

2665-6485 (En línea)

INFORME MENSUAL DE FEDESARROLLO

234

Tendencia Económica



Editorial. Inflación: el reto más apremiante de 2023.

Actualidad. Vulnerabilidad externa y fiscal en Colombia: el retorno de los déficits gemelos.

TENDENCIA ECONÓMICA

234

FECHA PUBLICACIÓN

31 de enero de 2023

ISSN: 2665-6485 (En línea)

EDITORES

Luis Fernando Mejía

Director Ejecutivo

César Pabón Camacho

*Director de Análisis Macroeconómico
y Sectorial*

OFICINA COMERCIAL

Teléfono: 601 325 9777 Ext: 340

comercial@fedesarrollo.org.co

DISEÑO Y DIAGRAMACIÓN

David Russi Corredor

david.russi@gmail.com



Calle 78 No. 9-91

Bogotá, D.C. Colombia

Tel.: 601 325 9777

comercial@fedesarrollo.org.co

Contenido

1. Editorial:

Inflación: el reto más apremiante de 2023..... 3

2. Actualidad:

Vulnerabilidad externa y fiscal en Colombia:
el retorno de los déficits gemelos..... 12

3. Calendario Económico..... 18

Tendencia Económica se hace
posible gracias al apoyo de:



Editorial. Inflación: el reto más apremiante de 2023

Por: Luis Fernando Mejía

**Con la colaboración de César Pabón, Daniel García y Carlos Ayala.*

La inflación en 2022 cerró con una variación anual de 13,12%, la más alta desde marzo de 1999, completando así 17 meses consecutivos por encima del rango meta del Banco de la República (2-4%). Sin lugar a duda, controlar la inflación es el reto más apremiante en el frente económico este año, ya que una inflación alta no solo afecta la capacidad adquisitiva de los hogares, especialmente de los más vulnerables, sino que también refleja importantes desequilibrios macroeconómicos que deben ser monitoreados con atención a lo largo de este año.

En este contexto, el Banco de la República ha realizado un ajuste de la política monetaria desde septiembre de 2021 aumentando su tasa de intervención de 1,75% a 12,75%, con el objetivo de controlar los excesos de demanda de la economía y lograr un proceso de convergencia de la inflación hacia la meta (Banco de la República, 2021). A pesar de estos esfuerzos, la inflación total y la inflación básica (sin incluir alimentos ni precios regulados) continúan en tendencia creciente. Este hecho es aún más llamativo en un contexto en el que la inflación en gran parte de los países desarrollados y en los países de nuestra región ha comenzado a disminuir desde la segunda mitad de 2022.

Este *Editorial* analiza los factores que han impulsado el aumento de precios en la economía, destacando que estos factores son tanto internos como externos. Además, presenta las proyecciones y desafíos más urgentes que deberán afrontar el gobierno y la autoridad monetaria para controlar la inflación y lograr retornar a la meta en un tiempo razonable.

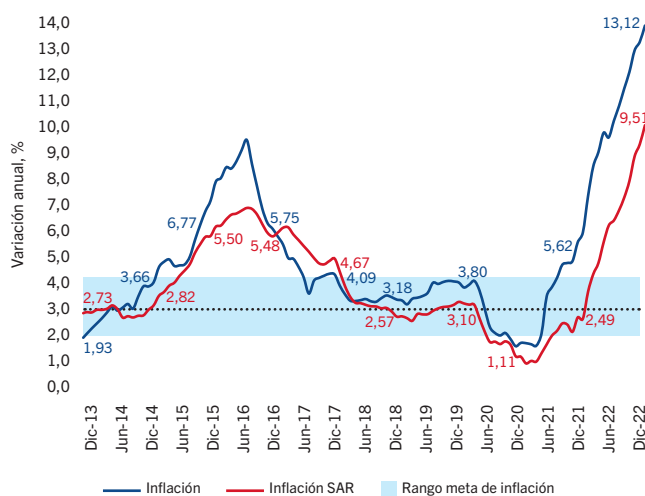
Evolución reciente de la inflación

La inflación en diciembre de 2022 cerró en 13,12%, la cifra más alta desde marzo de 1999 (Gráfico 1). Así, se completan 17 meses consecutivos por encima del rango meta del Banco de la República (2-4%) y 20 de 21 meses con tendencia al alza. Del mismo

modo, la tasa de inflación sin incluir alimentos ni precios regulados (SAR) se situó en 9,51%, evidenciando presiones por el lado de la demanda agregada.

Gráfico 1.

Inflación total, inflación básica y rango objetivo



Fuente: DANE y Banco de la República. Cálculos Fedesarrollo.

El precio de alimentos fue el principal factor en el aumento del índice de precios al consumidor (IPC). Esta división, que representa el 15,1% de la canasta básica, contribuyó con 4,88 puntos porcentuales (pps) y un aumento del 27,8%, el mayor resultado desde julio de 1998. Esto se debe principalmente a los altos precios de los insumos para los productores debido a los precios elevados de las materias primas agrícolas. Al desagregarlo, se observa que los alimentos perecederos tuvieron un aumento del 36,4%, impulsado por los huevos (contribución a la inflación total de 0,27 pps), las frutas frescas (0,23 pps), los plátanos (0,22 pps), y la cebolla y papas (0,19 y 0,15 pps, respectivamente). Por otro lado, los alimentos procesados subieron un 25,3%, liderados por la carne de res (0,50 pps), el arroz (0,48 pps) y la leche (0,42 pps).

El segundo factor más importante fue el de servicios sin alimentos ni precios regulados (SAR), que representa el 48,9% del IPC, con un aumento anual del 7,4%, la cifra más alta a lo largo de la década, con una contribución de 3,5 pps. Las subclases que más aportaron fueron las comidas en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio, arriendo imputado, comidas preparadas fuera del hogar y arriendo efectivo (1,25 pps, 0,5 pps, 0,43 pps, y 0,37 pps, respectivamente). Esto se debe principalmente a la transmisión del alza en los precios de los alimentos a las tarifas de cobro y al incremento de los costos en la prestación de servicios durante 2022.

