

CON LA ECONOMÍA NO SE JUEGA

**Perspectivas
Económicas 2021**



PERSPECTIVAS ECONÓMICAS CORFICOLOMBIANA

PROYECCIONES 2021: CON LA ECONOMÍA NO SE JUEGA

DICIEMBRE 3 DE 2020

DIRECTOR GENERAL | José Ignacio López

EDITOR GENERAL | Julio César Romero

ANALISTAS | María Paula Campos
María Paula Contreras
Daniel Felipe Duarte
Andrés Duarte Pérez
José Ignacio López
José Luis Mojica
Roberto Carlos Paniagua
Juan Camilo Pardo
Laura Daniela Parra
Julio César Romero
Ana Vera Nieto

PORTADAS E INFOGRAFÍAS | Dementes abiertas SAS

DIAGRAMACIÓN | Consuelo Lozano González
consuelo.lozano@formasfinales.com

IMPRESIÓN | Citygraf Impresores Ltda.
Bogotá, Colombia
Diciembre de 2020

Dirección Ejecutiva de Investigaciones Económicas
Corficolombiana S.A.
Carrera 13 No. 26-45, Bogotá D.C., Colombia
www.corficolombiana.com

ISSN 2256-1072

Corporación Financiera Colombiana S.A. 2020
Todos los derechos reservados ©

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS CORFICOLOMBIANA

PROYECCIONES 2021: CON LA ECONOMÍA NO SE JUEGA

DICIEMBRE 3 DE 2020

Contenido

I. EDITORIAL: CON LA ECONOMÍA NO SE JUEGA	7
II. RESUMEN 2020: EL GRAN CONFINAMIENTO	17
II.1. Contexto externo: recesión sincronizada	18
Mercado cambiario: el peso de la incertidumbre	
Mercado de deuda: diez medidas que mantuvieron bajas las tasas de deuda pública en Colombia	
Renta variable: índices de ponderación accionaria por factores fundamentales (PAFF) para Colombia	
Recuadro. La vulnerabilidad de las economías emergentes	
Recuadro. El costo económico de las cuarentenas	
II.2. Actividad económica y mercado laboral	61
La peor contracción de la historia	
La vulnerabilidad del mercado laboral	
II.3. Actividad sectorial en 2020: impacto heterogéneo	66
Construcción de infraestructura: suspensión de obras y reactivación temprana	
Construcción de edificaciones: contra las cuerdas	
Sector hotelero: el más damnificado por la pandemia	
Sector agropecuario: respaldo en tiempos de pandemia	
Minero-energético: con el crudo al cuello	
II.4. Inflación, política monetaria y sector financiero	81
Infografía: medidas tomadas por banrep en 2020	
Sector financiero: resiliencia bajo estrés	
II.5. Posición fiscal: ajuste en cuarentena	89

<u>III. PERSPECTIVAS 2021: SE NECESITAN REFORMAS</u>	97
Mapa de riesgos	
<u>III.1. Contexto externo y mercados financieros</u>	103
Contexto externo: la hoja de ruta de la recuperación	
Mercado cambiario: aterrizaje controlado	
Retos para el mercado de renta fija en 2021	
<u>III.2. Actividad económica y mercado laboral</u>	119
<u>Recuadro. La vulnerabilidad del empleo informal y la urgencia de reformas</u>	
<u>III.3. Perspectivas sectoriales en 2021: ajuste a la nueva normalidad</u>	122
Contrucción de infraestructura: motor de reactivación económica	
Infografía. 5g: a otro nivel	
Construcción de infraestructura: nuevos vientos	
Minero-energético: reactivación condicionada	
<u>III.4. Inflación, política monetaria y sector financiero</u>	136
Sector financiero: aliado de la recuperación	
<u>Recuadro. Reformas al sistema financiero</u>	
<u>III.5. Posición fiscal: proteger la credibilidad</u>	149
El costo de no hacer una reforma fiscal	
<u>Recuadro. El tamaño del gobierno y el crecimiento económico: la importancia de la confianza</u>	
<u>Recuadro. Grado de inversión y los índices de mercado de renta fija</u>	
Resumen de Proyecciones Económicas	173

I. Editorial: con la economía no se juega

José Ignacio López

En diciembre de 2019, en nuestro tradicional foro de perspectivas económicas, advertíamos que el país navegaba contra la corriente. En un contexto donde la mayoría de las economías a nivel global se desaceleraban a raíz del escalamiento de la guerra comercial entre Estados Unidos y China, Colombia, con su bajo nivel de apertura comercial, experimentaba un repunte en la actividad económica apalancado en el mayor dinamismo del consumo interno.

Nunca nos imaginábamos en ese momento que mientras discutíamos los retos para 2020, una serie de eventos fortuitos configuraban, primero una corriente tenue, que habría de convertirse en cuestión de semanas en un caudal inédito de malas noticias, y finalmente en una ola devastadora: el COVID-19.

Cuando escribimos por primera vez sobre la aparición del SARS-COV-2 (COVID-19) en China, a comienzos de enero, lejos estábamos de sospechar que este virus iba a transformar de forma tan radical el mundo en 2020, y que iba a tocar a tantas familias que han perdido seres queridos, en lo que ha sido, antes que todo, un drama humano. En lo económico, la aparición del virus, así como las estrategias no farmacológicas para enfrentarlo, como cuarentenas y protocolos de distanciamiento social, tuvieron un efecto disruptivo en la actividad económica sin precedentes.

En 2020 el mundo experimentó la recesión más profunda y sincronizada de la historia moderna. El Fondo Monetario Internacional estima que el PIB mundial se contraerá 4,4% este año. El COVID-19 puso fin al ciclo de expansión económica más prolongado de la historia en EE.UU., con una caída que se espera alcance 4,3% este año. Por su parte, las economías de América Latina enfrentaron el doble choque de la pandemia y la reducción en los precios internacionales de las materias primas, lo que llevará a la región a un retroceso cercano al 8%.

Colombia no fue ajena a este cambio abrupto en la corriente. Los confinamientos y los bajos precios del petróleo se tradujeron en una

estrepitosa caída de la demanda interna. Entre enero y septiembre el consumo de los hogares se redujo 7,1% en términos anuales. Por su parte, la inversión se contrajo 19,6%, frente al mismo período del año anterior, como resultado del pobre desempeño de la inversión en construcción. Este último rubro estuvo afectado por la débil dinámica del subsector de edificaciones y de las obras civiles para minería, a pesar de la rápida reactivación de los proyectos de infraestructura 4G.

La inversión en maquinaria y equipo también tuvo una caída considerable en lo corrido del año a septiembre, con una contracción anual de 14%, en un contexto de alta incertidumbre en el que se deterioró la confianza empresarial y, además, se destruyó un gran número de empresas, en especial micro y pequeñas.

Dada estas cifras, esperamos una contracción de la economía de 7,1% en 2020, la peor de la que tengamos registro.

En línea con esta abrupta caída en la actividad económica, el mercado laboral exhibió una pérdida significativa en el número de ocupados. El punto más crítico para el mercado de trabajo ocurrió en abril, cuando el número de ocupados en el país se redujo a 16,5 millones, 5,4 millones menos que en 2019, lo que implicaba en ese momento un retroceso de 12 años en materia de empleo.

En los meses más recientes, desde abril a octubre, la economía recuperó 3,9 millones de puestos de trabajo de la mano de la normalización de muchos sectores. No obstante, el número de personas ocupadas continúa por debajo de los niveles pre-pandemia y esperamos que al cierre del año sea inferior en algo cercano a un millón de puestos de trabajo, relativo al cierre de 2019. A su vez, la tasa de desempleo nacional ascendió a un promedio de 16,6% entre enero y octubre de 2020, superior en 5,9 puntos porcentuales al nivel registrado durante el mismo periodo de 2019.

Desde la perspectiva sectorial, la pandemia tuvo un efecto adverso generalizado, pero con marcadas diferencias dependiendo del sector económico. Las actividades secundarias, como la industria manufacturera y la construcción, fueron las más afectadas al inicio de la crisis -cuando

se adoptaron las restricciones más estrictas de movilidad-, al punto que registraron contracciones anuales superiores a 40% en abril, mientras que las actividades del sector primario (agro y minero-energético) y terciario (servicios) se contrajeron 11,2% y 16,0%, respectivamente.

En la medida que las restricciones de movilidad se relajaron, el sector secundario evidenció un repunte relativamente rápido, de forma que entre mayo y septiembre recuperó cerca del 70% de lo perdido entre marzo y abril, moderando su contracción anual hacia tasas de 15%. La industria manufacturera, por ejemplo, redujo su caída anual de 34% en abril a 3% en septiembre. Por su parte, el sector terciario moderó su caída anual a 5,3% en septiembre, recuperando un 60% de lo perdido al inicio de la pandemia.

Las ventas del comercio minorista -uno de los indicadores más relevantes sobre el desempeño del consumo privado- registró una tendencia positiva entre abril y septiembre, con excepción de agosto, cuando se endurecieron las restricciones en las principales ciudades del país ante el pico de contagios. En términos anuales, las ventas reales de este sector pasaron de crecer 10,4% en el primer bimestre a caer 4,9% en marzo y 43% en abril, cuando el sector tocó fondo. Desde entonces la caída se ha moderado hasta llegar a -0,8% en septiembre.

Por otro lado, la recuperación del sector primario ha sido frágil. En el trimestre mayo-julio se observó una tendencia favorable, que permitió moderar la caída anual a 5,0%, superado el choque inicial. No obstante, en los siguientes dos meses la senda de recuperación se deterioró, alcanzando una contracción de 8,8% en septiembre.

Más aún, el panorama que originalmente esperábamos para este año en materia de inflación, política monetaria y variables del sector financiero, cambió drásticamente. Frente a un escenario inicial de un aumento de precios al consumidor cercano al 3%, pasamos a una inflación en descenso durante los primeros 10 meses de 2020, hasta alcanzar un nivel mínimo histórico de 1,75%, como resultado de la fuerte contracción del consumo privado y de las medidas adoptadas por el Gobierno en el marco de la emergencia económica frente al precio de ciertos bienes regulados.

En este contexto, la Junta Directiva del Banco de la República inició en marzo un ciclo de recortes que llevó la tasa de interés de intervención desde 4,25% hasta 1,75%, el nivel más bajo desde que se estableció el esquema de inflación objetivo en el país. Este ciclo de expansión monetaria estuvo acompañado por una serie de medidas adicionales orientadas a suministrar liquidez al mercado financiero doméstico, entre las cuales se destacan la compra directa de títulos de deuda pública y privada por un monto cercano a los 11 billones de pesos, la ampliación de plazos, montos y contrapartes para las operaciones de financiación transitoria y la reducción de 2 puntos porcentuales en el encaje bancario. Estas operaciones fueron decisivas para tranquilizar el mercado de deuda local, donde los TES de referencia 2024 alcanzaron en marzo, el momento más álgido de aversión al riesgo, niveles cercanos al 8%, para luego descender a niveles mínimos de 3,2% a mediados de julio, y un nivel proyectado de 3,8% para cierre de año.

La política fiscal también hizo su parte en el esfuerzo por mitigar el adverso efecto de la pandemia. Aprovechando los poderes excepcionales del estado de emergencia, el Gobierno creó el Fondo de Mitigación de Emergencias (FOME) para canalizar recursos hacia programas que permitieran atenuar la caída de ingresos de hogares y empresas. Mediante el FOME, el Gobierno aumentó los subsidios monetarios a las familias más vulnerables cobijadas dentro de los programas sociales ya existentes, y amplió la red de subsidios con el programa de Ingreso Solidario, que fue prolongado hasta junio de 2021.

El FOME también se utilizó para la creación del Programa de Apoyo al Empleo Formal (PAEF), también extendido hasta marzo del año entrante, así como para financiar las garantías estatales de las diferentes líneas de crédito, y el desembolso de recursos de urgencia destinados al sistema de salud. Con cifras al 20 de noviembre, las fuentes de recursos del FOME ascendían a 24,8 billones de pesos, de los cuales se habían comprometido 17 billones (69% del recaudo). Por su parte, los datos disponibles del PAEF al cierre de este informe indican que los subsidios a la nómina habían beneficiado a 134 mil personas (83% jurídicas y 17% naturales), por un monto total ejecutado de 3,1 billones de pesos, es decir, un poco más del 70% del presupuesto anunciado inicialmente para ese programa.

Este gasto adicional, así como el menor recaudo tributario a raíz de la contracción de la economía, elevó el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central, que esperamos cierre este año en niveles cercanos al 9% del PIB. Para 2021, el Gobierno proyecta un déficit de 7,6% del PIB, lo cual llevaría la deuda pública hacia niveles de 66% del PIB, un máximo histórico para nuestro país. Vale la pena mencionar que la gestión activa por parte de Crédito Público, que incluyó el aumento del diferencial entre las puntas de compra y venta de los TES (*bid-ask spread*), los prestamos de títulos públicos a cero costo, la refinanciación de deuda a plazos más largos, la emisión de un nuevo título con vencimiento 2050, y la culminación anticipada del programa de subastas de TES, entre otros, contribuyó al buen funcionamiento del mercado de deuda pública, a pesar de la elevada incertidumbre fiscal.

Por otro lado, el mercado cambiario también sufrió un choque inédito. Durante el episodio más crítico de aversión al riesgo global en marzo y abril, la tasa de cambio en Colombia (USDCOP) alcanzó un máximo histórico de 4.154 pesos (equivalente a una devaluación superior al 20% anual), en medio del fortalecimiento del dólar a nivel mundial y del peor desplome de los precios del petróleo en varias décadas. Sin embargo, al cierre de este informe se registra una marcada tendencia revaluacionista como resultado del mayor apetito global por activos de riesgo que generaron los anuncios sobre las vacunas, de manera que la tasa de cambio se ubicaba por debajo de 3.600 pesos, en niveles similares a los de pre-pandemia.

Todo lo anterior ilustra lo difícil que ha sido 2020 en materia económica. No obstante, los anuncios recientes sobre el desarrollo de varias vacunas para enfrentar el COVID-19 son una fuente de optimismo. Una vacunación masiva en los países desarrollados podría restablecer los precios de las materias primas a niveles pre-pandemia, e incentivar los flujos de capitales hacia países en desarrollo. Adicionalmente, si Colombia logra acceder a algunas de las vacunas en 2021, es posible que tengamos sorpresas positivas en materia de crecimiento, más allá del rebote estadístico que ocurrirá de forma natural una vez que se comparen los niveles de actividad económica del próximo año con los observados en 2020, en particular durante el segundo trimestre de 2021.

Cabe aclarar que estas fuentes de optimismo son inciertas. El año entrante puede ser igual un año retador en materia económica. En nuestro escenario base, sin embargo, favorecemos una recuperación de buena parte de la actividad empresarial, de tal forma que la economía de Colombia alcance un crecimiento de 5,3% del PIB en 2021.

A nivel global el crecimiento del próximo año dependerá del balance entre el control epidemiológico y la eficacia de la respuesta de política económica para minimizar los efectos permanentes de la pandemia. En nuestra proyección base, el PIB mundial tendrá un rebote importante, alcanzando un crecimiento superior al 5%, sustentado en un progreso temprano de las campañas de vacunación en los países desarrollados, una amplia liquidez en los mercados internacionales debido a una política monetaria persistentemente acomodaticia y un eventual paquete fiscal adicional en EE.UU.

En el contexto local, esperamos que buena parte del rebote en crecimiento se deba a una ambiciosa agenda en materia de construcción de obras civiles -gracias a la confluencia de varios programas que incluyen la continuidad de los proyectos de cuarta generación, el inicio de la primera ola de proyectos 5G y de megaproyectos como el Metro de Bogotá, entre otros. Adicionalmente vemos una recuperación en la construcción de edificaciones residenciales, especialmente en el segmento de ingresos bajos y medios, debido al impulso de los programas de estímulo del Gobierno, así como una recuperación de la inversión en el sector de hidrocarburos, en línea con las mejores perspectivas de precios internacionales. Asimismo, esperamos el repunte de algunos sectores asociados al consumo privado, como el comercio al por menor de bienes durables y semi-durables como vehículos y electrodomésticos.

En línea con la recuperación económica, esperamos que la inflación regrese al rango objetivo del Banco de la República y se acerque nuevamente a la meta de 3,0% a finales de año. En este contexto de presiones inflacionarias moderadas, estimamos que las tasas de intervención se mantendrán en 1,75% hasta por lo menos septiembre de 2021, estimulando ampliamente la recuperación de la actividad económica durante la mayor parte del año. La liquidez y el rebote

en actividad permitiría que el crecimiento de cartera de crédito del sistema financiero se acelere hasta niveles de 5,3% en términos reales hacia finales del 2021. Como se desprende de estas cifras, nuestro escenario base es relativamente optimista, pero no lo suficiente como para que la actividad retome el año entrante el nivel pre-pandemia.

Por otra parte, la disminución de la aversión al riesgo desde finales de 2020, ante la expectativa de que la vacuna empiece a distribuirse en varios países antes de que termine este año, supone un escenario más favorable para los mercados financieros frente al que preveíamos hace pocos meses. Así, esperamos una apreciación del peso colombiano superior a 4% en 2021, consistente con un tipo de cambio de 3.590 pesos por dólar en promedio para el próximo año. En materia de cuentas externas, anticipamos un leve aumento del déficit en cuenta corriente a 3,5% del PIB, debido a la recuperación de los egresos factoriales netos. Esta dinámica estaría limitada por el cierre del déficit comercial -esperamos una recuperación más rápida de las ventas externas que de las importaciones- y las mayores transferencias netas. En cuanto a los mercados financieros locales anticipamos una recuperación del mercado accionario local, con base en el aumento de los flujos de inversión de extranjeros, el rebote económico y los bajos precios de buena parte de las acciones de empresas listadas. Para el mercado de TES somos menos optimistas en la medida que la incertidumbre fiscal y la recuperación de la inflación pondrán presión en los títulos de largo plazo. En este contexto vemos oportunidades interesantes en el mercado de deuda privada.

Mas allá de estos pronósticos y de la senda de recuperación esperada, las cifras de 2020 reflejan cómo la epidemia expuso varias de las fragilidades de la economía colombiana. La más importante de ellas, la deficiente estructura del mercado laboral colombiano.

Como mencionamos anteriormente, la crisis económica derivada de la pandemia no solo impactó el nivel de ocupación en el país, sino que también generó un deterioro en las condiciones laborales de quienes aún conservan su empleo. La población más vulnerable, cuya subsistencia depende de las fuentes de ingreso del día a día, se vio particularmente afectada, al punto, que el choque reversó

buena parte de los avances en materia de reducción de la pobreza y desigualdad de los últimos años.

Dado que más de la mitad de los ocupados en el país son informales y sus ingresos diarios dependen de realizar actividades presenciales, el aislamiento social los dejó expuestos al choque, sin acceso a fuentes de recursos alternativas para cubrir sus gastos durante el confinamiento. Al analizar el cambio en los ingresos reales de trabajadores formales e informales se evidencia una marcada diferencia: mientras la caída promedio en el ingreso de los ocupados formales fue cercana a 8% durante el periodo mayo-septiembre en términos anuales, en el segmento informal fue de 30%.

Este panorama pone de relieve la necesidad de realizar ajustes urgentes al mercado laboral, que ya era evidente desde antes de la pandemia, con una informalidad de 60% y una tasa de desempleo de dos dígitos en 2019, muy superior a la de la mayoría de los países emergentes. El país no puede darse el lujo de mantener los costos laborales en los niveles actuales, ni de permitir que más de la mitad de los ocupados estén excluidos de la formalidad. La mejor apuesta que podemos hacer en este momento como país es repensar los esquemas de protección de empleo, para que cumplan su función de salvaguardar a los trabajadores de forma efectiva y no, como lo hacen ahora, al ser un resguardo de un grupo minoritario de ocupados. Una reforma laboral no solo es una necesidad imperiosa para que la recuperación de la economía sea más vigorosa, sino es una obligación con un segmento amplio de la población excluida de contratos laborales formales.

La pandemia también puso de manifiesto la precaria situación fiscal del país. Antes del COVID-19 el Gobierno venía adelantado un proceso de consolidación fiscal, pero llevamos varias décadas con una evidente dependencia fiscal a los ingresos petroleros y un déficit fiscal estructural.

La estrategia para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas a mediano plazo, contemplada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2020, establece la necesidad de presentar una reforma

fiscal que reduzca estructuralmente el déficit del GNC en 2% del PIB a partir de 2022.

De acuerdo con nuestras estimaciones, la deuda bruta del GNC alcanzará un máximo de 66% del PIB en 2021 para luego descender a niveles de 57% al final de la década, en presencia de una reforma tributaria. Sin embargo, en ausencia de dicha reforma, la senda de la deuda será creciente, alcanzando un nivel de 78% del PIB en 2031.

Frente a este panorama, si no enmendamos las cuentas fiscales, el país no sólo perderá el grado de inversión que tiene desde 2012, sino que enfrentará tasas de interés más altas, lo que llevará a que el Gobierno tenga que pagar, según nuestros cálculos, 0,3 puntos del PIB adicionales de intereses en el periodo comprendido entre 2022 y 2031. Este costo adicional en interés podría ascender a 78,3 billones de pesos constantes de 2020, es decir, más de seis veces la inversión para el Metro de Bogotá (12 billones), 1,6 veces la inversión destinada a los proyectos de infraestructura de quinta generación (58,5 billones) y 1,3 veces el rubro de inversión en el Presupuesto General de la Nación para 2021 (48 billones de pesos).

El trámite de una reforma laboral y otra tributaria es complejo, en particular para un Gobierno en su tercer año de mandato. De hecho, muchos analistas enfatizan lo difícil que será para el Ejecutivo presentar dichas reformas en 2021, dado que es un año preelectoral. A muchos les preocupa que, dado que las reformas pueden ser impopulares, una acción en dicha dirección puede alimentar los movimientos y candidatos populistas. No obstante, Colombia no puede jugar con uno de sus activos más preciados: el manejo ortodoxo de la economía.

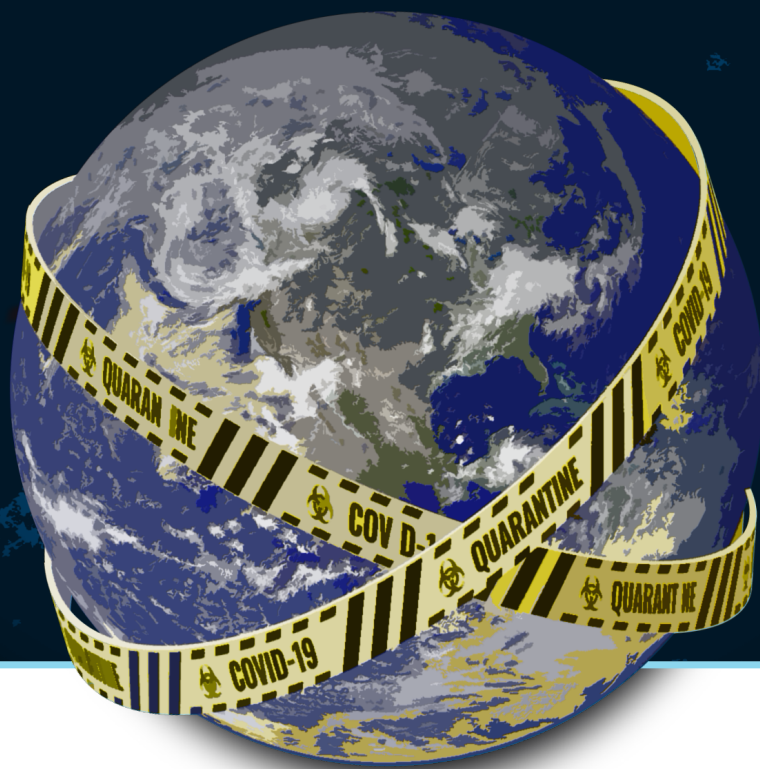
No hacer una reforma tributaria por miedo al populismo sería muy costoso, dado que pondría al país en una apretada situación fiscal, y paradójicamente, en un entorno ideal para la proliferación de propuestas fiscales populistas. Lo mismo puede ocurrir si no hay una apuesta decidida por el empleo.

La actual coyuntura es un reto para que el Gobierno, la clase política, los líderes empresariales, la academia, los analistas y en general la

sociedad civil, estén a la altura y apuesten por las grandes reformas que el país necesita. No podemos arriesgar la recuperación ni poner en juego los avances macroeconómicos alcanzados en las últimas décadas. No podemos jugar con la economía. Y, sobre todo, no podemos dejar de hacer las reformas esenciales por el temor al populismo, porque en ese momento, el populismo ya habrá ganado.

Capítulo II

BALANCE 2020: EL GRAN CONFINAMIENTO



La pandemia generada por el coronavirus marcó un antes y un después en la historia moderna de la humanidad. Millones de personas han perdido a sus familiares como consecuencia de la enfermedad y, desafortunadamente, las víctimas mortales siguen en aumento, profundizando la gravedad de esta tragedia.

En materia económica y social el impacto no fue menor. El Gran Confinamiento, como denominó el Fondo Monetario Internacional a esta crisis, generó la mayor contracción de la economía mundial en casi un siglo, destruyendo millones de empleos en todo el mundo y profundizando las brechas sociales y entre países.

En este capítulo presentamos un resumen de lo que sucedió este año. En la primera sección repasamos los efectos de la pandemia sobre la actividad económica global y los mercados financieros locales. En las secciones 2 y 3 profundizamos en la economía colombiana, su mercado laboral y la evolución de los principales sectores productivos. En la cuarta sección analizamos lo que sucedió en materia de inflación y política monetaria, y hacemos un repaso breve del sector financiero. Finalmente, en la quinta sección resumimos lo que pasó este año en el frente fiscal.

II.1. CONTEXTO EXTERNO: RECESIÓN SINCRONIZADA

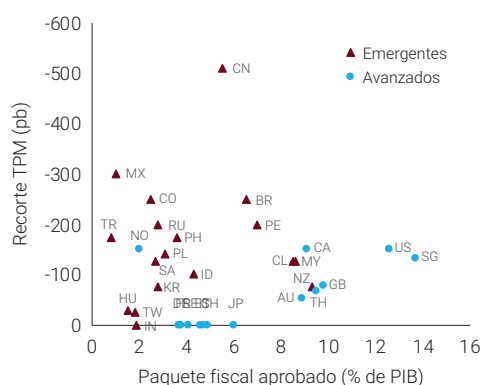
CONTEXTO EXTERNO

Laura Daniela Parra

En 2020 el mundo experimentó la recesión más profunda y sincronizada de la historia. La crisis del coronavirus representó un choque sin precedentes tanto de oferta como de demanda, a causa de la disrupción sobre las cadenas de suministro, las medidas de aislamiento, la reducción en los ingresos de los hogares y el cambio en los patrones de consumo.

Gráfico 1

RESPUESTA DE POLÍTICA CONVENCIONAL



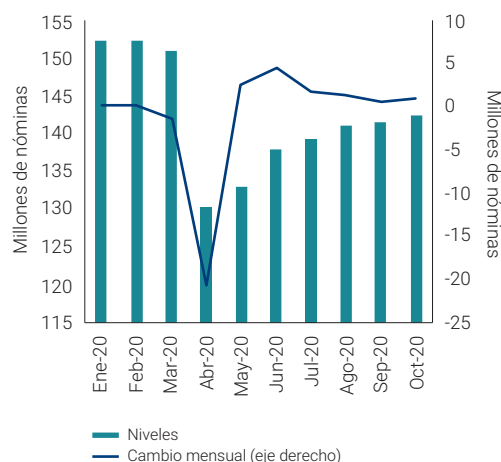
* Los paquetes fiscales no incluyen recursos destinados a garantizar créditos. TPM: tasa de política monetaria.
Fuente: Corficolombiana y Goldman Sachs.

