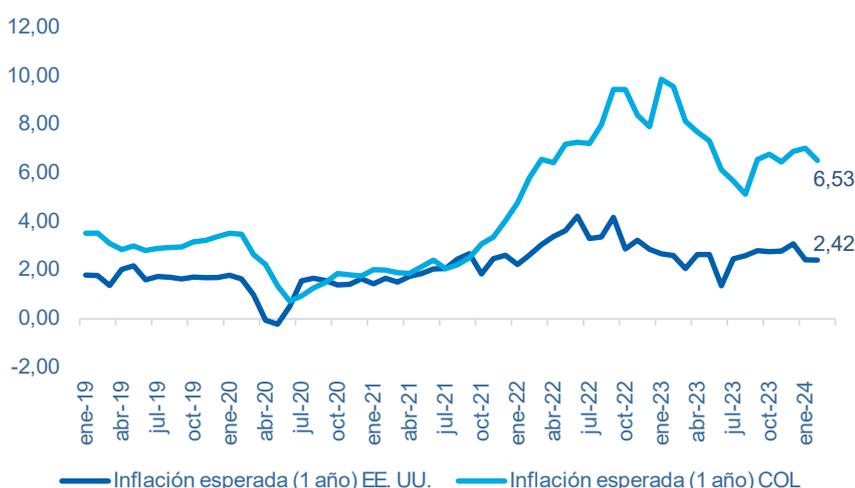


Figura 10.
EE. UU. y Colombia.
Expectativas de inflación
para los próximos doce
meses. Enero 2019 – febrero
2024.

Fuente:
Elaboración propia con
datos del Banco de la
República (2024) y *Federal
Research Bank of St. Louis*
(2024 e).



4. Política monetaria

Dado el reciente comportamiento de la inflación, consideramos que es posible mantener una política monetaria cautelosa, aunque menos astringente, para lograr finalizar el año 2025 en el rango meta (2% - 4%). Al observar las tasas de interés reales de política (*figuras 12 y 13*), es decir, corregidas por las expectativas de inflación para Colombia y Estados Unidos, se deduce que hay un diferencial significativo que, permaneciendo otros factores constantes, contribuye a inducir una entrada de capitales y, por tanto, a frenar la inflación colombiana.

Por su parte, el presidente del banco central de Estados Unidos, Jerome Powell, mantiene la postura de continuar luchando contra la inflación. Y en la reunión del 20 de marzo se dejó constante la tasa de interés de los fondos federales. Sin embargo, no descarta que, en el futuro cercano, se decidan disminuciones en el rango-meta de la tasa de los fondos federales.

Para el caso colombiano, nuestro pronóstico de inflación para 2024 (año completo) es condicional a la política monetaria (y a factores exógenos como el precio del petróleo y el valor del dólar frente al euro). Suponiendo que la tasa de política no bajase de 12%, creemos que la inflación se ubicaría en el rango 4,9 – 6,1%, con un nivel promedio de 5,5%. Pero, si la tasa de política se redujese a 10,5%, la inflación bajaría también con respecto a la observada en 2023, pero no tanto como en el primer caso, quedando en 7,1% más o menos 70 puntos básicos, es decir, quedaría en el rango 6,4 – 7,8% (tabla 1).

Tabla 1.
Pronósticos de inflación condicionales a la política monetaria. Tasas anuales para diciembre de 2024.

Escenario base	Tasa (nominal) de política	12%
	Inflación prevista	5,5% +/- 0,1 x 5,5% = [4,9%; 6,1%]
Escenario alternativo	Tasa (nominal) de política	10,5%
	Inflación prevista	7,1% +/- 0,1 x 7,1% = [6,4%; 7,8%]

Fuente:
Elaboración propia.

Figura 11.
Colombia y EE. UU. Tasas de interés de política. Enero 2019 – marzo 2024.

Fuente:
Elaboración propia con datos del Banco de la República (2024) y Federal Reserve Bank of St. Louis (2024 a,b,c).

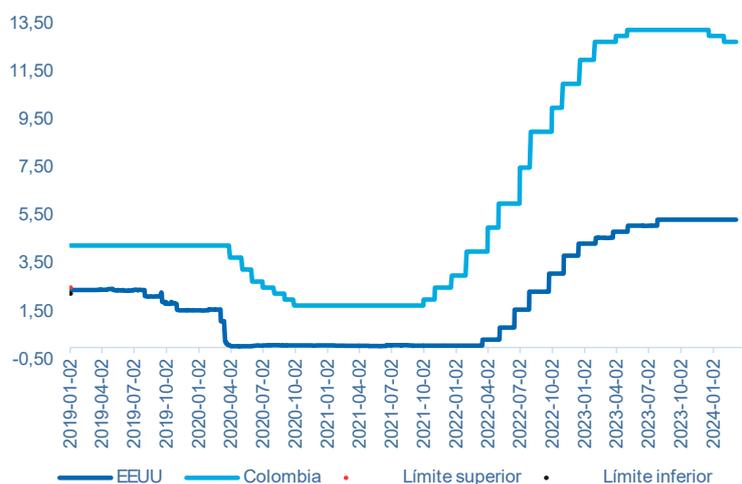
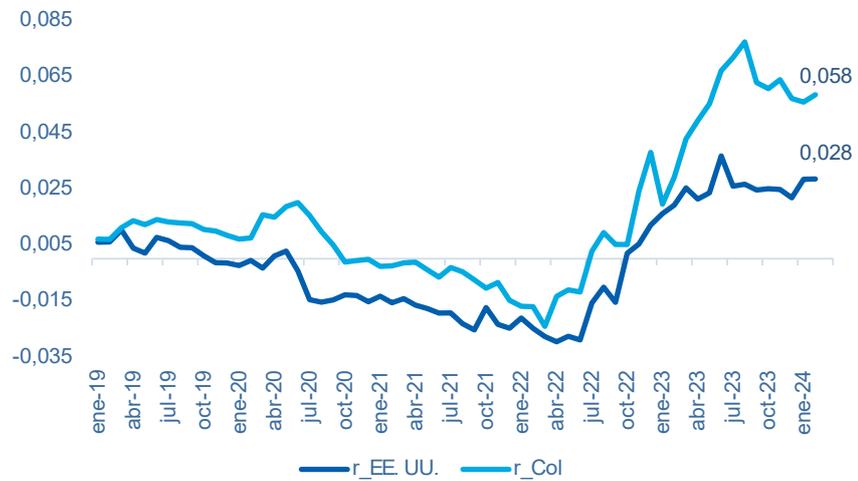


Figura 12.
Tasas de interés de política
(tasas reales). Colombia y
Estados Unidos. Enero 2020
– febrero 2024.

Fuente:
Elaboración propia con
datos del Banco de la
República (2024 d) y
*Federal Reserve Bank of St.
Louis* (2024 e).

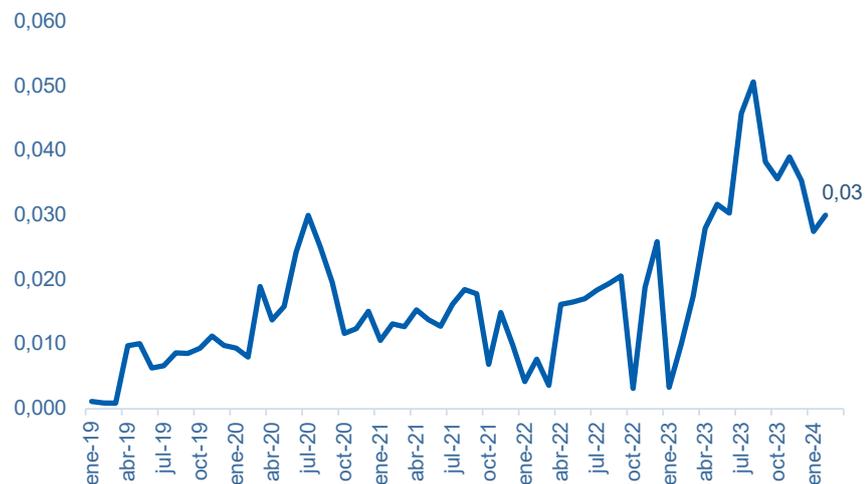


Nota:

Las tasas reales de interés son las nominales restando las tasas esperadas de inflación, y se calculan utilizando la ecuación de Fisher. La tasa de interés nominal corresponde a la tasa de interés de política mientras que para la expectativa de inflación: 1) para Colombia resulta de comparar las tasas de rendimiento "cero cupón" a un año de los TES en pesos y en UVR; 2) para EE. UU. es la expectativa de inflación a un año calculada por *The Federal Reserve Bank of Cleveland*.

Figura 13.
Diferencial de tasas de
interés real de política.
Colombia y Estados Unidos.
Enero 2019 – febrero 2024.

Fuente:
Elaboración propia con
datos del Banco de la
República (2024 d) y
*Federal Reserve Bank of
St. Louis* (2024 e).



Referencias

Banco de la República. (2024a). *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos*. <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas-economicas/encuesta-mensual-expectativas-analistas-economicos>

Banco de la República. (2024b). *Encuesta mensual de expectativas de empresarios*. <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas-economicas/encuesta-mensual-expectativas-economicas-empresarios>

Banco de la República (2024c). *Inflación total y meta*. <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/inflacion-total-y-meta>

Banco de la República. (2024d). *Tasa cero cupón en pesos y en UVR*. <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tes>

Banco de la República (2024e). *Tasa de interés de política monetaria*. <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tasas-interes-politica-monetaria>

Banco de la República. (2024f) *Tasa representativa del mercado* <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/trm>

Board of Governors of the Federal Reserve System (US), *Federal Funds Effective Rate [DFF]*, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (2024a); <https://fred.stlouisfed.org/series/DFF>.

Board of Governors of the Federal Reserve System (US), *Federal Funds Target Range - Lower Limit [DFEDTARL]*, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (2024b); <https://fred.stlouisfed.org/series/DFEDTARL> , marzo 10.

Board of Governors of the Federal Reserve System (US), *Federal Funds Target Range - Upper Limit [DFEDTARU]*, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (2024c); <https://fred.stlouisfed.org/series/DFEDTARU> , marzo 10.

Board of Governors of the Federal Reserve System (US), *Nominal Broad U.S. Dollar Index [DTWEXBGS]*, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (2024d); <https://fred.stlouisfed.org/series/DTWEXBGS> , marzo 10.

China Foreign Exchange Trade System (2024) *Loan Prime Rate*. <https://iftp.chinamoney.com.cn/english/bmklpr/> , marzo 13.

- Departamento Nacional de Estadística [DANE] (2024) *Índice de precios al consumidor, series de empalme*. <https://www.dane.gov.co/files/operaciones/IPC/anex-IPC-feb2024.xlsx>
- European Central Bank. (2004). *Key ECB interest rates*. https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html , marzo 18.
- EUROSTAT. (2024). *HICP - monthly data (annual rate of change)*. EUROSTAT DATA BROWSER.
- Federal Reserve Bank of Cleveland, *1-Year Expected Inflation [EXPINF1YR]*, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (2024e); <https://fred.stlouisfed.org/series/EXPINF1YR>, marzo 10.
- Invenómica (2024) *Riesgo país EMBI*. <https://www.invenomica.com.ar/riesgo-pais-embj-america-latina-serie-historica/>
- Organization for Economic Co-operation and Development, *Consumer Price Index: All Items: Total for China [CPALTT01C-NM657N]*, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (2024f); <https://fred.stlouisfed.org/series/CPALTT01C-NM657N> , marzo 18.
- Posada y Londoño-Sierra (2023). *Inflación y política monetaria. Coyuntura y perspectivas de la economía colombiana*. No. 21. <https://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/coyuntura-economica/Documents/informe-coyuntura-economica-oct-2023-web.pdf>
- 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 (2024g); <https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL> , marzo 10.
- U.S. Energy Information Administration, *Crude Oil Prices: Brent - Europe [DCOILBRETEU]*, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (2024h); <https://fred.stlouisfed.org/series/DCOILBRETEU>, marzo 10.

07

Ingresos tributarios, ejecución presupuestal y algunas reflexiones sobre descentralización y autonomía fiscal

Jesús Botero García

Profesor emérito, integrante del Grupo de Coyuntura Económica, director del área Mercados y Estrategia Financiera de la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno, Universidad EAFIT.