Le siguió el grupo de bienes sin alimentos ni precios regulados (SAR), que representa el 18,8% de la canasta total, con un aumento del 15% y una contribución de 2,7 pps. Por subclases, “vehículo particular nuevo o usado” fue la que más aportó a la inflación total (0,58 pps). Este resultado es coherente con la depreciación de la moneda, los problemas logísticos a nivel mundial y, en especial, la escasez de materias primas para la industria, lo que ha limitado la producción de bienes industriales. Le sigue la subclase de productos de limpieza y mantenimiento, que tuvo un aumento del 37,9% y contribuyó a la inflación total en 0,45 pps. También se destacan las subclases “Artículos Para Higiene Corporal” y “Otros Productos Para El Aseo Personal”, que aportaron 0,25 y 0,14 pps a la inflación total, respectivamente. Estos resultados se explican por el retiro de los alivios a productos de aseo que estuvieron vigentes en 2021.

Finalmente, se observa el grupo de regulados, que representa el 17,3% del total de la canasta, con un aumento del 11,8% y una contribución de 2,1 pps a la inflación. Al analizar este grupo con más detalle, se observa que la electricidad tuvo una variación del 22,4% y contribuyó con 0,7 pps a la inflación, aunque empezó a ceder debi-

do a las medidas adoptadas por el gobierno para contrarrestar la presión alcista del sector energético¹. Por otro lado, las alzas en las tarifas de transporte urbano contribuyeron con 0,32 pps a la inflación, con una variación anual del 7%. La variación anual del rubro de combustibles para vehículos fue del 10,7% (0,28 pps de aporte a la inflación total). Se espera que esta subclase siga aumentando debido a la política del gobierno de aumentar los precios de los combustibles para reducir el déficit del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC).

La dinámica de la inflación en 2022 estuvo influenciada por factores tanto internos como externos. En el frente interno, se destaca el importante crecimiento de la demanda agregada. Como se muestra en el Gráfico 3, el consumo privado y el índice de precios al consumidor (IPC) experimentaron una fuerte caída en 2020, pero luego se recuperaron con fuerza y superaron la tendencia previa a la pandemia, lo que indica que las presiones internas de demanda generaron un impacto significativo en la inflación. Este exceso de demanda tuvo su origen en importantes desequilibrios macroeconómicos, reflejados en los elevados déficits gemelos de la economía colombiana (ver artículo *Actualidad*).

Los factores externos también jugaron un papel importante en el resultado de la inflación. Se destaca especialmente el fortalecimiento del dólar debido al aumento de las tasas de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos y de otros países desarrollados, lo que incentivó el desplazamiento de los flujos de capital desde economías emergentes hacia países de ingresos altos. Esto generó presiones sobre la tasa de cambio que, sumado a los riesgos macroeconómicos locales, causó que el peso

Gráfico 2.A.

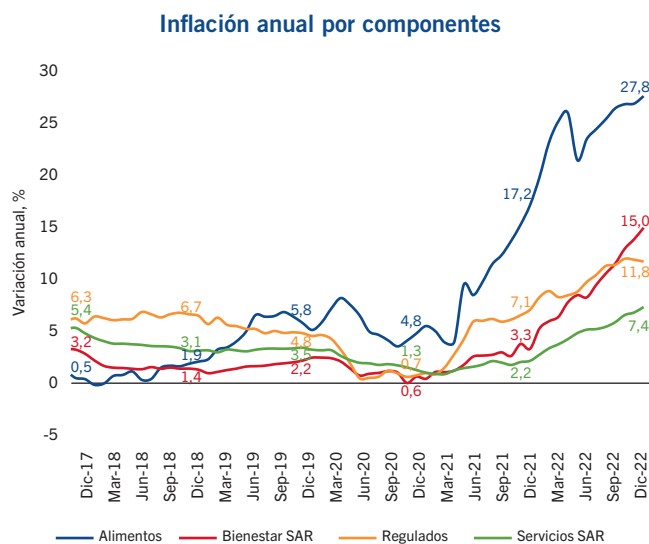
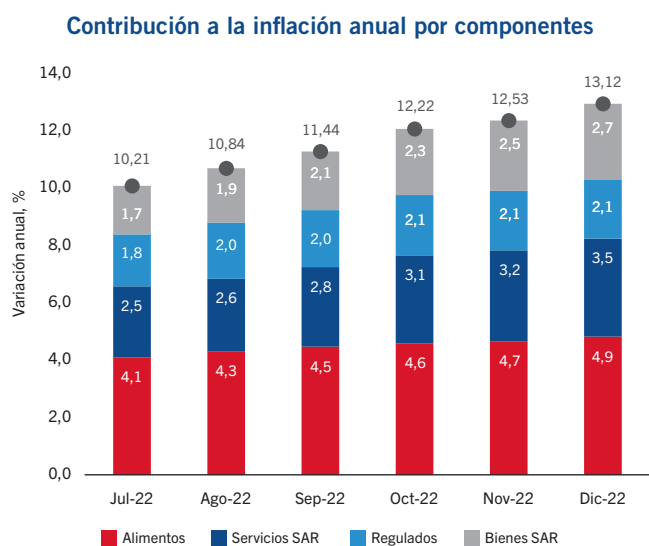


Gráfico 2.B.



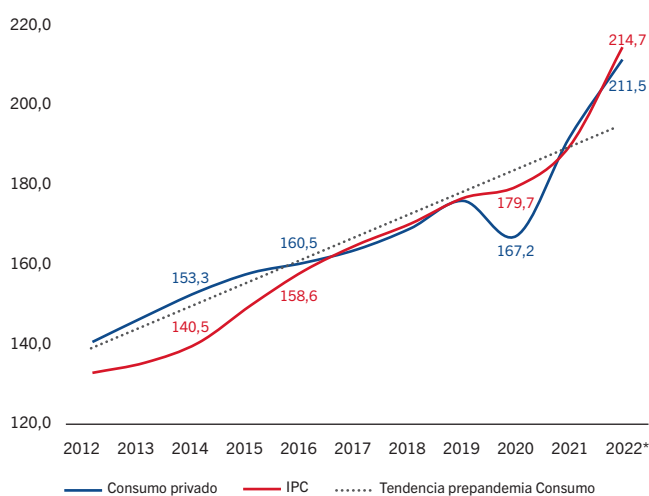
Fuente: DANE y Banco de la República. Cálculos Fedesarrollo.

¹ Resoluciones 701 017, 701 018 y 701 019 de la CREG.

colombiano se depreciara 21,8% frente al dólar desde mayo de 2021 hasta el 20 de enero de 2023. A su vez, esto afectó los bienes transables de la canasta básica, que según Hernández (2022) tienen un peso aproximado del 14% en el IPC, destacándose algunos productos como los vehículos y electrodomésticos, así como varios alimentos como los cereales, los granos y los azúcares.