Ante este panorama, la respuesta de política económica fue contundente y altamente coordinada (Gráfico 1). Por un lado, los bancos centrales recortaron aceleradamente sus tasas de intervención e implementaron, por primera vez en la mayoría de las economías emergentes, medidas de estímulo no convencional para aumentar la efectividad de la acomodación monetaria y responder adecuadamente a las necesidades de financiamiento del sector real. Lo anterior reestableció el funcionamiento de los mercados financieros tras el *sell-off* de marzo, mes en el que incluso los activos refugio más representativos, como el oro y los títulos del tesoro estadounidense a 10 años, se desvalorizaron de manera importante (sólo el dólar se fortaleció ante la elevada preferencia por liquidez).

Por su parte, la respuesta de la política fiscal fue fundamental para fortalecer los sistemas sanitarios, proveer apoyo tributario a las empresas y mitigar la destrucción de empleo y la reducción de los ingresos de los hogares; no obstante, la respuesta en las economías emergentes fue más débil que en las desarrolladas, debido al *trade-off* entre estímulo fiscal presente y sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. En efecto, el paquete fiscal aprobado para el año 2020 ascendía a 7,3% del PIB global en octubre, pero mientras en las economías avanzadas era de 9,2%, en los países emergentes era de 4,4%. Paralelamente, una suma importante de recursos fue canalizada a través del sector financiero en forma de garantías crediticias. Los países de la Eurozona y Perú fueron especialmente activos con la utilización de este mecanismo.

Gráfico 2

NÓMINAS NO AGRÍCOLAS EN EEUU



Fuente: BLS.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que el PIB mundial se contraerá 4,4% este año, presentando una recesión significativamente más profunda que la de 2009, cuando la economía global retrocedió 0,1%. El nivel de producto mundial pre-pandemia se recuperaría al cierre de 2021, año en el que se anticipa una expansión de 5,2% impulsada principalmente por las economías emergentes (Tabla 1).

En **EEUU**, el coronavirus dio fin al ciclo de expansión económica más prolongado de la historia. Se espera que el PIB retroceda 4,3% este año, luego de presentar un crecimiento promedio de 2,3% en la última década. En 2T20, el PIB retrocedió a sus niveles de 2015, sin embargo, tras un repunte liderado por el consumo y la inversión residencial y en equipos, retornó en 3T20 a su nivel de 2018.

Entre tanto, la tasa de desempleo aumentó a un máximo histórico de 14,7% en abril, luego de oscilar alrededor de 3,5% durante el segundo semestre de 2019, nivel mínimo de los últimos 50 años. Desde entonces, la tasa de desempleo descendió hasta ubicarse en 6,9% en octubre, en línea con la recuperación de 12 mil de las 22 mil nóminas destruidas a causa de la pandemia (Gráfico 2). La recuperación del

Tabla 1

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO DEL FMI

	2019	2020 (p)	2021 (p)
PIB mundial	2,8	-4,4	5,2
Economías avanzadas	1,7	-5,8	3,9
EEUU	2,2	-4,3	3,1
Zona euro	1,3	-8,3	-8,3
Reino Unido	1,5	-9,8	5,9
Japón	0,7	-5,3	2,3
Economías emergentes	3,7	-3,3	6,0
Asia Emergente	5,5	-1,7	8,0
China	6,1	1,9	8,2
India	4,2	-10,3	8,8
Europa Emergente	2,1	-4,6	3,9
Rusia	0,3	-4,1	2,8
América Latina	0,0	-8,1	3,6
Brasil	1,1	-5,8	2,8
México	-0,3	-9,0	3,5
Chile	1,1	-6,0	4,5
Colombia	3,3	-8,2	4,0
Perú	2,2	-13,9	7,3

Fuente: World Economic Outlook. FMI (Octubre 2020) y Corficolombiana.

empleo viene impulsada por los sectores de ventas al por menor y ocio y alojamiento, actividades que se vieron fuertemente afectadas a causa del confinamiento. Cabe mencionar que el choque adverso sobre los ingresos de los hogares fue mitigado durante el segundo y tercer trimestres gracias al fortalecimiento del seguro contra el desempleo y otros programas de transferencias a los hogares. Lo anterior se reflejó en el incremento de la tasa de ahorro a 33,6% en abril, un nivel récord.

A nivel de precios, la inflación anual medida por el gasto en consumo personal (PCE) alcanzó su nivel más bajo en abril, al ubicarse en 0,5% en su estimación total y en 0,9% al excluir los precios de los alimentos y la energía. Desde entonces ambas medidas de inflación han aumentado a 1,4% y 1,5%, respectivamente, aunque se anticipa que continúen por debajo de su nivel objetivo de 2,0% por lo menos hasta 2023.

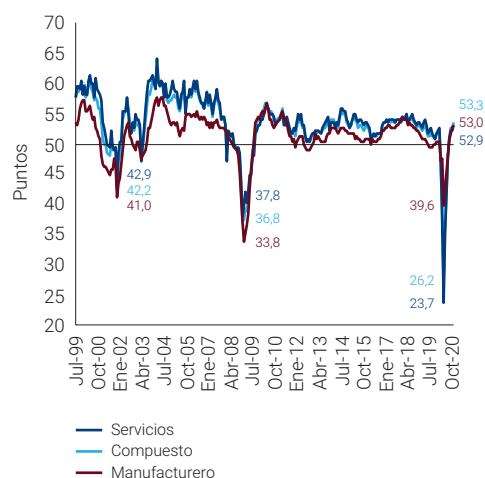
A la turbulencia ocasionada por el coronavirus se sumaron otros eventos de importancia global, entre los que destacamos las elecciones generales en EEUU. Joe Biden fue electo como el próximo presidente de EEUU y el partido demócrata conservó la mayoría en la Cámara de Representantes. No obstante, el partido republicano conservó su mayoría en el Senado, razón por la cual Biden tendrá que trabajar para lograr consenso e implementar su plan de gobierno, determinante en la recuperación de la economía más grande del mundo.

En la **Eurozona** y el **Reino Unido**, la pandemia ocasionó un retroceso importante que llevó el PIB de 2T20 a los niveles de 2005 y 2003, respectivamente. Tras la reapertura, la actividad económica se recuperó hasta alcanzar niveles de 2017 y 2013. A nivel de precios, la inflación anual se ubicaba en -0,3% y 0,5% en septiembre, presionada a la baja por los rubros de energía y servicios y reducciones en el IVA.

En materia de empleo, la implementación de programas de subsidio a la nómina mitigó el deterioro en el mercado laboral. De esta forma, la tasa de desempleo se encuentra tan solo 1,0 y 0,8 p.p. por encima de su nivel de hace un año, a pesar de la reducción de 11,3% en las horas trabajadas en lo corrido del año. A nivel financiero, a diferencia de regiones como EEUU y China, los índices accionarios de referencia

Gráfico 3

PMI GLOBAL



Fuente: JP Morgan y Corficolombiana.

Gráfico 4

VOLATILIDAD DEL MERCADO ACCIONARIO Y CONDICIONES FINANCIERAS EN EEUU



Fuente: Corficolombiana y Eikon.

se mantenían en niveles inferiores a los pre-pandemia en noviembre, sugiriendo la persistencia de la aversión al riesgo.

Uno de los principales riesgos para el Reino Unido es la posibilidad de que se implementen condiciones arancelarias y otras restricciones al comercio internacional de acuerdo con los lineamientos de la Organización Mundial del Comercio si no logra un acuerdo con la Unión Europea antes del 31 de diciembre de este año.

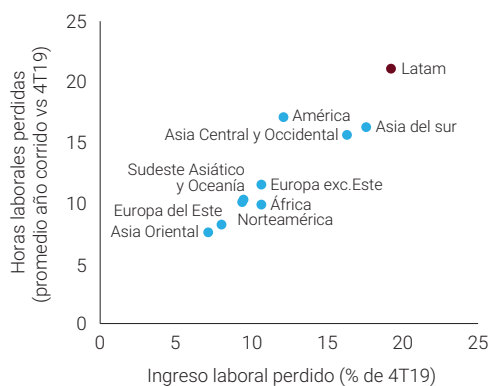
Por su parte, las economías de **América Latina** enfrentaron el doble choque de la pandemia y la reducción en los precios internacionales de las materias primas. Lo anterior se sumó a la debilidad en la industria automotriz y de textiles, razón por la cual el choque se ha visto amplificado en esta región. De hecho, el FMI proyecta la contracción más severa (-8,1%) para este grupo de países. La ONU anticipa una reducción de alrededor de 50% en la inversión extranjera directa en 2020 como consecuencia de la dependencia en industrias extractivas, los menores precios de los commodities y la incertidumbre económica y política.

Tendencias globales durante 2020

- Afectación concentrada en el sector servicios: el distanciamiento social ocasionó un profundo y repentino choque sobre las actividades relacionadas con los servicios, las cuales representan el 64,3% del valor agregado de 2019. A nivel desagregado, los sectores que se han visto y continuarán afectados por un tiempo prolongado son el turismo, la hotelería y el transporte de pasajeros -que decreció 90% a/a durante mayo y abril- (Gráfico 3).
- Rol clave del sector financiero: aunque el sector financiero no se ha visto exento de los episodios de volatilidad desencadenados por la pandemia, en esta oportunidad no es el epicentro de la crisis, como sí sucedió en 2008-2009 (Gráfico 4). En esta línea, los establecimientos financieros continuarán desempeñando un rol esencial durante la recuperación: canalizar liquidez y apalancamiento adecuado al sector real y, de esta manera, evitar una afectación más profunda para el sector privado.

Gráfico 5

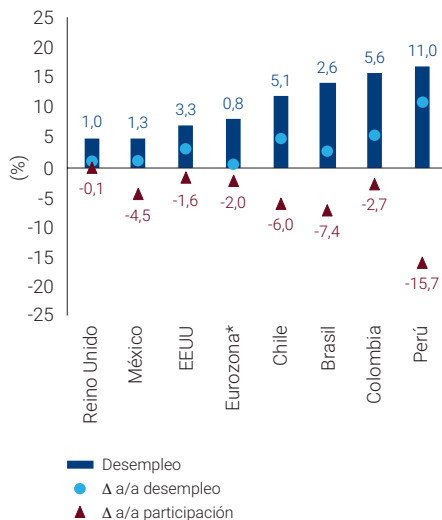
REDUCCIÓN EN HORAS DE TRABAJO E INGRESO LABORAL GLOBAL



Fuente: Corficolombiana y OIT.

Gráfico 6

TASA DE DESEMPLEO Y PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO LABORAL



* Cambio en la participación laboral a 2T20.

Fuente: Eikon.

Por esta razón, las autoridades monetarias y entes regulatorios han anunciado medidas que facilitan la reestructuración de la deuda privada, la aplicación de periodos de gracia, el congelamiento de la calificación crediticia, entre otras medidas encaminadas a mitigar las presiones de liquidez del sector real. Lo anterior se ha visto acompañado por la flexibilización regulatoria -a través de menores provisiones o flexibilización de requerimientos de capital- y mayor provisión de liquidez para garantizar solvencia de los establecimientos crediticios. Esto representa uno de los principales desafíos en el futuro, pues el incentivo al endeudamiento podría comprometer la estabilidad financiera en los próximos años.

- Fuerte deterioro del mercado laboral: de acuerdo con la Organización Mundial de Trabajo (OIT), durante los primeros tres trimestres del año las horas de trabajo se redujeron en 11,7% frente a 4T19, como consecuencia de las restricciones a la movilidad y los cambios en los patrones de consumo, de manera que el ingreso laboral disminuyó 10,7% en el mismo periodo. Estas reducciones fueron más acentuadas durante los periodos de aislamiento estricto: 1T20 en el caso de Asia y 2T20 para el mundo occidental.

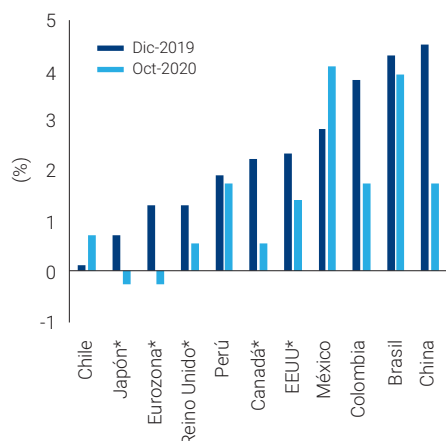
El panorama es más complejo para los países de ingresos bajo y medio. Primero, porque la disminución en las horas de trabajo ha sido más acentuada, y segundo porque la implementación de transferencias a los hogares y otros programas de protección social se vio limitada tanto por el menor espacio fiscal como por el elevado nivel de informalidad (Gráfico 5). En todo caso, la respuesta de política fue determinante para mitigar el choque de la pandemia sobre los ingresos de los hogares. De acuerdo con estimaciones de la OIT, cada punto del PIB de estímulo fiscal durante 2T20 redujo en 0,8 p.p. la pérdida de horas trabajadas.

Los últimos reportes de mercado laboral señalan que la tasa de desempleo en las principales economías y otros países de la región continúa en niveles elevados comparados con los de hace un año, a pesar de la reducción en la participación laboral (Gráfico 6). Lo anterior tendrá importantes implicaciones sobre la reducción de la pobreza. Al respecto, el Banco Mundial estima que la crisis

del coronavirus empujará entre 88 a 117 millones de personas a la pobreza extrema y retrasará en tres años los avances en la materia.

Gráfico 7

INFLACIÓN IPC ANUAL



* Datos a septiembre de 2020.

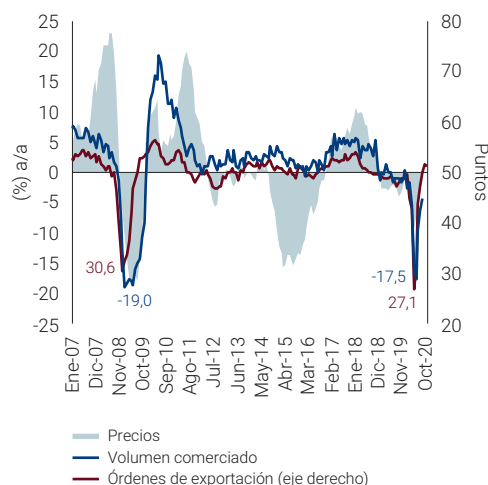
Fuente: Corficolombiana y Eikon.

- Debilidad inflacionaria: desde antes de la pandemia las economías avanzadas ya experimentaban tendencias desinflacionarias, a pesar de los notables avances en materia de empleo y de las amplias condiciones de liquidez. La pandemia profundizó las presiones negativas sobre los precios, debido a la debilidad de la demanda y la reducción de los precios de la energía, en línea con la menor cotización internacional del petróleo. En particular, los precios de los alimentos y el vestuario fueron una fuente importante de volatilidad, debido a las tendencias de aprovisionamiento y los descuentos por temporadas prolongadas.

Bajo estas circunstancias, la inflación total y núcleo de las economías avanzadas continuó por debajo de sus niveles objetivo. En las economías emergentes también se registró un fenómeno desinflacionario, si bien los precios de los alimentos y regulados han presionado recientemente al alza la inflación en Chile y México (Gráfico 7).

Gráfico 8

EVOLUCIÓN DEL COMERCIO INTERNACIONAL



Fuente: Corficolombiana, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y JP Morgan.

- Un mal año para el comercio internacional: el volumen de comercio llegó a contraerse 17,5% a/a en mayo, en línea con la debilidad del consumo de los hogares y el aplazamiento de decisiones de inversión tras los meses más intensos de confinamiento. Desde entonces se evidencia una recuperación de los flujos globales de mercancías, impulsados por la reapertura y el buen desempeño del sector externo de China, aunque en agosto se mantenían 4,4% por debajo del nivel de 2019 (Gráfico 8). El FMI anticipa una contracción de 10,4% en el volumen total comercializado durante 2020 y prevé una recuperación de 8,3% en 2021. Entre tanto, los precios de los productos transables también han retrocedido, impulsados a la baja por el segmento de combustibles.

MERCADO CAMBIARIO: EL PESO DE LA INCERTIDUMBRE

José Luis Mojica

Gráfico 1

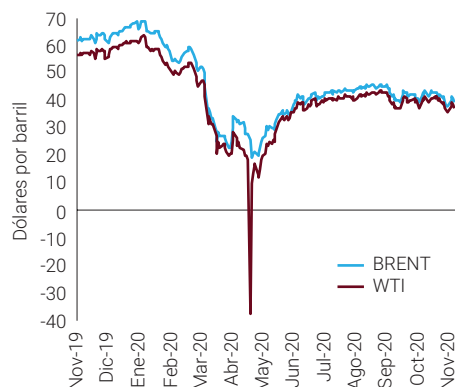
USDCOP E ÍNDICE DXY



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 2

COTIZACIONES INTERNACIONALES DEL PETRÓLEO



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

El dólar en Colombia cerró en 3.644 pesos el 13 de noviembre, lo que supone una devaluación del peso colombiano de 10,9% en lo corrido del año. Durante el episodio más crítico de aversión al riesgo global en marzo y abril, la tasa de cambio en Colombia (USDCOP) alcanzó un máximo histórico de 4.154 pesos, en medio del fortalecimiento del dólar a nivel mundial y del peor desplome de los precios del petróleo en varias décadas (Gráficos 1 y 2).

Durante marzo y abril, la expansión de la pandemia por prácticamente todos los países y los efectos económicos adversos generados por la reducción en la movilidad de las personas, exacerbó el pánico de los inversionistas y elevaron al máximo la preferencia por liquidez, de manera que el dólar se consolidó como el principal activo refugio, por encima de los Tesoros americanos. Este movimiento generalizado de *flight to quality* impulsó devaluaciones de las demás monedas frente a la divisa estadounidense. El índice DXY alcanzó niveles de 102,8 puntos (máximo desde 2017) y el oro inició una tendencia alcista que se mantuvo hasta agosto, llevando la cotización a máximos históricos de 2.069 dólares por onza.

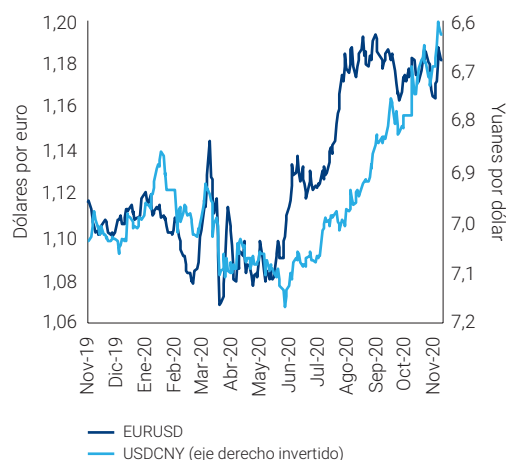
En Colombia, la tasa de cambio llegó a registrar una devaluación año corrido de 26,4% a finales de marzo, y se mantuvo en niveles superiores a 4.000 pesos por varias semanas. Como consecuencia de la mayor aversión al riesgo, los inversionistas liquidaron activos de su portafolio en Colombia por 652 millones de dólares en 1T20, de los cuales 489 millones correspondieron a activos en renta fija (289 millones en TES) según datos de la Balanza de Pagos.

El desplome de los precios del petróleo reforzó la devaluación del peso colombiano. Las restricciones de movilidad adoptadas en todo el planeta redujeron de forma significativa la demanda de crudo y generaron un descenso precipitado de las cotizaciones durante marzo y abril. Adicionalmente, la reticencia de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y un grupo adherente de países (OPEP+)

por llegar a un acuerdo de recorte al suministro no contribuyeron a reducir la sobreoferta en el mercado petrolero, llevando los precios a mínimos de las últimas dos décadas (ver “Con el crudo al cuello” en [Informe sectorial - abril 2020](#)).

Gráfico 3

EVOLUCIÓN DEL EURO Y EL YUAN CHINO

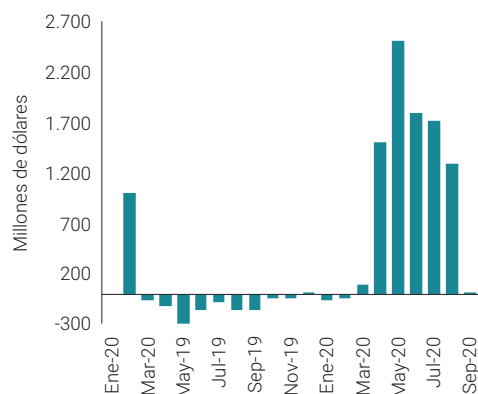


Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Entre mayo y julio, la reapertura gradual de las economías en Europa y EEUU y las medidas de política monetaria para proporcionar una mayor liquidez, en cabeza de la Fed, generaron un panorama de menor aversión al riesgo, lo que dio lugar a una mayor debilidad del dólar a nivel mundial (ver “El dólar en los pits” en [Informe semanal - junio de 2020](#)). Desde entonces, el tipo de cambio exhibió un avance hasta niveles de 3.565 pesos por dólar, en línea con lo acontecido en la gran mayoría de monedas de economías avanzadas y emergentes (Gráfico 3). Adicionalmente, los precios del crudo se recuperaron, pasando de 25 dólares por barril (dpb) a niveles superiores a 40 dpb en junio, respondiendo a la reactivación de la demanda de crudo en China, EEUU y Europa, lo que se sumó al recorte en el suministro acordado por la OPEP+ de 9,7 millones de barriles día (mbd) entre mayo y julio (posteriormente disminuyó a 7,7 mbd).

Gráfico 4

VENTAS DE DÓLARES DE LA DTN EN EL SPOT



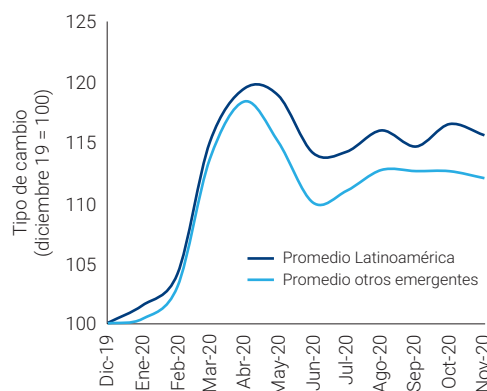
Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

Si bien la revaluación del peso colombiano en ese periodo estuvo soportada por la menor fortaleza global del dólar, lo cierto es que algunos factores locales reforzaron esta tendencia. Por un lado, el desembolso de préstamos del gobierno con entidades multilaterales, así como las emisiones de títulos de deuda pública y privada en los mercados internacionales, significaron la entrada de flujos de divisas que afianzaron la revaluación durante 2T20 (ver “Balanza de Pagos: Ajuste de cuentas” en este Capítulo). En particular, Ecopetrol realizó en abril una emisión de bonos por 2.000 millones de dólares, mientras que en junio el gobierno emitió bonos por 2.500 millones de dólares.

La monetización de esos recursos se realizó de forma gradual por medio de ventas de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en el mercado spot, lo cual incrementó la liquidez de los intermediarios del mercado cambiario. La velocidad de las ventas de dólares de la DTN en el spot viene disminuyendo, pasando de 2.526 millones de dólares en mayo a 1.292 millones en agosto y sólo 18 millones en septiembre (Gráfico 4). Otro factor que coadyuvó a la tendencia re-

Gráfico 5

DEVALUACIÓN AÑO CORRIDO EN LATINOAMÉRICA Y OTROS EMERGENTES



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

valuacionista fue la mayor disposición de los inversionistas a tomar posiciones largas en TES, una vez disminuyó la aversión al riesgo y aumentó el apetito por títulos en economías emergentes.

A partir de julio, la evolución de las monedas latinoamericanas se separó de la tendencia en otras economías emergentes. Hasta finales de agosto, el dólar estadounidense continuó cediendo terreno frente a divisas de países avanzados y emergentes no latinoamericanos, mientras que las monedas de América Latina experimentaron una mayor debilidad.

Para aproximarnos a este efecto, realizamos un ejercicio de datos panel con 10 economías en desarrollo en donde explicamos la devaluación anual de sus divisas a partir de la variación anual del DXY y los CDS a 10 años de cada país¹. Una dummy incluida para los países latinoamericanos nos permitió identificar que las monedas de la región se han devaluado, en promedio, 5,8 puntos porcentuales (p.p.) más que las de otros países emergentes (Gráfico 5). Este fenómeno puede deberse a que los países latinoamericanos tienen una mayor vulnerabilidad a los precios de las materias primas y, además, sufrieron el mayor impacto de la pandemia en julio y agosto, a pesar de las estrictas medidas de confinamiento implementadas.

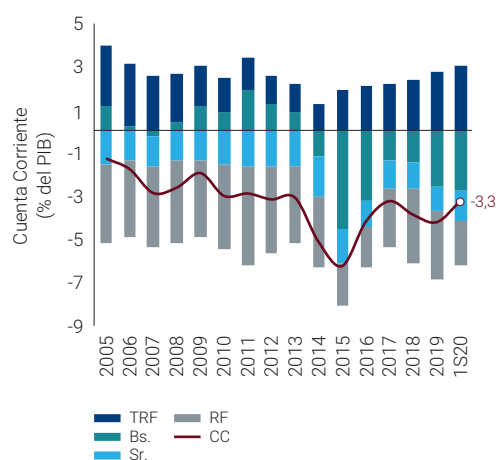
Durante septiembre y octubre, los inversionistas se mostraron más cautelosos por la incertidumbre asociada al resultado de la contienda electoral en EEUU, realizada a comienzos de noviembre. Este panorama, aunado a las nuevas restricciones de movilidad en Europa para contener la segunda ola de contagios de coronavirus, aumentaron la volatilidad en los mercados financieros y generaron presiones devaluacionistas sobre el tipo de cambio, que ascendió a niveles de 3.885 pesos.

No obstante, en las primeras semanas de noviembre ocurrieron dos eventos que aumentaron el apetito por activos de riesgo a nivel global, lo cual llevó la tasa de cambio hasta niveles inferiores a 3,650 pesos, similares a los del periodo pre-pandemia. El primero de estos

¹ Sudáfrica, México, Turquía, Brasil, Indonesia, Chile, Rusia, Malasia y Perú.

Gráfico 6

COMPOSICIÓN DEL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE



Nota: Transferencias (TRF), Rentas factoriales (RF), Balanza comercial de bienes (Bs.) y servicios (Sr.) y Cuenta Corriente (CC).

Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

eventos fue la resolución de la incertidumbre electoral en EEUU, en donde a la victoria de Joe Biden se suma el hecho de que el partido demócrata no tendría mayorías en el Senado para implementar una reforma tributaria que aumente el impuesto de renta corporativo y a las personas de más altos ingresos (algo que afectaría negativamente al mercado accionario estadounidense).

El segundo evento positivo para los activos de riesgo es el anuncio de Pfizer y BioNTech de que la fase experimental de la vacuna contra el COVID-19 resultó exitosa en el 90% de los casos, con lo cual iniciará la fase de producción y distribución masiva y podría tener disponibles hasta 1.300 millones de dosis para mediados de 2021 (todas para países desarrollados). Bajo este contexto, en nuestro escenario base esperamos que el tipo de cambio termine el año cerca de los 3.600 pesos, pero en un escenario bajista creemos que podría terminar alrededor de los 3.500 pesos. Además de las noticias esperanzadoras sobre la vacuna, la posible monetización de parte del desembolso por 5.300 millones de dólares que solicitará el Gobierno de la Línea de Crédito Flexible (LCF) con el FMI, reforzaría la tendencia de revaluación del tipo de cambio en las últimas semanas de 2020 (ver "Sorpresas monetarias y fiscales" en [Informe Semanal - Septiembre 28 de 2020](#)).