E-mail: jabotero@eafit.edu.co

Gonzalo Caicedo Esper

Profesor e integrante del Grupo de Coyuntura Económica, Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: gcaiced3@eafit.edu.co

Álvaro Hurtado Rendón

Profesor del área de Macroeconomía y Sistemas Financieros, integrante del Grupo de Coyuntura Económica, Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: ahurtad1@eafit.edu.co

Sebastián Linares Sierra

Estudiante de Economía, integrante del Grupo de Coyuntura Económica, Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: jslinaress@eafit.edu.co

María Fernanda Echeverry Valencia

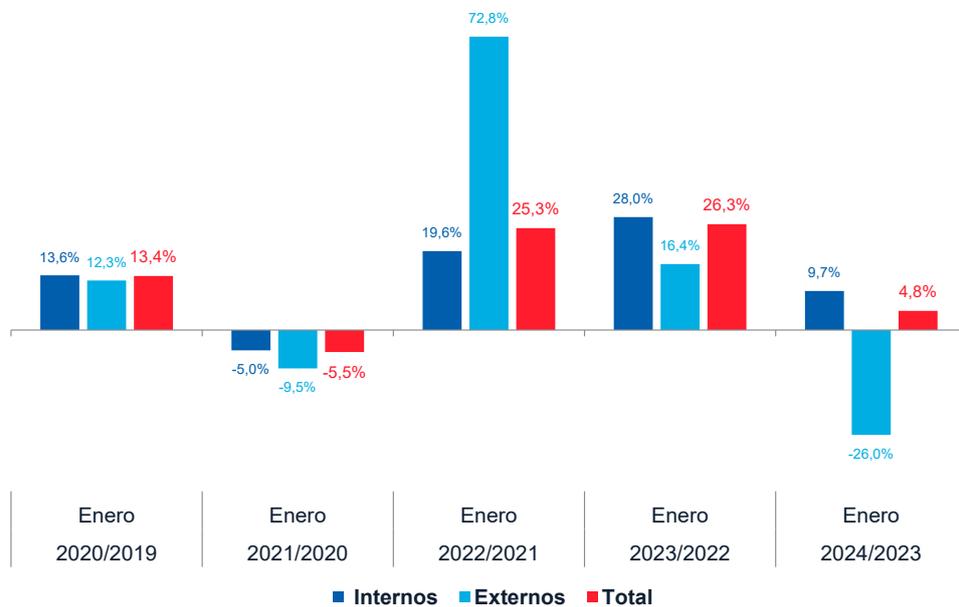
Estudiante de Economía, integrante del Grupo de Coyuntura Económica, Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: mfecheverv@eafit.edu.co

De acuerdo con la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN, 2024), los ingresos a enero de 2024 ascienden a \$30,6 billones, que representan el 10,5% de lo proyectado: \$290 billones. Esto se traduce en un crecimiento nominal del 4,8% con respecto al mismo mes de 2023, y es el crecimiento nominal más bajo de los últimos años (figura 1). Estos ingresos se explican por un recaudo interno de \$27,6 billones, presentando un crecimiento nominal anual del 9,7% con respecto al mismo periodo de 2023, cuyo valor fue de \$25,1 billones. Los ingresos también se explican por un recaudo nominal externo del orden de los \$2,9 billones en 2024, comparado con \$4 billones en 2023, que muestra el crecimiento negativo nominal más preocupante de los últimos años: -26%. Este es un hecho preocupante y reiterativo, ya que sigue la tendencia de una desaceleración del sector externo colombiano, como se ha venido llamando la atención desde informes anteriores. (figura 1).

Figura 1a.

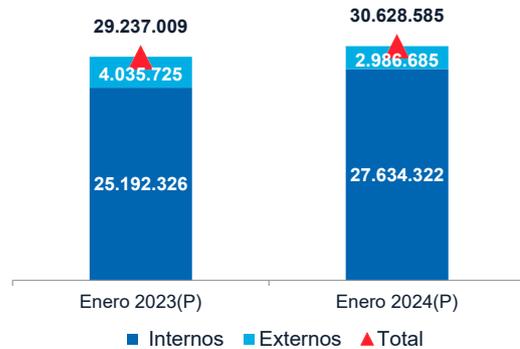
Crecimiento anual de los ingresos tributarios. Enero 2020 – enero 2024.



Fuente:

Crecimiento anual de los ingresos tributarios. Enero 2020 – enero 2024.

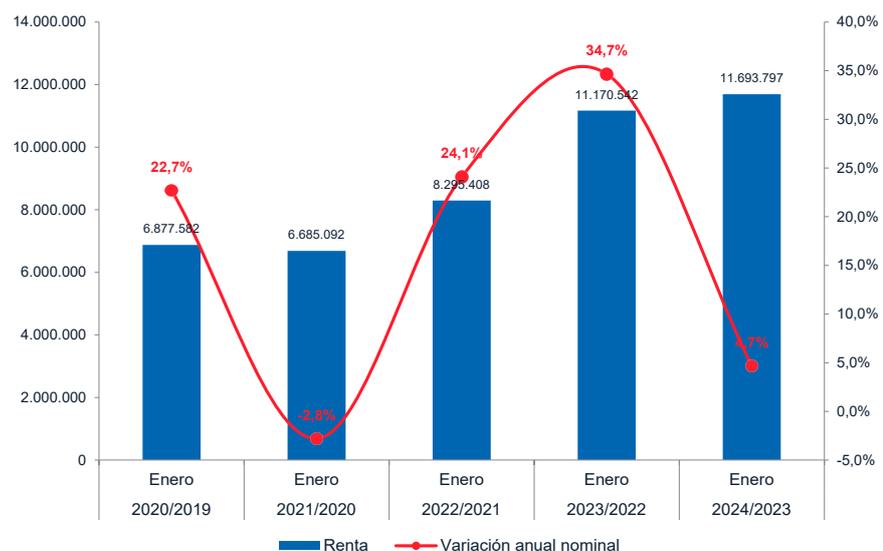
Figura 1b.
Ingresos tributarios en términos nominales. Enero 2023
- enero 2024.



Fuente:
Elaboración propia con datos de DIAN (2024).

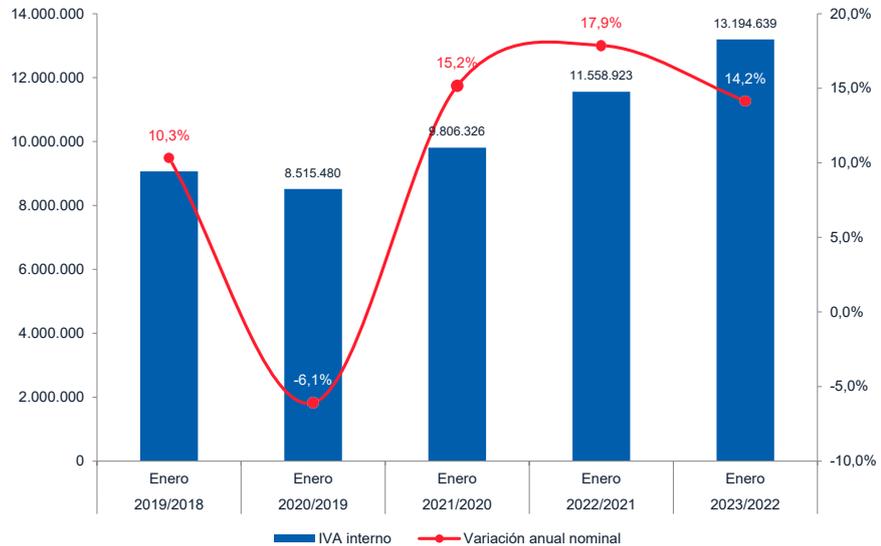
En cuanto a los ingresos internos, se tiene que la variación anual de enero en el recaudo de renta creció un 4,7% en 2024, lo que representa un cambio en la tendencia de aceleración que traía desde 2020, pasando de 11 billones en 2023 a 11,6 billones en 2024 (figura 2). Por su parte, el recaudo interno por IVA ha mostrado un crecimiento nominal del 14,2%, comparado con el mismo periodo del 2023, cuando fue del 17,9%. En 2023 fue de \$11,5 billones y en 2024, de \$13,1 billones (figura 3).

Figura 2.
Ingresos por renta. Enero 2020 – enero 2024.



Fuente:
Elaboración propia con datos de DIAN (2024).

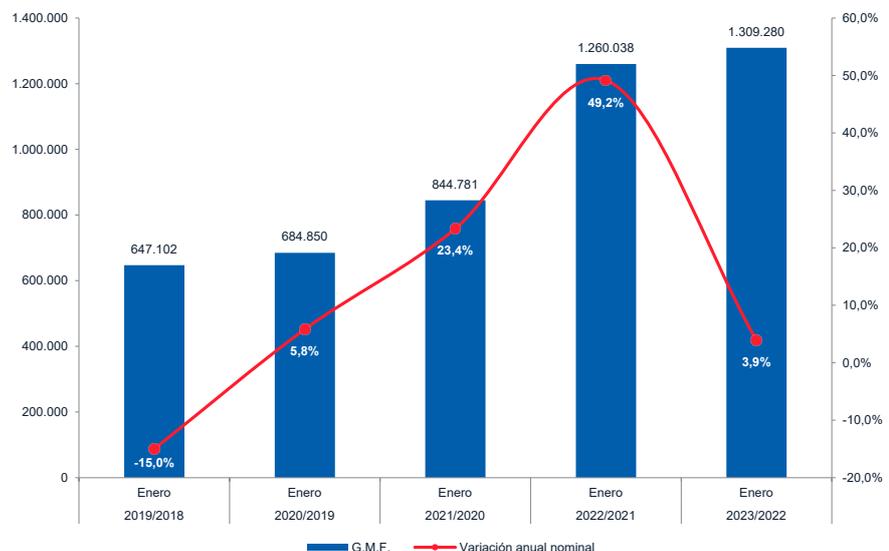
Figura 3.
Ingresos internos por IVA. Enero 2020 – enero 2024.



Fuente:
Elaboración propia con datos de DIAN (2024).

El recaudo interno del Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF) presentó una desaceleración bastante notoria y preocupante. Su crecimiento anual nominal fue del 3,9% para 2024, mientras que para el mismo periodo de 2023 fue del 49,2%, pasando de \$1,2 billones en 2023 a \$1,3 billones en 2024 (figura 4).

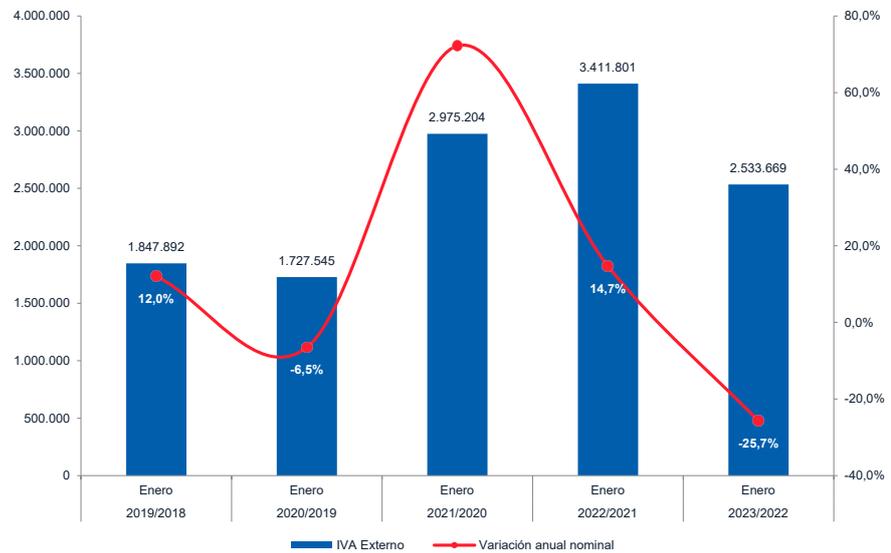
Figura 4.
Ingresos a enero por el gravamen a los movimientos financieros. 2020-2024.



Fuente:
Elaboración propia con datos de DIAN (2024).

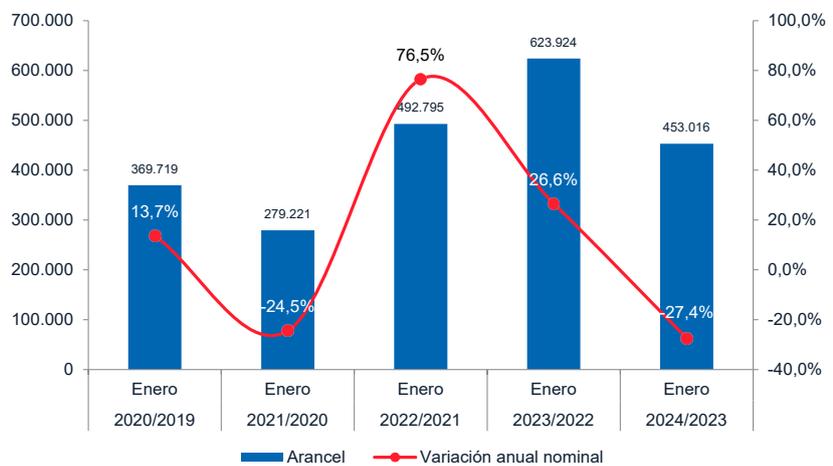
Los ingresos externos explicados por el IVA externo y los aranceles presentan las cifras más alarmantes. Ambos, con cifras negativas, dan muestra de la desaceleración del sector externo. En el caso de los primeros, los ingresos ascendieron a \$2,5 billones en enero de 2024, representando una variación negativa con respecto a 2023 del 25,7%, con una cifra de \$3,4 billones (figura 5). Para los segundos, los ingresos generados por los pagos arancelarios decrecieron a una tasa del 27,4% con respecto al año 2023, pasando de \$0,6 billones en 2023 a \$0,4 billones en el año 2024, mostrando una caída muy fuerte con respecto a 2023 cuyo crecimiento había sido de 26,6% (figura 6).

Figura 5.
Ingresos externos por IVA.
Enero 2020 – enero 2024.



Fuente:
Elaboración propia con datos de DIAN (2024).

Figura 6.
Ingresos externos por arancel.
Enero 2020 – enero 2024.