Gráfico 3.

Consumo privado e IPC (2005=100)



Fuente: DANE, Banco de la República y Bancolombia.

Cálculos Fedesarrollo.

*Cifra de consumo privado proyectada por Fedesarrollo.

Otro factor externo que ha influido en la inflación en Colombia ha sido el aumento de los costos de transporte, como consecuencia de los problemas de suministro y de oferta mundial de bienes observados en 2021 y 2022. En efecto, el costo mundial de envíos marítimos aumentó de \$1.300 en 2019 a más de \$10.000 dólares en promedio en la segunda mitad de 2021, para luego recuperarse y ubicarse hoy en día en \$2.200 dólares (Global Container Index, 2022). Esto afecta principalmente a los productos de alimentos tales como los cereales y las legumbres

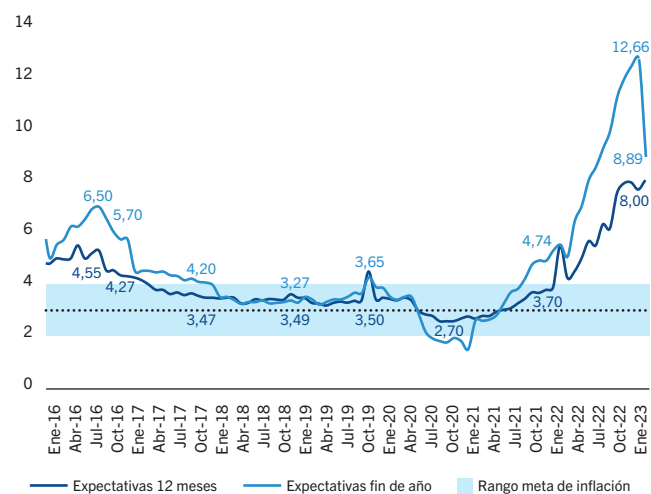
y hortalizas en conserva, que aumentaron su precio en 19,9% y 33% en 2022, respectivamente.

Expectativas de inflación y tasa de política monetaria

El aumento de la inflación ha generado un aumento en las expectativas de inflación. Según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) realizada por Fedesarrollo, las expectativas de inflación han permanecido altas en respuesta a las tendencias nacionales e internacionales. Las expectativas se han ubicado por fuera del rango meta del Banco de la República (2-4%) desde agosto de 2021 (4,13%), con una expectativa para cierre de año de 12,66%, inferior al dato oficial publicado por el DANE (13,12%). La expectativa de inflación de enero para diciembre de 2023 es de 8,89% (Gráfico 5). Por lo tanto, las expectativas de los analistas continúan fuera del rango meta y no retornarían al límite superior de 4,0% en el horizonte de pronóstico hasta 2025 (según la EOF, en diciembre de 2024 la inflación cerraría en 5,1%).

Gráfico 4.

Expectativas de inflación



Fuente: EOF-Fedesarrollo.

Para enfrentar la inflación y evitar un mayor desanclaje de las expectativas de inflación, la Junta Directiva del Banco de la República ha normalizado su política monetaria, llevando la tasa de interés de referencia de 1,75% en septiembre de 2021 a 12,75% en enero de este año. Específicamente, en las últimas cuatro reuniones se acordó incrementar la tasa en 100 puntos básicos en septiembre, octubre y diciembre de 2022, y en 75 puntos básicos en enero de 2023.

Con base en estos incrementos, la tasa de interés real para el cierre de 2022 fue de -1,1%. Esta tasa negativa sugiere que es probable que haya más aumentos de la tasa por parte del Banco de la República en los próximos meses. Si las expectativas de inflación continúan aumentando, se complicará la convergencia hacia la meta del Banco de la República y el Emisor tendrá que continuar aumentando su tasa para mantener su credibilidad, afectando el consumo y profundizando la ralentización de la economía en este año.

Comparativo con pares regionales

Las principales economías de la región con régimen de inflación objetivo han sido afectadas por la ola inflacionaria global. Sin embargo, estas presiones han empezado a ceder en la mayoría de los países de América Latina, con excepción de Colombia. Dentro del grupo de países analizados, se encuentra que todos han alcanzado un pico de inflación: en Brasil fue de 12,1% en abril, en Chile de 14,1% en agosto, en Perú de 8,8% en junio y en México de 8,7% en septiembre (Gráfico 5A). El contraste con Colombia es evidente, pues la inflación continuó acelerándose al cierre del año. Un fenómeno similar se observa en el caso de la inflación núcleo, es decir, aquella que no considera alimentos y regulados (Gráfico 5B).

Gráfico 5A.

Inflación anual en la región

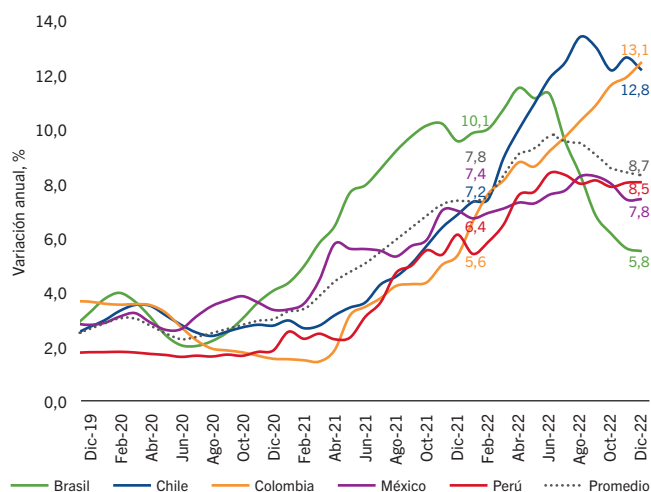


Gráfico 5B.