Balanza de pagos: ajuste de cuentas

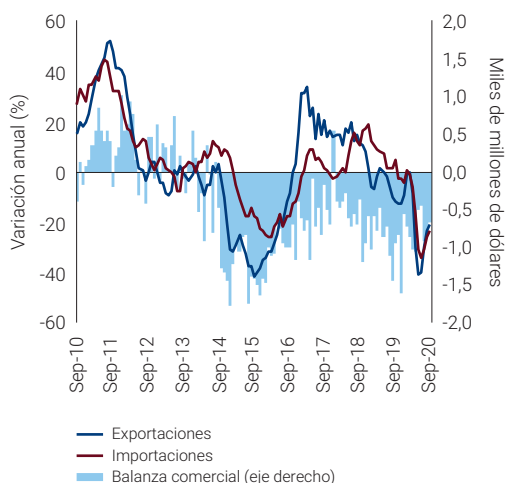
La crisis económica generada por la pandemia impulsó un ajuste en el desbalance externo de la economía colombiana (una de sus principales vulnerabilidades). En efecto, el déficit en cuenta corriente disminuyó en 1 p.p. durante el primer semestre de 2020, hasta 3,3% del PIB y anticipamos que al cierre del año se ubicará entre 3,2% y 3,7% del PIB, en línea con la reducción de los egresos factoriales y el menor desbalance comercial (ver "Balanza de Pagos: Ajuste de cuentas" en [Informe semanal - septiembre de 2020](#)).

En particular, la reducción del déficit en la primera mitad de 2020 ascendió a 2.140 millones de dólares, por cuenta del descenso en los egresos factoriales netos (2.465 millones), que estuvo compensado por el aumento del déficit comercial (169 millones) y la disminución de las transferencias netas (156 millones) (Gráfico 6).

Gráfico 7

BALANZA COMERCIAL

(Trimestre móvil)



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

La caída anual en los egresos factoriales netos fue de 47,5% y estuvo explicada casi en un 90% por las menores utilidades de las empresas con Inversión Extranjera Directa (IED) en el país, mientras que el resto se debió a la disminución de los dividendos por inversiones de portafolio y al menor pago de intereses de créditos externos. Los sectores con mayores caídas de sus utilidades en el primer semestre fueron explotación petrolera (-1.053 millones de dólares), minas y canteras (-599 millones de dólares) y transporte y comunicaciones (-578 millones de dólares).

Por otro lado, aunque el desbalance comercial de bienes aumentó 7,7% en el primer semestre, el deterioro de las importaciones es cada vez más profundo que el de las exportaciones, al punto que el déficit comercial en los primeros nueve meses de 2020 fue inferior a 1.000 millones de dólares (-17% a/a) (Gráfico 7).

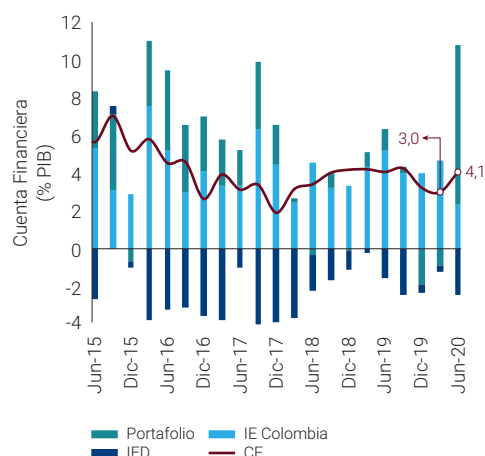
En efecto, las compras externas hasta septiembre registraban una contracción de 20,8% a/a, en donde cerca de la mitad (9 p.p.) se explicaba por la menor demanda de bienes de inversión (bienes intermedios para la industria y equipo de transporte) y casi todo lo demás (8 p.p.) por el menor consumo de combustibles, lubricantes y bienes de consumo duradero. Por su parte, la contracción de las exportaciones hasta septiembre era de 23,5% a/a, explicada en más de un 80% por la caída en las ventas externas de petróleo y en un 14% por las menores exportaciones de carbón. En cuanto a la balanza comercial de servicios, el déficit disminuyó 26,5% a/a como resultado de un fuerte retroceso de las importaciones, especialmente en las actividades de viajes y transporte.

Entre tanto, las remesas de los trabajadores se desplomaron en abril y mayo, justamente en los meses más críticos de aislamiento a nivel mundial, lo cual impulsó una caída de 3,9% a/a en las transferencias netas durante la primera mitad de 2020. En 3T20 se ha visto una reversión de esta tendencia y en septiembre registraban un incremento de 16,2%.

Si bien la corrección del déficit externo reduce las necesidades de financiamiento, lo cierto es que en el primer semestre del año la cuenta

Gráfico 8

COMPOSICIÓN DE LA CUENTA FINANCIERA



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

financiera lo cubrió más que proporcionalmente y se ubicó en 3,5% del PIB (Gráfico 8). Mientras la IED continuó siendo la principal fuente de financiamiento en 1T20, la inversión extranjera de portafolio fue la protagonista en 2T20. Así, entre enero y junio la IED descendió a 4.796 millones de dólares (-36,4% a/a), por la caída en los sectores financiero (-8,9 p.p.), manufacturero (-8,9 p.p.), petrolero (-8,3 p.p.) y de minas y canteras (-8,2 p.p.). Dos terceras partes del descenso se explicaron por la menor reinversión de utilidades y una tercera parte por la reducción de los nuevos aportes a capital.

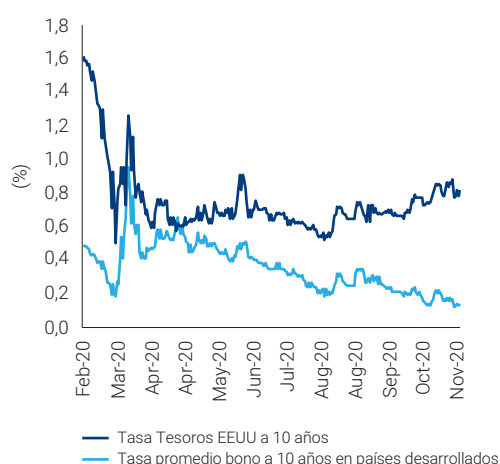
En contraste, la inversión extranjera de portafolio ascendió a 4.052 durante el primer semestre, como resultado de las emisiones de deuda de largo plazo en los mercados internacionales por parte del gobierno y el sector privado, así como de los préstamos de la banca multilateral para atender la emergencia del coronavirus. Sólo en 2T20 ingresaron 2.758 millones de dólares por emisiones de títulos de deuda pública y 2.100 millones por emisiones de deuda privada, los cuales se vieron contrarrestados parcialmente por las liquidaciones de 154 millones de dólares de portafolios de renta variable (317 en 1S20). Al cierre de este informe no se habían confirmado los detalles sobre el desembolso al Gobierno de 5.300 millones de dólares de la LCF del FMI, pero esperamos que estos recursos entren como antes de finalizar el año.

MERCADO DE DEUDA

Ana Vera Nieto

Gráfico 1

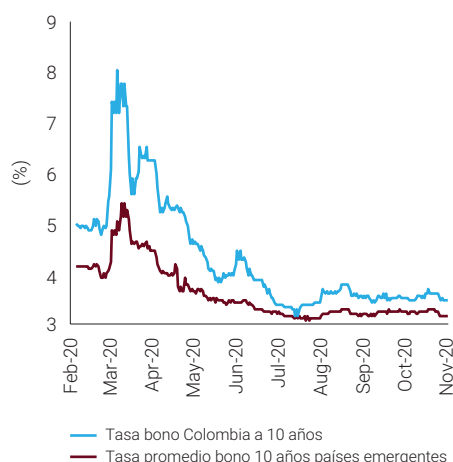
TASAS DE LOS BONOS SOBERANOS DE PAÍSES DESARROLLADOS



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 2

TASAS DE LOS BONOS SOBERANOS DE PAÍSES EMERGENTES Y COLOMBIA



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Diez medidas que mantuvieron bajas las tasas de deuda pública en Colombia durante 2020

Antes de la pandemia, el mercado de deuda local estaba ajustándose a cambios normativos y a los incrementos de tasas de interés de en EEUU y algunos emergentes. Sin embargo, en respuesta a la crisis generada por el COVID-19 se adoptaron políticas de estímulo monetario agresivas que presionaron a la baja las tasas de los bonos soberanos hasta niveles mínimos históricos, si bien es evidente la divergencia entre países desarrollados y emergentes.

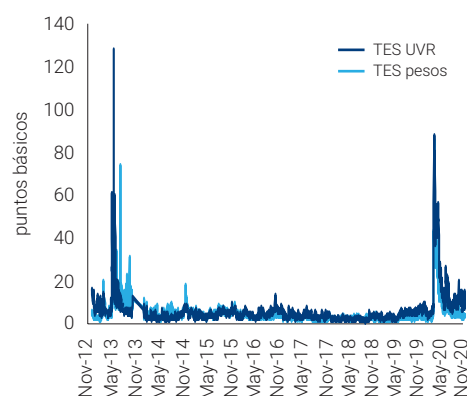
En el caso de los países desarrollados, la respuesta de política monetaria al inicio de la pandemia (marzo-abril) se reflejó en disminuciones importantes de las tasas de los bonos de deuda, pero en la segunda ola de contagios registrada desde octubre se vienen presentando desvalorizaciones en estos títulos (Gráfico 1). Este desempeño se ha dado en un contexto de menor aversión al riesgo global, asociado a la resolución de las elecciones presidenciales en EEUU y a los anuncios alentadores sobre la vacuna contra el COVID-19.

Por su parte, las tasas de los bonos de países emergentes disminuyeron desde el inicio de la pandemia y se han mantenido en niveles bajos desde entonces (Gráfico 2). Esta situación fue resultado tanto de la reducción de las tasas de interés de política monetaria en estos países, como de la adopción -por primera vez en la mayoría de los casos- de medidas no convencionales por parte de los bancos centrales, como la compra de títulos y los apoyos de liquidez (ver "Recesión sincronizada" en este informe).

En Colombia, la respuesta de política económica fue fundamental para reducir el costo de financiamiento tanto público como privado y garantizar el funcionamiento de los mercados financieros. En particular, hubo 10 estrategias de las autoridades económicas (Ministerio de Hacienda, BanRep y Superfinanciera) que determinaron el desempeño del mercado de renta fija colombiano durante 2020:

Gráfico 3

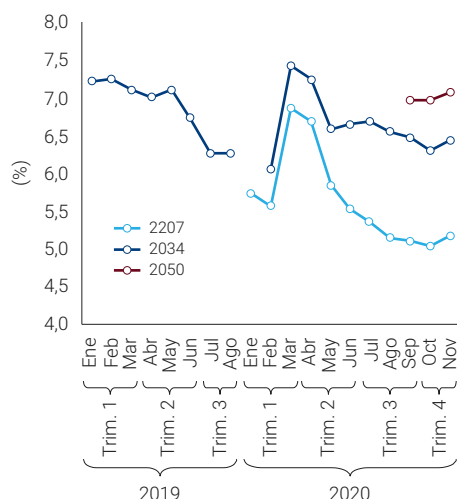
SPREAD BID-ASK TÍTULOS DEUDA PÚBLICA DE COLOMBIA



Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana.

1. **Las acciones de política monetaria otorgaron una amplia liquidez al mercado y fueron claves para corregir la desvalorización inicial en los títulos de deuda pública y privada.** Durante los episodios de mayor volatilidad e incertidumbre, BanRep implementó mecanismos no convencionales para proveer suficiente liquidez, como la compra permanente de títulos de deuda pública y privada, la ampliación de plazos, montos y títulos permitidos en las operaciones de liquidez de corto plazo, y el incremento del cupo en operaciones de contracción.
2. **La coordinación entre BanRep y el Ministerio de Hacienda para reducir el encaje y adoptar las inversiones forzosas en títulos de desarrollo social (TDS) por parte de establecimientos de crédito** (ver "Respuesta coordinada a la crisis" en [Informe Especial - Abril 28 de 2020](#)). Con esta medida, BanRep reforzó la liquidez de la economía y, además, el Gobierno financió a tasas bajas parte del gasto de la emergencia económica.
3. **La intervención de BanRep en el mercado forward de TES -algo inédito en Colombia- y la ampliación del *spread bid-ask* en los momentos de mayor turbulencia.** La elevada incertidumbre al inicio de la pandemia llevó a que el *spread Bid-Ask* de los TES¹ registrara su mayor incremento de los últimos siete años (Gráfico 3), por lo cual el Gobierno permitió que este *spread* se ampliara a más de 80 pbs, dando margen de maniobra en la negociación de dichos títulos.
4. **La garantía de préstamos de títulos valores bajo la modalidad de TTVs con la Dirección de Crédito Público a cero costo.** Sin duda alguna, esta medida fue de gran ayuda para garantizar la liquidez de los recursos del mercado, al permitir que los agentes no tuvieran que castigar sus portafolios de manera abrupta (ver "TTVs como herramienta de liquidez" en [Informe de renta fija - Julio 2019](#)).

¹ Spread Bid-Ask de los TES denominados en pesos y en UVR medido como el promedio de la diferencia (en puntos básicos) entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo.

Gráfico 4TASAS PROMEDIO DE CORTE SUBASTA DE
TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA

Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Corficolombiana.

5. La financiación inteligente del gasto de emergencia económica.

El Ministerio de Hacienda fue agotando gradualmente las fuentes de financiamiento menos costosas, en un contexto de alta volatilidad y aversión al riesgo en los mercados financieros (ver "Financiación inteligente" en [Informe semanal - Mayo 11 2020](#)). En la primera etapa, recurrió a los ahorros en fondos como el FAE y el FONPET, de manera que consiguió financiar el Fondo de Mitigación de Emergencias (FOME) sin aumentar las emisiones de deuda. En la segunda etapa, emitió bonos de deuda en el mercado internacional por 2.500 millones de dólares. Además, en coordinación con BanRep logró la ampliación para Colombia de la Línea de Crédito Flexible con el FMI a 17 mil millones de dólares, solicitando un desembolso de 5.300 millones para cubrir las necesidades de financiamiento de 2020 a un costo inferior al del mercado (ver "Posición fiscal" en este informe).

6. La refinanciación de la deuda a plazos más largos, en línea con la tendencia de aumentar la duración de las obligaciones financieras en un contexto de tasas de interés bajas (ver "la economía en el nuevo normal" en [Informe Especial - Junio 2020](#)). En efecto, **Colombia realizó siete operaciones de canje de deuda interna** (Tabla 1), logrando aplazar más de 16 billones de pesos**Tabla 1**

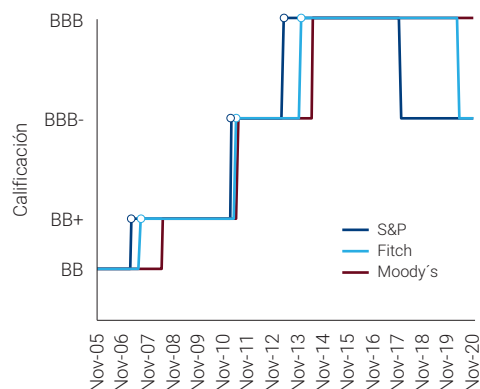
OPERACIONES DE CANJE DE DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO NACIONAL DURANTE 2020

Fecha de operación	Monto títulos recibidos (millones de pesos)	Contraparte	Títulos recibidos	Títulos entregados
27 Abril 2020	1.493.099	Tesorería Nacional	TES 2020	Mar-2027, Nov-2027, Jun-2032, Feb-2037
15 mayo 2020	1.765.649	BanRep	TES Jul 2020 y 2021	Sep-2030, Oct-34, Abr-35 y Feb-2037
21 mayo 2020	1.998.760	Tesorería Nacional	TES 2022	Sep-2030, Jun-2032, Oct-34
23 julio 2020	3.902.905	Tesorería Nacional	TES 2021	Sep-2030, Jun-2032, Oct-34
16 septiembre 2020	840.289	Caja promotora de vivienda militar y policía	TES 2021	Nov-2027, Abr-2029 y Jun-2032
16 septiembre 2020	4.232.900	Tesorería Nacional	TES 2021 y 2022	Sep-2030, Jun-2032, Oct-34
23 octubre 2020	1.998.812	Creadores de Mercado	TES 2021 y TES 2020	Mar-2027, Nov-2027, Abr-2029, Jun-2032, Oct-34, Feb-2037
Total	16.232.414			

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 5

CALIFICACIÓN CREDITICIA DE COLOMBIA*

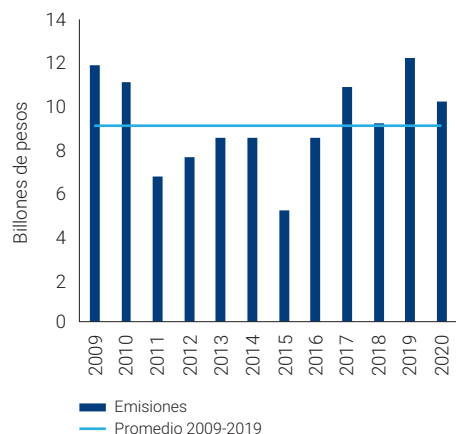


* Calificación de la deuda de largo plazo en moneda extranjera.

Fuente: S&P, Moody's y Fitch. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 6

EMISIONES DE DEUDA CORPORATIVA EN COLOMBIA



* Cifras al 15 de noviembre de 2020.

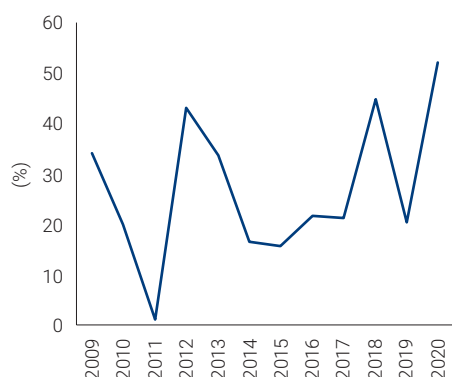
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, cálculos Corficolombiana. No incluye Titularizaciones.

de vencimientos de deuda de 2020, 2021 y 2022 por títulos con vencimientos desde 2027 hasta 2034.

7. **La emisión del TES en pesos con vencimiento en 2050**, el de mayor plazo en la curva de TES tasa fija. Este hito para el mercado de deuda pública colombiano tuvo lugar el 9 de septiembre de 2020, con una emisión que tuvo una demanda de 9,1 billones de pesos, casi dos veces el monto emitido de 4,8 billones de pesos, como reflejo de las condiciones atractivas de la colocación (cupón de 7,25%). Al ser un bono en pesos y en tasa fija, no sólo disminuye el riesgo cambiario, sino que mitiga parte del riesgo de refinanciamiento ante un escenario en el que aumenten las tasas de interés o se incremente el riesgo crediticio (ver "Emisión TES 2050" en [Informe Semanal - Septiembre 14 2020](#)).
8. **La culminación exitosa y temprana del programa de subastas de deuda pública programadas para este año**, a pesar de su suspensión en marzo y abril como consecuencia de la excesiva volatilidad que generó la pandemia. En efecto, el Ministerio de Hacienda logró terminar en octubre las subastas programadas en el Plan Financiero de este año, lo cual abrió un espacio de financiamiento adicional en pesos y en condiciones favorables de tasas de interés (extensión de las subastas hasta noviembre). Además, la inclusión de los títulos de mayores plazos (2049 y 2050) en dichas operaciones tiene la ventaja de tener tasas de interés hasta 200 puntos básicos más bajas que antes de la pandemia (Gráfico 4).
9. **Se logró mantener el grado de inversión de Colombia, al menos por este año**. En efecto, S&P y Fitch Ratings ratificaron en BBB- con perspectiva negativa la calificación de la deuda de largo plazo en moneda extranjera de Colombia, mientras que Moody's mantiene la calificación en Baa2 (dos escalones por encima del grado especulativo) con perspectiva estable (Gráfico 5). En línea con nuestra expectativa, las dos agencias que tenían a Colombia al borde de perder el grado de inversión dieron un margen de espera para que el Gobierno realice el ajuste previsto en el Marco Fiscal de Mediano Plazo. En un año tan complejo como este -en el cual varios países sufrieron rebajas de calificación- resulta positivo que

Gráfico 7

EMISIONES SECTOR REAL / EMISIONES
TOTALES DE DEUDA PRIVADA



* Cifras al 15 de noviembre de 2020.

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, cálculos Corficolombiana. No incluye Titularizaciones.

las calificadoras mantuvieran la confianza en el marco institucional y de política económica de Colombia, si bien los riesgos de perder el grado de inversión seguirán latentes en 2021 (ver "¿Qué pasa si Colombia pierde el grado de inversión?" en este informe).

10. Las emisiones de deuda corporativa superaron los 10 billones de pesos. El sector privado realizó emisiones de deuda virtuales por un monto superior al promedio de los últimos 10 años (Gráfico 6) y las del sector real superaron por primera vez las de otros sectores (Gráfico 7). En medio de la compleja coyuntura económica, resulta positivo que las empresas hayan logrado financiarse en condiciones favorables de tasas de interés.

RENTA VARIABLE: ÍNDICES DE PONDERACIÓN ACCIONARIA POR FACTORES FUNDAMENTALES (PAFF) PARA COLOMBIA

Andrés Duarte Pérez

Daniel Duarte Muñoz

Roberto Paniagua Cardona

Justificación

Medido a partir del índice de capitalización COLCAP calculado desde 2008 hasta septiembre de 2020, el crecimiento nominal promedio anual del mercado accionario colombiano fue de 1,25% (-2,62% real!). Si realizamos esta medición al cierre de 2019 para omitir el efecto del COVID-19, el crecimiento nominal promedio se ubica en 4,06% (0,01% real!); un desempeño deficiente, más teniendo en cuenta que se trata de una economía en "vía de desarrollo".

¿Está bien medido el mercado accionario colombiano? El índice COLCAP mide el crecimiento (decrecimiento) ponderado del valor patrimonial a precios de mercado (capitalización bursátil ajustada) de las compañías que lo componen, y utiliza como criterio de entrada (salida), el nivel de liquidez de las acciones. Al cierre de septiembre la razón entre la capitalización bursátil del COLCAP y de la totalidad del mercado accionario fue 80,26% (la capitalización bursátil del mercado accionario colombiano respecto al PIB se ubicó en 24,83%).

Así las cosas, **el comportamiento del índice COLCAP es una abstracción representativa del comportamiento agregado del mercado accionario colombiano, tal como lo son los demás índices de capitalización representativos internacionales, benchmarks** de sus respectivos mercados. Este seguirá siendo el caso, cuando en 2021, el COLCAP sea reemplazado por el índice MSCI COLCAP; también se trata de un índice de capitalización, de acuerdo con la metodología "Global Investable Market Indexes Methodology", solo que para que resulte atractivo internacionalmente, los requerimientos de liquidez deberán ser lo suficientemente altos para garantizar la entrada y salida "fluida" de los inversionistas internacionales.

Un *benchmark* de capitalización no necesariamente es una estructura adecuada de portafolio: El índice COLCAP es una buena abstracción del mercado accionario colombiano, no la única representación. **Tampoco es la mejor estructura de portafolio posible, ese no es el objetivo de un índice de capitalización.** Con esto en mente y partiendo de que el desempeño bursátil de una empresa cualquiera debería guardar relación con sus métricas de desempeño, **construimos varios índices bursátiles para el mercado accionario colombiano ponderados a partir de variables fundamentales, para tener una lectura alternativa del mercado, y procurar lograr un desempeño superior al *benchmark* del mercado (índice COLCAP).**

Nuestra opinión respecto a los índices de capitalización representativos de los diferentes mercados accionarios, incluido Colombia, reconoce la elevada dificultad práctica de lograr "vencerlos" (superar o vencer al mercado) bajo la administración activa de recursos. En este caso, buscamos vencer al mercado de manera pasiva, mediante la construcción de índices de ponderación fundamental.

Con este propósito, construimos nuestros índices basados en la metodología desarrollada por Arnott, HSU y West, en su libro "The Fundamental Index". Adicionalmente, identificamos algunos de los ajustes que pueden realizarse para obtener índices con un desempeño superior, recordando que el desempeño relativo histórico obtenido (lo que sería el *back-test* si hubiéramos calculado y publicado nuestros índices desde hace diez años), no necesariamente se mantendrá en el futuro.

Marco teórico: El índice fundamental argumenta que un portafolio ponderado por una medida de eficiencia de la firma (ponderación fundamental o ponderación de eficiencia) deberá tener un mejor desempeño que uno cuyos pesos se ponderen por la capitalización bursátil. Arnott, HSU y West evidencian este resultado para diferentes mercados; nosotros evaluamos el concepto para el mercado colombiano.

- En general, y en línea con los comentarios de Harry Markowitz (Premio Nobel de economía) sobre esta metodología, **mientras que**

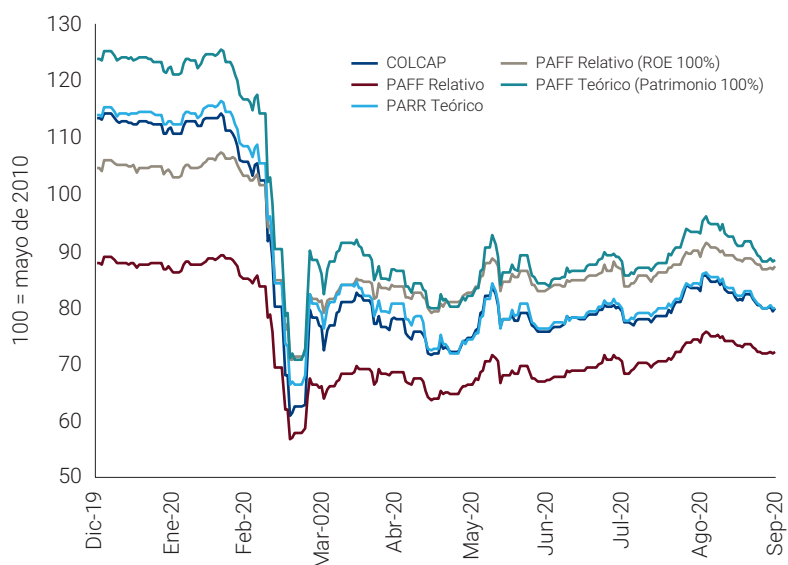
el CAPM (por sus siglas en inglés, *Capital Asset Pricing Model*) asume que los precios futuros se distribuyen aleatoriamente alrededor del precio actual, el modelo fundamental asume que los precios actuales se distribuyen aleatoriamente alrededor del valor justo, y este valor justo debe relacionarse con las medidas de eficiencia propias de cada compañía (utilidad sobre el patrimonio, utilidad sobre el valor de mercado, etc.).