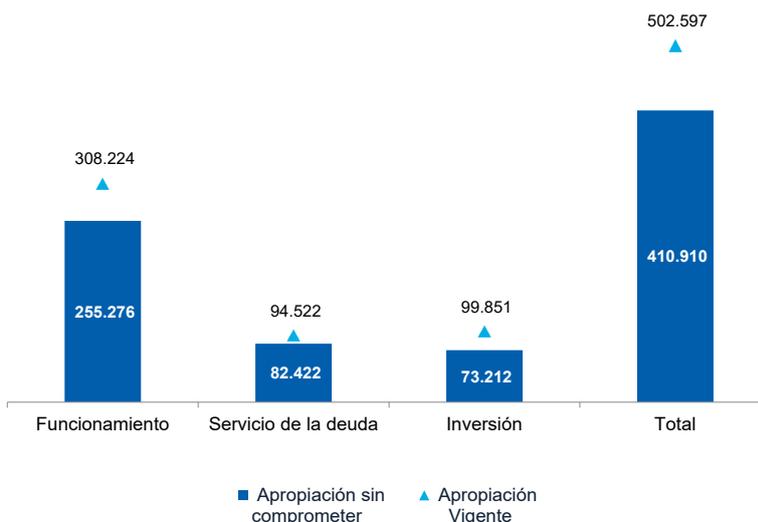


Fuente:
Elaboración propia con datos de DIAN (2024).

Respecto a la ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN) de 2024, es importante resaltar que, del total apropiado, \$502,6 billones, se han comprometido ² \$91,6 billones que representan el 18,2%. No se han comprometido unos 410,9 billones. En el caso de los gastos de funcionamiento, del total apropiado, \$308,2 billones, se han comprometido \$52,9 billones que representan el 17,2%. De los gastos de servicio de deuda, que tiene una apropiación de 94,5 billones, se han comprometido 12,1 billones que representan el 12,8%, dejando 82,2 billones pendientes. De los gastos de inversión, que ascienden a una apropiación de 99,8 billones, se han comprometido \$26,2 billones que representan el 26,7% (figura 7).

Por su parte, la ejecución del Presupuesto General de la Nación por sectores es muy baja, siendo en promedio del 17,2% del total apropiado (figura 8). Los principales sectores en los que no se ha comprometido parte de lo apropiado son: deuda nacional (\$80,2 billones), educación (\$53,1 billones), defensa (\$42,4 billones), hacienda (\$48,9 billones) y trabajo (41,9 billones).

Figura 7.
Ejecución del Presupuesto General de la Nación, acumulada a febrero de 2024. Miles de millones de pesos corrientes.



Fuente:
Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) (2023a).

² Actos realizados por los órganos que en desarrollo de la capacidad de contratar y de comprometer el presupuesto a nombre de la persona jurídica de la cual hagan parte, se encuentren en el proceso de llevar a cabo el objeto establecido en los mismos (MHCP, 2023).

Figura 8.

Ejecución del Presupuesto General de la Nación por sectores, acumulada a febrero de 2024. Miles de millones de pesos.



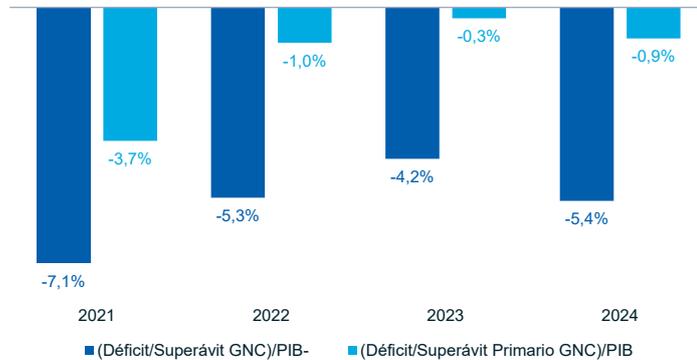
Fuente:

Elaboración propia con datos MHCP (2023a).

Con respecto a las proyecciones fiscales del 2024, el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF, 2024) llamó la atención sobre la presentación del Plan Financiero 2024, donde considera de gran importancia que el gobierno tenga en cuenta que está proyectando alrededor de \$10 billones de ingresos, que son transacciones de única vez (TUV), explicados en gran medida por litigios, que no pueden considerarse ingresos estructurales y que por ende llevarían al no cumplimiento de la regla fiscal, debido a que no pueden ser utilizados para financiar gasto estructural. En este caso, dentro del Plan Financiero se espera un déficit del 5,3% del PIB y un déficit primario de 0,4%. Sin embargo, al realizar la proyección con el Modelo de Equilibrio General Computable de EAFIT, se tiene con un crecimiento del 0,9%, un déficit del 5,4% y un déficit primario igual al proyectado por el gobierno (figura 9).

Figura 9.

Proyección déficits del Gobierno Nacional Central para 2024.



Fuente:

Elaboración propia con datos de MHCP (2024) y CARF (2024).

Además, considerando los elementos sugeridos por el CARF y proyectando el escenario y sus efectos en el Balance Primario Neto Estructural (BPNE), el balance primario sería de \$14,3 billones; la brecha del producto, negativa en \$2,6 billones; de los cálculos entregados por el gobierno para el ciclo petrolero se tendría una cifra positiva de \$3,9 billones, y de los del CARF para las TUV, el valor estimado sería de \$4,2 billones. De esta forma se genera un ajuste sugerido de \$7,9 billones (*tabla 1*), cifra que es inferior a la sugerida por el CARF (2024) de \$10,1 billones y se explica por la brecha del producto, resultado de la proyección de crecimiento del Plan Financiero del 1,5%, acogido por el CARF para proyectar el BPNE.

Tabla 1.

Proyección del Balance Primario Neto Estructural con transacciones de única vez.

Concepto	2024	
	Billones	% PIB
Balance primario	-14 300	-0,9%
Ciclo económico	-2650	-0,2%
Ciclo petrolero	3900	0,2%
Transacciones de única vez	-4200	-0,3%
Rendimientos financieros	0	0,0%
Balance primario neto	-11 350	-0,7%
Meta balance primario neto estructural	-3400	-0,2%
Ajuste/Excedente	-7950	-0,5%

Fuente:

Elaboración propia con datos de MHCP (2024), CARF (2024).

De igual forma, se sugiere iniciar prontamente los incrementos graduales al ACPM, ya que, si no se corrige, se podrían generar desequilibrios de alrededor de \$6,2 billones (CARF, 2024), hecho que llevaría a un mayor desbalance en las cuentas fiscales, que deberá ser corregido para el 2025.

La situación de los ingresos tributarios muestra un panorama poco alentador en el caso de los ingresos internos y preocupante en el caso de los ingresos externos en el inicio del 2024. Con respecto a la ejecución del PGN, se tiene que del total apropiado se han comprometido recursos por aproximadamente un 18% del presupuesto al mes de febrero, lo que deja un 80% del presupuesto aún sin comprometer. Además, se sugiere realizar los ajustes pertinentes en el gasto junto con los ajustes graduales en el incremento del ACPM, con el objetivo de cumplir la regla fiscal propuesta para el año 2024 y evitar desbalances para el año 2025.

Anexo: algunas reflexiones sobre descentralización y autonomía fiscal

La descentralización fiscal se entiende, en términos económicos, como la transferencia de poder y responsabilidades del gobierno central hacia los gobiernos departamentales y

municipales. Este elemento implica mayor autonomía y capacidad para la toma de decisiones fiscales sobre asuntos que afecten directamente a sus propias comunidades (García, 2004). La autonomía fiscal se refiere a la capacidad que tienen los departamentos, municipios y distritos para generar y administrar sus recursos financieros y determinar su uso de acuerdo con las necesidades y preferencias locales, dándoles la posibilidad de decidir prioridades en el gasto público regional.

Oates (1972) y Tiebout (1956), argumentan que los gobiernos descentralizados permiten un conjunto diversificado de bienes y servicios que se ajustan mejor a las preferencias de los ciudadanos. Este elemento va en línea con lo señalado y aplicado en la Unión Europea, donde un principio esencial del buen gobierno es el principio de subsidiariedad, que establece que las acciones y decisiones públicas deben tomarse al nivel más cercano al individuo o a la comunidad afectada, siempre que ello sea efectivo y eficiente, elemento que ha sido corroborado por diferentes trabajos como los de Bahl y Linn (1992) y Oates (1972).

Según Kalmanovitz (2024), Colombia ha tenido un sistema político excesivamente centralizado y conserva aún muchos elementos de la Constitución de 1886. A pesar de sucesivas reformas políticas para entregar facultades a municipios y grandes ciudades, no se han logrado consolidar grandes cambios en el nivel regional, por eso los departamentos tienen bajos recursos fiscales propios. El artículo 356 de la Constitución Política de Colombia establece que los servicios a cargo de la Nación y las entidades territoriales serán establecidos por el gobierno (Congreso de la República, 1991) y en la Ley 715 de 2001 se establecen los principios generales del Sistema General de Participaciones (SGP), donde instaura en el artículo 4, la distribución de las transferencias enviadas a los entes territoriales, estableciéndose para educación el 58,5%, para salud el 24,5%, para agua potable y saneamiento básico el 5,4% y para propósito general 11,6% (Congreso de la República, 2001).

El Sistema General de Participaciones (SGP) ha mostrado una variación promedio entre 2018 y 2022 de 0,6%, sugiriendo incrementos muy marginales en la posibilidad de aumentar los ingresos fiscales y su destinación de recursos para servicios públicos como educación y salud. Sin embargo, en 2022 se registra una disminución muy fuerte, del 8%, quizás debido a razones económicas o políticas, como la desaceleración económica o modificaciones en las prioridades fiscales (*tabla 1A*). En este año el SGP representó un 22,4% de los ingresos corrientes del Gobierno Nacional Central (GNC), en este caso, la capacidad de las entidades territoriales para proveer servicios básicos a la población se pudo ver afectada.

Tabla 1A.

Transferencias Sistema General de Participaciones Nacional. Billones de pesos.

Año	Total SGP	Variación nominal
2017	48 837	
2018	48 332	-1,0%
2019	51 408	6,4%
2020	54 542	6,1%
2021	54 399	-0,3%
2022	50 070	-8,0%

Fuente:

Elaboración propia con datos del SGP.

Es necesario priorizar la financiación adecuada para educación y salud, conforme al Sistema General de Participaciones (SGP), mediante la estabilización y el incremento sostenido de los ingresos fiscales cada año, mostrando que el Estado y la política fiscal deben ser fortalecidos. Para asegurar la adecuada prestación de servicios básicos y promover la equidad y el desarrollo a largo plazo, es crucial combinar la estabilidad fiscal con un análisis detallado de las necesidades regionales en la inversión del sector público. Además, es determinante reconocer que el gobierno habitualmente propone generar reformas en diferentes sectores y políticas para asuntos estatales. Estos cambios incluyen transformaciones constitucionales y legales en las transferencias y en

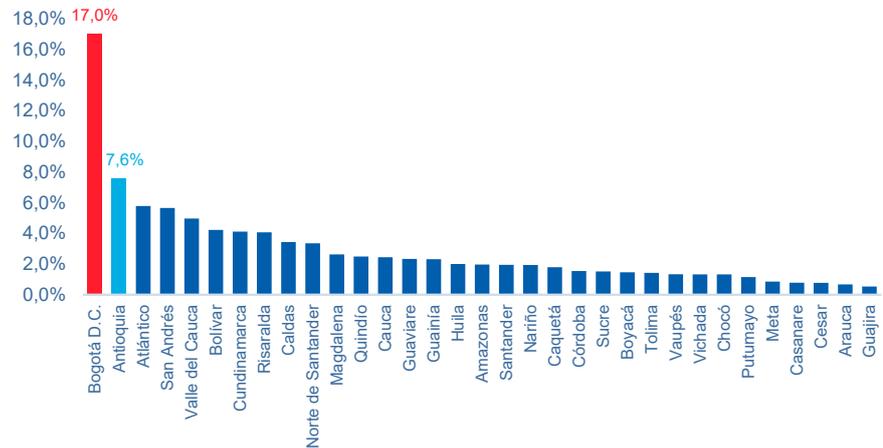
el sistema general de regalías, lo que puede limitar el régimen de autoridades regionales (López-Murcia, 2022).

Las reformas relacionadas con la recaudación y asignación de recursos públicos pueden afectar la autonomía fiscal de las autoridades regionales en relación con la inversión. Al restringir su capacidad de recibir y administrar recursos financieros de manera independiente, estas medidas podrían limitar la capacidad de las regiones para tomar decisiones autónomas en materia de gasto público y desarrollo local. La capacidad de las autoridades regionales para responder eficazmente a las necesidades y demandas específicas de sus comunidades podría estar limitada por la dependencia en transferencias del gobierno central y restricciones en la asignación de los recursos. Al mismo tiempo, podría llevar a una mayor concentración del poder económico y político en manos del gobierno central, perjudicando la autonomía fiscal y la capacidad de autogestión de las regiones. El Observatorio Fiscal de la Universidad Javeriana advierte que “del recaudo tributario total en Colombia, un 85% corresponde a impuestos nacionales, un 11% a impuestos municipales y el restante 4% a impuestos departamentales”, esa composición no ha variado mucho, y es sin duda pertinente la pregunta relativa acerca de cuál debe ser la estructura óptima de ese recaudo.