Inflación núcleo en la región

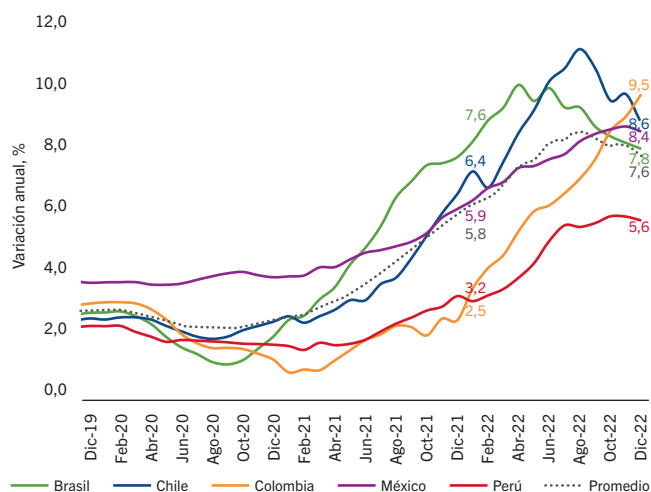
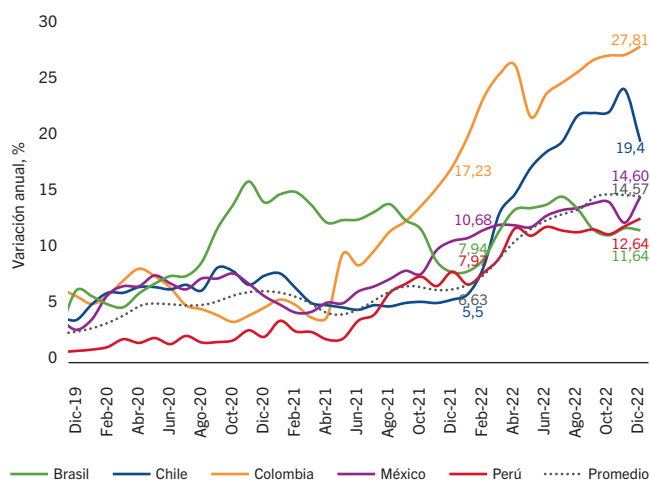


Gráfico 5C.

Inflación anual de alimentos en la región



Fuente: Banco central de cada país. Cálculos Fedesarrollo.

*Promedio sin Colombia

En cuanto a la inflación de alimentos, Colombia exhibe de lejos la mayor variación anual, con un aumento del 27,8%, muy superior frente al promedio de los países pares de la región que es de 14,6% (Gráfico 5C). Esto sugiere que el aumento en el precio de los alimentos no se explica solo por los altos costos de transporte y los aumentos en los precios de los insumos que afectaron a todos los países de la región, sino también por factores internos como la mayor demanda y los efectos rezagados en las cadenas de insumos agropecuarios, a raíz de los bloqueos en el paro nacional de mayo de 2021.

Este fenómeno causó preocupación entre las autoridades monetarias de los países, que vieron la variación anual de la inflación alejándose del rango meta². Como resul-

tado, se produjo un incremento sustancial en las tasas de política por parte de las autoridades monetarias para contener el aumento de precios y estabilizar las expectativas de inflación en el mediano plazo (Gráficos 6A y 6B). Cabe destacar que Colombia, durante el primer semestre del año, fue uno de los países con la política monetaria más expansiva y aún hoy cuenta con una tasa de política monetaria real negativa, en contraste con otros países de la región como Brasil y México.

Para compensar el aumento tardío de su tasa de política monetaria, Colombia ha sido el país con el mayor aumento en la tasa de intervención durante el periodo septiembre a diciembre de 2022, pues la autoridad monetaria aumentó la tasa desde el 9% en septiembre hasta el 12,0% en diciembre, un aumento de 300 puntos básicos. México, por su parte, presentó el segundo incremento más alto de la tasa, 150 puntos básicos, pasando del 8,5% en septiembre al 10% en diciembre. Chile también aumentó 150 puntos básicos entre septiembre (9,75%) y diciembre (11,25%). En Perú, el país con la tasa de referencia más baja de la región, la autoridad monetaria ajustó la tasa al alza en 75 puntos básicos, pasando del 6,5% en septiembre al 7,25% en diciembre. Finalmente, Brasil mantuvo su tasa de referencia en 13,75% desde septiembre de 2022, aunque sigue siendo el nivel más alto en términos absolutos.

² En Brasil el objetivo de inflación en 2021 se ubicaba en 3,75% con un rango de tolerancia entre 2,25% y 5,25%. Para 2022 se situó en 3,5%, con un rango de tolerancia entre 2,0% y 5,0%. En Colombia, Chile y México el objetivo es de 3,0% con un rango meta comprendido entre 2,0% y 4,0%. Por su parte, en Perú el objetivo es de 2,0% y el rango meta está comprendido entre 1,0% y 3,0%.

Gráfico 6A.

Tasas de política monetaria en la región

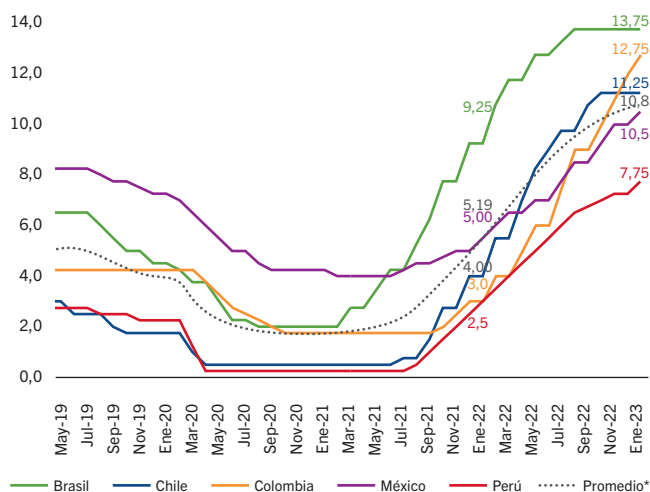
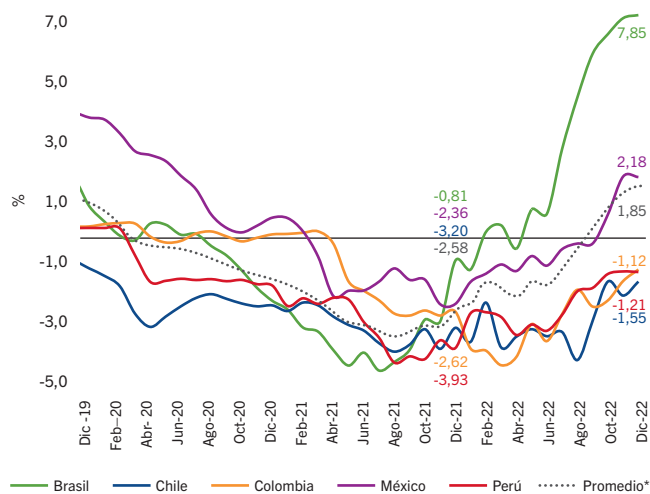


Gráfico 6B.