- Dado que, en los índices de capitalización, el tamaño de la inversión en cada compañía se relaciona al precio de las acciones, **la ponderación por capitalización sobrepondera a las acciones sobrevaloradas y subpondera a las acciones subvaloradas, limitando la rentabilidad futura del portafolio.**
- El objetivo de la ponderación fundamental es pasar de un marco de referencia de mercado a uno económico. **Bajo un marco de referencia económico, la ponderación de las alternativas de inversión será relativa a una medida de valor económico** (ventas relativas al total de las ventas de las empresas que componen el índice, dividendos repartidos relativos al total de dividendos repartidos, etc.).
- Esta aproximación está sujeta a error, pero el tamaño de la inversión deja de estar directa e irrevocablemente relacionada con el error en la estimación de los precios. **Se pueden utilizar diversas medidas fundamentales para nuestros índices PAFF (de Ponderación de Acciones por Factores Fundamentales).**
- Nuestro **Índice PAFF Teórico** para Colombia, utiliza las variables planteadas en la referencia ya mencionada, así como en la descripción metodológica de los FTSE RAFI Index Series (Valor en libros, Ventas, Flujo de Caja y Dividendos).
- Nuestro **Índice PAFF Relativo** para Colombia, utiliza indicadores relativos que miden la rentabilidad (ROA y ROE) y la eficiencia (rotación de los activos y generación de caja operacional sobre ventas). Las variables utilizadas en el índice PAFF teórico se utilizan en la construcción de las variables utilizadas en el Índice PAFF relativo.

- Tanto en el índice PAFF relativo como en el teórico, todas las variables que lo componen tienen el mismo peso. Posteriormente evaluamos la sensibilidad del desempeño de los índices (riesgo/retorno) a cada una de las variables incluidas (Gráfico 1).
- Utilizamos la función de selección de la BVC para el índice COLCAP basado en liquidez para determinar las acciones que pueden entrar a nuestros índices. En nuestro caso la participación en el índice es por emisor, no por especie, razón por la cual, para actualizar el valor de los índices, utilizamos el valor de mercado de la acción con mayor capitalización bursátil ajustada en el caso de los emisores que tienen varias especies.
- **Para un periodo de diez años, el desempeño del índice PAFF Teórico fue muy similar al del COLCAP, mientras tanto, el PAFF Relativo es considerablemente peor en su rendimiento. Destacamos sin embargo que el desempeño del PAFF Relativo durante la pandemia fue muy superior al del COLCAP (y el PAFF Teórico), cayendo menos y recuperándose mucho más.**

Gráfico 1

ÍNDICES PAFF Y COLCAP



Fuente: Capital IQ, Eikon, Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

- Ahora bien, un ajuste de los pesos de los ponderadores permite obtener índices fundamentales superiores al COLCAP. El mayor retorno ocurre cuando se utiliza únicamente como variable relevante (de ponderación) el valor en libros sin intangibles, en el caso del Índice PAFF teórico, y al ROE en el caso del Índice PAFF relativo.

Construcción del índice

Generalidades sobre la construcción del índice PAFF (Ponderación Accionaria por Factores Fundamentales)

- La selección de emisores se realiza teniendo en cuenta la clasificación de liquidez de la BVC (modalidad "continuo"), así como el resultado de la aplicación de la función de selección del índice COLCAP, basada a su vez en criterios de liquidez (frecuencia, rotación y volumen). Esto quiere decir que los emisores que componen los índices PAFF aprueban el mismo criterio de entrada utilizado por el COLCAP.
- La periodicidad corresponde a datos trimestrales desde 2T10 hasta 3T20, incluyendo a todos los emisores que han hecho parte del índice COLCAP durante este periodo.
- Para el precio de las acciones, se tuvieron en cuenta datos diarios, días calendario, desde el 1 de mayo de 2010. En el caso de emisores con acciones ordinarias y preferenciales se tuvo en cuenta aquella acción con el mayor flotante acorde a los datos publicados por la Bolsa de Valores de Colombia. De igual manera, se realizó un ajuste a las series históricas de precio de aquellas especies que han realizado "Split" o "Split Inverso".
- A partir de las variables financieras de los emisores y siguiendo el procedimiento planteado en "The Fundamental Index" así como en las guías de FTSE RAFI, se crearon dos índices, el PAFF Teórico, utilizando variables financieras contables, y el PAFF Relativo, el cual utiliza variables relativas, sobre los cuales profundizaremos más adelante. Todas las variables e indicadores se obtuvieron a partir de

siete cuentas (activo, patrimonio, intangibles, ventas, flujo de caja operativo, utilidades y dividendos), recopiladas de forma trimestral.

- El cálculo de la ponderación de cada emisor dentro de cada variable financiera se realiza mediante la participación de la variable del emisor respecto a la suma total de esta variable en el total de emisores tenidos en cuenta en el periodo, **con una participación máxima del 20% dentro del índice para cada emisor.**
- En caso tal que un emisor tenga una participación mayor al límite del 20%, el excedente se resta al peso de los emisores que sobrepasen dicho límite y debe ser distribuido a prorrata entre los emisores restantes que estén incluidos en el índice y cuenten con una participación menor al 20%.
- El valor base con el cual inicia el índice PAFF corresponde a los 1.000 puntos el 1 de mayo de 2010.
- La recomposición y rebalanceo del índice PAFF se realizará teniendo en cuenta los emisores que sean incluidos en el índice COLCAP.
- El valor del índice evoluciona con base en el crecimiento del precio de cada acción de los emisores que conforman la canasta del índice, cuya ponderación es determinada con base en factores fundamentales. Cada trimestre se realiza un enlace para cambiar los ponderadores manteniendo la continuidad de la serie.
- En caso de presentarse eventos corporativos que generen cambios especiales en el índice COLCAP, mediante la inclusión y/o exclusión de emisores, se procedió a realizar un tratamiento similar en el índice PAFF.

Índice PAFF Teórico

- **Se utilizan cuatro variables para ponderar participaciones en el Índice PAFF, en línea con la literatura financiera revisada, las cuales corresponden al Flujo de Caja Operativo (FCO), Ventas, Patrimonio Total Neto (descontando Activos Intangibles) y "Di-**

vidend Yield", pasando a efectivo el pago de dividendos que se realicen en acciones.

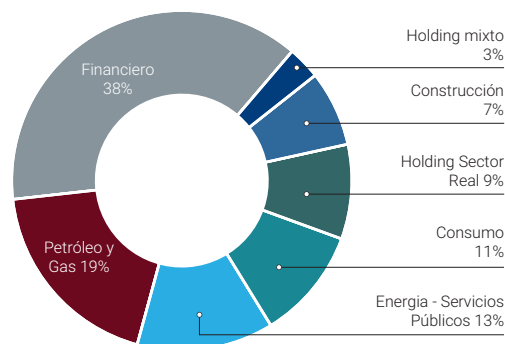
- Para cada trimestre se tomaron cifras 12 meses para las ventas, el FCO, y dividendos, mientras que se tomaron cifras al corte del periodo para el patrimonio neto de intangibles, patrimonio total y activo.
- El cálculo de la ponderación trimestral de cada emisor dentro de cada una de las cuatro variables financieras se realiza mediante la participación de la variable del emisor respecto a la suma total de esta variable en el total de emisores tenidos en cuenta en el periodo.
- Por su parte, la ponderación de cada emisor dentro del índice surge de un promedio ponderado entre el peso de cada emisor en cada una de las variables por **una participación del 25% por variable**.

Índice PAFF Relativo

- La construcción del índice se realizó mediante el uso de razones e indicadores financieros; **se computaron cuatro indicadores financieros fundamentales, utilizados como factores de selección para el índice PAFF relativo. Estos indicadores corresponden al Retorno sobre el Patrimonio (ROE), Retorno sobre el Activo (ROA), Rotación del Activo (Ventas / Activo) y el margen Caja Operativa/ Ventas. Se tuvo en cuenta el universo total de acciones que ha sido parte del índice COLCAP desde 2010.**
- El PAFF Relativo se aleja de la teoría consultada a nivel de variables, pero se mantiene dentro del marco teórico en cuanto a la relación esperada entre las cotizaciones y las medidas de eficiencia de una empresa.
- Para el caso del retorno sobre el patrimonio, este se calculó sobre el patrimonio bruto, es decir incluyendo los intangibles.
- **Los cuatro indicadores financieros están equi-distribuidos para el cálculo de los ponderadores. En este caso, a diferencia del índice absoluto, el uso de razones financieras permite que el peso**

Gráfico 2

PROMEDIO HISTÓRICO COLCAP



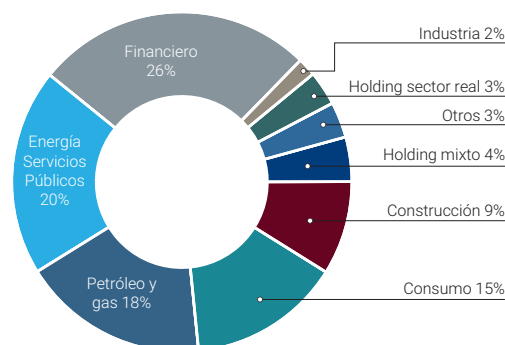
Fuente: BVC. Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

que obtiene cada acción depende en su totalidad del desempeño financiero relativo de cada compañía y no de su tamaño.

- El cálculo de la ponderación trimestral de cada emisor dentro de cada una de las cuatro variables financieras se realizó mediante la participación de la variable del emisor respecto a la suma total de esta variable en el total de emisores tenidos en cuenta en el periodo.
- Para la ponderación de cada emisor en el índice, se realizó el mismo promedio aritmético efectuado en el índice absoluto, pero en este caso con las razones financieras.

Gráfico 3

PROMEDIO HISTÓRICO PAFF RELATIVO



Fuente: BVC. Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

Representatividad

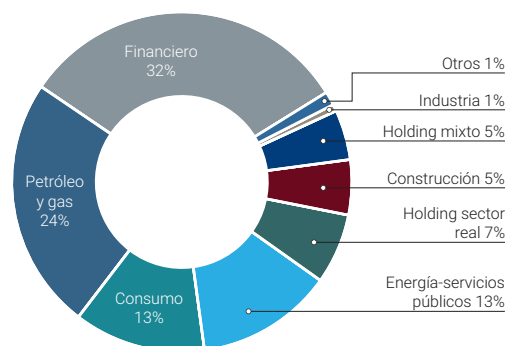
Composición sectorial

En cuanto a la composición sectorial del índice PAFF frente al índice COLCAP, los datos se analizaron respecto a su promedio histórico y respecto a los datos recientes del 3T20.

A nivel histórico, de acuerdo a nuestra clasificación sectorial, el índice COLCAP ha estado altamente enfocado en el Sector Financiero, con una participación cercana al 38%, seguida del Sector de Petróleo y Gas con el 19%. Estos dos sectores han sumado históricamente en promedio el 57% del índice COLCAP (Gráfico 2).

Gráfico 4

PROMEDIO HISTÓRICO PAFF TEÓRICO

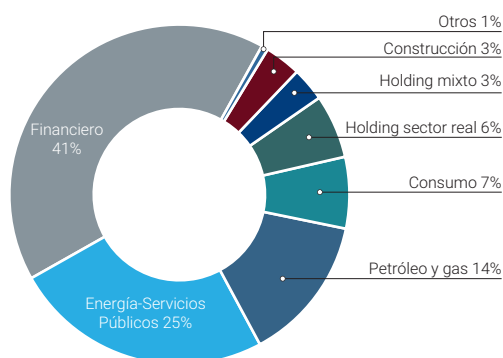


Fuente: BVC. Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

Por su parte, tanto el PAFF Teórico como el PAFF Relativo muestran una mayor representación de los sectores económicos mediante una distribución más diversificada. En particular, en el PAFF Relativo, aunque el Sector Financiero se ubica en primer lugar con el 26%, es seguido del Sector de Energía - Servicios Públicos con el 20% y Petróleo y Gas con el 18% (Gráfico 3). Por último, el Gráfico 4 muestra la composición sectorial del PAFF Teórico sobresaliendo las participaciones en el Sector Financiero (32%) y Petróleo y Gas (24%).

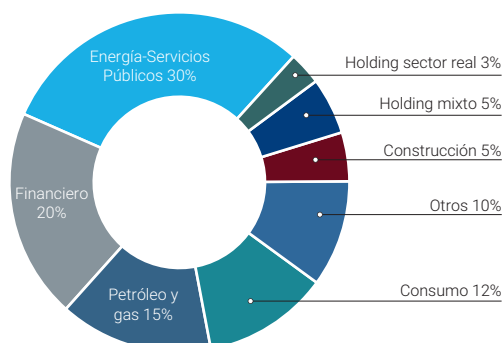
Respecto a datos recientes, -cifras al 3T20- se observa que mientras el índice COLCAP tiene una alta concentración en el Sector

Gráfico 5
3T20 COLCAP



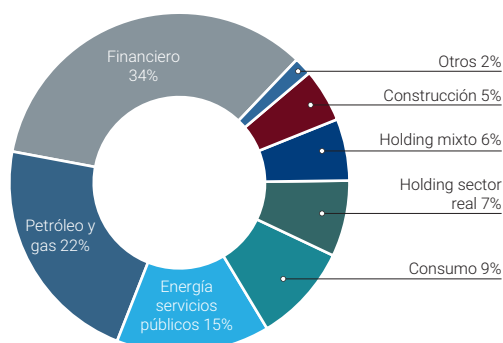
Fuente: BVC. Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 6
3T20 PAFF RELATIVO



Fuente: BVC. Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 7
3T20 PAFF TEÓRICO



Fuente: BVC. Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

Financiero y de Energía - Servicios públicos, los cuales representan conjuntamente el 66% del índice, el PAFF Relativo muestra una mayor diversificación, donde las principales participaciones las tiene el Sector de Energía - Servicios Públicos con el 30%, seguida del Sector Financiero con el 20% y Petróleo y Gas con el 15%. Por su parte, el PAFF Teórico tiene en el Sector Financiero su mayor participación con el 34% (Gráficos 5, 6 y 7).

Composición frente al PIB

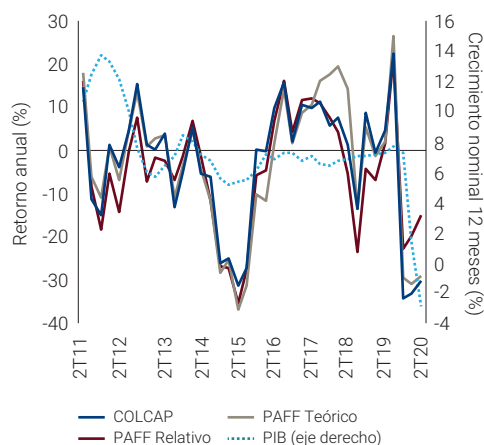
Se espera que el COLCAP sostenga una relación positiva con la participación de los sectores en el PIB. Sin embargo, la composición sectorial del índice de capitalización bursátil colombiano, con una participación cercana al 38% y 19% en el sector financiero y petrolero respectivamente, dista de los sectores que son más representativos de la economía colombiana. **A pesar de que el índice PAFF Relativo logra ampliar la representatividad de sectores y minimizar la concentración relativa en el sector financiero, el universo de emisores disponibles en el mercado colombiano reduce significativamente la capacidad de replicar el comportamiento de la economía colombiana.** En este sentido, tanto el PAFF teórico como el relativo, muestran ajustes similares al COLCAP, ya que ambos se correlacionan débilmente con el PIB (Gráfico 8).

Desempeño frente al PIB

En particular, el crecimiento nominal anual promedio tanto del COLCAP (-3,9%) como del PAFF - relativo (-4,4%) entre el 2011 y el tercer trimestre del 2020 es bastante inferior al crecimiento nominal de la economía colombiana. En principio esto se explica en parte por la composición sectorial de los índices y los episodios de volatilidad inducidos por la incertidumbre internacional. En particular, el potencial de valorización del índice colombiano ha estado limitado por diversos -y cambiantes factores-, y en un futuro próximo, esperamos que este continúe siendo el caso. No obstante, con la tasa de política monetaria en niveles mínimos a nivel mundial, la elevada liquidez internacional, el nivel actual de precios de los emisores colombianos (castigados en su mayoría), y un mayor apetito

Gráfico 8

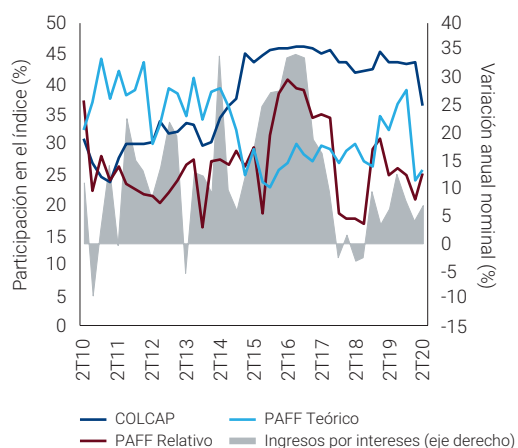
DESEMPEÑO DEL ÍNDICE FRENTE A LA ECONOMÍA



Fuente: Dane y BVC. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 9

SECTOR FINANCIERO: PARTICIPACIÓN EN EL ÍNDICE



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

por riesgo, esperamos un mayor ingreso de flujos de extranjeros que sobreponderen las especies con espacio de valorización de acuerdo con sus fundamentales. Así las cosas, conjeturamos que el PAFF (Teórico y Relativo) se verá favorecido, toda vez que incorpora los factores fundamentales con mayor rapidez en sus ponderadores, y creemos que la recuperación del desempeño de los negocios (y sus cotizaciones) va a ser heterogénea.

Sectores Representativos

Sector Financiero

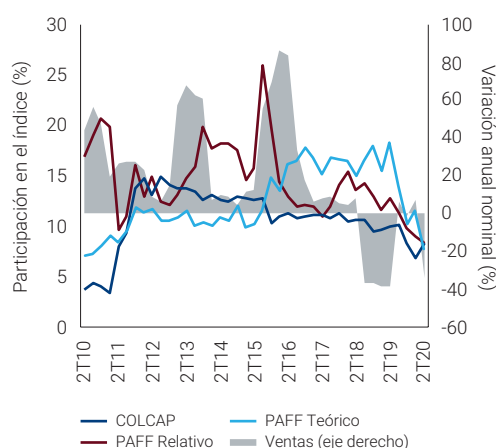
El sector financiero, cuya participación histórica promedio en el COLCAP desde el 2010 ha sido del 38,3%, con un máximo del 46,0% alcanzado en el 1T16, se configura como el sector más representativo dentro del índice de capitalización. Ahora bien, desde su concepción, el peso del sector en el índice se ha mantenido relativamente estable, e inmune ante las variables financieras y resultados corporativos de los emisores que lo componen.

En cuanto al PAFF Relativo, teniendo en cuenta la incorporación de variables fundamentales como el ROE, ROA y Rotación de Activos, entre otros, los ponderadores nuevos permiten el rebalanceo rápido y ajustado de los emisores financieros dentro del índice (Gráfico 9). En particular, una vez la banca colombiana entra en la parte baja del ciclo crediticio, donde experimenta desaceleraciones en sus ingresos netos por intereses desde el 4T16, el índice PAFF Relativo reaccionó disminuyendo su participación de un máximo del 41% hasta el 17% en el 4T18, cuando inicia el ciclo de recuperación.

En términos generales, el PAFF muestra señales de menor concentración sectorial, aprovechamiento de ciclos expansivos y protección ante entornos de deterioro económico con el apalancamiento en sectores defensivos. En particular, la participación del sector de Energía de Servicios Públicos aumentó 15 p.p. (puntos porcentuales) de participación en el índice entre el 4T16 y 2T18, mientras el sector financiero disminuyó su participación en 21 p.p. durante el mismo periodo.

Gráfico 10

SECTOR CONSUMO: PARTICIPACIÓN EN EL ÍNDICE



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

Sector de Consumo

Los principales emisores que conforman el sector consumo dentro del COLCAP son Nutresa y Grupo Éxito con participaciones al 3T20 en el índice de 6,7% y 0,14% respectivamente. Ambos emisores cuentan con exposición internacional (aunque con mayor proporción Nutresa) y pertenecen a la industria de consumo de alimentos. En ambos casos su desempeño está fuertemente ligado al comportamiento del consumo privado local, que fue el principal motor de crecimiento de la economía colombiana en 2019. Ahora bien, la participación del comercio al por mayor en el PIB corresponde al 15,6%, relativamente por encima de la exposición del sector en el índice COLCAP (10,5%) (Gráfico 10).

Al igual que sucede en el sector financiero, su participación se ha mantenido relativamente estable en el índice, sin poder capturar eventos económicos importantes, mientras que el PAFF Relativo logró ajustar su ponderación a movimientos corporativos relevantes que dieron lugar en 2015, cuando los indicadores financieros de Grupo Éxito se deterioraron significativamente ante el excesivo apalancamiento al que incurrió la compañía al adquirir GPA. Luego de esta adquisición, su precio se vio castigado significativamente. En particular, la participación del sector en el índice PAFF Relativo disminuyó 6 p.p entre el 4T15 y el 1T16.

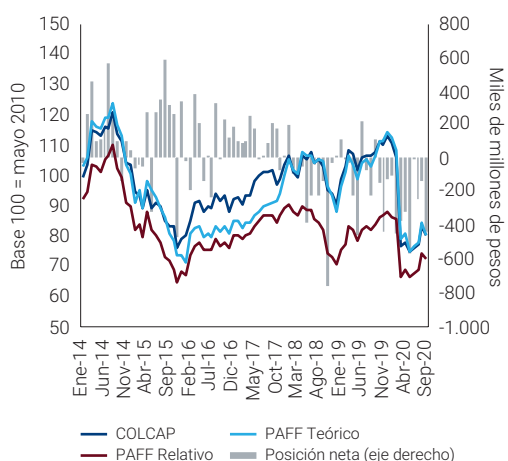
Dada la incidencia de las ventas internacionales dentro de los emisores, el consumo privado local incluye parcialmente los resultados corporativos de estas empresas. Otros variables como el dólar, fortaleza de otras economías dentro de la región, y el endeudamiento, explican parte de los fundamentales de estas multilatinas. De esta forma el índice PAFF - Relativo lo incorpora dentro de sus ponderaciones.

Compradores y Vendedores Internacionales

En lo que va del año, la volatilidad asociada a la pandemia generó una fuerte aversión al riesgo, llevando a una salida de capitales de emergentes hacia los mercados desarrollados, en búsqueda de activos refugio. Así las cosas, en 2020 los extranjeros mantuvieron una posición vendedora neta en el mercado accionario local, sin señales

Gráfico 11

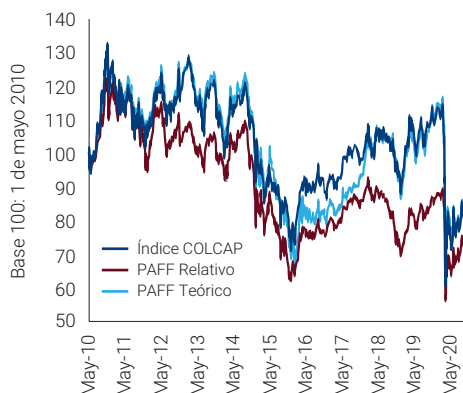
POSICIÓN NETA EXTRANJEROS



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 12

PAFF VS ÍNDICE COLCAP



Fuente: Eikon. BVC. Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

de recuperación en el corto plazo (Gráfico 11). Ahora, las acciones más golpeadas por la salida de capitales durante el periodo más álgido de la crisis correspondieron a aquellas del Sector Financiero y del Sector Petróleo y Gas, en especial preferencial Bancolombia, Grupo Aval y Ecopetrol con desvalorizaciones en marzo del 34,6%, 38,1% y 38,8% respectivamente.

Teniendo en cuenta que para 2021 esperamos que la política monetaria expansiva en países desarrollados continúe, sumado a un renovado apetito por riesgo, y dado el nivel actual de precios del mercado accionario local, esperamos una recuperación de los flujos netos de los extranjeros.

Compradores y Vendedores frente al índice

La desvalorización del COLCAP ante la salida de extranjeros -postura neta negativa- en marzo se profundizó excesivamente por su dependencia en los sectores petrolero y financiero. En general, las salidas bruscas de capital afectan tanto al COLCAP como a los índices PAFF negativamente, ya sea por el efecto directo sobre algunas especies, o por el deterioro general del mercado. No obstante, las compras "off-shore" hacia especies castigadas por su valor fundamental generarían valorizaciones del PAFF sobre el COLCAP, dado sus ponderadores fundamentales.

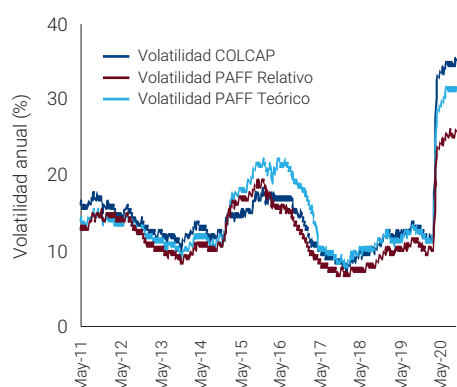
Desempeño

Índice PAFF frente al Índice COLCAP: Respecto al desempeño del índice PAFF frente al índice COLCAP, tenemos que el PAFF Teórico muestra un comportamiento similar al del COLCAP en varios periodos de tiempo, tanto en mercados bajistas como alcistas. Por su parte, el PAFF Relativo muestra un desempeño menos favorable que los otros índices bajo análisis (Gráfico 12).

Riesgo / Retorno: El índice PAFF Teórico muestra una rentabilidad histórica promedio levemente menor a la del COLCAP, con una volatilidad similar. Por su parte, aunque el índice PAFF Relativo tiene una rentabilidad histórica promedio menor a los otros índices, su

Gráfico 13

VOLATILIDAD ANUAL



Fuente: Eikon. BVC. Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

volatilidad histórica es menor, incluyendo periodos de alta volatilidad e incertidumbre como ha sido el caso en 2020 (Gráfico 13). Adicionalmente, ha presentado años con rentabilidades superiores a sus pares, como en 2013, 2016 y el 2020 (últimos 12 meses al corte de septiembre), pese a ser un año con una alta volatilidad (Tabla 1).

Índice PAFF frente al precio del petróleo: Tomando como referencia una ventana de tiempo anual, al analizar la correlación frente al petróleo de referencia Brent del Índice PAFF y del Índice COLCAP, observamos que en algunos periodos el Índice PAFF Relativo ha tenido una menor correlación frente al petróleo que el COLCAP y el PAFF Teórico, específicamente en los periodos comprendidos entre mediados de 2016 y 2017, al igual que en parte del 2019 (Gráfico 14).

Simulaciones - Índices PAFF alternativos

Índice PAFF Teórico: Al realizar diversas simulaciones con las variables financieras consideradas, teniendo en cuenta el promedio histórico anual desde 2010 hasta septiembre 2020, sobresale el hecho de que se genera una menor pérdida promedio (-2,5%) al darle una participación del 100% al Patrimonio Neto como variable financiera dentro del índice, generando una volatilidad anual promedio del 15,4%. Respecto al periodo de tenencia (mayo 2010 a septiembre 2020) bajo este escenario se obtiene una rentabilidad del -11,7%.