Con respecto a los impuestos nacionales, como es el caso de renta y complementarios de personas jurídicas y naturales, los departamentos realizan un aporte fundamental. Antioquia, Atlántico, Bogotá, Bolívar, Cundinamarca, Santander y Valle del Cauca recaudan ingresos por renta que representan el 7,6%, 5,8%, 17%, 4,2%, 4,1%, 2% y el 5% de su PIB, respectivamente. Los que menos aportan son Arauca, La Guajira y Meta (*figura 1A*), pero lo más significativo es que los que más aportan generan el 92% del impuesto de renta en el orden nacional, que asciende en términos brutos a \$103,2 billones de pesos en 2022 pero que, sin embargo, contrasta con la proporción de los ingresos tributarios (cerveza, licores, cigarrillos y tabaco, registro y anotación, vehículos automotores, sobretasa a la gasolina), no tributarios y transferencias corrientes con respecto al PIB de estas regiones, que no supera el 6% en ningún caso (*figura 2A*).

Figura 1A.

Participación del impuesto de renta como proporción del PIB en 2022, por departamentos.

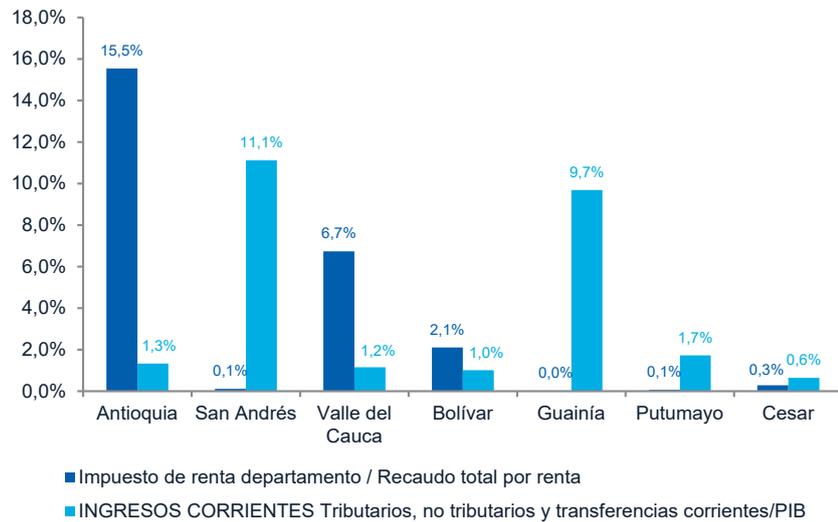


Fuente:

Elaboración propia con datos de Dirección de impuestos y Aduanas nacionales (DIAN, 2024).

Figura 2A.

Impuesto de renta y recaudo tributario, 2022.



Fuente:

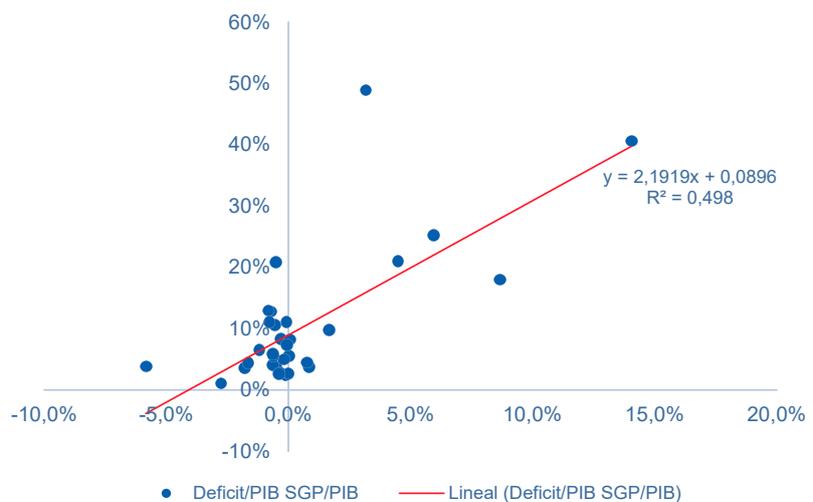
Elaboración propia con datos de Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN, 2024).

Los impuestos fundamentales, como la renta y el IVA, son del orden nacional. En ellos se concentra la atención de la política pública, a través de discusiones como las relacionadas con las reformas tributarias. Cabría preguntarse si deben seguir siendo nacionales o puede establecerse un régimen mixto, que transfiera parte de esas responsabilidades a nivel departamental, por ejemplo, dedicando unos puntos de renta o IVA a la responsabilidad departamental, habilitando la operación del “Principio de Tiebout”, según el cual, una estructura adecuada impositiva sería aquella que permita al ciudadano “votar con los pies”, ubicarse donde le sea más beneficioso. Sin embargo, también se podría evaluar la posibilidad de mantener su carácter nacional, modificando el SGP, de forma tal que se haga de nuevo progresiva la transferencia a las entidades territoriales, hasta representar un porcentaje superior (del orden del 30%) de los ingresos corrientes del GNC.

Teniendo en cuenta la relación entre ingresos y egresos expresado a través del déficit o superávit de los departamentos y relacionándola con el SGP como proporción del PIB, parece existir evidencia para el año 2022, que existe una relación positiva, donde mayores niveles de déficit están unidos a mayores niveles de recursos del SGP en los departamentos (figura 3A).

Figura 3A.
Déficit como proporción del PIB versus
SGP como proporción del PIB 2022.

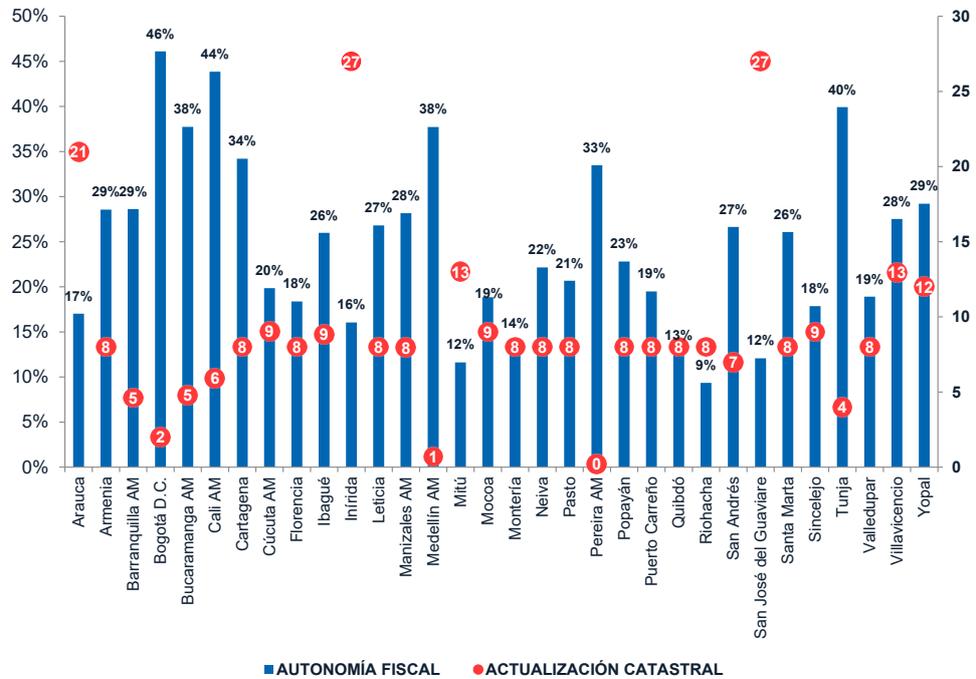
Fuente:
Elaboración propia con datos del
Departamento Nacional de Planeación
(DNP, 2023). Resumen histórico
de distribución sistema general de
participaciones.



Es así, como una eventual administración descentralizada de impuestos impone retos importantes a la gestión pública, donde el manejo centralizado podría controlarse a través de esquemas de regla fiscal, que garanticen la sostenibilidad de las finanzas. Cualquier cambio que se haga, debe mantener esquemas rigurosos de sostenibilidad, de forma tal que el funcionamiento macroeconómico del país no se vea afectado por un eventual cambio.

Con respecto al Índice de Autonomía Fiscal a nivel de ciudades, definido como la participación de los ingresos corrientes (tributario y no tributario) de las alcaldías en los recursos totales de la ciudad (porcentaje), se muestra que la mayor autonomía fiscal para el año 2023 la tiene Bogotá D.C con un valor del 46%, seguida de Cali A.M y Tunja con índices del 44% y del 40%; respectivamente, mientras que Riohacha, Mitú y Quibdó son las ciudades con los índices de autonomía fiscal más bajos para este año. Merece especial atención el indicador de actualización catastral que se define como el promedio ponderado de los años de rezago en el registro catastral (urbano y rural) del área metropolitana o municipal de cada ciudad, donde aparecen algunas con rezago de hasta 27 años, como Inírida y San José del Guaviare. Estas, a su vez, presentan índices de autonomía fiscal muy bajos: 16% y del 12% respectivamente. Mientras que ciudades como Pereira A.M y Medellín A.M, presentan las cifras de rezago catastral más bajas, acompañados de desempeños fiscales superiores al 30% en autonomía fiscal (*figura 4A*).

Figura 4A.
Autonomía fiscal versus actualización catastral, 2023.



Nota:
Se entiende como actualización catastral el promedio ponderado de los años de rezago en el registro catastral (urbano y rural) del área metropolitana o municipal para el año 2022.

Fuente:
Elaboración propia con datos de Consejo Privado de Competitividad (2024).

Entonces, se tiene que un riesgo asociado a la capacidad de gestión de las entidades territoriales. Se podría vislumbrar y se tendría que evitar a toda costa que un eventual aumento de las transferencias o de la participación en los impuestos genere problemas de “pereza fiscal”, en el sentido de que se busque acrecentar la participación en otros impuestos en lugar de optimizar la gestión de los impuestos ya asignados.

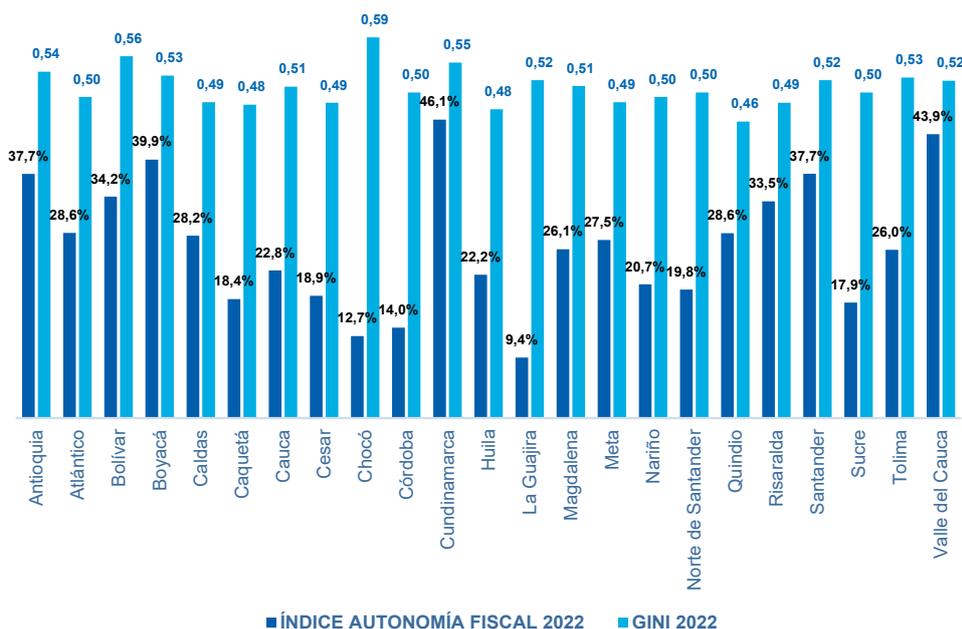
Al relacionar el índice de autonomía fiscal departamental² con el coeficiente de Gini, se encontró que el mayor valor en 2022 fue Chocó (0,59), que a su vez presentó un índice de autonomía fiscal muy bajo, del 12,7%, seguido de la Guajira,

² Se asume el de la ciudad principal y áreas metropolitanas para el departamento.

con un índice de autonomía fiscal del 9,4% y un índice de Gini de 0,52 (Figura 5A). Sin embargo, los coeficientes Gini más bajos se encuentran en Quindío, Huila y Caquetá (0,46, 0,48 y 0,48) con desempeños de autonomía fiscal por debajo del 30%.

Figura 5A.

Autonomía fiscal e Índice de Gini por departamentos, 2022.

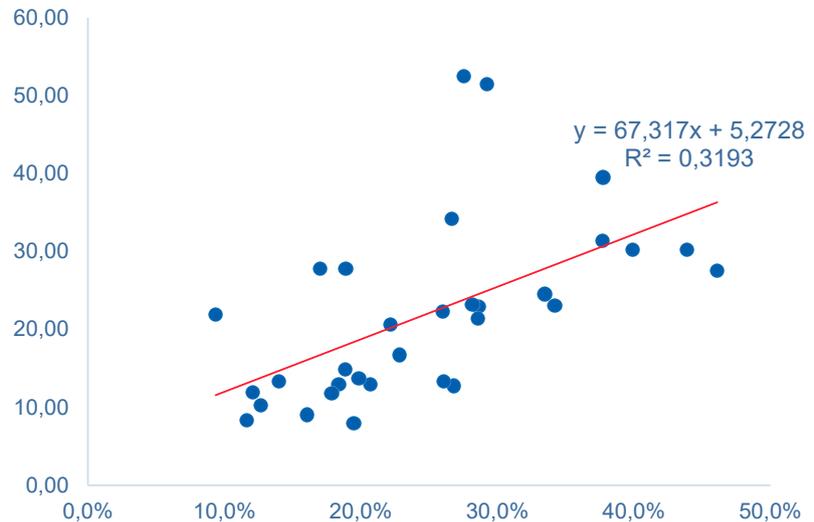


Fuente:

Consejo Privado de Competitividad (2024) y DANE (2024).