Tasas real de política monetaria en la región



Fuente: Banco central de cada país. Cálculos Fedesarrollo.

*Promedio sin Colombia

Proyecciones y retos del 2023

En vista del aumento de la inflación en 2022, los pronósticos de los analistas económicos según la EOF para finales de 2023 y 2024 son de 8,89% y 5,11%, respectivamente. Esto coincide con una convergencia más lenta de lo esperado hacia la meta de mediano plazo de 3% establecida por el Banco de la República. Del mismo modo, nuestros pronósticos se actualizaron a 8,5% para diciembre de 2023 y 5% para diciembre de 2024.

Debido a la normalización y posterior contracción monetaria implementada por el Banco de la República, el pico de inflación previsto durante el primer trimestre de 2023, junto con la estabilidad en los factores externos, esperamos que la tasa de intervención disminuya paulatinamente hasta 10,5% en diciembre. Esta tasa está en línea con la necesidad de frenar el creciente desanclaje de las expectativas de inflación en el mediano plazo. Asimismo, refleja la necesidad de frenar las presiones provenientes de la demanda dado el rápido cierre de la brecha del producto y la ampliación del déficit en cuenta corriente.

El 2023 parece ser un año complejo con un escenario de bajo crecimiento y alta inflación. En este contexto, los precios serán el mejor termómetro del funcionamiento de la economía colombiana. Por un lado, un aterrizaje suave permitirá que la inflación converja paulatinamente a su meta en la medida que la demanda se enfríe. Por otro lado, un desajuste podrá significar presiones inflacionarias persistentes con impacto en los bolsillos de los colombianos y en la estabilidad macroeconómica del país.

Hay riesgos adicionales en la inflación que se deben monitorear. En primer lugar, el aumento del 16% en el salario mínimo representa un riesgo en inflación, ya sea por los incrementos en los costos laborales de las empre-

sas, los aumentos en la demanda agregada, o los efectos directos sobre el IPC derivados de la existencia de regulaciones que vinculan el ajuste del precio de ciertos servicios al incremento del salario mínimo (Fedesarrollo, 2022). A su vez, esto podría continuar presionando al alza las expectativas de inflación.

En segundo lugar, se destacan los precios de los arriendos. En diciembre de 2022, el arriendo efectivo (10,6% del IPC) aumentó apenas un 3,7% anual, y el arriendo imputado (14,6% del IPC), tuvo una inflación anual de tan solo 3,6%. Es decir, que mientras la inflación total fue de 13,12%, la inflación de arriendos no aumentó al mismo ritmo, probablemente a consecuencia de las medidas adoptadas durante la emergencia sanitaria del COVID-19. En esta medida, podría haber un rezago en el aumento de los cánones de arriendo, que podría cerrarse en este año y así sumarse al resto de presiones al alza en la inflación.

En tercer lugar, se suman las presiones de las políticas arancelarias decretadas por el Gobierno nacional. A tra-

vés del Decreto 2598 de 2022, se estableció un incremento del 15% hasta el 40% en las importaciones de origen de nación más favorecida (NMF), lo que supondría un arancel del 40% en ropa y del 35% en calzado. Estos productos representan el 4% del IPC y su aumento en precios podría tener un impacto en la inflación total.

Finalmente, las condiciones climáticas actuales representan un riesgo para la inflación. Por un lado, el exceso de lluvias puede afectar la producción de alimentos, como ha ocurrido en episodios anteriores de la Niña. Por otro lado, las lluvias han provocado derrumbes que han incomunicado al suroccidente del país, generando riesgos de aumentos en los precios de la madera, el café, el aceite y el cemento, entre otros. Según Romero & Naranjo (2022), las fluctuaciones en temperatura relacionadas con el Niño-Oscilación del Sur- han tenido un papel importante en la inflación y las expectativas de inflación, lo que indica que la política monetaria debe prestar especial atención a la evolución de estos factores.

Referencias

- BANCO DE LA REPÚBLICA. (2021). *Minutas de la Junta Directiva – Diciembre 2021*.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES. (2022). *Are major advanced economies on the verge of a wage-price spiral?*. BIS Bulletin No. 53.
- FEDESARROLLO. (2022). Actualidad: Consideraciones sobre la discusión del salario mínimo para 2023, en *Tendencia Económica*. Diciembre 2022.
- GLOBAL CONTAINER INDEX. (2022). *Freightos*.
- HERNÁNDEZ, G. (2022). Efectos inflacionarios de los precios de los importados: Una perspectiva insumo-producto. DNP.
- ROMERO, J. & NARANJO, S. (2022). *Weather shocks and inflation expectations in semi-structural models*. Borradores de Economía 1218. Banco de la República.

Actualidad. Vulnerabilidad externa y fiscal en Colombia: el retorno de los déficits gemelos

**Con la colaboración de César Pabón, Gabriela Navarro y Sebastián Bernal.*

Uno de los principales termómetros de la vulnerabilidad externa de una economía es el nivel de déficit gemelos, definido como la suma del déficit fiscal y el déficit en cuenta corriente. Al analizar el índice de déficits gemelos de la economía colombiana, se observa que el índice de déficit gemelos en 2022 sería del 13,7% del PIB, la suma de un déficit fiscal de 7,6% (5,7% de déficit del Gobierno nacional y 1,9% de déficit en el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles, FEPC) y un déficit en cuenta corriente de 6,1%. Este índice de déficits gemelos se encuentra muy por encima del promedio de países emergentes (6,1% del PIB) y del promedio de América Latina (5,9% del PIB), y ubica a Colombia en la segunda posición más alta entre las economías emergentes.

El presente *Actualidad* analiza el desempeño reciente del indicador de déficit gemelos en el país, lo contrasta con otras economías pares y pone de presente sus implicaciones macroeconómicas. El elevado nivel en este índice es resultado del sobrecalentamiento de la economía colombiana que ha conducido a que la inversión supere ampliamente al ahorro, incluso a pesar del buen momento de los precios del sector minero-energético, un elemento central en la canasta exportadora y las finanzas públicas del país. Así, el elevado índice de déficit gemelos pone de manifiesto importantes desbalances macroeconómicos que podrían afectar negativamente el desempeño de la economía y que deben ser monitoreados con atención. Por ello, consideramos necesario que se tomen medidas correctivas para disminuir la vulnerabilidad externa que actualmente registra la economía colombiana.