Tabla 1

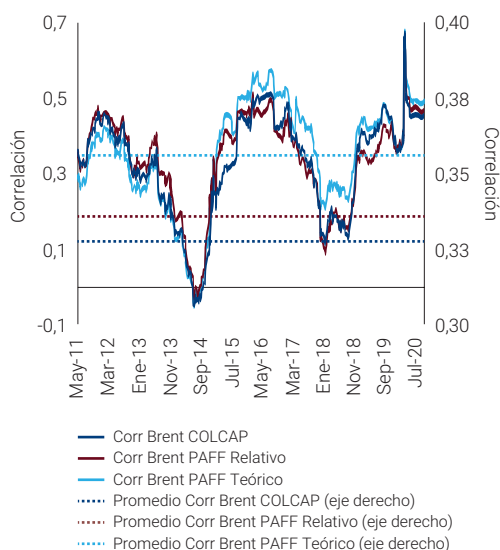
RELACIÓN RENTABILIDAD - RIESGO

Año	Rentabilidad Anual			Desviación Anual			Relación Rentabilidad - Riesgo		
	COLCAP	PAFF Teórico	PAFF relativo	COLCAP	PAFF Teórico	PAFF Relativo	COLCAP	PAFF Teórico	PAFF Relativo
2011	-14,9%	-10,8%	-18,3%	16,2%	14,5%	14,7%	-0,9	-0,7	-1,2
2012	15,4%	13,7%	7,9%	13,0%	12,1%	11,2%	1,2	1,1	0,7
2013	-13,2%	-10,7%	-6,8%	12,0%	10,5%	9,3%	-1,1	-1,0	-0,7
2014	-6,0%	-11,6%	-11,5%	14,0%	13,8%	13,8%	-0,4	-0,8	-0,8
2015	-27,1%	-31,2%	-27,4%	16,9%	21,1%	17,9%	-1,6	-1,5	-1,5
2016	15,8%	14,4%	16,3%	13,2%	17,2%	11,1%	1,2	0,8	1,5
2017	11,3%	16,3%	10,9%	7,9%	8,4%	7,2%	1,4	1,9	1,5
2018	-13,2%	-13,2%	-23,3%	12,6%	12,3%	10,1%	-1,1	-1,1	-2,3
2019	22,6%	26,5%	21,8%	11,7%	11,6%	10,0%	1,9	2,3	2,2
2020	-30,0%	-28,8%	-14,9%	35,0%	31,6%	25,6%	-0,9	-0,9	-0,6
Promedio	-3,9%	-3,6%	-4,5%	15,3%	15,3%	13,1%	-0,02	0,01	-0,1

Fuente: BVC. Capital IQ. Eikon. Cálculos Corficolombiana 2020: Últimos 12 meses al corte de septiembre.

Gráfico 14

CORRELACIONES FRENTE AL PETRÓLEO



Fuente: Eikon, BVC, Capital IQ, Cálculos Corficolombiana.

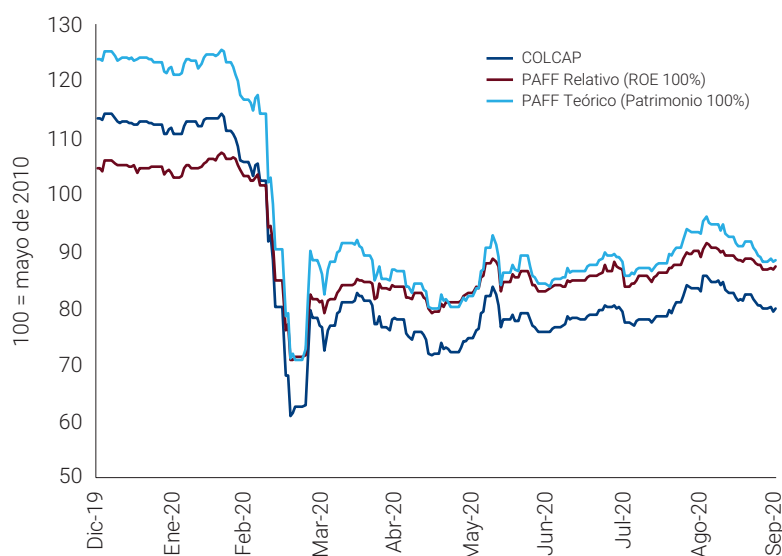
Por otra parte, el resultado menos favorable se alcanzaría si se utilizara la variable Ventas como única variable de ponderación fundamental.

Índice PAFF Relativo: Al realizar diversas simulaciones con las variables relativas consideradas, al darle toda la ponderación al ROE dentro del índice, se obtiene una menor pérdida promedio histórica (-2,6%), con una volatilidad anual promedio del 12,8%. **Este resultado implica que podemos obtener un índice de desempeño superior realizando una ponderación de participaciones a partir de factores fundamentales para el mercado accionario colombiano.** Sin embargo, realizamos el análisis de desempeño y representatividad descrito anteriormente en este documento con los índices equiponderados, pues guardan más relación con la teoría financiera consultada originalmente. En este caso, respecto al periodo de tenencia (mayo 2010 a septiembre 2020) se obtiene una rentabilidad del 12,8%. Por otro lado, el escenario menos favorable se daría si la totalidad de la ponderación se realizara a partir de Rotación de Activos.

Modificando los ponderadores respecto al modelo teórico, vemos que es posible obtener Índices de ponderación fundamental superiores (Gráfico 15) a los índices representativos de capitalización,

Gráfico 15

ÍNDICES PAFF ALTERNATIVOS



Fuente: Capital IQ, Eikon, Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

inclusive en el mercado accionario colombiano. Dado el desempeño histórico de nuestro mercado, "menos peor es mejor" en términos de rentabilidad. Estos índices tienen la ventaja de representar mejor la economía y el desempeño fundamental de las empresas, razón por la cual -suponemos- se recuperan más rápido luego de periodos de crisis como el que generó el COVID durante marzo y abril.

VULNERABILIDAD DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Laura Daniela Parra

Maria Paula Campos

A comienzos de la pandemia analizamos la vulnerabilidad de Colombia frente a un grupo comparable de países emergentes, concluyendo que el país presentaba una vulnerabilidad media-baja y ocupaba el octavo puesto dentro de las 11 economías analizadas (ver "Vulnerabilidad de economías emergentes en medio de la pandemia" en [Informe Especial - Mayo 22 de 2020](#)). Debido a los cambios que han tenido lugar desde entonces en materia de perspectivas económicas, fiscales y monetarias, en este recuadro actualizamos el análisis.

Encontramos que ahora Colombia presenta una vulnerabilidad media - alta y ocupa el cuarto puesto dentro del grupo de economías seleccionadas. En América Latina, el país está mejor que Brasil y peor que México, Chile y Perú (Tabla 1).

Tabla 1

RANKING DE VULNERABILIDAD EMERGENTE

País	Ranking de Vulnerabilidad	Actividad Económica	Vulnerabilidad fiscal	Evaluación monetaria y financiera	Vulnerabilidad externa y riesgo país	Respuesta al coronavirus
Sudáfrica						
Brasil						
Turquía						
Colombia						
México						
India						
Perú						
Indonesia						
Chile						
Rusia						
Malasia						

Fuente: Corficolombiana.

Los tres factores que explican el aumento en la vulnerabilidad de Colombia frente a sus pares son i) el menor ritmo de recuperación económica, ii) el mayor deterioro de las finanzas públicas y iii) la menor magnitud del paquete fiscal como respuesta a la crisis. En contraste, se evidencia una mejora relativa en las métricas de vulnerabilidad externa y de riesgo país. En América Latina, Perú también presentó un aumento importante en su vulnerabilidad -retrocedió cuatro puestos hasta ocupar la octava posición- como consecuencia de la inestabilidad política, acentuada por la moción de vacancia aprobada recientemente en contra del Presidente Vizcarra.

En contraste, México mejoró tres posiciones gracias a la revisión al alza en sus perspectivas de crecimiento económico, el menor deterioro en las cuentas fiscales y una menor percepción de riesgo internacional. De

manera similar, Chile avanzó dos puestos gracias a la menor vulnerabilidad fiscal de este año relativa a los demás países emergentes.

Vale la pena señalar que las economías latinoamericanas son especialmente vulnerables a la coyuntura, debido a su elevada dependencia a los precios de las materias primas. En particular, la debilidad de los precios internacionales del crudo -que se espera continúe el próximo año- limitaría la recuperación de México y Colombia. Sin embargo, los países con un mayor grado de apertura comercial -como México, Perú y Chile- podrían verse beneficiados de la mayor demanda externa que se espera en 2021, especialmente si China es uno de sus principales socios comerciales.

De manera similar, las economías de América Latina se verían favorecidas por el estímulo fiscal implementado en EEUU durante 2021. Goldman Sachs estima que un estímulo fiscal de 1 billón de dólares impulsaría el crecimiento estadounidense en 1 p.p. durante 2020, lo cual se reflejará en mayor demanda externa, menor aversión al riesgo y mayores precios de las materias primas. Estos factores impulsarían el crecimiento de Latinoamérica en 40 pbs. El efecto asciende a 80 pbs en el caso de México y es de 30 pbs en el caso de Colombia. Las externalidades positivas de este choque también se reflejarían en el fortalecimiento de las monedas latinoamericanas frente al dólar.

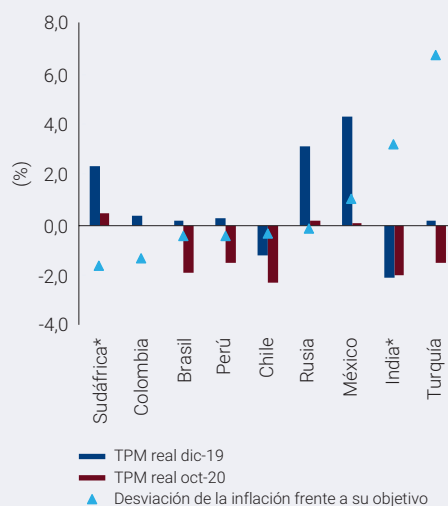
Respuesta de política: sorteando las dificultades

La respuesta de política económica a la crisis desencadenada por la pandemia no tiene precedentes. Por el lado monetario, los bancos centrales de los países emergentes recortaron sus tasas nominales a mínimos históricos, llevando las tasas reales a niveles negativos en 6 de los 11 países de la muestra (Gráfico 1). Sin embargo, varios países no limitaron su reacción al recorte de tipos de interés, sino que incursionaron en la adopción de medidas monetarias no convencionales, siguiendo los pasos de las economías desarrolladas. Este fue el caso de Chile, Colombia, Turquía, Sudáfrica, India e Indonesia, en donde se llevaron a cabo programas de compra de activos que aumentaron la efectividad de la política monetaria.

En efecto, estos programas reforzaron la liquidez en los mercados financieros, lo cual fue clave para facilitar su funcionamiento adecuado y corregir el choque de aversión al riesgo e incertidumbre observado en marzo y abril. De acuerdo con nuestras estimaciones, las compras de activos aumentaron la transmisión de la política monetaria en el corto plazo y estabilizaron el costo del endeudamiento público en un horizonte temporal más

Gráfico 1

REDUCCIÓN EN LA TASA DE POLÍTICA MONETARIA Y DESVIACIÓN DE LA INFLACIÓN FRENTE AL OBJETIVO



* Inflación a septiembre.
Fuente: Corficolombiana y Eikon.

amplio, especialmente en el segmento medio de la curva de rendimientos. Sin embargo, también generaron presiones devaluacionistas sobre el tipo de cambio (ver "Política monetaria: herramienta no convencional" en [Informe Especial - Junio 24 de 2020](#)).

Por su parte, la respuesta de política fiscal fue heterogénea y estuvo determinada por el estado de las finanzas públicas en cada país antes de la pandemia, particularmente por las diferencias en materia de endeudamiento público, nivel de ingresos tributarios y costos de financiamiento (en función, a su vez, de las primas de riesgo crediticio).

Los países con mayor carga de deuda pública antes del choque¹ vieron limitada su capacidad de implementar paquetes de estímulo fiscal más agresivos, como fue el caso de India, Sudáfrica y Colombia; una excepción notable en este caso fue Brasil, en donde se adoptó un estímulo fiscal amplio a pesar del elevado nivel de deuda. Por el contrario, los países con niveles de deuda menos altos dentro del grupo de economías analizadas -como Perú y Chile- implementaron los mayores paquetes fiscales (8,5% y 7,0% del PIB, respectivamente); en este caso, Rusia es la excepción, con un paquete fiscal tímido a pesar de tener un bajo nivel de deuda (Gráfico 2).

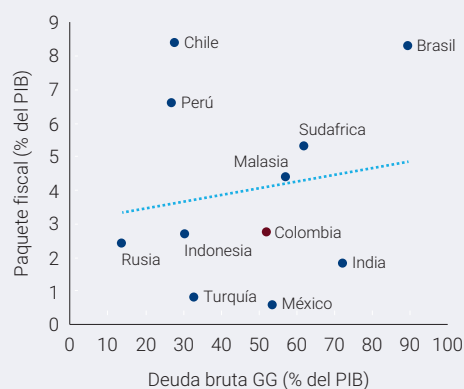
Algunos riesgos en el panorama

La vulnerabilidad sistémica emergente es uno de los riesgos a la baja en 2021. Es cierto que la aversión al riesgo global ha disminuido de forma importante después de las elecciones presidenciales en EEUU y de las noticias alentadoras sobre el desarrollo de una vacuna contra el COVID, en un contexto de condiciones financieras laxas que respalda la recuperación económica global. Sin embargo, la percepción de riesgo en las economías emergentes, particularmente las de América Latina, sigue siendo superior a los niveles pre-pandemia (Gráficos 3 y 4).

Uno de los principales riesgos para las economías en desarrollo está relacionado con las nuevas medidas de confinamiento adoptadas desde noviembre en varios países desarrollados para afrontar la segunda ola de contagios de COVID-19, y su potencial impacto negativo sobre los precios de los *commodities*. Lo anterior podría ocasionar un nuevo episodio de salidas de capital hacia activos refugio y presionar devaluaciones de las monedas emergentes y aumentos adicionales en sus primas de riesgo.

Gráfico 2

DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO GENERAL Y PAQUETE FISCAL APROBADO



Fuente: Corficolombiana, WEO 2020 y Goldman Sachs.

¹ Deuda bruta del gobierno general como porcentaje del PIB en 2019.

Un riesgo adicional para los emergentes es el potencial efecto inflacionario de las políticas monetarias no convencionales. Aunque las economías avanzadas no enfrentaron presiones alcistas sobre los precios tras más de una década de amplio estímulo monetario, no es claro que este vaya a ser el caso para las economías en desarrollo. Hasta ahora, los episodios de alta inflación durante la pandemia han sido aislados y se han debido a depreciaciones cambiarias pronunciadas y persistentes, así como al aumento en las expectativas de inflación (Ver "Turquía: señales de alerta para emergentes" en [Informe Semanal - octubre 5 de 2020](#)).

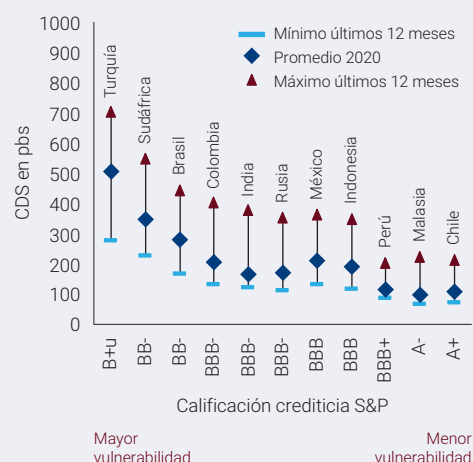
Sin embargo, en caso de materializarse un evento inflacionario los bancos centrales tendrían que normalizar las condiciones monetarias prematuramente y no podrían respaldar la reactivación económica post-pandemia. Por lo anterior, resulta fundamental el anclaje de las expectativas de inflación y la certeza de que las medidas expansivas tienen un carácter temporal, de forma que disminuya el riesgo de afectar la credibilidad de las autoridades monetarias.

Finalmente, la incertidumbre política y el descontento social no son riesgos despreciables para América Latina en 2021. En efecto, Ecuador Perú y Chile tendrán elecciones presidenciales el próximo año -y en el caso chileno estarán acompañadas de una reforma constitucional-, mientras que en México y Argentina tendrán lugar eventos electorales parlamentarios. Este contexto de incertidumbre desincentiva las decisiones de inversión, en un contexto preocupante de populismo y alto descontento social, que además fue acentuado por la pandemia.

El gran reto: la recuperación del empleo

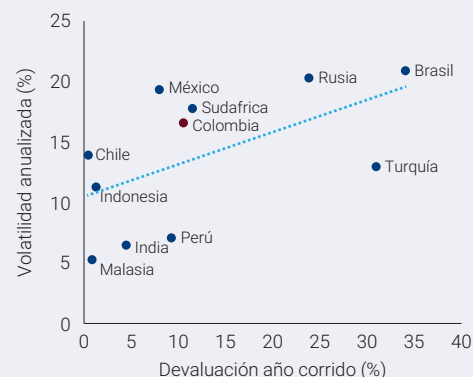
Dentro de los efectos más negativos de la pandemia sobre las economías emergentes están la profunda destrucción de empleo y la pérdida de ingresos de los trabajadores. Esta situación se debe a las características estructurales del mercado laboral en estos países: alta informalidad, elevada concentración del empleo en empresas pequeñas y medianas -cuya resiliencia a la caída en ingresos es muy baja- y en actividades que no permiten el trabajo remoto, y alta proporción del valor agregado en sectores intensivos en contacto físico (Tabla 2).

Gráfico 3
PERCEPCIÓN DE RIESGO PAÍS



Fuente: Corficolombiana y Eikon.

Gráfico 4
DEVALUACIÓN AÑO CORRIDO Y VOLATILIDAD CAMBIARIA ANUALIZADA



* Datos al 11 de noviembre.
Fuente: Corficolombiana y Eikon.

Estos factores han amplificado el choque y dificultan la efectividad de las políticas públicas -que suelen aplicar para el sector formal-, lo cual pone en riesgo los avances en materia de reducción de la pobreza y desigualdad que se venían adelantando en la última década.

Tabla 2

MÉTRICAS DEL MERCADO LABORAL EN ECONOMÍAS EMERGENTES

Región	Trabajadores en sectores intensivos en contacto (%)	Empleos que permiten teletrabajo (%)	Informalidad* (%)
Economías avanzadas	35	40	10
Economías emergentes	32	26	63
América Latina	44	20	65

* Definición de informalidad de la OIT: 1) trabajadores y/o empresas (micro y pequeñas) que funcionan por cuenta propia fuera del sector formal, 2) empleados sin contratos formales, 3) tipo de empleo no sujeto a la legislación laboral ni requerimientos de seguridad social, y 4) miembros de cooperativas informales".

Fuente: FMI y Corficolombiana.

EL COSTO ECONÓMICO DE LAS CUARENTENAS

Juan Camilo Pardo

Jose Luis Mojica

En el presente recuadro analizamos el *trade-off* entre actividad productiva y contagios/muertes generado por las restricciones impuestas a raíz la pandemia.

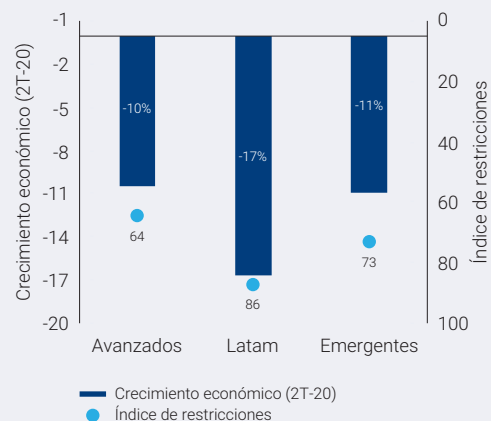
Calculamos el costo económico de las restricciones impuestas durante el segundo trimestre de 2020 -al inicio de la pandemia, cuando se implementaron las medidas de aislamiento más estrictas- para un grupo de 62 países tanto desarrollados como emergentes. Para esto, tomamos el índice de rigurosidad de la Universidad de Oxford (*Stringency Index*), medida compuesta y dinámica de respuesta gubernamental que recoge el promedio de ocho indicadores individuales¹. Su escala de menor a mayor rigurosidad va de 0 a 100, y la recopilación de sus datos proviene de fuentes públicas y reuniones informativas de páginas web de cada Gobierno, por lo que su naturaleza misma lo posiciona como un índice de jure.

Tomando la clasificación del FMI, dividimos la muestra de 62 países en 34 avanzados, 20 emergentes y 8 latinoamericanos. La variable de crecimiento económico corresponde a la variación anual del PIB de cada país en el 2T20, mientras que las restricciones son el promedio del índice de rigurosidad para el mismo período. Nuestros cálculos indican que Latinoamérica fue la región que impuso medidas más rigurosas en términos relativos y la que sufrió la mayor contracción económica, en promedio. En comparación, los países avanzados implementaron medidas menos rigurosas y tuvieron un menor sufrimiento económico (Gráfico 1).

El promedio del índice de restricción en avanzados y emergentes fue de 64 y 73, respectivamente, mientras que en Latinoamérica fue de 86, en donde Perú tuvo el indicador más alto del mundo (con 96) y Colombia estuvo en el top 10 (con 89). Por su parte, el crecimiento económico anual en 2T20 fue de -10% en avanzados, -11% en emergentes y -17% en Latinoamérica. Particularmente, China fue el único país con variación anual positiva dentro de la muestra (3,2%) y Perú el que sufrió la mayor contracción (-30,6%). En Colombia, la caída anual fue de 15,8%.

Gráfico 1

CRECIMIENTO ECONÓMICO (2T20) VS
ÍNDICE DE RESTRICCIONES POR GRUPO
DE PAÍS



Fuente: Universidad de Oxford, Eikon, Cuentas Nacionales de cada país. Elaboración Corficolombiana.

¹ Cierre de colegios, lugares de trabajo, vuelos internacionales, transporte público, requerimientos de estadía en casa, restricciones a la movilidad, cancelación de eventos públicos y reuniones.

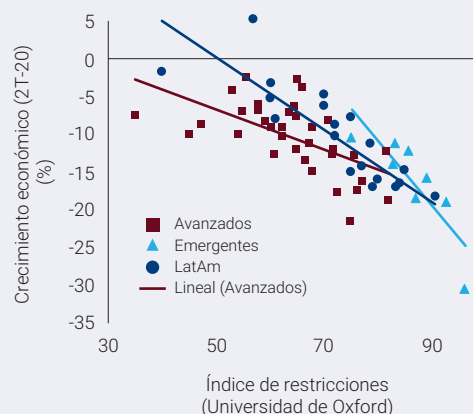
Para cuantificar el efecto de las restricciones sobre el crecimiento económico desarrollamos un ejercicio económico. Nuestro cálculo parte del hecho de que las decisiones que tomaron las autoridades competentes (de jure), privilegiaron la salud por encima de la actividad productiva. En este sentido, el crecimiento se explicó en función del índice de restricciones y se incluyó una variable dicotómica para los emergentes, para Latinoamérica y para Colombia, con el fin de evaluar si hubo un costo adicional para estos grupos de países.

En línea con esto, nuestras estimaciones apuntan a la existencia de un costo económico diferenciado de las restricciones por grupo de países, en donde Latinoamérica fue la región más perjudicada dentro de la muestra. En efecto, cada punto en el índice de restricciones en la región generó una caída de la actividad económica de 0,58 puntos porcentuales (p.p) adicionales respecto a los países avanzados. Para los otros países emergentes este efecto fue de 0,21 p.p. y en particular, para Colombia el costo adicional fue de 3,3 p.p. En términos estadísticos, los coeficientes resultaron significativos (p-valor menor al 5%) (Gráfico 2).

Ahora, ¿por qué las restricciones impactaron más fuerte a los países latinoamericanos que al resto? La respuesta a esta pregunta debe tener en cuenta un conjunto amplio de razones, que van desde factores económicos y de vulnerabilidad del mercado laboral, hasta aspectos culturales e incluso relacionados con las libertades individuales².

Dada la complejidad de este fenómeno, nuestro análisis se enfoca sólo en aspectos que tienen que ver con la estructura económica y del mercado laboral: la informalidad³, la capacidad de trabajo remoto y el ahorro nacional. En términos generales, la débil red social⁴ del mercado informal, la necesidad de contar con un colchón para poder asumir costos y gastos (rutinarios e imprevistos) y la necesidad de trabajar desde casa, plantea un panorama complejo para Latinoamérica. En esta región la informalidad del mercado laboral se encuentra en niveles promedio de 48% (vs 41% en resto de emergentes y 12% en avanzados), sus niveles de ahorro en 18% del PIB (vs 27% en resto

Gráfico 2
CRECIMIENTO ECONÓMICO VS
RESTRICCIONES



Fuente: Universidad de Oxford, Eikon, Cuentas Nacionales de cada país. Elaboración Corficolombiana.

² El control de la pandemia en varios países asiáticos se realizó con estrictas medidas de coerción social.

³ Se toma la definición de la ILO: 1) trabajadores y/o empresas (micro y pequeñas) que funcionan por cuenta propia fuera del sector formal, 2) empleados sin contratos formales, 3) tipo de empleo no sujeto a la legislación laboral ni requerimientos de seguridad social, y 4) miembros de cooperativas informales.

⁴ Una red de contactos profesionales (networking) y clientes fieles.

emergentes y 26% en avanzados), y su capacidad para trabajar remotamente⁵ en 23% (vs 26% en resto de emergentes y 39% en avanzados) (Gráfico 3).

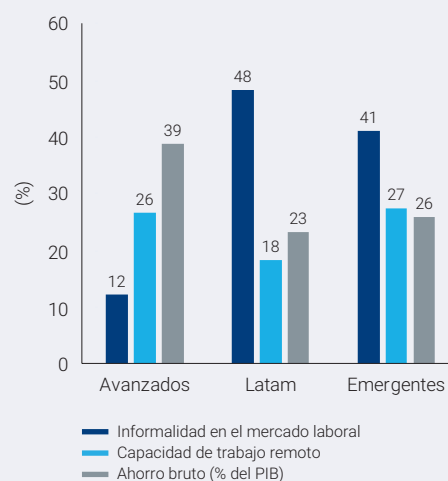
¿Hubo ganancias en términos de contagio para Latinoamérica?

Las mayores restricciones y la pronunciada caída en la movilidad en Latinoamérica, en comparación con Europa, EEUU y Asia, abren un interrogante asociado a los réditos que esto pudo generar para la contención del virus. Nuestra aproximación al efecto de las cuarentenas en Latinoamérica señala que fueron efectivas para "comprar tiempo" y aplazar el pico del contagio en el corto plazo. Sin embargo, en el mediano plazo no se logró un diferencial en menores muertes y contagios por millón de habitantes, siendo que la movilidad continuó persistentemente por debajo de Europa, EEUU y Asia (Gráfico 4).

En particular, a primera vista las muertes por millón en la región parecen exhibir una convergencia tardía al caso europeo, ubicándose por debajo de lo registrado en EEUU, aunque muy por encima de los países asiáticos (Gráfico 5). De forma paralela, los contagios por millón exhiben una evolución similar al caso asiático que parece converger al caso europeo con algunos meses de retraso (Gráfico 6). Si bien la interpretación sustentada en los contagios no es clara y está condicionada a las pruebas realizadas en cada economía, lo cierto es que las muertes por millón nos sugieren que los réditos para el caso Latinoamericano fueron únicamente en el corto plazo.

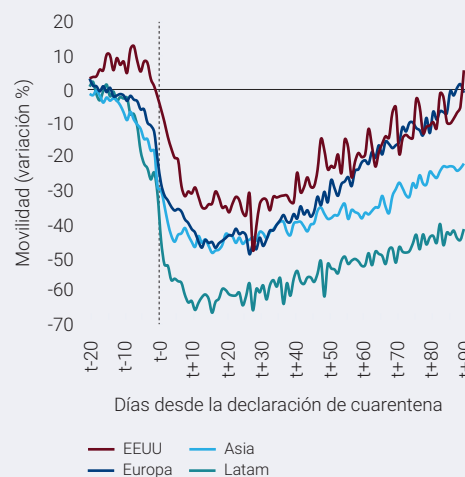
Con el objetivo de caracterizar si hubo un efecto heterogéneo para la región, planteamos un modelo de diferencias en diferencias dinámico que nos permite aproximar el impacto adicional que tuvo la cuarentena en Latinoamérica frente a

Gráfico 3
PROMEDIO DE LOS FACTORES DE VULNERABILIDAD POR GRUPO DE PAÍSES



Fuente: ILO y Banco Mundial. Elaboración Corficolombiana.