Por otro lado, cuando se relaciona el índice de autonomía fiscal (se asume el de la ciudad principal y áreas metropolitanas para el departamento), con el ingreso per cápita de los departamentos para el año 2022, parece que los datos muestran que existe una relación positiva. Es decir, cuando se tiene una mayor autonomía fiscal parece que está relacionada con un mayor nivel de ingresos per cápita (figura 6A).

Figura 6A.
Autonomía fiscal versus ingreso per cápita departamental 2022.



Fuente:
Cálculos propios con base en Consejo Privado de Competitividad (2024) y DANE (2024).

Bajo esta perspectiva, una agenda de análisis del problema en 2019 recomendó un análisis de la distribución actual final de las rentas fiscales entre municipios y departamentos, y su eventual conexión con las condiciones de vida en las regiones. De esta forma se tiene que: ¿explica la distribución actual, problemas de equidad y de desarrollo diferencial en las regiones, medido ello a partir del PIB per cápita, de indicadores distributivos y de pobreza y de potencial de crecimiento económico? Además, cuáles son las responsabilidades fiscales adecuadas de municipios y departamentos: qué decisiones de gasto y de inversión deben tomarse a nivel regional, y qué recursos demandarían, para que se financiaran de manera adecuada. Por otro lado, cómo han evolucionado esas responsabilidades, cual es la estructura actual de financiación de municipios y departamentos y qué tanto contribuiría un cambio a la mejora en el bienestar, en la equidad y en el desarrollo productivo, son las preguntas que siguen vigentes aún.

Referencias

Bahl, R., & Linn, J. (1992). *Urban Public Finance in Developing Countries*. Oxford University Press.

Comité Autonomo de la Regla Fiscal [CARF] (2024). *Documento de análisis del Plan Financiero 2024*. https://www.carf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-240597%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

Congreso de la República. (1991). *Constitución Política*. Congreso de La República.

Congreso de la República. (2001). *Ley 715 de 2001*.

Consejo Privado de Competitividad (2024). <https://compite.com.co/>

Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales [DIAN] (2023). *Estadísticas de recaudo*. <https://www.dian.gov.co/dian/cifras/Paginas/EstadisticasRecaudo.aspx>

García, J. (2004). *¿Por qué la descentralización fiscal? Mecanismos para hacerla efectiva*. Documentos de trabajo sobre Economía Regional (41). Banco de la República de Colombia.

Kalmanovitz, S. (2024). *Las cuentas fiscales de la descentralización en Colombia*. Planeación & Desarrollo. Departamento Nacional de Planeación. <https://www.dnp.gov.co/publicaciones/Planeacion/Paginas/las-cuentas-fiscales-de-la-descentralizacion-en-colombia.aspx>

Ministerio de Hacienda y Crédito Público [MHCP] (2024a). *Informe de Ejecución Presupuestal del Presupuesto General de la Nación, acumulado a febrero de 2024*. https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-239985%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

Ministerio de Hacienda y Crédito Público [MHCP] (2023b). *Plan Financiero 2024*. https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeld=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-238250%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

López-Murcia, J. D., & L.-M. (2022). *Recentralización en Colombia*. Palgrave Macmillan.

Oates, W. E. (1972). *Fiscal federalism*. Nueva York: Harcourt Brace Jovanovich.

Secretaría De Hacienda de la Alcaldía Mayor de Bogotá. *Marco Fiscal de mediano plazo 2024*. MFMP 2024 - 2034.pdf (haciendabogota.gov.co)

Tiebout, C. (1956). *A pure theory of local expenditure*. *Journal of Political Economy*, 64(5), 416-424.

08

Mercados y sistemas financieros

David Alejandro Yepes Raigosa

Docente del área de Mercados y Estrategia Financiera e integrante del grupo de coyuntura económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno, de EAFIT.

E-mail: dyepesr@eafit.edu.co

María Antonia Suarez Ramírez

Graduada de la Maestría en Economía e Integrante del Grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno de la Universidad EAFIT.

E-mail: msuare22@eafit.edu.co

Jaime Alberto Ospina Mejía

Docente del área de Macroeconomía y Sistemas Financieros e integrante del grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno, de EAFIT.

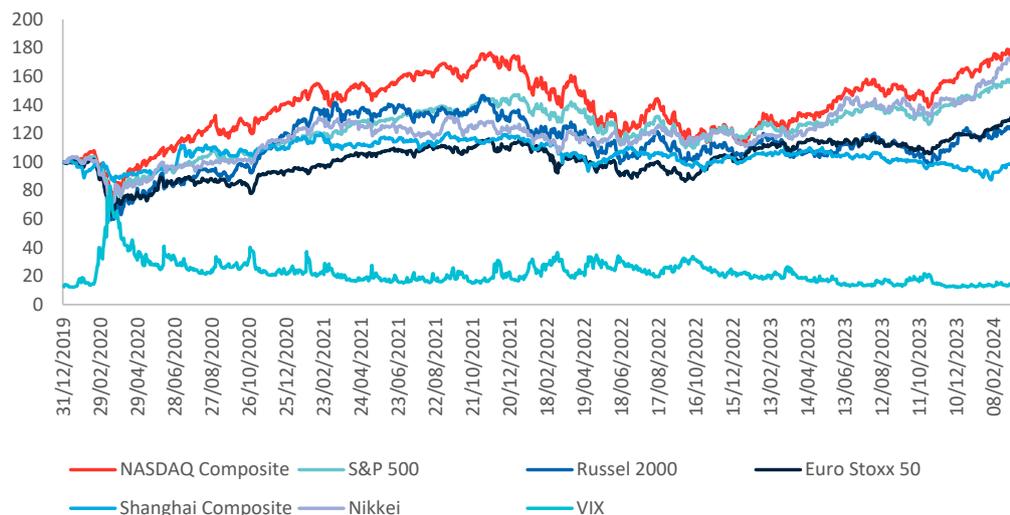
E-mail: jospina3@eafit.edu.co

1. Coyuntura financiera internacional primer trimestre de 2024

1.1. Mercados internacionales

Los mercados financieros de las principales economías internacionales presentan divergencias significativas. El mercado estadounidense muestra dinamismo y una tendencia alcista marcada en el último año, como lo evidencian los crecimientos anuales de los índices *Dow Jones*, con 21%; *Nasdaq*, 40%; S&P 500, 31%, y el índice *Russell 2000*, con el 17%. Esta tendencia se ve respaldada por la disminución pospandemia del índice *VIX*, que mide la volatilidad implícita en el índice *S&P 500*, lo que indica estabilidad de los mercados estadounidenses. Los índices *Euro Stoxx 50*, de la Unión Económica Europea, y *Nikkei 225*, de Japón, también han mostrado un comportamiento positivo, con incrementos anuales del 24% y 42%. En China, por el contrario, persiste un desempeño desfavorable, con un crecimiento anual del -6,39% en el índice *Shanghai Composite*, situándose por debajo de los niveles prepandemia.

Figura 1. Índices accionarios globales y el índice de volatilidad implícita del S&P 500. (enero 2020 = 100).



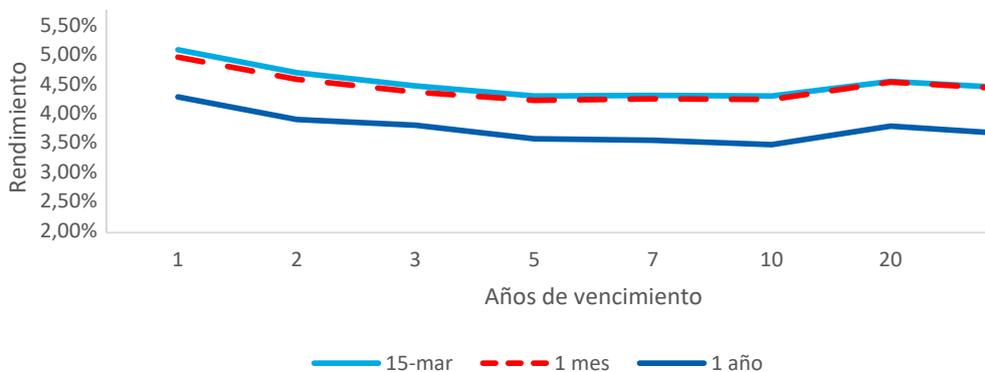
Fuente:

Elaboración propia con datos de *Investing* (2024).

1.1.1. Mercado renta fija

En el mercado de renta fija en los Estados Unidos continúa la curva invertida, aunque con una reciente tendencia a aplanarse. Este fenómeno se atribuye a un ligero aumento, de cerca de 0,25% en las tasas de interés a corto plazo. Esto refleja una pausa en el aumento de las tasas por parte de la Reserva Federal (FED). Mientras tanto, las tasas a largo plazo, particularmente aquellas con vencimientos superiores a 10 años, muestran estabilidad en comparación con septiembre de 2023. Las decisiones de la FED en los últimos seis meses indican políticas macroprudenciales que han mitigado el riesgo de recesión, a pesar de que las tasas actuales son más altas que las de hace un año. Por lo tanto, se anticipa que la FED continuará aplicando una política monetaria prudente en el futuro cercano.

Figura 2.
Curva de rendimiento de los bonos del tesoro de EE. UU.



Fuente:
Elaboración propia con datos de *Investing* (2024).

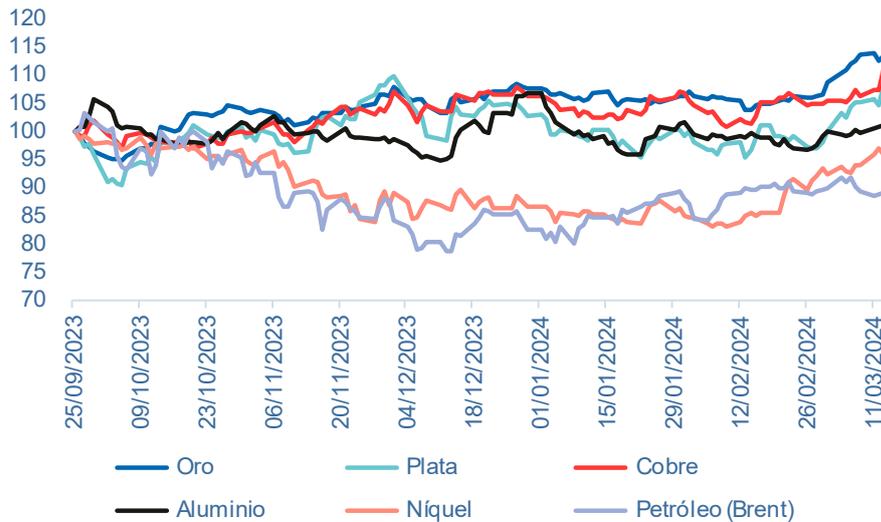
1.1.2. Materias primas

Después de un año de estabilidad, las materias primas presentaron un reciente incremento de precios que podría indicar que no habrá recesión económica en 2024. El 11 de marzo de 2024, el oro alcanzó su máximo histórico: U\$2182,47 por onza. El cobre, que al igual que la plata traía una tendencia horizontal, superó los 4 USD por libra, acercándose a las

cotizaciones máximas históricas de 2022. Lo mismo ocurrió con los precios del petróleo de referencia Brent y del níquel, que tenía una tendencia bajista.

Figura 3.

Precio de las materias primas. Septiembre 25 de 2023 – 14 de marzo de 2024.



Fuente:

Elaboración propia con datos de *Investing* (2024).

1.1.3. Índice DXY, TRM y Bitcoin

Tras la caída del índice *DXY* a 105, en septiembre de 2023, hubo un repunte a 107 seguido de otra disminución a 101, en diciembre. Durante 2024, el índice ha oscilado en un rango de 101 a 105. Este comportamiento sugiere una relativa estabilidad o una ligera depreciación del dólar en comparación con otras divisas y monedas. Esto concuerda con el fortalecimiento del peso, reflejado en la cotización de la Tasa Representativa de la Moneda (TRM) en Colombia desde octubre de 2023.

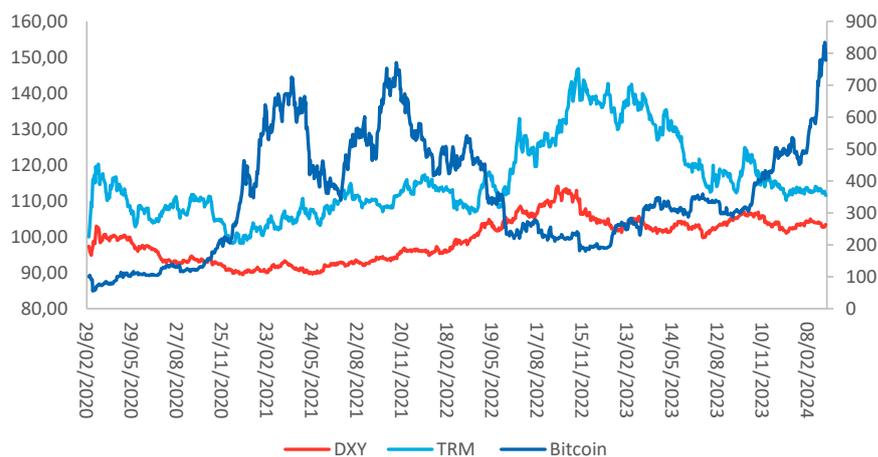
La tendencia alcista que han tenido las criptomonedas frente al dólar también coincide con el comportamiento del *DXY* y de la TRM. Hay dos factores principales que han incidido en el fortalecimiento del Bitcoin. Por un lado, el hecho de que *Curities Exchange Commission* (SEC) permita operaciones de mercado con *Exchange-Traded Fund* de Bitcoin, lo

que ha provocado que las inversiones en este activo superen las inversiones en oro y plata en el mundo. Por el otro, el *halving* en abril de 2024, que reducirá a la mitad la recompensa a los mineros de Bitcoin, es decir, la nueva creación de bitcoins con respecto al *halving* anterior, en 2020.