Índice de déficit gemelos

El índice de déficit gemelos en la literatura se ha reconocido como una de las variables más relevantes para medir el riesgo externo, pues un incremento en uno de los déficits lleva a una mayor presión en el otro, llevando a un círculo nocivo para la estabilidad macroeconómica. La teoría establece que una política fiscal expansiva presiona el

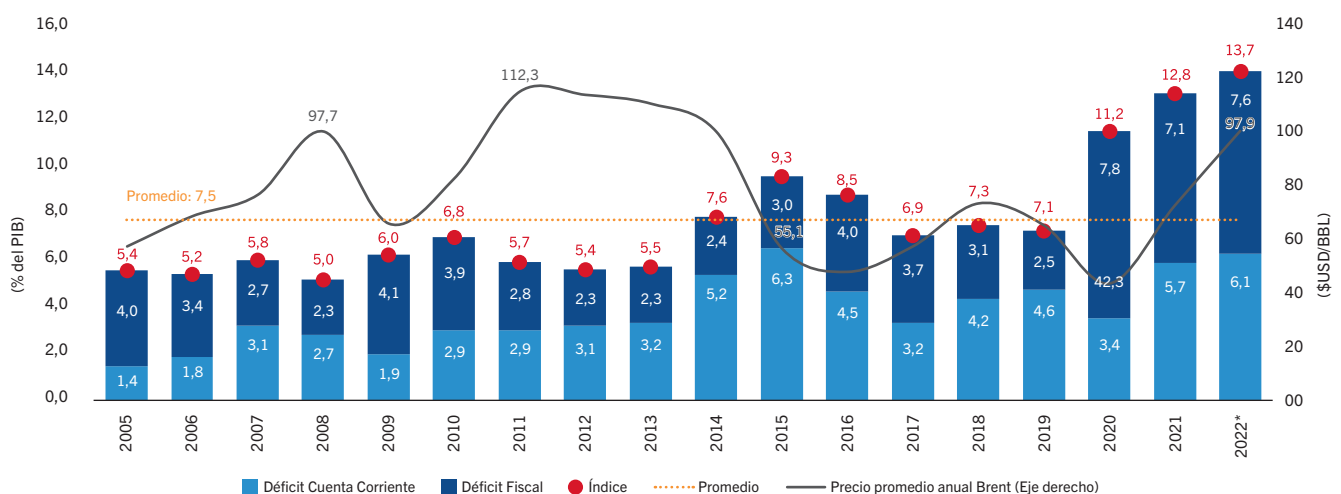
déficit externo al alza, por medio de una mayor demanda de financiamiento externo que incrementa las tasas de interés, aprecia la tasa de cambio y desincentiva las exportaciones, limitando el crecimiento de la economía (Corsetti, Müller & Sibert, 2006). Esto cobra gran relevancia en momentos de estrés financieros o *sudden stops*, pues se ha encontrado que las economías emergentes con mayor exposición a choques internacionales, es decir, mayor índice de déficit gemelos, son las que mayores afectaciones sufren en momentos de crisis, agudizando los ciclos económicos y afectando la economía tanto en el corto como en el mediano y largo plazo (Calvo, Izquierdo & Mejía, 2003; Efremidze & Tomohara, 2010).

Al analizar su evolución reciente, el índice de déficit gemelos se ha ubicado en promedio en 7,5% del PIB (Grá-

fico 1), por encima de lo registrado en los países de la región (5,2% del PIB). Cabe señalar que, en lo corrido del siglo, el país nunca ha registrado un valor positivo (superavitario) tanto en la cuenta fiscal como en la externa, contrastando con otras economías de la región como Chile y Perú, que en los años 2005-2007 sí presentaron un superávit tanto en cuenta corriente como en balance fiscal. En general, el comportamiento del índice se asocia al desempeño del sector minero-energético, específicamente del precio del petróleo, evidenciando la alta dependencia del ahorro nacional frente a este sector. Esto no sorprende si se tiene en cuenta que el sector de minería e hidrocarburos representó durante la última década cerca del 33% de la inversión extranjera directa, alrededor del 58% de las exportaciones y casi el 7% de los ingresos fiscales totales.

Gráfico 1.

Índice de déficit gemelos*



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Banco de la República, Bloomberg. Cálculos Fedesarrollo.

*Proyectado.

**El déficit fiscal utilizado es de Gobierno Nacional Central.

En efecto, en momentos de caídas del precio del petróleo como en el periodo 2013-2015, en el que el precio del Brent pasó de \$108 dólares por barril a \$55 dólares, se observó un deterioro tanto en las cuentas externas del país como en las fiscales, llevando el índice de déficit gemelos a un aumento hasta el 9,3% del PIB. Por su parte, en general, en los casos de aumentos en el precio del Brent se registran mejoras en el balance fiscal y el de cuenta corriente. Una clara excepción a esta regla fue lo ocurrido en los últimos dos años, en donde la mejora sustancial en el precio del petróleo ha estado acompañada por un fuerte deterioro en el balance fiscal y el balance externo, generando en 2022 el índice de déficits gemelos más alto en lo corrido del siglo y casi duplicando el nivel promedio de los últimos años.

En el frente externo, en 2022 estimamos un déficit de cuenta corriente de 6,1% del PIB, su nivel más alto de la historia reciente, explicado en gran medida por la ampliación de la balanza de renta factorial de 2,6% del PIB a 5,0% del PIB, gracias a la remisión de utilidades de los sectores minero-energético y financiero, así como a la remisión de capitales al exterior. Además, estimamos que el déficit de la balanza comercial se redujo tan solo de 4,3% del PIB en 2021 a 3,5% del PIB en 2022. Aunque las exportaciones llegaron a sus máximos, consecuencia de los altos precios de los *commodities* y de la tasa de cambio, esto fue contrarrestado por el buen dinamismo de las importaciones, impulsado por el buen desempeño de la economía y de la demanda interna.