Gráfico 4
EVOLUCIÓN DE LA MOVILIDAD DESDE LA DECLARACIÓN DE CUARENTENA



Fuente: Google mobility. Cálculos Corficolombiana.

⁵ Estos tres factores incidieron directamente sobre el pronunciamiento de la caída de la actividad productiva en ciertos países. En efecto, cuando se regresa el crecimiento económico en función de cada uno, el coeficiente de regresión da significativo y la informalidad del empleo es el componente que más logra explicar.

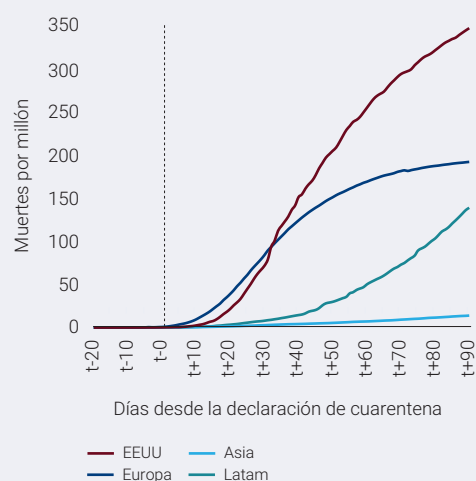
Europa, EEUU y Asia en términos de muertes y contagios por millón⁶. Así, calculamos para cada uno de los días posteriores a la declaración de cuarentena nacional en cada país el coeficiente asociado al impacto diferenciado para Latinoamérica. En particular, se tomaron 50 países, cuyos datos de muertes y contagios por millón son provenientes de la base de Our World in Data y las fechas de cuarentenas generalizadas fueron tomadas de una de las variables del Stringency Index de la Universidad de Oxford⁷. Los resultados del ejercicio planteado se encuentran en el Gráfico 7. Allí se exhiben los coeficientes que capturan el impacto diferenciado para Latinoamérica en cada uno de los periodos y su respectivo intervalo de confianza al 5% de significancia. De esta forma, cuando el intervalo cruza por el cero, el coeficiente no es significativo.

Por un lado, la comparación con Europa arroja que la cuarentena en Latinoamérica tuvo un efecto negativo sobre el número de muertes por millón que se agotó en el tiempo y desapareció alrededor del día 72 (Gráfico 7A). Así, encontramos que en promedio la región logró reducir en 80 el acumulado de muertes por millón durante los primeros dos meses de confinamiento, lo que representa un descenso cercano a 1,3 veces lo registrado por el Viejo Continente en dicho periodo. Los contagios parecen mostrar resultados similares y evidencian réditos para Latinoamérica que se disiparon a los 55 días aproximadamente (Gráfico 7B).

De forma paralela, la comparación con EEUU señala que en la región se logró disminuir el número de muertes en 138 en promedio durante los primeros 3 meses, lo que equivale a un descenso de 3,6 veces en el número de muertes acumuladas por millón aproximadamente (Gráfico 7C). No obstante, la

Gráfico 5

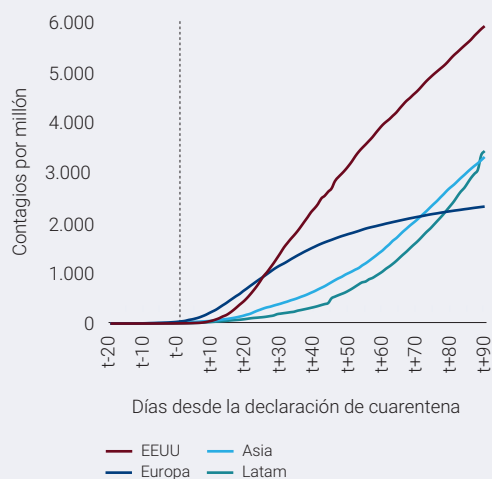
EVOLUCIÓN DE LAS MUERTES DESDE LA DECLARACIÓN DE CUARENTENA



Fuente: Our World in Data. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 6

EVOLUCIÓN DE LOS CONTAGIOS DESDE LA DECLARACIÓN DE CUARENTENA



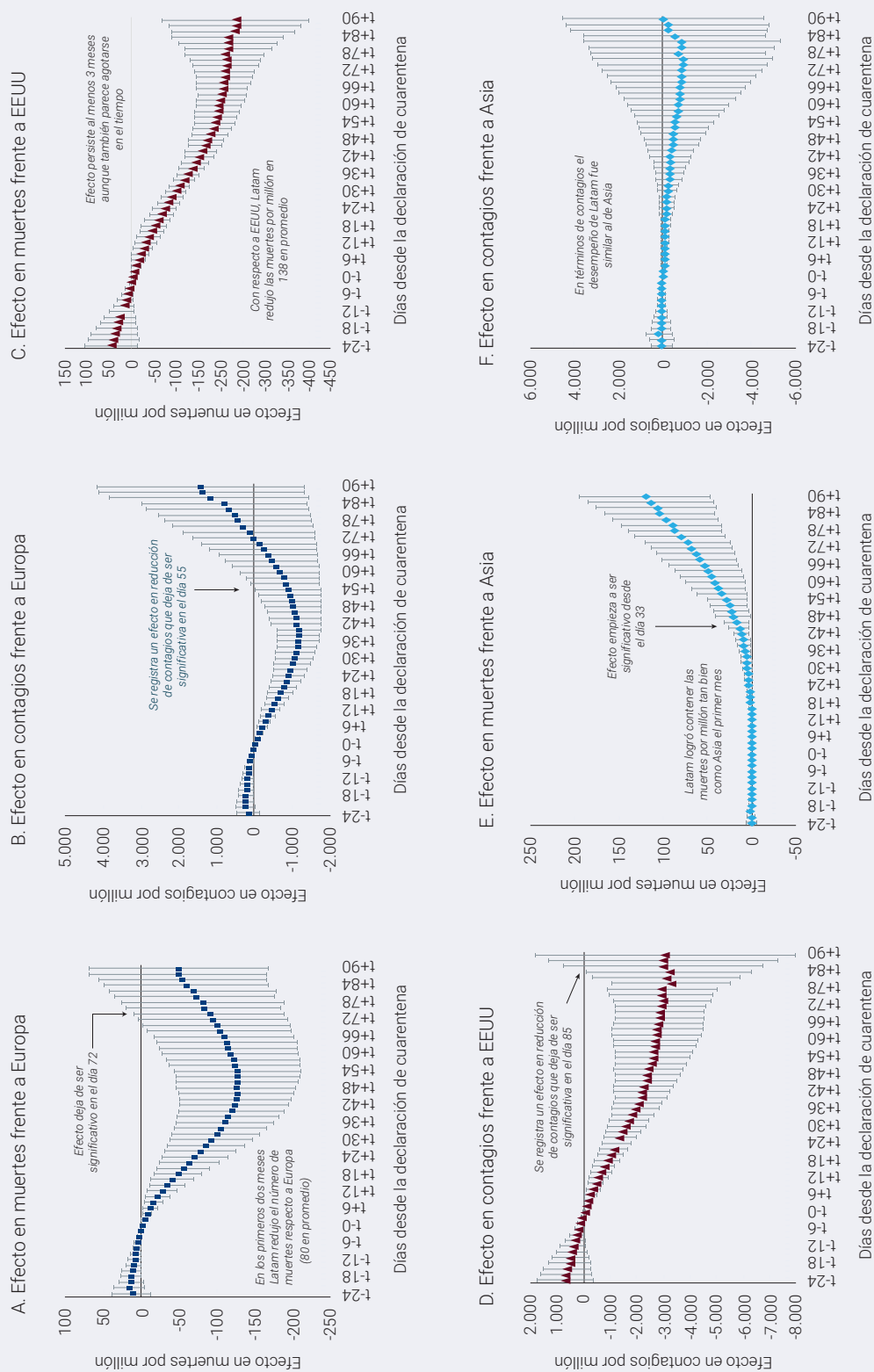
Fuente: Our World in Data. Cálculos Corficolombiana.

⁶ En esencia este es un modelo de estudio de eventos, considerando que el inicio de las cuarentenas no ocurrió en la misma fecha para todas las unidades. Se incluyen efectos fijos de tiempo y país, buscando controlar por aquellas características no observadas que pudieran exacerbar en cada caso las muertes y contagios por millón.

⁷ La variable de Stay at home requirements toma valores distintos de cero desde el día en el cual se declararon las medidas de confinamiento generalizado en cada economía.

Gráfico 7

EFFECTOS DIFERENCIADOS SOBRE MUERTES Y CONTAGIOS ACUMULADOS DE LAS CUARENTENAS EN LATINOAMÉRICA FRENTE A EUROPA, EEUU Y ASIA*



* Cuando el intervalo toca el eje de cero, el coeficiente deja de ser significativo al 95% de confianza.

Fuente: Cálculos Corficolombiana.

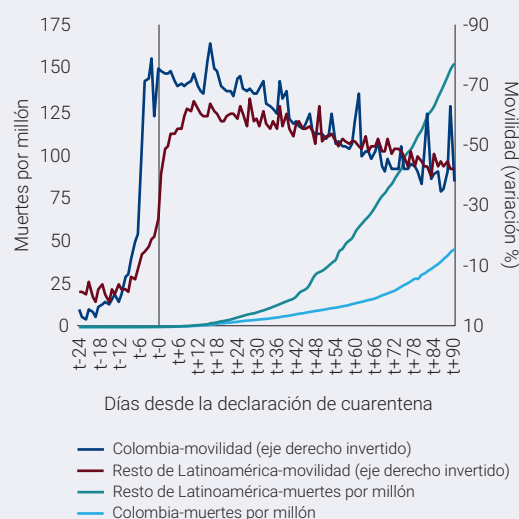
amplitud del intervalo de confianza parece sugerir que este efecto también se habría agotado en el tiempo. Además, en términos de contagios se registra un diferencial a favor de Latinoamérica que se agotó a los 85 días del confinamiento (Gráfico 7D).

Frente a los países asiáticos hubo un claro ganador en términos absolutos. La región registró en promedio 51 muertes por millón más, lo que es consistente con un incremento de 5,3 veces frente a lo exhibido por Asia (Gráfico 7E). Sin embargo, la cuarentena le permitió a Latinoamérica desempeñarse muy similar a Asia durante los primeros 33 días, lo que está parcialmente en línea con las conclusiones para las comparaciones con Europa y EEUU. Adicionalmente, en términos de contagios la región no presentó diferencias estadísticamente significativas frente a lo visto en Asia durante el primer trimestre (Gráfico 7F).

Finalmente, el caso colombiano dentro de América Latina parece haber tenido un mejor desempeño en términos de mortalidad. Pasado un trimestre desde la declaración de cuarentena el país registró un acumulado de 45 muertes por millón de habitantes, sustancialmente por debajo del promedio del resto de países de la región que alcanzaron las 152 muertes. Únicamente Uruguay y Argentina registraron un menor número de muertes por millón, pasado un trimestre desde el confinamiento, lo que es una buena noticia si se tiene en cuenta que en Colombia la movilidad no cayó más allá que el promedio en la región (Gráfico 8).

En suma, a pesar de que el costo económico para Latinoamérica fue más pronunciado que en otras regiones, lo cierto es que las medidas de confinamiento más intensas lograron el objetivo de corto plazo de ralentizar el avance de la pandemia. Esto permitió a los países de la región incrementar su capacidad hospitalaria para hacer frente a una curva de contagios más suavizada, aplazando los meses más duros y generando réditos en términos de muertes y contagios durante los primeros meses. Sin embargo, la caída en la movilidad ha sido más pronunciada que en Europa, EEUU y Asia, dinámica que se ha mantenido desde la declaración de cuarentena, y no por esto se logró una mayor contención de la pandemia en el mediano plazo. En el futuro, una segunda ola como la exhibida por Europa y EEUU no debería enfrentarse con medidas tan estrictas de confinamiento, en la medida que se cuenta con una mayor capacidad hospitalaria, han mejorado los mecanismos de prevención individual en la población y la experiencia a la hora de tratar el virus.

Gráfico 8
MUERTES Y MOVILIDAD EN COLOMBIA Y LATINOAMÉRICA



Fuente: Our World in Data. Cálculos Corficolombiana.

II.2. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y MERCADO LABORAL

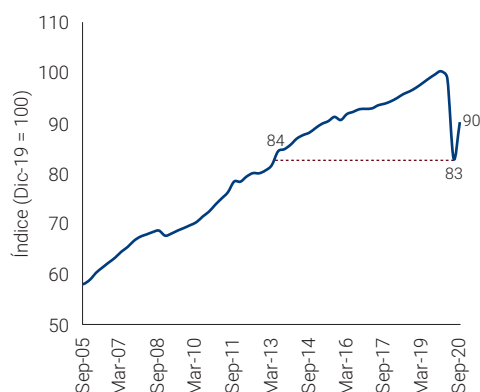
ACTIVIDAD ECONÓMICA EN 2020: LA PEOR CONTRACCIÓN DE LA HISTORIA

Maria Paula Contreras

Julio César Romero

Gráfico 1

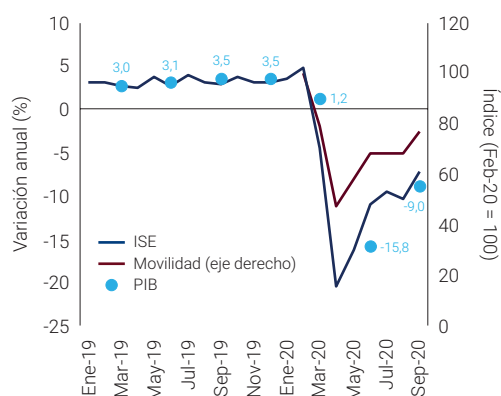
ÍNDICE DEL PIB REAL



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 2

ISE Y PIB VS MOVILIDAD



Fuente: DANE, Google Mobility. Cálculos Corficolombiana.

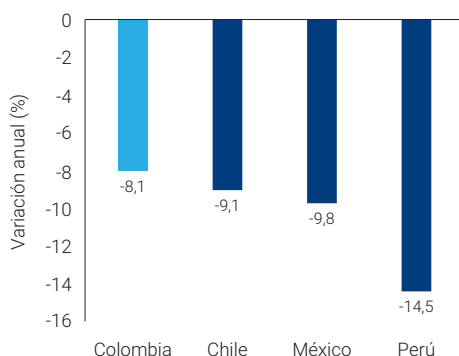
Luego de registrar un crecimiento superior a 3,0% en 2019, en contra de la corriente de desaceleración global, la economía colombiana sufrirá en 2020 su peor contracción en la historia moderna a causa de una conjugación de choques que pusieron fin al proceso gradual de recuperación de los últimos dos años. Las medidas de aislamiento social adoptadas para contener el avance del coronavirus generaron una parálisis en la actividad económica durante buena parte del año, a lo cual se sumó el desplome de los precios internacionales del petróleo y sus efectos negativos en el sector minero-energético -tanto en inversión como en producción-, así como en las cuentas externas y fiscales del país (ver secciones de actividad sectorial, posición fiscal y mercado cambiario en este informe).

Si bien la cuarentena generalizada a nivel nacional fue decretada inicialmente entre el 25 de marzo y el 13 de abril, su extensión hasta el mes de mayo generó una caída promedio de 48% en los niveles de movilidad, lo que se reflejó en un desplome de 15,8% a/a en la actividad económica en 2T20, a niveles similares a los observados en el primer trimestre de 2013 (Gráfico 1). Posteriormente, el proceso de apertura gradual de la mayoría de sectores productivos permitió que la economía recuperara parcialmente su dinámica, moderando su contracción anual a cifras de un solo dígito (-7,3% a/a en septiembre). Pese a lo anterior, es importante resaltar que la recuperación fue menor a la que anticipamos inicialmente debido al establecimiento de cuarentenas sectorizadas en varias ciudades que se prolongaron hasta el mes de agosto (Gráfico 2).

De esta forma, la economía colombiana registró una caída inédita de 8,1% a/a en los primeros nueve meses del año, una cifra alarmante pero menos negativa que la observada en otros países de la región

Gráfico 3

PIB EN PAÍSES DE AMÉRICA LATINA*

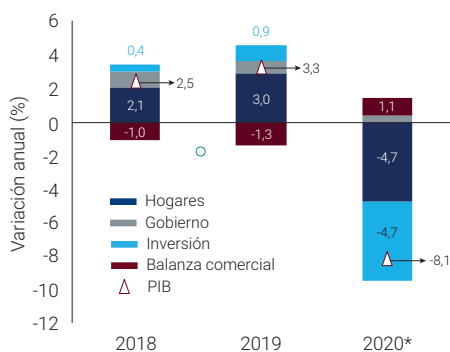


* Enero-septiembre de 2020

Fuente: DANE. Eikon.

Gráfico 4

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB POR EL LADO DE LA DEMANDA*



* Enero-septiembre de 2020

Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

para los cuales contábamos con información al cierre de este informe (Gráfico 3). La naturaleza del choque significó un fuerte retroceso de la demanda interna, la cual pasó de crecer 4,3% en 2019 a caer 8,7% entre enero y septiembre de 2020, disminuyendo su aporte al crecimiento del PIB en cerca de 14 puntos porcentuales (p.p.).

El doble choque de confinamiento y bajos precios del petróleo se sintió con fuerza tanto en el consumo de los hogares como en la inversión privada: cada rubro restó 4,7 p.p. al crecimiento de la economía en lo corrido del año (Gráfico 4). Ahora bien, es importante mencionar que entre enero y septiembre el deterioro de la inversión fija (-19,6% a/a) fue más pronunciado que el del consumo de los hogares (-7,1% a/a), como resultado del débil desempeño de la inversión en construcción (-24,5% a/a). Este último rubro estuvo afectado por la débil dinámica del subsector de edificaciones (residenciales y no residenciales) y de las obras civiles para minería, pero esconde la reactivación que han registrado los proyectos de infraestructura 4G, especialmente los de carreteras (ver sección de actividad sectorial). La inversión en maquinaria y equipo también tuvo una caída considerable en lo corrido del año a septiembre (-14% a/a), en un contexto de elevada incertidumbre en el que se deterioró significativamente la confianza empresarial y, además, se destruyó un gran número de empresas (sobre todo micro y pequeñas)¹.

Por su parte, el consumo de los hogares -principal motor del crecimiento económico en 2019- registró una contracción de 7,1% a/a entre enero y septiembre de 2020. Pese a que en la primera parte del año mantuvo una dinámica positiva, las medidas de aislamiento social y el deterioro en los indicadores del mercado laboral se tradujeron en una contracción de 16% a/a en el gasto privado durante 2T20. Lo anterior a pesar de la desaceleración de la inflación y los recortes en la tasa de interés de intervención por parte de BanRep (ver sección "Inflación, política monetaria y sector financiero" en este informe).

¹ Según la Superintendencia de Sociedades, entre abril y agosto hubo 474 solicitudes de insolvencia en Colombia, de las cuales más del 80% fueron peticiones de reorganización y casi una quinta parte correspondieron a compañías en liquidación.

Por tipo de gasto, el rubro más afectado fue el de bienes semi-durables, con una contracción de 23% a/a en los primeros nueve meses del año, particularmente el segmento de prendas de vestir, cuya contracción entre marzo y septiembre fue cercana a 30%, según datos de RADDAR. Asimismo, la naturaleza del choque generó un deterioro considerable del gasto en servicios (-12% a/a), mientras que la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y la reactivación productiva redujo la disposición a comprar bienes durables, lo cual se tradujo en un menor apetito por crédito y una consecuente desaceleración en el crecimiento de la cartera de consumo.

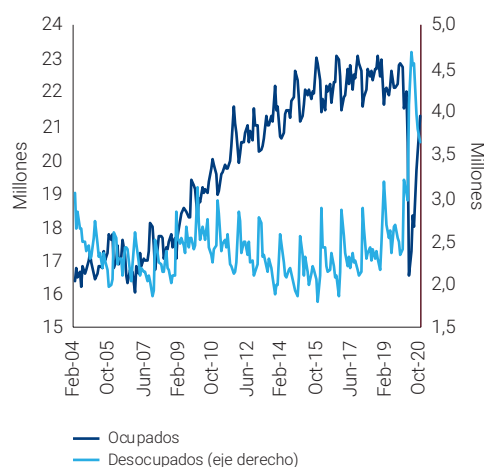
Por su parte, el gasto público es el único componente que registró datos de crecimiento positivos a lo largo de 2020 (2,6% en promedio), asociado al impulso fiscal del gobierno para aumentar la capacidad del sistema de salud y compensar en alguna medida la caída en los ingresos de los más vulnerables. Pese a lo anterior, el gasto público se ha desacelerado frente a lo observado en 2019, contrarrestando únicamente 4% de la caída en la demanda interna.

El ajuste señalado en la demanda doméstica y el cierre de fronteras durante los primeros meses de la pandemia provocaron una pronunciada corrección del desbalance externo, por lo que las exportaciones netas volvieron a tener una contribución positiva al crecimiento del PIB (Gráfico 4). Si bien las importaciones registraron una contracción de 18% entre enero y septiembre de 2020, las exportaciones también tuvieron un débil desempeño, afectadas por los menores precios del petróleo y el menor crecimiento a nivel mundial (el Fondo Monetario espera una contracción de 4,4% este año vs crecimiento de 2,8% observado en 2019).

Bajo este contexto, y teniendo en cuenta que la actividad productiva ha seguido mejorando desde que se levantaron las restricciones de movilidad en septiembre, **proyectamos que la economía colombiana moderará su contracción de 9,0% a/a en 3T20 a 3,8% a/a en 4T20, lo que implica un crecimiento para todo el año 2020 de -7,1%.**

Gráfico 5

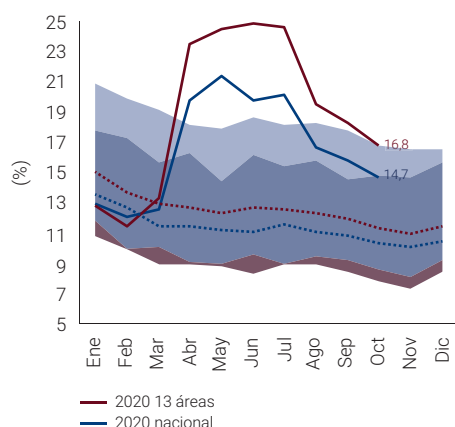
NÚMERO DE OCUPADOS Y DESOCUPADOS



Fuente: DANE.

Gráfico 6

TASA DE DESEMPLEO



* Las líneas punteadas son el promedio mensual 2001-2019.
Las áreas sombreadas muestran el rango entre mínimo y máximo de ese periodo.

Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

La vulnerabilidad del mercado laboral

La pérdida de empleos y la reducción de los ingresos de quienes permanecieron ocupados fueron factores determinantes para explicar la dinámica del consumo privado en 2020 (ver "Recuadro. La vulnerabilidad del empleo informal y la urgencia de reformas" en este informe). Las medidas de confinamiento estrictas impulsaron una caída promedio de 22% a/a en el número de ocupados durante 2T20 -cuando se destruyeron en promedio 4,8 millones de empleos-. El punto más crítico fue abril, cuando se registraron sólo 16,5 millones de ocupados en el país, lo que significó un retroceso de 12 años. Aunque en los últimos meses se han recuperado 3,9 millones de puestos de trabajo, el número de ocupados se ubica todavía por debajo de los niveles pre-pandemia (Gráfico 5).

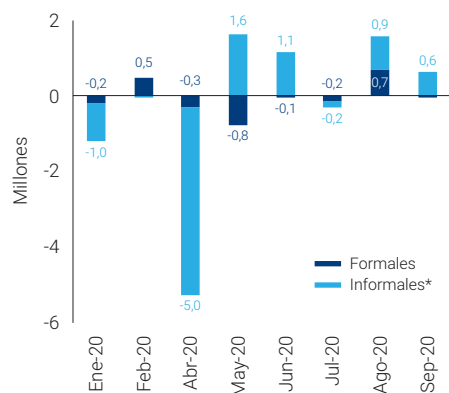
Bajo este contexto, la tasa de desempleo nacional ascendió a un promedio de 16,6% entre enero y septiembre de 2020, superior en 5,9 p.p. al nivel registrado en el mismo periodo de 2019. Luego de alcanzar un máximo histórico de 21,4% en mayo, la tasa de desocupación en Colombia ha venido descendiendo y en octubre se ubicó en 14,7% (4,9 p.p. por encima del nivel de hace un año), en medio de una reapertura gradual de la economía que ha permitido que las personas regresen a sus actividades productivas.

Ahora bien, el hecho de que el empleo se esté recuperando más rápido de lo anticipado inicialmente -y también frente a lo evidenciado durante la crisis de fin de siglo- no debe ocultar que se debe al repunte en el segmento informal. Lo anterior es resultado de la mayor flexibilidad de ese sector para incorporarse nuevamente a sus actividades, en contraste con las actividades formales, en donde las relaciones laborales están determinadas por acuerdos contractuales rígidos que hacen más difícil recuperar los empleos perdidos. En efecto, aunque más de 4 millones de personas pudieron regresar a su actividad informal entre mayo y septiembre, cerca de 420 mil ocupados formales perdieron su empleo (Gráfico 7).

Ante esta situación, el Gobierno implementó el Plan de Apoyo al Empleo Formal (PAEF), un programa mediante el cual entrega un

Gráfico 7

CAMBIO MENSUAL EN OCUPADOS FORMALES E INFORMALES



* Se considera empleado informal alguien que no cotiza a seguridad social.

Fuente: DANE y Asofondos (abril). Cálculos Corficolombiana.

subsidio a las nóminas formales equivalente al 40% de un Salario Mínimo Legal Vigente (SMLV) -aproximadamente 350 mil pesos- a las empresas que hayan registrado caídas en sus ingresos durante la pandemia de 20% o superiores. El PAEF fue contemplado inicialmente para otorgar los subsidios a la nómina en mayo, junio y julio, pero dada la duración del choque se extendió hasta marzo de 2021 y, adicionalmente, se complementó con el programa de Apoyo al Pago de la Prima. Aunque estas medidas han compensado parte de la pérdida de ingresos de los hogares, especialmente en los de ingresos más bajos (ver “Recuadro. La vulnerabilidad del empleo informal y la urgencia de reformas” en este informe), es evidente que se requieren medidas de reactivación más agresivas en el mercado laboral.

Adicionalmente, el impacto de la pandemia en el mercado laboral ha sido heterogéneo tanto a nivel sectorial como regional. Por un lado, los sectores más limitados por las medidas de aislamiento social, como alojamiento y entretenimiento, registran un nivel de empleo que es 12% inferior al observado antes de la pandemia. En contraste, actividades como industria, comercio y construcción, aunque se vieron muy afectadas en abril, han recuperado relativamente rápido sus niveles de empleo. Por otro lado, el choque afectó más que proporcionalmente a las zonas urbanas, especialmente a las 13 principales ciudades del país, donde se registra una tasa de desempleo promedio de 19% (casi 8 p.p. superior a la observada en 2019) (Gráfico 6). Cabe resaltar, además, que el choque ha sido más adverso para las mujeres (tasa de desempleo de 20,1% en octubre frente a 10,7% para los hombres), los jóvenes (tasa de desempleo de 25,9%) y las empresas pequeñas (entre mayo y octubre cerca del 60% de la pérdida de empleo ha estado concentrada en empresas con menos de 10 personas).