La política macroprudencial de la FED ha evitado un aumento en la tasa de intervención, lo que ha alejado el riesgo de recesión y ha impulsado la dinámica económica en los EE. UU. Esto se refleja en el crecimiento de los índices bursátiles y disminuye el interés en el dólar como activo refugio.

Figura 4.

Índice del dólar (DXY), TRM (eje de la izquierda) y Bitcoin (eje de la derecha).



Fuente:

Elaboración propia con datos de *Investing* (2024).

Nota:

Base 100 en marzo de 2020 a excepción del DXY.

1.2. Coyuntura financiera nacional y latinoamericana

1.2.1. Índice de bonos de mercados emergentes (EMBI) y los Credit Default Swaps (CDS) soberanos

El índice *EMBI*, que representa el riesgo país para las naciones emergentes, incluyendo las latinoamericanas, ha mostrado cierta estabilización recientemente. Sin embargo, el

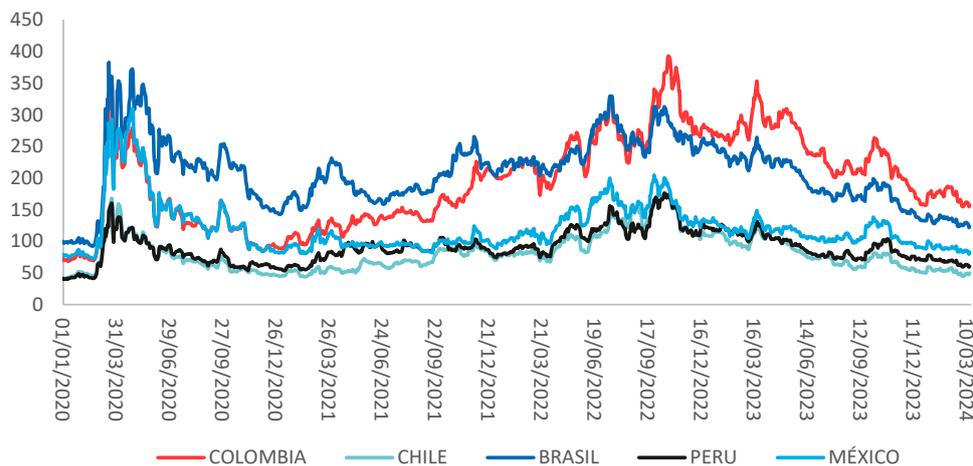
riesgo para Colombia sigue estando significativamente por encima de los niveles previos a la pandemia, principalmente debido a la alta incertidumbre vinculada a factores políticos y económicos. Esta incertidumbre dificulta una visión clara y precisa del futuro del país. En la *figura 8* del capítulo 6 de este informe, se analiza el índice EMBI para diversos países latinoamericanos, donde se observa que la prima de riesgo de Colombia se sitúa ligeramente por debajo de la de México y, notablemente, por encima de la de Brasil, Perú y Chile.

Los *CDS* son instrumentos financieros derivados que ofrecen un seguro contra el riesgo de que un emisor de un título de deuda, en este caso un gobierno soberano, no pague a sus acreedores (*figura 5*). Para Colombia se observa como desde enero de 2022 hay una separación del *EMBI* y el *CDS* respecto a Chile y Perú. Esto indica que no han sido los factores externos los determinantes del aumento del riesgo país.

La pérdida del grado de inversión de Colombia desde 2021, pasando de BBB- a BB+, parece lejos de ser revertida. Por el contrario, los últimos eventos mencionados han exacerbado esta tendencia en los últimos 18 meses, superando la variación de países como Brasil, Chile, México y Perú. Colombia exhibe el *CDS* más alto y el segundo *EMBI* más elevado en comparación con sus pares. Este clima de incertidumbre ha llevado a las principales agencias calificadoras, *S&P*, *Fitch* y *Moody's*, a mantener la calificación crediticia del país, aunque han cambiado explícitamente la perspectiva de estable a negativa.

Figura 5.

Prima de riesgo país. *Credit Default Swaps* a 5 años.



Fuente:

Elaboración propia con datos de *Bloomberg* (2024).

El crecimiento mundial se vislumbra débil y prolongado, afectado por varios factores como la persistente inflación, el incremento en los tipos de interés y una mayor incertidumbre en los mercados. Europa se enfrenta a un futuro económico incierto debido a la alta inflación, el costo elevado del crédito y el bajo consumo. Por su parte, Estados Unidos se encuentra ante una desaceleración económica y una inflación elevada. En América Latina, se proyecta un crecimiento del 1,5%, según advierte la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Por otro lado, Asia y el Pacífico anticipan un crecimiento sostenido en su conjunto (Valora Analitik, 2023).

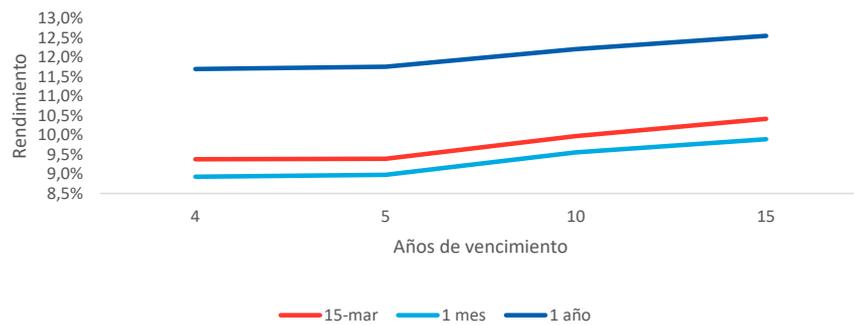
1.2.2. Renta fija en Colombia

Es importante destacar que las curvas de rendimiento de los TES en términos nominales y reales han conservado la tendencia general de las curvas de rendimiento a nivel internacional. Esto ocurre en un contexto en el que los indicadores de liquidez ofrecen señales mixtas y la volatilidad aumentó, manteniéndose en un nivel moderado.

El comportamiento reciente de los rendimientos de los bonos TES en Colombia ha llevado a que se aplane la curva a diferentes plazos de vencimiento. Los rendimientos han disminuido alrededor del 2,3% respecto a los de hace 1 año, en especial en la parte corta de la curva, lo que también se ve reflejado en el comportamiento de los títulos soberanos en UVR.

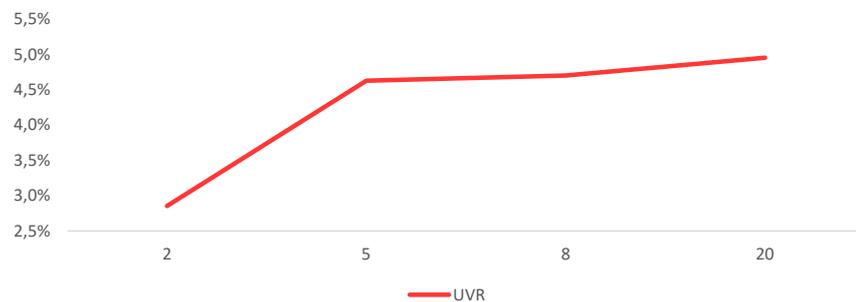
El decrecimiento general en estos rendimientos se viene dando por la reducción de la demanda de los títulos de deuda pública en el corto plazo, producto del alivio en las expectativas de inflación nacional y global, y de las decisiones de política monetaria de la Junta Directiva del Banco de la República.

Figura 6.
Curva de rendimientos
títulos de deuda pública
Colombia en pesos.



Fuente:
Elaboración propia con
datos de *Investing* (2024).

Figura 7.
Curva de rendimientos
títulos de deuda pública
Colombia en Unidad de
Valor Real (UVR).



Fuente:
Elaboración propia
con datos de *Refinitiv
WorkSpace* (2024).

1.2.3. Mercados accionarios en Colombia y Latinoamérica

El índice accionario en Colombia, MSCI-Colcap, ha continuado con un marcado pobre rendimiento desde las elecciones presidenciales del 2022. Los motivos de este desempeño parte de diferentes razones coyunturales tanto nacionales como internacionales.

El primer motivo reciente que se relaciona con la caída del MSCI-Colcap es la serie de reformas promovidas por el gobierno nacional. Donde ya se ha aprobado la reforma fiscal y algunas de ellas siguen en trámite en el congreso. En particular, la reforma pensional como la tributaria aprobada han minado el desempeño del mercado accionario. En particular, la reforma pensional aún en su paso por el congreso de ser aprobada afectará negativamente al mercado accionario colombiano al disminuir o eliminar el tamaño de los fondos de pensiones privados, que son los principales participantes.

En segundo lugar, el desempeño de otros mercados de capitales regionales y globales también ha influido. La política monetaria de FED y otros factores han provocado una salida de capitales hacia mercados extranjeros, debido al sentimiento de mayor seguridad en comparación con la incertidumbre económica y política en Colombia bajo el actual gobierno nacional.

Como se observa en la *figura 8*, se ha ampliado más la brecha entre el desempeño del índice colombiano MSCI-Colcap y los índices accionarios BOVESPA (Brasil), IPSA (Chile), BVL (Perú) e IPC (México). Aunque se aprecia un positivo crecimiento durante el 2024 en las bolsas de Perú, Colombia y Chile.

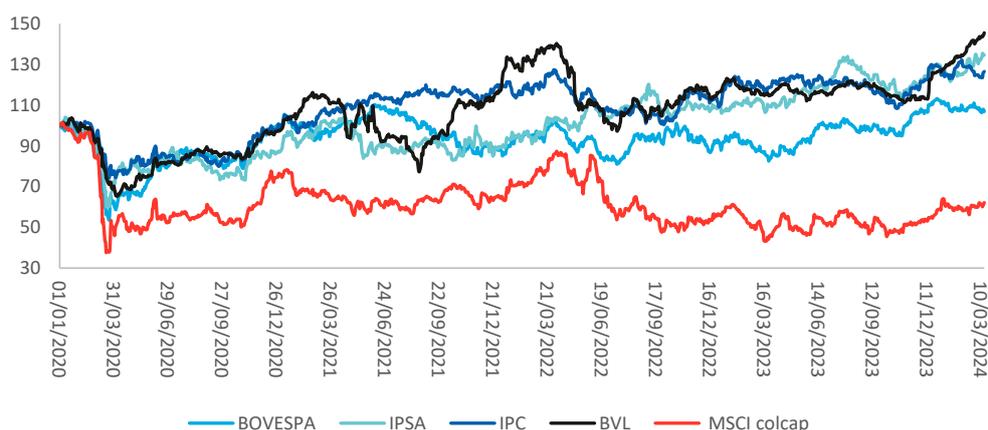
La *tabla 1* presenta las rentabilidades efectivas anuales entre el 8 de agosto de 2022 y el 15 de marzo de 2024 y del año corrido.

Tabla 1.
Rendimientos de los índices accionarios en América Latina.

	Bovespa Brasil	IPSA Chile	IPC México	BVL Perú	MSCI Colombia
Rendimiento entre el 8/8/22 y 15/3/24	10,24%	13,72%	11,31%	19,38%	0,55%
Rendimiento año corrido	-20,51%	22,11%	-6,43%	97,29%	29,30%

Fuente:
Elaboración propia con datos de *Investing* (2024).

Figura 8.
Índice accionario MSCI-Colcap e índices accionarios regionales.
(enero 2020 = 100).



Fuente:
Elaboración propia con datos de *Investing* (2024).

2. Resultados del sistema financiero colombiano en el 2023

Hechos destacables

- Al cierre de diciembre del 2023, los activos del sistema financiero (propios y de terceros) alcanzaron \$2915 billones, un crecimiento real anual del 0,5%. De este valor total, los recursos propios alcanzaron \$1422 billones (48,8%), mientras los recursos a terceros, incluyendo los activos de custodia, alcanzaron

\$1493 billones (51,2%). La relación de activos totales a PIB es de 185%.