En el frente fiscal, la modernización de la DIAN y el buen desempeño tanto de la economía en general como del sector petrolero significó un incremento importante en los

ingresos de la nación, alcanzando un nivel estimado de 17,1% del PIB en 2022 (vs. 16,3% del PIB en 2021). Sin embargo, la presión del gasto se mantuvo y se estima alcance 24,6% del PIB, explicado por el costo de los subsidios en el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) (1,9% del PIB), el gasto en intereses tras el aumento en el costo de financiamiento (4,5% del PIB en 2022 vs. 2,9% del PIB en 2021), y el gasto extraordinario que se introdujo en pandemia y que aún no se ha retirado. Así, el déficit fiscal alcanzaría un 7,6% del PIB en 2022, su segundo nivel más alto desde que se tiene información estadística, después del observado en 2020.

La combinación de un mayor riesgo fiscal y una mayor vulnerabilidad externa ha generado una depreciación de la moneda y un aumento en la prima de riesgo. En primer lugar, el peso colombiano tuvo una de las depreciaciones más pronunciadas de la región entre mayo 2021 y diciembre de 2022 (+26,8% vs. +21,3% de Chile, -3,6% de México y -0,2% de Perú). En segundo lugar, el spread del *credit default swap*¹ ha venido en aumento desde mayo de 2021 y cerró en 2022 en 351 puntos básicos (vs. 100 pbs en enero de 2021). Este indicador está 162 puntos básicos por encima del promedio de pares regionales como Perú y Chile, frente a una diferencia que históricamente era cercana a 45 puntos básicos, lo que indica que se ha triplicado el riesgo relativo a estos dos países. A su vez, el gobierno se financia actualmente con una tasa de interés de los bonos TES superior al 12%, un aumento de más de 600 puntos básicos frente a las tasas observadas antes de la pandemia (6%), lo que ratifica el importante aumento en el costo de endeudamiento de la nación.

¹ Permuta de incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés) es un indicador de riesgo país que mide la protección que paga el comprador de un bono para cubrirse de un evento de cesación de pagos.

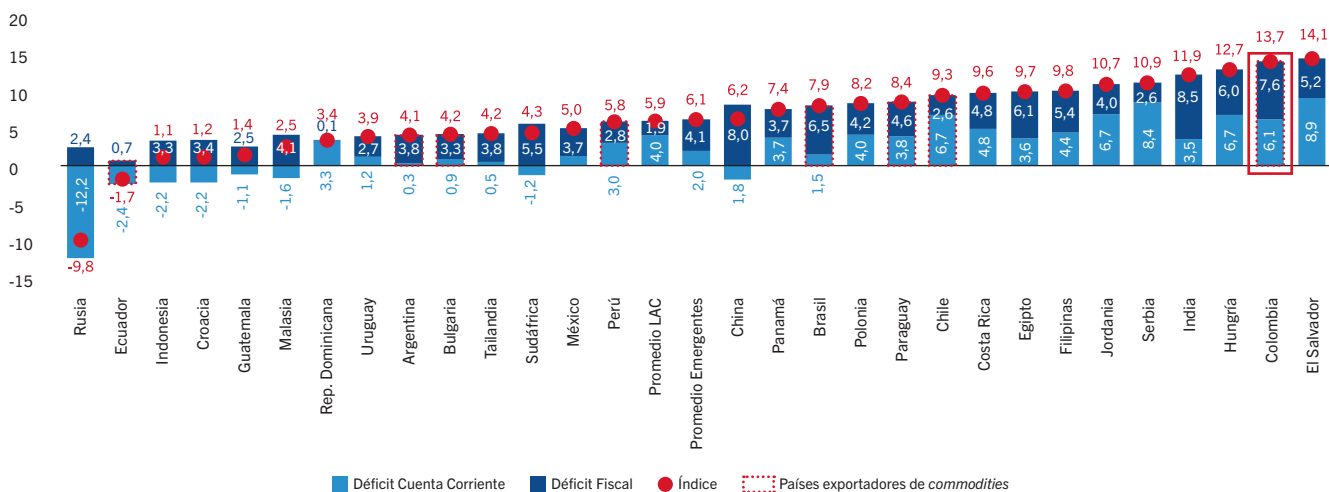
Comparación internacional

En un ejercicio comparativo a nivel mundial, se evidencia que el índice de déficit gemelos de Colombia (13,7% del PIB) está muy por encima del observado en los países emergentes (6,1%) y del promedio de América Latina (5,9%). Más aún, Colombia se ubica como el segundo país con mayores déficits gemelos entre todas las economías emergentes, solo superado por El Salvador (Gráfico 2). Vale la pena señalar que Colombia es un país exportador de *commodities* que se favoreció ampliamente en el frente externo a raíz del aumento en los precios observado en 2022. Sin embargo, a pesar de esto, el déficit en cuenta corriente permaneció en máximos históricos, lo que ratifica la vulnerabilidad de la economía colombiana en el frente externo.

Por su parte, al comparar el déficit fiscal entre pares regionales, se evidencia que para 2022 la mayoría de los países habían convergido a niveles cercanos a los observados antes de la pandemia. Específicamente, Chile, México y Perú y el país promedio de América Latina habían logrado retomar en 2022 los niveles de déficit prepandemia, mientras que Colombia y Brasil siguen mostrando un déficit superior (Brasil, a diferencia de Colombia, había hecho el ajuste completo en 2021). La economía que registra un mayor desajuste es Colombia, pues estimamos que en 2022 el déficit fiscal se encontraba 3,2 puntos porcentuales por encima del nivel observado en 2019 (Gráfico 3).

Gráfico 2.

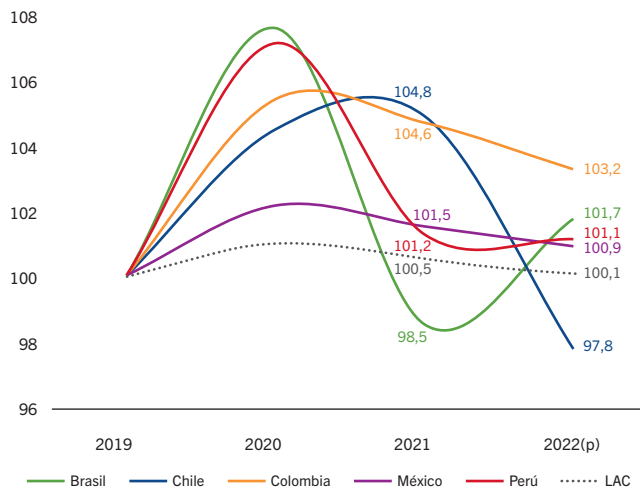
Índice de Déficit Gemelos para economías emergentes 2022 (% del PIB)*



Fuente: Cálculos Fedesarrollo con base a FMI y UNCTAD.