II.3. ACTIVIDAD SECTORIAL 2020: IMPACTO HETEROGÉNEO

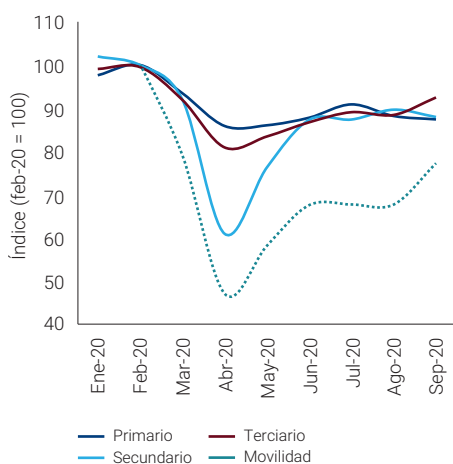
José Luis Mojica

Juan Camilo Pardo

Julio César Romero

Gráfico 1

ÍNDICE DE SEGUIMIENTO A LA ECONOMÍA POR SECTORES Y MOVILIDAD



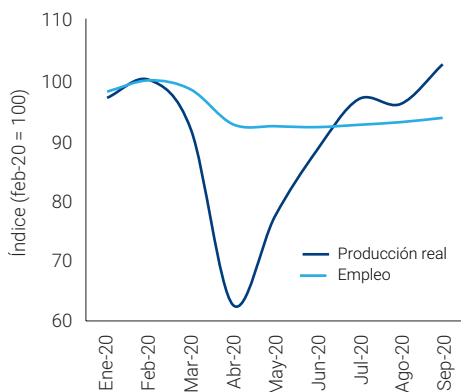
Fuente: DANE y Google Mobility. Cálculos Corficolombiana.

La pandemia y el aislamiento social para contener su expansión tuvieron un efecto negativo, aunque de magnitud heterogénea, sobre todos los sectores de la economía. Las actividades secundarias (industria manufacturera y construcción) fueron las más afectadas al inicio de la crisis -cuando se adoptaron las restricciones más estrictas de movilidad-, al punto que registraron contracciones anuales superiores a 40% en abril, mientras que los sectores primario (agro y minero-energético) y terciario (servicios) se contrajeron 11,2% y 16,0%, respectivamente (Gráfico 1).

En la medida que se fueron levantando las restricciones de movilidad, el sector secundario evidenció un repunte relativamente rápido, casi en forma de V, de forma que entre mayo y septiembre recuperó cerca del 70% de lo perdido entre marzo y abril y moderó su contracción anual a 14,8%. Este desempeño está asociado principalmente a la tendencia positiva de la industria manufacturera, que redujo su caída anual de 34% en abril a 3% en septiembre. Desafortunadamente, esta recuperación no ha generado una mejora en el empleo, debido a que los subsectores industriales más afectados han sido aquellos intensivos en mano de obra, como la confección de prendas de vestir (Gráfico 2).

Gráfico 2

PRODUCCIÓN Y EMPLEO EN LA INDUSTRIA

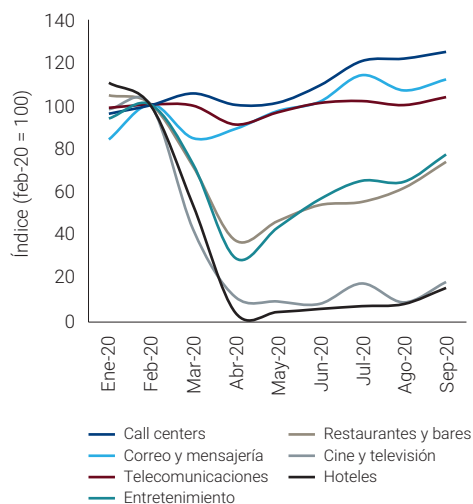


Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Por su parte, el sector terciario moderó su caída anual a 5,3% en septiembre, recuperando un 60% de lo perdido al inicio de la pandemia, aunque es importante mencionar que hay una amplia heterogeneidad dentro de los subsectores de servicios. Por un lado, las actividades de *call-center*, correo y mensajería, y telecomunicaciones ya registran crecimientos anuales positivos, en línea con la tendencia de trabajo remoto y digitalización de la economía acentuada durante la pandemia; en contraste, los servicios de alojamiento, restaurantes y bares, entretenimiento y producción de cine y televisión exhiben un repunte muy pobre o están prácticamente estancados (Gráfico 3).

Gráfico 3

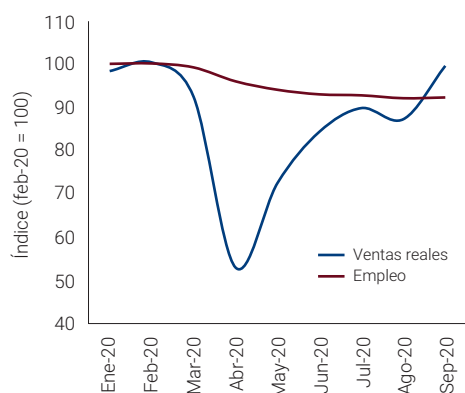
INGRESOS NOMINALES SECTORES DE SERVICIOS



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 4

VENTAS REALES Y EMPLEO DEL COMERCIO MINORISTA



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Ahora bien, las ventas del comercio minorista -uno de los indicadores más relevantes sobre el desempeño del consumo privado- registró una tendencia positiva entre abril y septiembre, con excepción de agosto, cuando se endurecieron las restricciones de movilidad en las principales ciudades del país ante el primer pico de contagios de coronavirus. En términos anuales, las ventas reales de este sector pasaron de crecer 10,4% en el primer bimestre a caer 4,9% en marzo y 43% en abril, cuando el sector tocó fondo. Desde entonces la caída se viene moderando hasta llegar a -0,8% en septiembre. Al igual que la industria, la recuperación del comercio no se ha traducido en un mejor desempeño del personal ocupado, que aceleró su caída de 1,2% en abril a 7% en el noveno mes del año (Gráfico 4).

Finalmente, la recuperación del sector primario (agro y minero-energético) no sido constante después del choque inicial en marzo-abril. En efecto, en el trimestre mayo-julio mantuvo una tendencia favorable que permitió moderar su caída anual a 5,0%, pero en los siguientes dos meses volvió deteriorarse, profundizando su contracción a 8,8% en septiembre (Gráfico 1). Más adelante en este capítulo profundizaremos en las razones que explican la irregularidad en la reactivación de este sector, pero es claro que responde en gran medida a la compleja coyuntura en el sector minero-energético, como consecuencia de los bajos precios internacionales del crudo.

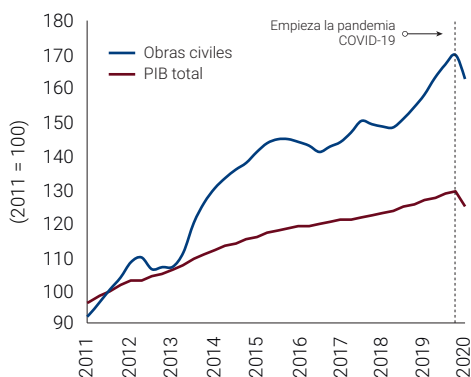
A continuación, presentamos un análisis detallado sobre la evolución de los siguientes sectores: construcción de infraestructura, construcción de edificaciones, hotelería, agropecuario y minero-energético. En la sección de política monetaria presentamos el análisis sobre el sector financiero.

Construcción de infraestructura: suspensión de obras y reactivación temprana

Antes de la crisis generada por la pandemia, las obras civiles registraban un desempeño superior al de la economía colombiana, con un crecimiento de 9,6% a/a en 1T20, impulsado principalmente por la dinámica positiva en la ejecución de los proyectos viales de cuarta generación (4G). No obstante, la suspensión de obras entre el 24 de

Gráfico 5

PIB OBRAS CIVILES VS PIB COLOMBIA*



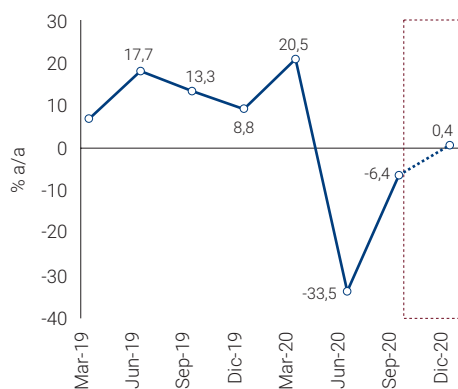
* Datos año móvil.

Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 6

INVERSIÓN EN CARRETERAS

(Variación anual, %)



Fuente: DANE, ANI y GPI (Ministerio de Transporte). Cálculos Corficolombiana.

marzo y el 13 de abril -a raíz de la cuarentena impuesta a nivel nacional para mitigar la propagación de la pandemia- significó una contracción de 18,8% a/a en 2T20 y de 25,1% a/a en 3T20 (Gráfico 5).

Si bien la construcción de proyectos de infraestructura fue una de las primeras actividades que permitió reanudar el Gobierno, su recuperación ha estado limitada por la débil dinámica en las obras minero-energéticas, en la medida que la caída en los precios del crudo redujo significativamente el Capex que realizan las empresas del sector de hidrocarburos. En efecto, casi dos tercios de la contracción de 25,1% a/a en el Indicador de Inversión en Obras Civiles en 3T20 estuvo explicada fundamentalmente por la caída de 43,6% a/a en las "construcciones para minería, centrales generadoras eléctricas y tuberías para el transporte".

En contraste, las obras viales moderaron su contracción a 6,4% a/a en 3T20, desde 33,5% en 2T20, y se configuran como uno de los principales motores en la recuperación de la economía colombiana, aunque es importante resaltar que varios proyectos 4G han tenido dificultades para retomar el ritmo de ejecución pre-pandemia. Lo anterior se explica por la pérdida de sinergias en los frentes de construcción, puesto que el reinicio de las obras tiene costos adicionales que retrasan la ejecución frente a un escenario de trabajo ininterrumpido. No obstante, nuestras estimaciones apuntan a que los proyectos 4G consolidarán una recuperación en forma de V y contribuirán decisivamente a la reactivación económica de Colombia en 2021. En esta línea, anticipamos que la construcción de carreteras (el componente de más peso dentro de obras civiles) volverá a registrar crecimientos positivos en 4T20 (0,4% a/a), por lo que su contracción en todo el año 2020 estaría alrededor de 4,7% (Gráfico 6).

Como consecuencia de la suspensión de los proyectos 4G en la primera fase de la cuarentena nacional, estimamos que el Capex total ejecutado en 2020 sea de 6,7 billones de pesos, es decir, un 25% inferior al presupuestado antes de la pandemia (Tabla 1). En este sentido, el avance promedio de las obras 4G al finalizar este año será de 51% (vs el 57,8% esperado pre-pandemia), con 24 concesiones en ejecución, 15 proyectos con una ejecución superior a 50%, y la vía Honda-Puerto Salgar-Girardot ya culminada. Adicionalmente,

Tabla 1
EJECUCIÓN CAPEX PROYECTOS VIALES 4G

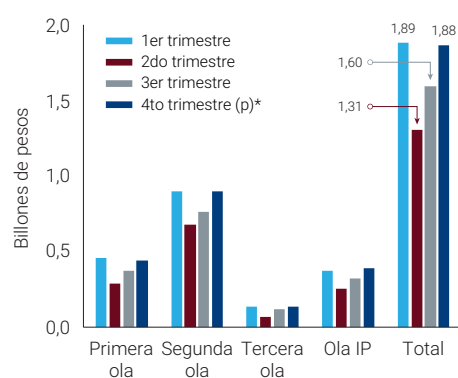
Proyecto	Ejecución 2020 (billones de pesos)			Ejecución 2016-2020	
	Proyectado sin COVID	Estimado con COVID	Reducción COVID	Billones de pesos	% avance
Primera Ola	2,74	1,57	-43%	9,28	63%
Segunda Ola	3,44	3,26	-5%	7,14	52%
Tercera Ola	0,65	0,48	-26%	0,7	21%
Ola IP	2,08	1,37	-34%	5,51	45%
Total	8,9	6,68	-25%	22,6	51%

* Cifras en billones de pesos de 2019.

Nota: porcentaje de avance en construcción y CAPEX total ejecutado corresponden a estimaciones para finales del año 2020.

Fuente: ANI y GPI (Ministerio de Transporte). Cálculos Corficolombiana.

los proyectos Pacifico 2 y Cartagena-Barranquilla están en puerta de entrega, con un avance de 96,5% y 98,7%, respectivamente. En contraste, cuatro proyectos no han iniciado su construcción, debido a inconvenientes con el trámite de licencias ambientales, compra de predios, renegociación de obras con la ANI y consultas previas.

Gráfico 7
EJECUCIÓN DE PROYECTOS 4G EN 2020*


Fuente: DANE, ANI y GPI (Ministerio de Transporte). Cálculos Corficolombiana.

El momento más adverso para las obras viales 4G fue en 2T20 (especialmente en abril), cuando la ejecución fue un 69% de la observada en 1T20 (diferencia de 0,6 billones de pesos). Sin embargo, durante 3T20 se recuperó la mitad de lo perdido (ejecución equivalente al 85% de 1T20) y proyectamos que la ejecución en 4T20 estará prácticamente en los mismos niveles pre-pandemia (Gráfico 7).

Por su parte, el empleo en los proyectos viales 4G se ha recuperado más rápido que la ejecución del Capex. Finalizando septiembre se habían reincorporado 78 mil trabajadores (directos e indirectos), lo que representa un 98% del total de empleos en 2019, y estimamos que al cierre de 2020 haya más de 84 mil empleados (un 5% más que en 2019). Parte de la recuperación se sustentó en las circulares 0021 y 0022 emitidas por el Ministerio de Trabajo, las cuales establecieron estrategias para mitigar el impacto sobre el empleo¹, permitiendo

¹ Las cinco estrategias fueron: jornada laboral flexible, teletrabajo, permisos remunerados, salarios sin prestación de servicio, y vacaciones temporales y anticipadas.

que algunas concesiones decidieran enviar a la mayoría de los trabajadores a vacaciones mientras se retomaban las obras (Tabla 2).

Tabla 2

EMPLEOS EN LOS PROYECTOS VIALES 4G

Obra	Empleos año 2019	Empleos reincorporados (30 septiembre 2020)	Empleos* (finales 2020)
Primera Ola	33.713	33.039	35.399
Segunda Ola	21.858	21.421	22.951
Tercera Ola	2.224	2.180	2.335
Ola IP	22.584	22.132	23.713
Total	80.379	78.771	84.398

* Proyección.

Fuente: Informe de gestión de las Concesiones, ANI. Cálculos: Corficolombiana.

Construcción de edificaciones: contra las cuerdas

Gráfico 8

CRECIMIENTO DEL PIB DE EDIFICACIONES



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

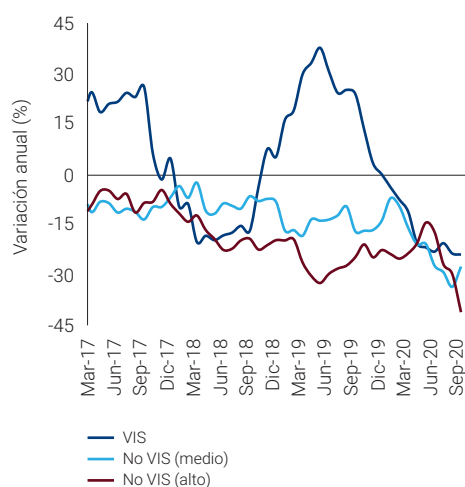
El sector de edificaciones venía registrando un desempeño muy pobre desde 2015, lo cual empeoró con la llegada de la pandemia. A causa de las medidas de confinamiento, los proyectos que cursaban etapas constructivas tuvieron que paralizar sus obras en 2T20, dando lugar a una caída sin precedentes de 38,7% a/a en el PIB del subsector. La mayor parte de la caída fue explicada por el segmento residencial, que se redujo 35,2% a/a y restó 23 p.p. al crecimiento edificador. Por su parte, el segmento no residencial se contrajo 45,4% a/a y explicó 15,7 p.p. del retroceso. Sin embargo, la actividad edificadora fue una de las primeras que el Gobierno permitió reanudar, con lo cual moderó su contracción a 25,1% a/a en 3T20 (Gráfico 8). Proyectamos que el subsector cerrara 2020 con un decrecimiento cercano a 21% en nuestro escenario base y un 25,3% en un escenario más pesimista.

El subsector de edificaciones residenciales -que venía siendo un lastre para el crecimiento de la construcción en los últimos años- se vio muy golpeado en 2020 por las medidas de confinamiento nacional. Lo anterior se reflejó en el fuerte incremento del área paralizada y en la disminución de las iniciaciones y los lanzamientos.

En particular, el segmento de vivienda de interés social (VIS) muestra una afectación importante en las iniciaciones, que contrasta con la

Gráfico 9

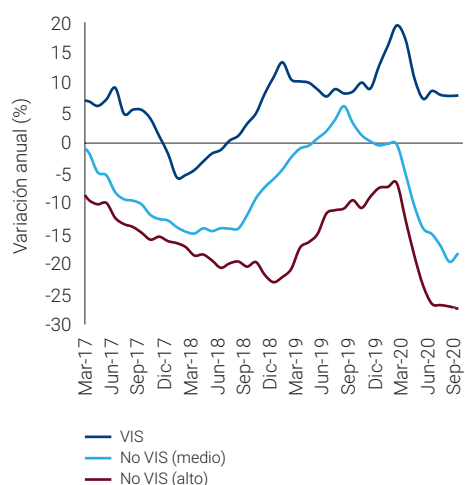
INICIACIONES ANUALIZADAS DE VIVIENDA



Fuente: Camacol. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 10

VENTAS ANUALIZADAS DE VIVIENDA



Fuente: Camacol. Cálculos Corficolombiana.

buena dinámica de las ventas en los últimos meses. Así, mientras las nuevas viviendas comercializadas aumentaron 19,3% a/a en septiembre, las iniciaciones cayeron 9,2% a/a y en lo corrido del año acumulan un descenso de 22,8% a/a (Gráfico 9). A pesar de que la política del Gobierno para impulsar la compra de vivienda y reactivar el sector edificador ha tenido gran acogida en el segmento VIS -con programas de subsidios como Mi Casa Ya-, la incertidumbre sobre la recuperación económica desincentiva que los constructores avancen en nuevos proyectos de vivienda.

Por su parte, las iniciaciones en los segmentos medio y alto cayeron, en su orden, 38,5% y 49% a/a en los primeros nueve meses de 2020 (Gráfico 9). Aunque la acumulación de inventarios terminados se está desacelerando, las ventas en estos segmentos permanecen muy golpeadas y registran sendas caídas de 22,1% y 30,8% a/a. Ahora bien, los 100 mil cupos de subsidios No VIS que abrió el Gobierno son una medida positiva que impactará positivamente al sector edificador, teniendo en cuenta que estos componentes tienen una mayor relevancia que el segmento VIS en materia de valor agregado y empleo. Sin embargo, este efecto se verá reflejado sobre las cifras de 2021, dado el rezago existente entre ventas e iniciaciones (ver Capítulo de perspectivas 2021) (Gráfico 10).

Por el lado de las edificaciones no residenciales el desempeño no ha sido muy distinto. El choque generado por la pandemia interrumpió la recuperación que venía mostrando el área en proceso a finales del año pasado, al punto que registró una caída de 42,3% a/a en 2T20, la más pronunciada desde 2005, explicada por el retroceso en oficinas (-48,3%), comercio (42,6%) y bodegas (38,1%). Asimismo, el área iniciada mostró un descenso de 21,2% a/a, jalonado por el retroceso en el segmento comercial (-40,6%).

Aunque las cifras de concreto premezclado sugieren que la recuperación del sector no residencial está en marcha, la débil dinámica de las licencias revela una menor disposición de las constructoras a iniciar nuevos proyectos en el corto plazo. No obstante, la paulatina reactivación de la actividad económica y la renegociación de algunos contratos de arrendamiento ha traído consigo una re-

Tabla 3

IMPACTOS DE LA PANDEMIA SOBRE EL SECTOR DE EDIFICACIONES Y RESPUESTA DE POLÍTICA

Impacto	Respuesta de política
○ Paralización de proyectos constructivos por las medidas de confinamiento preventivo.	○ Refinanciación de créditos hipotecarios.
○ Menores incentivos para iniciar nuevos proyectos constructivos por la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y las subsecuentes medidas de aislamiento social que se podrían dar.	○ Acuerdos privados entre arrendatarios y arrendadores para evitar desalojos en los meses de emergencia sanitaria.
○ Mayores tasas de disponibilidad en el negocio inmobiliario de edificaciones no residenciales desalienta nuevos proyectos constructivos."	○ Mayores garantías del FNG para respaldar créditos hipotecarios.

* Ver capítulo de Política monetaria para el análisis detallado del sector financiero.

Fuente: Corficolombiana.

cuperación gradual de los inventarios disponibles que esperamos continúe en 2021.

Sector hotelero: el más damnificado por la pandemia

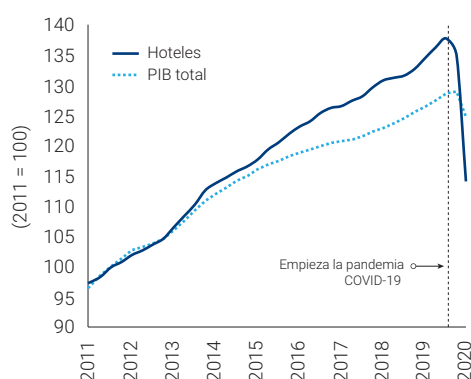
La pandemia puso fin abruptamente al buen momento que vivía la industria hotelera y el turismo en Colombia, al punto que en 2020 el sector tendrá la mayor contracción de su historia. Desde la segunda mitad de marzo hasta comienzos de septiembre -cuando finalizaron las restricciones de movilidad en el país- la ausencia de viajeros tanto locales como internacionales significó la pérdida de casi la totalidad de los ingresos hoteleros. Según cálculos de Cotelco, las pérdidas superan los cinco billones de pesos (0,5% del PIB).

A pesar del fin de las restricciones a la movilidad a partir del noveno mes del año, la actividad hotelera de 2020 será apenas la mitad de la registrada en 2019, lo que significa un retroceso de ocho años. En particular, las caídas anuales del PIB del sector fueron de 8,4% en 1T20, 67,1% en 2T20 y 47,4% a/a en 3T20 (Gráfico 11).

La actividad hotelera estuvo prácticamente paralizada durante más de cinco meses (de marzo 24 a septiembre 1), debido principalmente a las restricciones de movilidad adoptadas por el Gobierno nacional (fue uno de los últimos sectores en reanudar). Además, mientras no haya vacuna o un tratamiento disponible de forma masiva que per-

Gráfico 11

PIB SECTOR HOTELERO VS PIB COLOMBIA*



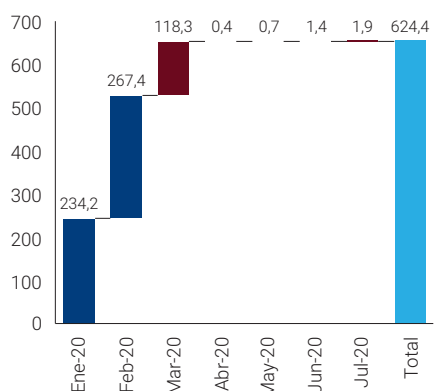
* Datos año móvil.

Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana.

Gráfico 12

FLUJO DE TURISTAS - VOLUMEN

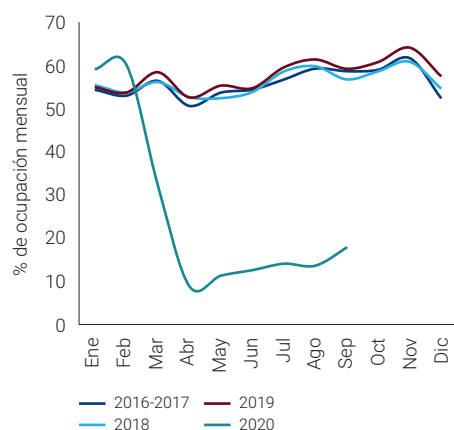
(En miles)



Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana.

Gráfico 13

OCUPACIÓN HOTELERA



Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana.

mita normalizar el flujo de viajeros locales y extranjeros, los hoteles seguirán afrontando un panorama adverso.

En efecto, a pesar del fin de la cuarentena sectorizada, en septiembre los ingresos hoteleros se ubicaron en 83% por debajo de los niveles observados un año atrás, lo que indica que hasta entonces habían recuperado sólo una décima parte de la caída registrada en abril (-94% a/a). Lo anterior refleja la drástica reducción de 63,5% en el flujo de turistas durante los primeros siete meses del año (-99,7% a/a entre abril y julio). En particular, mientras entre abril y julio de 2019 hubo 868 mil turistas en el país, en el mismo período de 2020 la cifra fue de apenas 2.500 (Gráfico 12). Así, aunque esperamos que la reapertura de los vuelos nacionales e internacionales² permita que el flujo de viajeros aumente gradualmente, la actividad hotelera sólo volverá a los niveles previos a la pandemia hasta después de 2022.

Al igual que sucedió con la actividad económica en general, abril fue el momento más crítico para el sector hotelero: la ocupación disminuyó a mínimos históricos de 8,9% (vs un promedio de 57% entre 2018-2019) (Gráfico 13) y los ingresos cayeron 94,8% a/a (vs +9,2% entre 2018-2019). Por su parte, los salarios disminuyeron 22,6% a/a, en medio de la reducción progresiva del personal ocupado, que habría tocado fondo en agosto (-44% a/a).

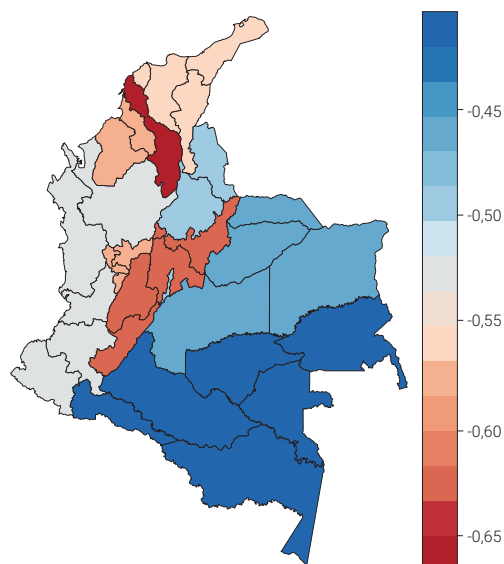
Vale la pena señalar que, en los primeros ocho meses del año, el 30% de la pérdida de empleos sectoriales fue de personal permanente (-16% a/a), mientras que el resto de personal explicó el 70% restante (-33% a/a). En conjunto, fueron 38.500 los puestos de trabajo perdidos del total de 110.000 que tenía el sector previo a la crisis generada por el COVID-19. Los ocupados temporales, los aprendices y los contratados a través de agencias fueron los más vulnerables durante la pandemia.

A nivel regional, Cartagena fue la zona más afectada, con una contracción anual de los ingresos hoteleros de 65%. Por su parte, la

² Los vuelos nacionales se reanudaron a partir de septiembre 1, y los internacionales a partir de septiembre 23.

Mapa 1

INGRESOS REALES DEL SECTOR HOTELERO POR REGIONES



Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana.

Región Central (Boyacá, Cundinamarca, Huila y Tolima) y el Eje Cafetero (Caldas, Quindío y Risaralda) reportaron caídas de 57% y 54%, respectivamente. Según estimaciones de Cotelco, las pérdidas de los ingresos en todo el país superan el medio billón de pesos (Mapa 1).