- Los resultados en el 2023 para los establecimientos de crédito (EC) presentaron una reducción del 50% respecto al 2022. En diciembre de 2023, alcanzaron utilidades por \$8,3 billones (solo los bancos reportaron utilidades por \$8,1 billones). Por su parte, las instituciones oficiales especiales (IOEs) registraron utilidades por \$2,7 billones, un 30% menos que en el año anterior.
- La cartera total de crédito cerró en el 2023 con un decrecimiento del -6,6%, algo que no se había presentado en las últimas dos décadas. En particular se destaca el decrecimiento del crédito de consumo con una caída anual del -10,7%. El saldo bruto de la cartera ascendió a \$684 billones, con lo cual el indicador de profundización se ubicó en 43,5% del PIB, continuando su tendencia decreciente.
- Discriminadamente, la cartera comercial decreció -6,4% anual en términos reales, mientras que la de vivienda se desacelera lentamente al -0,3% real anual. Se destaca solo el crecimiento de la cartera del microcrédito que logra un crecimiento anual del 1,9% anual.
- La calidad por mora, medida como la proporción entre la cartera vencida y bruta, fue 5% para el total del portafolio. Por modalidad, el microcrédito reportó un indicador de 8,6%, seguido del consumo que se situó en 8,2%, mientras que comercial cerró en 3,5% y vivienda en 3,2%.
- Las provisiones decrecen al -1,9 % en términos reales, con un saldo de 42,1 billones. El indicador de cobertura por mora, calculado como la relación entre el saldo de provisiones y la cartera vencida, se situó en 122% para diciembre. La disminución de 37 puntos porcentuales (pp) en la caída de la cobertura viene explicado por el mayor crecimiento de la cartera vencida en el último año (27% anual de la cartera vencida).

- Al cierre de 2023 la solvencia se mantuvo en niveles suficientes para acompañar la colocación y soportar el fuerte deterioro de la cartera en 2023. El índice de solvencia de los EC para diciembre alcanzó un nivel del 18%. (el nivel mínimo exigido por la Superfinanciera es del 9%). La solvencia básica, compuesta por el capital con mayor capacidad para absorber pérdidas, registra niveles del 14,8%.

Principales cifras de los establecimientos de crédito a diciembre de 2023

- Las utilidades de los EC tuvieron una caída cercana al 50% respecto al 2022, luego de la recuperación que tuvieron después de pandemia. Mientras que las utilidades de las Instituciones oficiales especiales (IOEs) cayeron un 32% en el último año. Estos resultados reflejan que los EC y en una menor medida las IOEs vienen siendo afectados por el decrecimiento en la cartera (-6,6% anual) y las mayores provisiones producto de un crecimiento acelerado en la cartera vencida (27% anual).
- Es importante resaltar que las utilidades de los EC y IOE apenas si superan en 12% las utilidades del año de pandemia (2020) y no alcanzan el 70% de las utilidades del 2019, lo que refleja a todas luces un problema de rentabilidad para el sector.

Figura 9.

Utilidades en billones de pesos y crecimiento anual de los EC y IOE.



Fuente:

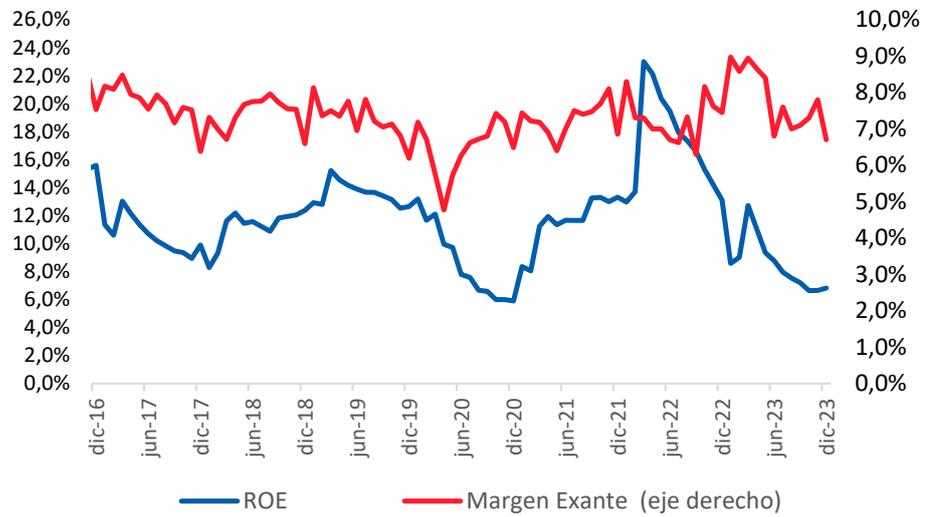
Elaboración propia con datos de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).

2.1. Rentabilidad y márgenes de intermediación

En los últimos años, la rentabilidad se ha visto afectada por la presión sobre el margen neto de intereses, por los mayores costos de financiamiento de los EC para fondear sus operaciones, junto con las provisiones más altas que deben hacer por el deterioro de la calidad de los activos. Así la rentabilidad del patrimonio (ROE) del sistema cayó al -6,6% en el 2023 desde niveles del 14% que se generaron entre el 2021 y 2022.

Como una medida para bajar los costos de operación y ser más eficiente los EC han creado las billeteras digitales y las Fintech han alcanzado una escala significativa en el país. Finalmente, los reguladores en Colombia también están fomentando una mayor competencia con iniciativas como: un nuevo marco para pagos y adquisiciones que incentiva el acceso para que nuevos jugadores ingresen a la industria; una banca abierta, entre otras iniciativas.

Figura 10.
Rentabilidad Patrimonial (ROE) y Margen de interés ex ante².

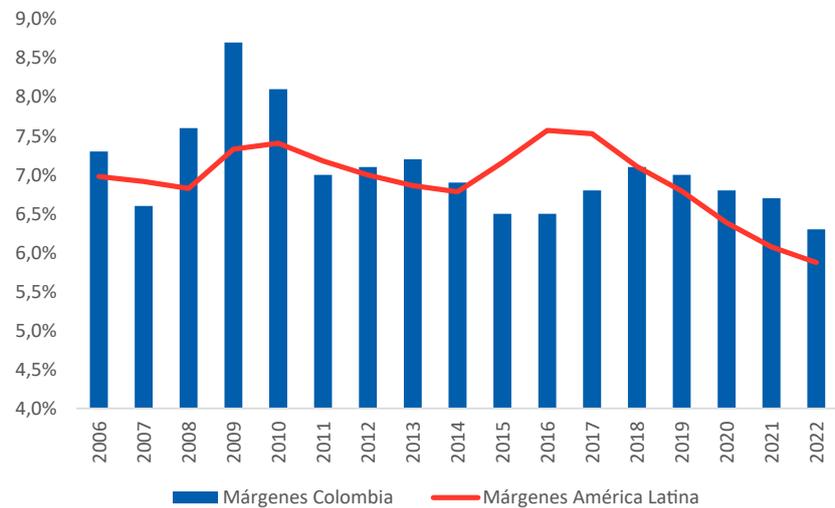


Fuente:
Elaboración propia con datos de SFC.

Históricamente, los márgenes de intermediación (MI) en Colombia han estado por encima del promedio de América Latina (AL). Aunque en la última década esta diferencia se había acortado mucho, en los últimos años han caído a un menor ritmo que el promedio de AL, como resultado de una política monetaria contraccionista para combatir la inflación y el mayor riesgo de crédito en el entorno empresarial.

² Se define el margen de interés ex ante como la diferencia entre las tasas activas (colocación) y pasivas (captación).

Figura 11.
Márgenes de intermediación en Colombia versus América Latina.

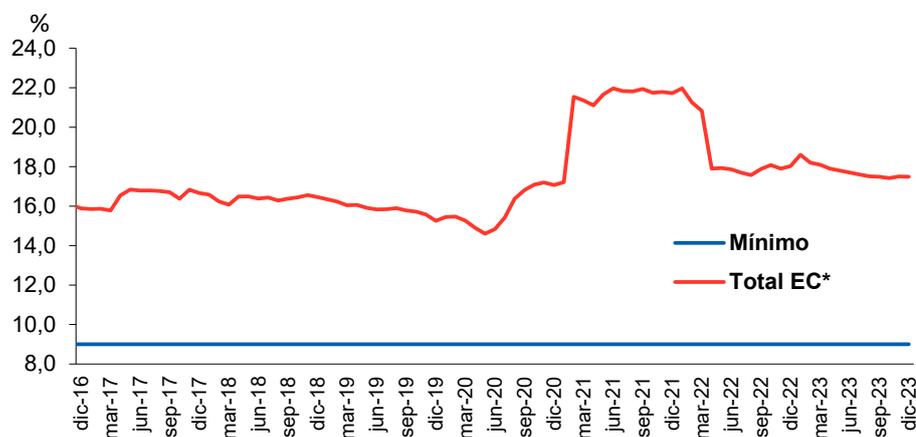


Fuente:
Elaboración propia con datos de SFG y Banco Mundial.

2.2. Índice de solvencia

La solvencia total en diciembre registro un 18%, mayor en 9 puntos porcentuales respecto al mínimo requerido: 9%. La solvencia básica, compuesta solo por el capital con mayor capacidad para absorber pérdidas, llegó a 14,8%, superando en 10,3 puntos porcentuales el mínimo regulatorio, 4,5%. Si bien estos datos nos indican que los EC no están en un peligro de insolvencia, es claro también que niveles tan por encima de los promedios históricos de los últimos años, 15%, indican un bajo nivel de apalancamiento del sector producto del mayor riesgo financiero que se viene presentando después de la pandemia.

Figura 12.
Solvencia total, establecimiento de créditos (EC).



Fuente:
Elaboración propia con datos de SFC.

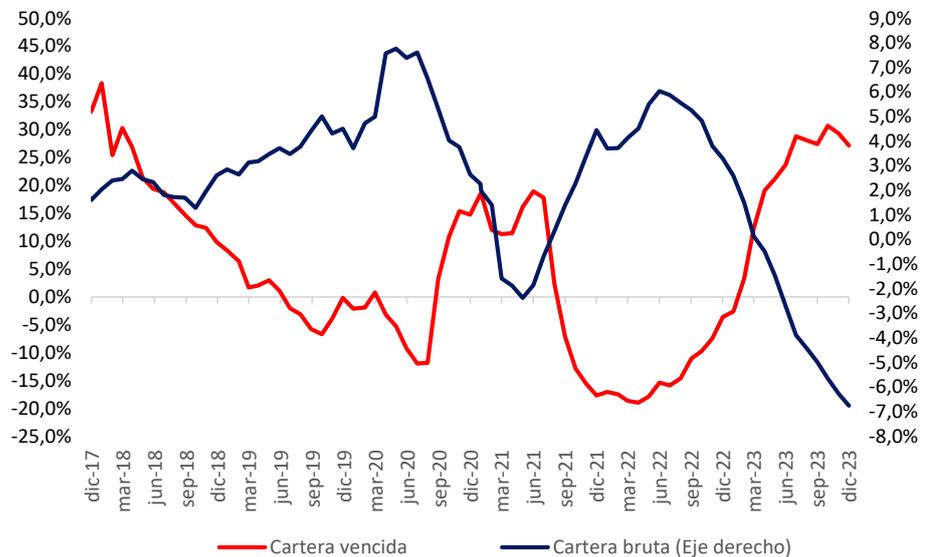
2.3. Crecimiento de la cartera

El saldo bruto de la cartera fue de 684 billones, con lo que el indicador de profundización fue del 43,5% del PIB. En términos reales, la cartera bruta registró un decrecimiento anual de -6,6 %, explicado por la fuerte caída en el dinamismo de las carteras de hogares y empresa. Solo la caída de la cartera de consumo fue del -10,7%, mientras la cartera comercial decreció un -6,4%. Estos niveles no se veían desde finales de la crisis hipotecaria en Colombia, a finales de la década de los noventa.

De otro lado el crecimiento de la cartera vencida viene creciendo aceleradamente desde finales del 2022. Para diciembre de 2023 alcanzó \$34 billones, un aumento en términos reales del 27% anual, explicado por el crecimiento en la cartera vencida de consumo que alcanzó un 38% anual. Finalmente, la cartera al día alcanzó \$650 billones, lo que representa el 95% del saldo total. Este indicador requiere seguimiento porque, en los últimos años se viene deteriorando como resultado del menor crecimiento económico y de los mayores niveles de riesgo financiero del país.

Figura 13.

Crecimiento real cartera total bruta versus cartera vencida.



Fuente:

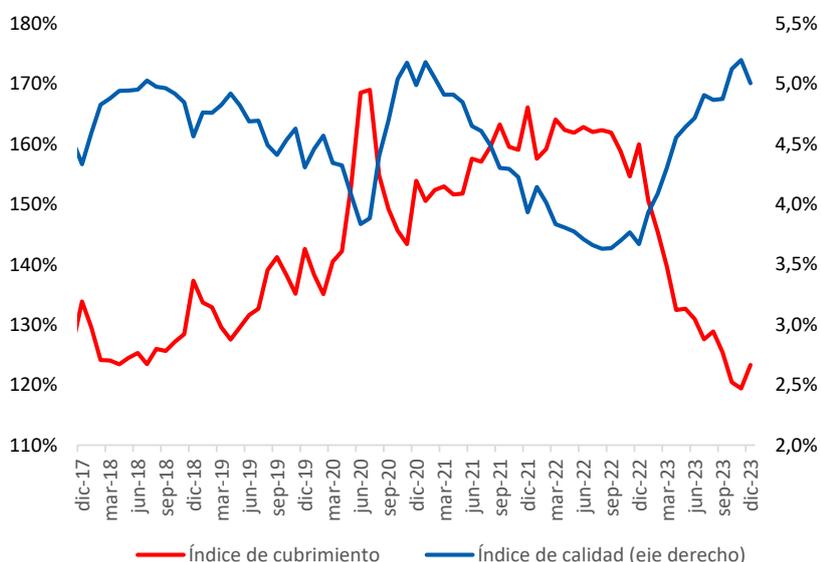
Elaboración propia con datos de SFC.