*Para Colombia se usan los pronósticos de Fedesarrollo.

Gráfico 3.
Índice de déficit fiscal para países pares de la región*
(Índice 2019 = 100)



Fuente: FMI-World Economic Outlook Octubre 2022.

*El déficit fiscal utilizado para Colombia y Chile es de Gobierno Nacional Central. Para los demás se toma el déficit fiscal del Gobierno General. Para LAC y Emergentes se hizo un promedio simple. Para Colombia en 2022 se usa el pronóstico de Fedesarrollo.

Consideraciones finales

Los desbalances macroeconómicos en cuenta corriente y balance fiscal crean una situación de vulnerabilidad externa en tanto obligan al país a mantener unas importantes necesidades de financiamiento. Esto, en un contexto mundial de mayor incertidumbre, menor liquidez y mayores costos de endeudamiento. La fuente primordial

Referencias

ALKSWANI, M. A. (2000) The twin deficits phenomenon in petroleum economy: Evidence from Saudi Arabia, Paper presented in Seventh Annual Conference, Economic Research Forum (ERF), 26-29 (October).

CALVO, G., IZQUIERDO, A. & MEJÍA, L. F. (2003). On the empirics of sudden stops. NBER Working Paper No. 10520, Cambridge, MA.

de estos desbalances, en nuestro concepto, proviene de un exceso de demanda propiciado por unas posturas en exceso expansivas en el frente monetario y fiscal, que generaron un índice de déficits gemelos histórico de 13,7% en 2022. No obstante, para 2023 estimamos un índice de déficit gemelos de 8,8% (4,5% de déficit fiscal y 4,3% de déficit externo) en línea con un enfriamiento gradual de la economía, luego de la rápida reversión de la postura expansiva de la política monetaria y la necesidad de reducir el déficit para cumplir con la regla fiscal.

Un índice de déficits gemelos de 8,8% sigue estando por encima del promedio histórico, por lo que consideramos fundamental que el gobierno continúe profundizando el ajuste fiscal. Entre otros elementos, insistimos en la necesidad de ahorrar una parte de los recursos nuevos que se derivarán de la reforma tributaria del año anterior, especialmente teniendo en cuenta que buena parte de ellos tienen el carácter de transitorios. Aunque esperamos que el Gobierno nacional cumplirá sin problema las metas establecidas por la regla fiscal, lo cierto es que la percepción de mayor riesgo por parte de los inversionistas sigue siendo un elemento presente en esta coyuntura. Un mensaje de mayor austeridad y ajuste en el gasto sería clave para profundizar la reducción en la prima de riesgo país, un elemento determinante en la disminución en el costo de uso del capital y, por ende, en el impulso a la inversión y el crecimiento económico de mediano plazo.

- CORSETTI, G., MÜLLER, G. J. & SIBERT, A. (2006). Twin Deficits: Squaring Theory, Evidence and Common Sense. *Economic Policy*, 21(48), 597–638. <http://www.jstor.org/stable/3874043>.
- EFREMIDZE, L. & TOMOHARA, A. (2010). Have the Implications of Twin Deficits Changed?: Sudden Stops over Decades. *International Advances in Economic Research*, 17(1), 66–76. doi:10.1007/s11294-010-9285-9.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. (2022) World Economic Outlook October 2022: Countering the Cost-Of-Living Crisis.
- LEACHMAN, L. & FRANCIS, B. (2002). Twin deficits: Apparition or reality? *Journal of Applied Economics*, 34 (9), 1121-1133.
- MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. (2022b). Marco Fiscal de Mediano Plazo 2022. Bogotá. Recuperado de https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-197963%2F%2Fid-cPrimaryFile&revision=latestreleased.
- ORGANIZACIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS (2021). United Nations Conference on Trade and Development: State of Commodity Dependence 2021. Recuperado de: https://unctad.org/system/files/official-document/ditcom2021d2_en.pdf.

CALENDARIO ECONÓMICO

Febrero 2022

LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO
		1 Tipos de interés - FED EEUU Tasa de inflación - UE Tasa de desempleo - Zona Euro	2 Tipos de interés del BCE	3 IPP Tasa de desempleo -EEUU	4 IPC
6	7	8 Deuda externa - Banrep	9 Reservas internacionales Tasa de inflación - China	10 GEIH - Varios Estadísticas de concreto premezclado	11
13 Encuesta de Opinión al Consumidor	14 Censo de Edificaciones Encuesta Mensual de Servicios Encuesta Mensual Ma- nufacturera con Enfoque Territorial Muestra Trimestral de Agencia de Viajes Índice de Producción Industrial Censo de Edificaciones Estadísticas de Licencias de Construcción Indicador de Producción de Obras Cíviles Inflación -EEUU	15 Producto Interno Bruto Indicador de Seguimien- to a la Economía	16 GEIH - Regiones	17	18
20 Encuesta de Opinión Financiera	21 Índice de Costos del Transporte por Carretera Vivienda de interés social y no social	22 Índice de Precios de Vivienda Nueva Índice de Precios de la Propiedad Residencial Encuesta de Opinión Empresarial	23 Tasa de inflación men- sual - UE	24	25
26	27 Índice de Costos de Construcción de Obras Cíviles Índice de Costos de Construcción de Edifi- caciones	28 GEIH - Mercado laboral Estadísticas de Cemento Gris Índice de términos de intercambio - Banrep Exportaciones e importa- ciones bs - Banrep			



INVESTIGACIÓN

Coyuntura y Proyecciones Económicas
Política Macro y Fiscal
Pobreza, Educación y Desigualdad
Educación, Salud y Pensiones
Mercado Laboral
Organización industrial, Comercio y Mercados financieros
Análisis sectoriales
Evaluaciones de impacto

ENCUESTAS

Opinión Empresarial
Opinión del Consumidor
Opinión Financiera

PUBLICACIONES

Coyuntura Económica y Social
Tendencia Económica
Economía Política
Cuadernos de Fedesarrollo
Prospectiva Económica

EVENTOS

Debates de Coyuntura
Conferencias
Seminarios

MAYOR INFORMACIÓN OFICINA COMERCIAL

Teléfono (601) 325 97 77 Ext.: 340

E-mail: mruiz@fedesarrollo.org.co

www.fedesarrollo.org.co

Bogotá | Colombia