2.4. Índice de calidad y cobertura

La calidad por mora en diciembre, medida como la proporción entre la cartera vencida y bruta, fue del 5% para el total del portafolio y presenta tendencia ascendente desde diciembre del 2022. La cartera de microcrédito reportó un indicador de calidad de 8,6%, seguida de la de consumo, que se situó en 8,2%; la cartera comercial cerró en 3,5%, y la de vivienda reportó el indicador más bajo entre las 4 modalidades de cartera al cerrar el mes en 3,2%. De otro lado, las provisiones medidas en el indicador de cobertura por mora, calculado como la relación entre el saldo de provisiones y la cartera vencida (42 billones en provisiones), continúa con tendencia decreciente. A diciembre registró 122%, lo que quiere decir que, por cada peso de cartera vencida, los EC tienen cerca de \$1,2 para cubrirlo. Esta situación se produce por el mayor crecimiento de la cartera vencida respecto al crecimiento de las provisiones.

Figura 14.

Calidad total de cartera vencida y cobertura.



Fuente:

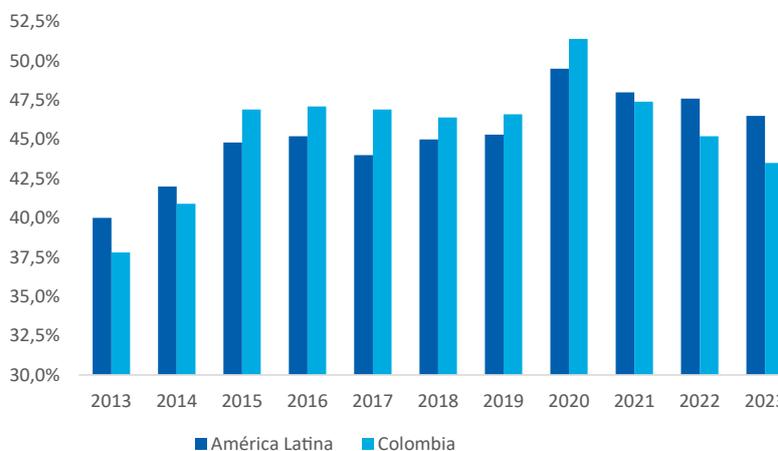
Elaboración propia con datos de SFC.

2.5. La profundidad financiera como indicador de competitividad del sector financiero

El índice de profundidad financiera, calculado como el saldo de cartera bruta sobre el producto interno bruto del país, mide la participación del crédito en el crecimiento económico de un país. De algún modo, mide el grado de inclusión financiera y, al compararse con otros países, puede indicar el nivel de competitividad del sector financiero.

En la última década, Colombia había logrado avanzar más de 12 puntos porcentuales gracias a la importante dinámica que tuvo el crédito. Después de la pandemia, con la caída en la demanda de crédito y la mayor restricción en el otorgamiento por el incremento de riesgos financieros en los últimos dos años, la tendencia se revirtió: cayó 10 puntos porcentuales, es decir que tuvo niveles cercanos a los del 2014, 43,5%.

Figura 15.
Índice de profundidad financiera.



Fuente:
Elaboración propia con datos de SFC y Felaban.

2.6. Perspectivas de crecimiento de la cartera para el 2024

Para el cierre del 2024, el Grupo de coyuntura de la Universidad EAFIT espera un leve repunte en el crecimiento económico del país, una inflación que se siga reduciendo sin acercarse al objetivo del Banco de la Republica del 3% y una reducción en las tasas de interés. Así que se proyecta un crecimiento anual real del 1,0% positivo en la cartera total para final del año. Un crecimiento tímido, impulsado, sobre todo, por la cartera destinada a hogares; específicamente, las de consumo y vivienda, aprovechando la menor inflación y unos costos financieros más bajos.

Referencias

Banco de la República (2023). *Indicadores económicos*. <https://www.banrep.gov.co/>

Banco de la República (2023) *Informe de estabilidad financiera*. <https://www.banrep.gov.co/es/estabilidad-financiera/informes-especiales>

Bancolombia (2023). *Informes semanales mercados*. <https://www.bancolombia.com/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/informe-semanal-mercados>

Investing. (2023). *Mercados financieros del mundo*, <https://es.investing.com/markets/>

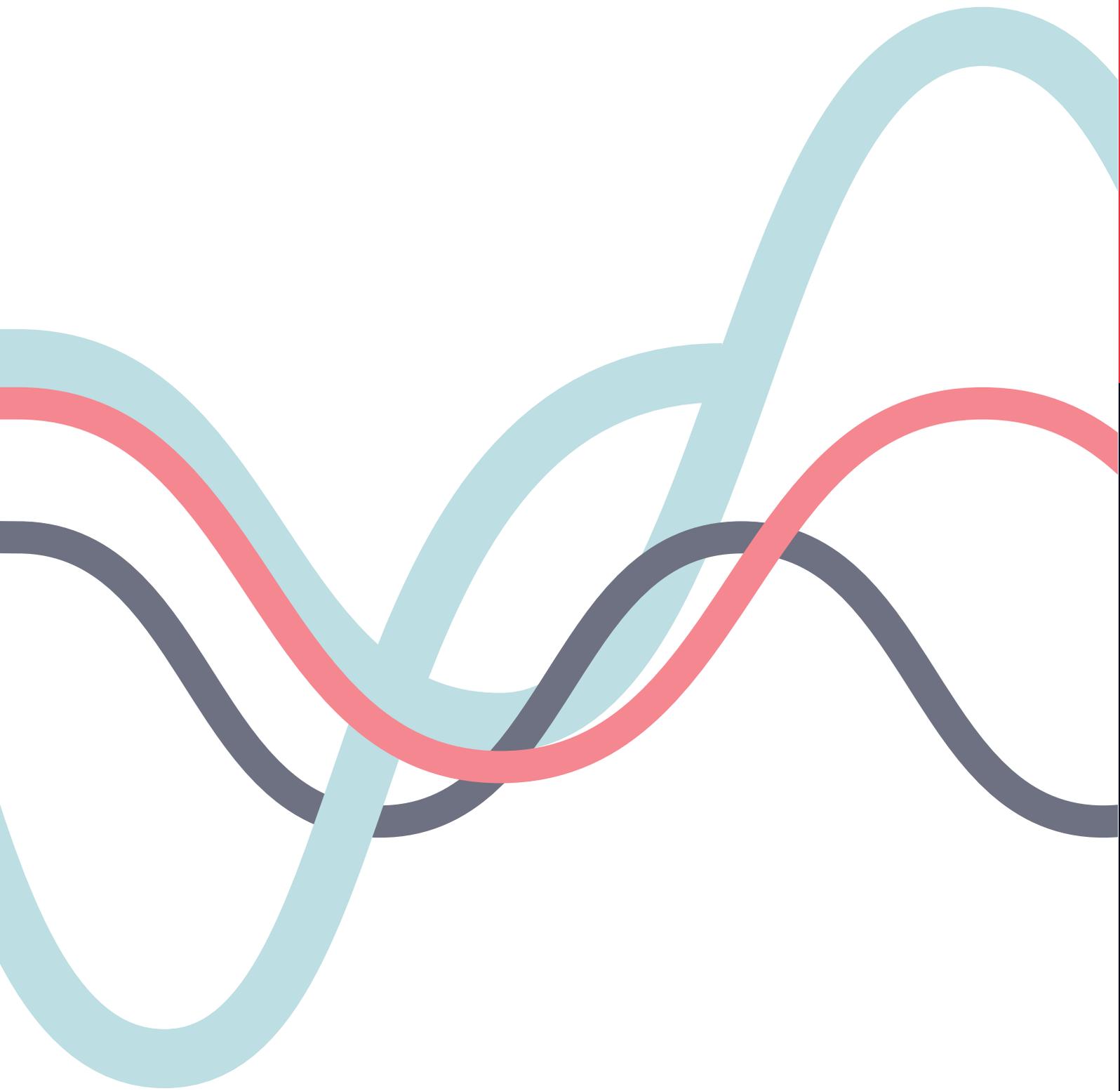
Inveconómica (2023). *Riesgo País EMBI, América Latina. Serie Histórica*. <https://www.invenomica.com.ar/riesgo-pais-emb-america-latina-serie-historica/>

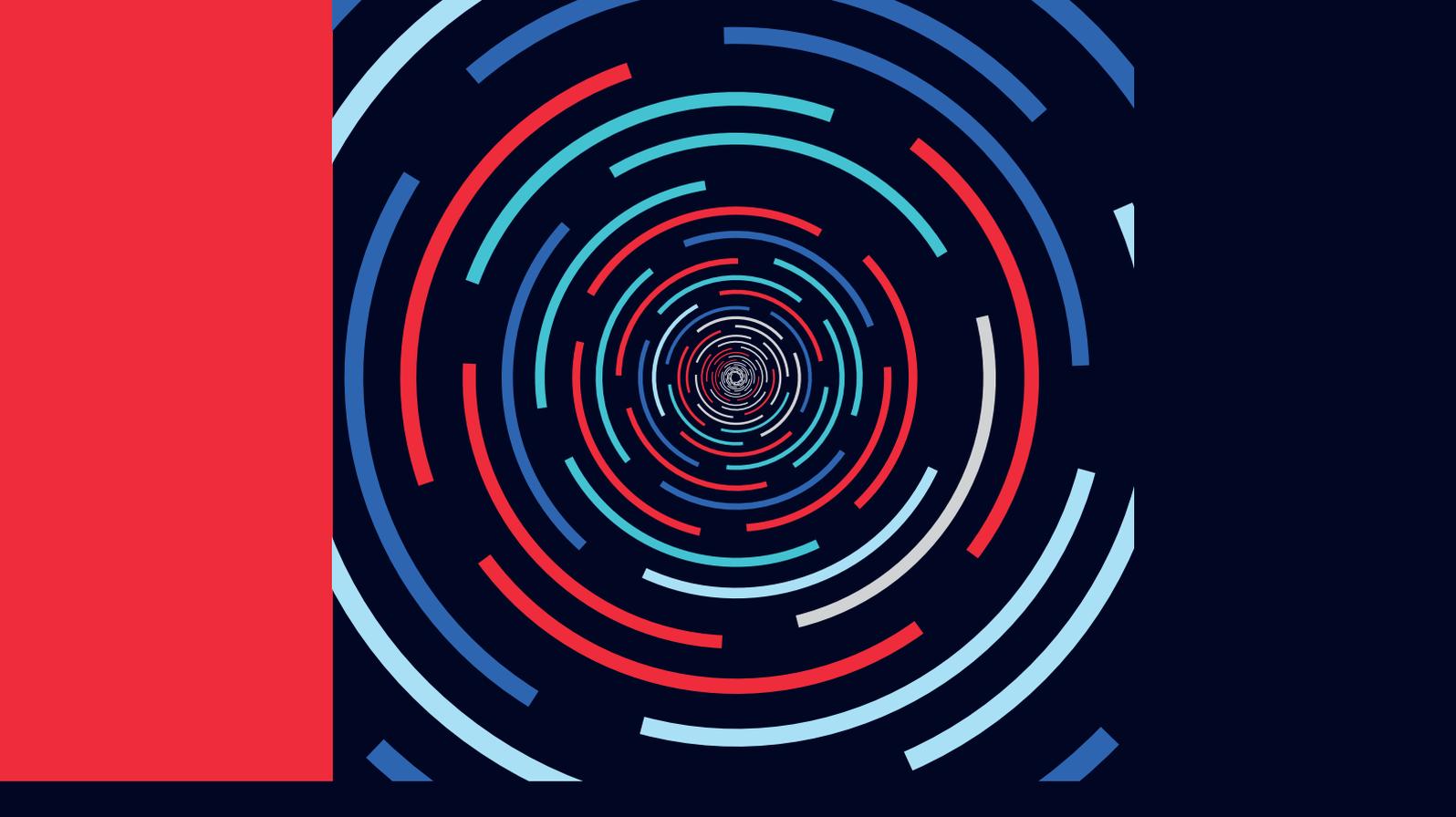
La República (2023). *Indicadores económicos*. <https://www.larepublica.co/>

Superfinanciera de Colombia (2023), *Informe de actualidad del sistema financiero colombiano*. <https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/60765/informes-y-cifrasinformesinforme-actualidad-del-sistema-financiero-colombiano-60765/>

Superfinanciera de Colombia (2023), *Informe de actualidad del sistema financiero*. <https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/60767/informes-y-cifrasestablecimientos-de-credito-60767/>

Valora Analitik. *Informes semanales*. <https://www.valoraanalitik.com/>





Conocer las finanzas y la economía es estar en el control de tu propio futuro.

Pregrado en Finanzas

9 semestres | Medellín, SNIES 102816 | Resolución 24327 del 27 de diciembre de 2021. Vigencia por 7 años.

Pregrado en Economía

9 semestres | Medellín, SNIES 3182 | Resolución 23023 de 30 de noviembre 2021. Vigencia de 8 años.

Maestría en Administración Financiera

3 semestres | Medellín, SNIES 54957 | Bogotá, SNIES 101605 | Cali, SNIES 101293 | Pereira, SNIES 101545 | Resolución 7128 del 27 de abril 2022. Vigencia por 7 años

Maestría en Economía Aplicada

3 semestres | Medellín, SNIES 103602 | Resolución 21938 del 24 de noviembre del 2020. Vigencia por 7 años.

Conocimiento para el país posible.

**UNIVERSIDAD
EAFIT**

Valor Público

Conocimiento para el país posible