Para mitigar el impacto del choque sobre el turismo, el Gobierno implementó una serie de medidas que busca disminuir las presiones sobre el flujo de caja, mitigar la pérdida de empleo y evitar la destrucción de empresas (Tabla 4). Dentro de las disposiciones adoptadas están la exención del IVA, las líneas de crédito para financiar capital de trabajo o costos y gastos asociados con las medidas de bioseguridad, la suspensión de la sobretasa de energía y el aplazamiento de los parafiscales.

Sector agropecuario: respaldo en tiempos de pandemia

El crecimiento del sector agropecuario fue superior al de toda la economía entre 2016 y 2019, impulsado principalmente por la actividad agrícola y la producción de café. Este año el sector continuó sus operaciones de producción, distribución y comercialización en medio

Tabla 4

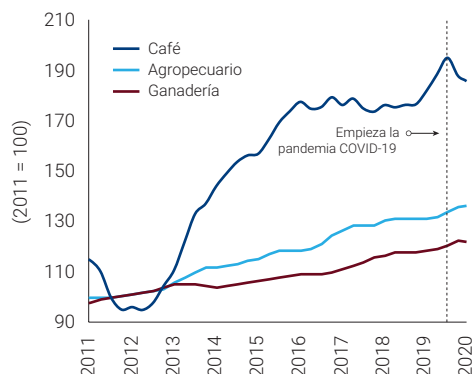
MEDIDAS PARA APOYAR EL SECTOR DE TURISMO DURANTE LA PANDEMIA COVID-19

Programa	Inicio	Programa	Inicio
Contribución parafiscal	May-20	○ Aplazar contribución	NA
Exclusión del IVA sobre las ventas	Jun-20	○ Decreto 798 de 2020 oficializa exclusión del IVA sobre ventas a servicios de hotelería y turismo hasta el 31 de diciembre.	NA
Sobretasa de energía	Jun-20	○ Suspensión temporal de la sobretasa de energía hasta el 31-dic	NA Un billón de pesos
Línea de crédito	Jul-20	○ Garantía del Gobierno: 90% ○ Plazo: cinco años ○ Período de gracia: max 12 meses	60 mil millones de pesos
Colombia emprende e innova	Sep-20	○ Plazo: hasta tres años ○ Período de gracia: máx 12 meses ○ Para financiar capital de trabajo o costos y gastos asociados con las medidas de bioseguridad	Máximo 200 millones de pesos por empresa

Fuente: CITUR, Presidencia de la República.

Gráfico 14

PIB AGROPECUARIO*



* Datos año móvil.

Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana.

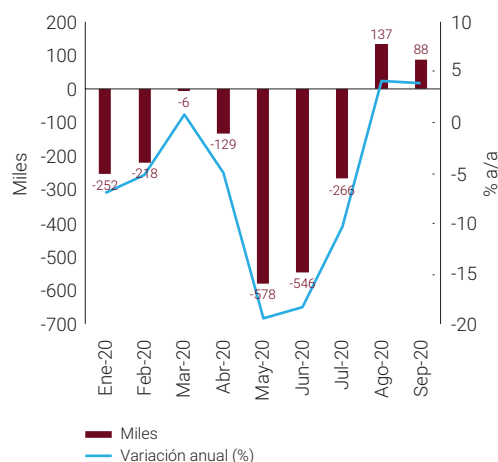
del aislamiento social, pero no fue ajeno al choque y desaceleró su crecimiento de 8,4% a/a en 1T20 a 0,24% a/a en 2T20. En 3T20, el PIB del sector registró una variación positiva de 1,8% a/a (Gráfico 14).

Las actividades agrícolas, ganaderas y de pesca impulsaron el crecimiento del sector en el primer semestre del año, con excepción de la producción de café, que se contrajo 9,2% a/a en ese periodo, debido a la ruptura de sus cadenas logísticas³ y su prociclicidad con el comportamiento de la demanda interna.

En materia de empleo, el momento más crítico para el sector agropecuario fue mayo, cuando se perdieron 578 mil puestos de trabajo, un 17% del total (3,5 millones de empleos). Aunque esta cifra es alarmante, proporcionalmente el sector perdió menos empleos que el resto del país, en especial en las zonas urbanas, donde llegó a perderse un 28%. Ahora bien, desde junio viene consolidándose una recuperación del empleo en el sector agropecuario, al punto que en agosto y septiembre registró crecimientos anuales positivos en el número de ocupados (ver Gráfico 15).

Gráfico 15

OCUPADOS - AGRICULTURA, PESCA, GANADERÍA, CAZA Y SILVICULTURA



Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana.

En línea con la tendencia mundial, las importaciones del sector pasaron de crecer 1,0% en 2019 a caer 0,6% a/a en los primeros ocho meses de 2020. No obstante, las exportaciones agropecuarias aceleraron levemente su crecimiento de 1,1% el año pasado a 2,1% a/a entre enero y agosto, con lo cual la balanza comercial permaneció en terreno positivo a partir de junio. Este comportamiento se dio en un contexto de devaluación de la tasa de cambio y contracción de la demanda nacional e internacional.

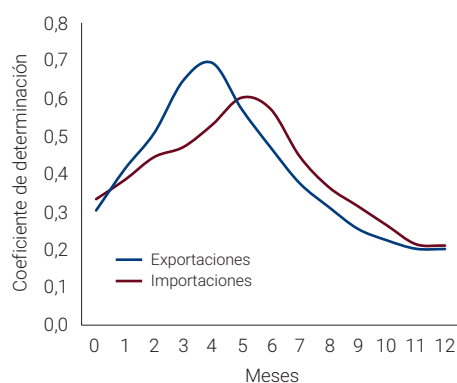
En particular, estimamos que el efecto del tipo de cambio sobre las exportaciones agropecuarias tarda entre tres y cuatro meses, y sobre las importaciones entre cinco y seis meses⁴ (Gráfico 16). En este sentido, durante junio y julio (tercer y cuarto mes posterior a la

³ Comprende los medios y procesos necesarios para llevar el producto desde su etapa inicial hasta su etapa final.

⁴ Cálculos basados en un ejercicio econométrico que explica las exportaciones e importaciones agropecuarias en función de la tasa de cambio rezagada 12 periodos.

Gráfico 16

DEVALUACIÓN VS BALANZA COMERCIAL AGROPECUARIA



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

fuerte devaluación de marzo), las exportaciones agrícolas crecieron un 17,2% a/a y 16,5% a/a, respectivamente, impulsadas por los productos lácteos, huevos y cereales. Por su parte, las importaciones del sector sufrieron una contracción anual de 18,6% durante agosto (quinto mes posterior a la devaluación), explicada principalmente por las menores compras de carne y azúcares.

Por su lado, la demanda local y externa de bienes agrícolas ha disminuido de forma heterogénea. Teniendo en cuenta que la movilidad ha aumentado más rápido en los países que son socios comerciales de Colombia, las exportaciones han tenido una recuperación más temprana que las importaciones. No obstante, la nueva ola de contagios en el hemisferio norte está llevando a que se implementen medidas de aislamiento, especialmente en Europa, lo cual puede interrumpir la recuperación de las ventas externas del país.

Por su parte, la respuesta de política para atenuar los efectos de la pandemia sobre el sector agropecuario se dio a través del Decreto 796 de 2020, y contempla las líneas especiales de crédito, el apoyo a la comercialización y al transporte de alimentos, el incentivo al almacenamiento, el apoyo a la cobertura de precios y el subsidio a la compra de agro-insumos. Sus frentes abarcan pequeños, medianos y grandes productores, con un monto total equivalente a 1,65 billones de pesos y aproximadamente 150 mil trabajadores beneficiados (Tabla 5).

En este sentido, la coyuntura podría convertirse en una oportunidad para tecnificar el sector y aumentar su productividad en aras de mejorar la capacidad de producción y alcanzar nuevos mercados externos. Dado su destacado comportamiento, durante el 2020 será el único sector en crecer por encima de 2,5% a/a y actuará como uno de los principales actores de cara a la recuperación económica post-COVID.

Minero-energético: con el crudo al cuello

El sector minero-energético estuvo afectado en 2020 por un doble choque. Por un lado, la llegada del Covid-19 a Colombia supuso una serie de medidas de aislamiento social que paralizaron temporalmente la actividad en el sector. Adicional a esto, el retroceso de los precios

del crudo, por la profunda caída en el consumo mundial y el exceso de oferta, limitó aún más el margen de maniobra de las petroleras para manejar la crisis. Así, no sólo se dio un importante ajuste de la inversión prevista para este año, sino que se tuvo que suspender la producción de algunos campos petroleros que no eran económicamente viables con los bajos precios internacionales.

Así las cosas, el PIB minero-energético se contrajo 21,5% a/a en 2T20, su peor caída de los últimos 20 años, interrumpiendo el pro-

Tabla 5

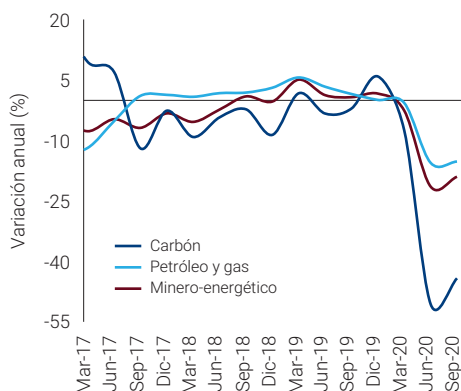
MEDIDAS PARA APOYAR EL SECTOR AGROPECUARIO DURANTE LA PANDEMIA COVID-19

Programa	Inicio	Descripción	Monto	A quién va dirigido
Colombia Agro Produce	Abr-20	○ Línea de crédito. ○ Subsidio máximo: 250 millones ○ Plazo máximo de crédito y subsidio: tres años ○ Período de gracia: máximo un año ○ Pequeño productor: DTF - 1% E.A. ○ Mediano y grande: 4,5% E.A.	○ Total: 1.5 billones de pesos ○ Máximo por crédito: 2 mil millones	Pequeños, medianos y grandes productores
Apoyo para tomar coberturas PUT (maíz amarillo y blanco)	May-20	○ Cobertura frente a precio y tasa de cambio. ○ Otorgamiento de opciones PUT (Chicago Mercantil Exchange) ○ Apoyo directo sobre el costo de la prima.	○ 5 mil millones de pesos ○ Apoyo sobre el costo de la prima: 60% a 80%	Productores de maíz
Transporte de productos perecederos	Jun-20	○ Apoyo a la comercialización en zonas diferentes al municipio de producción	○ 34 mil millones de pesos ○ Por grupos de alimentos, con asignación para uno.	Productores de frutas, hortalizas, plátanos, tubérculos y pecuarios
Almacenamiento de arroz	Ago-20	○ Regula la oferta de arroz y protege los ingresos de los productores. Para arroz cosechado durante el segundo semestre 2020.	○ 29 mil millones de pesos ○ 16.500 agricultores en todo el país.	Compradores y productores de arroz
Subsidio a la compra de agroinsumos	Sep-20	○ Subsidio de 30% sobre compras de agro-insumos que realicen pequeños productores. ○ Beneficio: 14.800 productores agrícolas y 12.000 pecuarios	○ 35 mil millones de pesos ○ Por productor: máximo de 1,3 millones ○ 27 mil trabajadores beneficiados	Productores de: frutas, hortalizas, tubérculos y plátano, bovinos, cacao, frijol, porcinos, acuicultura y ovino
Adquisición de maquinaria	Sep-20	○ Compra de maquinaria y equipos que faciliten los procesos de cosecha, almacenamiento y transformación.	○ 32 mil millones de pesos.	Campesinos y pequeños productores.
Apoyo a la comercialización de maíz	Oct-20	○ Comercialización para los productores del Departamento de Córdoba ○ Máximo de 250 toneladas por productor	○ 1,1 miles de millones de pesos ○ 60 mil pesos por tonelada.	Productores de maíz blanco

Fuente: Bolsa Mercantil, Ministerio de Agricultura, UPR.

Gráfico 17

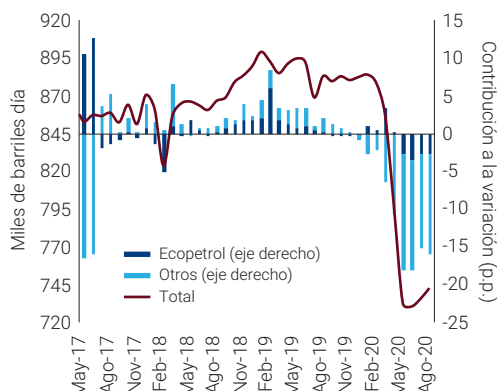
CRECIMIENTO DEL PIB MINERO-ENERGÉTICO



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 18

PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO EN COLOMBIA



Fuente: ANH. Cálculos Corficolombiana.

ceso de recuperación que venía gestando desde el choque de 2015. La extracción de petróleo y gas explicó 10,7 p.p. de ese retroceso, mientras que la producción de carbón contribuyó negativamente con 10,5 p.p. (Gráfico 17).

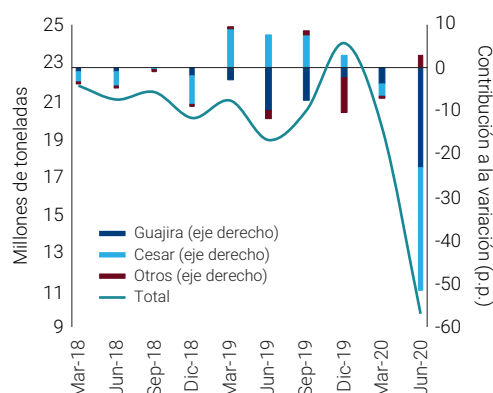
La descolgada de los precios del crudo fue especialmente crítica en marzo y abril, cuando se registraron niveles mínimos de los últimos 20 años. La referencia Brent se ubicó alrededor de 20 dólares por barril (dpb) en esos meses y desde entonces se ha recuperado, de manera que durante el segundo semestre registra un promedio cercano a 43 dpb (ver "Con el crudo al cuello" en [Informe sectorial - abril de 2020](#)). Bajo este contexto, las empresas petroleras tuvieron que suspender la producción más costosa, especialmente la de proyectos de crudo pesado y recobro mejorado. Así, la producción de crudo descendió a 730 mil barriles día en junio (-18,2% a/a), el nivel más bajo desde 2009, y estimamos que se ubique en 761 mil barriles día al cierre de este año (-13,7% a/a) (Gráfico 18). Con esto, en el año el suministro promediaría los 781 mil barriles día (-11,8% a/a).

De forma paralela, la producción comercializable de gas registró una caída de 19% a/a en abril, respondiendo al débil comportamiento de la demanda industrial y comercial por la emergencia sanitaria declarada en el país. Desde entonces se ha recuperado gradualmente, en línea con la reactivación de la actividad económica, y para septiembre la reducción se moderó a 6,2% a/a. Vale la pena señalar que la devaluación del tipo de cambio ha restado competitividad al gas frente a otros combustibles, en la medida que los componentes para la formación de los precios en boca de pozo y los cargos de transporte se encuentran indexados a la TRM (ver "Sector de gas natural y transición energética ante la pandemia" en [Informe sectorial - Julio de 2020](#)).

En materia de actividad exploratoria de hidrocarburos el impacto fue más pronunciado, en donde hay que tener en cuenta que ya se venía registrando una dinámica débil desde el choque de 2015. En los primeros siete meses de 2020 se realizaron apenas 161 km de sísmica, lo que representa una caída de 85,5% a/a, mientras que se perforaron sólo ocho pozos exploratorios, es decir, menos de

la mitad de los 19 pozos perforados en el mismo periodo del año pasado 2019.

Gráfico 19
PRODUCCIÓN DE CARBÓN



Fuente: ANM. Cálculos Corficolombiana.

Lo anterior genera un panorama muy retador para el país en materia de autosuficiencia de hidrocarburos, pues mientras la actividad exploratoria siga paralizada será muy difícil aumentar las reservas de petróleo y gas y la producción continuará dependiendo de campos maduros (cuya declinación es superior al 15% anual en el caso del crudo). En este sentido, resulta alentador que se haya autorizado por fin la realización de proyectos piloto en yacimientos no convencionales, los cuales permitirán determinar el potencial geológico del país en esta materia y podrían atraer inversiones significativas en el futuro.

En materia de producción de carbón se registró un retroceso sin precedentes, de 48,4% a/a en 2T20, explicado casi en su totalidad por los menores volúmenes en Cesar y La Guajira (Gráfico 19). En el caso de la Guajira, la caída estuvo soportada en el deterioro de la actividad del Cerrejón, cuyo descenso fue del 70%, mientras que en Cesar la disminución vino principalmente por cuenta de los proyectos de Prodeco y Drummond en los municipios de la Jagua de Ibirico, El paso y Becerril.

Tabla 6
IMPACTOS DE LA PANDEMIA SOBRE EL SECTOR MINERO-ENERGÉTICO Y RESPUESTA DE POLÍTICA

Impacto	Respuesta de política
Menores ingresos petroleros por la fuerte caída de los precios internacionales del crudo y problemas para mantener en funcionamiento campos con altos costos operacionales.	(ANH) Posibilidad de trasladar inversiones y actividades entre contratos para las fases de exploración.
Disminución en la producción de petróleo, gas y carbón por las medidas de confinamiento locales y la menor demanda de materias primas de socios comerciales.	(ANH) Modificación del cronograma de subastas petroleras.
Pérdida de competitividad en el sector de gas por incremento en los precios debido a la devaluación.	(ANH) Extensión en términos y plazos de contratos vigentes para el cumplimiento de los compromisos de inversión. (ANH) Posibilidad de alivios temporales en el pago de los derechos económicos. (CREG) Renegociación bilateral de los contratos de gas natural suscritos en el mercado primario y secundario.

* Ver capítulo de Política monetaria para el análisis detallado del sector financiero.

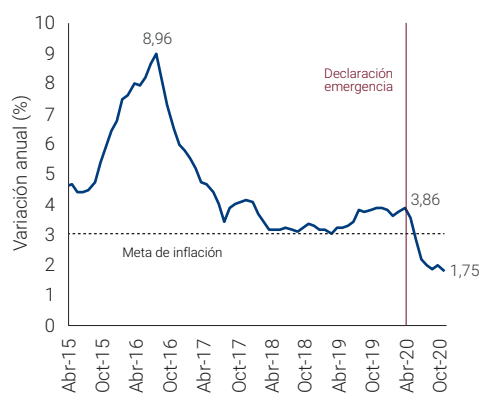
Fuente: Corficolombiana.

De esta forma, esperamos que el PIB minero-energético termine 2020 con una contracción de 11,5%, exhibiendo una leve recuperación en la segunda mitad del año. Ahora bien, la volatilidad de los precios internacionales del crudo y la incertidumbre sobre la recuperación económica mundial podrían limitar la reactivación del sector y generar una caída más profunda, cercana a 13,2%.

II.4. INFLACIÓN, POLÍTICA MONETARIA Y SECTOR FINANCIERO

Maria Paula Contreras

Gráfico 1
INFLACIÓN ANUAL



Fuente: DANE.

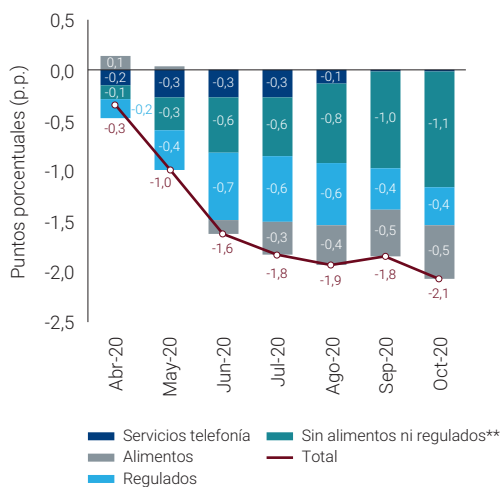
La crisis económica generada por la pandemia y el desplome de los precios internacionales del petróleo cambió drásticamente el panorama que esperábamos para este año en materia de inflación, política monetaria y variables del sector financiero (establecimientos de crédito). En efecto, hace un año proyectamos que en 2020 la inflación se desaceleraría a 3,0% (desde 3,8% en 2019) y la tasa de interés de BanRep se mantendría estable en 4,25% durante todo el año (en un contexto relativamente favorable de crecimiento económico, superior a 3%). A su vez, esperábamos un crecimiento limitado, aunque positivo, de la cartera y los márgenes de los establecimientos de crédito (ver "Inflación y política monetaria: estabilidad bajo presión" y "Establecimientos de crédito en 2020: amplio impacto con crecimiento limitado" en [Informe Anual 2019: Contra la Corriente ¿Hasta Cuándo?](#)).

Sin embargo, la inflación descendió 2,0 puntos porcentuales (p.p.) durante los primeros 10 meses de 2020, ubicándose por debajo del rango objetivo de BanRep y en niveles mínimos históricos de 1,75% (Gráfico 1). Las razones detrás del acentuado proceso desinflacionario fueron: i) la fuerte contracción del consumo privado como consecuencia del deterioro del mercado laboral -pérdida de empleos y caída en los ingresos de los ocupados- y del menor gasto de los hogares en medio del aislamiento social, especialmente en bienes semidurables (prendas de vestir) y algunos servicios (entretenimiento, turismo); y ii) las medidas adoptadas por el Gobierno en el marco de la emergencia económica y social para mitigar el impacto adverso de la crisis sobre los hogares.

Vale la pena señalar que el choque inédito sobre la actividad económica distorsionó el proceso de medición del IPC y generó varias sorpresas (positivas y negativas) en los datos de inflación de este año. Según el DANE, algunos sectores permanecieron cerrados durante la mayor parte del año (sin registro de precios), mientras que otros

Gráfico 2

DESINFLACIÓN ACUMULADA DURANTE LA PANDEMIA*



* Cambio en la inflación anual respecto a marzo (pre-pandemia) y aporte de cada componente.

** Excluye servicios de telefonía.

Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

operaron con niveles de demanda muy bajos, lo que dificultó la recolección de información. Tal es el caso de los servicios de educación superior, cuyas variaciones de precios se reportan tradicionalmente en agosto, pero en esta coyuntura se realizaron inclusive en el mes de octubre, por dificultades de algunas instituciones para cerrar los ciclos de inscripciones.

En particular, el impacto desinflacionario de la coyuntura actual se puede dividir en dos etapas. En la primera se sintieron con fuerza los efectos de las medidas desplegadas por el Gobierno nacional para aliviar la situación económica de los hogares, especialmente las relacionadas con los subsidios y descuentos para el pago de servicios públicos. Gracias a dichos alivios, la inflación de servicios, como el de agua y alcantarillado, alcanzó a registrar una reducción superior a 10 p.p. frente al cierre de 2019. Lo anterior, junto con la reducción inédita de 1.200 pesos por galón decretada para la gasolina, hizo que la inflación anual de **regulados** -que en los últimos cinco años estuvo en promedio 1,3 p.p. por encima del rango meta- se ubicara en niveles negativos (mínimo de -0,78% en junio) y explicara más de la mitad de la reducción de la inflación total entre marzo y abril (Gráfico 2).

Dichos efectos se fueron diluyendo en la medida que finalizaron los programas de alivios, y de hecho en algunas ciudades las tarifas se ajustaron más rápido y en mayor proporción frente a lo anticipado. Adicionalmente, sectores como el de transporte terrestre registraron importantes incrementos de precios durante el segundo semestre, debido a que los mayores costos asociados a los protocolos de bioseguridad implican una operación a media capacidad. De esta forma, los regulados pasaron a explicar menos de la quinta parte de la disminución de la inflación entre marzo y octubre (Gráfico 2).

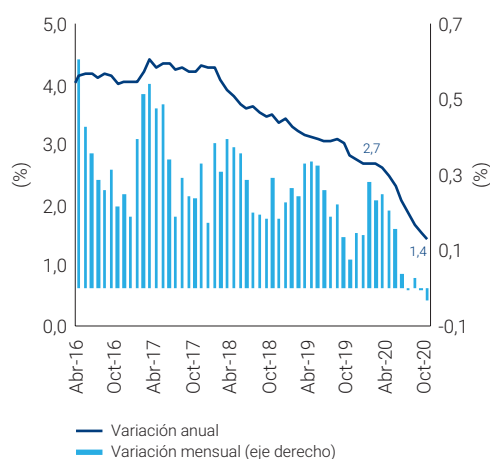
En la segunda etapa, las presiones a la baja por cuenta de la debilidad de la demanda han tomado fuerza, explicando en octubre un 55% de la desinflación acumulada desde marzo. Los bienes y servicios **no transables** son los principales responsables de esta tendencia, al desacelerar su inflación en 2,4 p.p. entre diciembre de 2019 y octubre de 2020, hasta un mínimo histórico de 1,1%. Cabe resaltar que este grupo explicó gran parte de la desinflación en los primeros meses

de la pandemia (un poco más del 60%), pero esto obedeció a la eliminación transitoria del IVA para algunos planes de telefonía móvil -otra medida de alivio- y no a una desaceleración generalizada de los componentes del grupo, como se ha visto recientemente (Gráfico 2).

El subcomponente de arrendamiento -el de mayor ponderación en el IPC, con 25% del total- exhibió una marcada tendencia a la baja, en parte como resultado de la prohibición para realizar ajustes a los cánones de arriendo entre abril y junio (Decreto 579 de 2020). Sin embargo, la inflación de este componente no sólo se desaceleró en estos meses, sino que siguió disminuyendo durante el segundo semestre a pesar de que ya había finalizado el plazo definido por el Decreto. En efecto, el IPC de arrendamiento registró variaciones mensuales cercanas a cero o incluso negativas entre julio y octubre (algo nunca antes visto), al punto que su variación anual disminuyó a 1,4% en el décimo mes del año, muy por debajo del límite regulatorio que define la inflación causada el año anterior (3,8% en 2019) (Gráfico 3).

Gráfico 3

IPC DE ARRENDAMIENTOS



Fuente: DANE.

Como señalamos anteriormente, las tarifas de los servicios educativos también registraron un comportamiento particular en esta coyuntura, al punto que su inflación anual fue de -4,0% en octubre. Este ajuste tarifario se concentró en el segmento de educación superior, en donde algunas instituciones, tanto públicas como privadas, otorgaron becas o descuentos en las matrículas para mitigar la deserción de los estudiantes ante la difícil situación económica.

Por su parte, la inflación de los bienes y servicios **transables** disminuyó 1,2 p.p. frente al cierre de 2019, a 1,1% en octubre, debido principalmente al comportamiento de los precios de las prendas de vestir, los cuales registraron variaciones mensuales negativas por varios meses consecutivos como resultado de descuentos realizados y de los días sin IVA en junio y julio. Pese a que el dólar ha exhibido una devaluación importante en lo corrido del año (14,2% en promedio), el traspaso a los precios locales se ha visto limitado por la baja demanda.

A lo anterior se sumaron presiones negativas adicionales por parte de los **alimentos**. En efecto, luego de haber alcanzado un máximo de 6,6% en abril -como consecuencia de un excesivo incremento en

la demanda por parte de los consumidores ante la incertidumbre inicial por la cuarentena y el temor al desabastecimiento de algunos productos-, la inflación de este grupo se redujo de forma marcada, ubicándose en 3,7% en octubre, su nivel más bajo desde mediados de 2019. De esta forma, los alimentos explicaron una cuarta parte de la desinflación observada entre marzo y octubre (Gráfico 2).

Bajo este contexto, y debido a la magnitud del choque sobre la actividad productiva, la Junta Directiva de BanRep inició en marzo un ciclo de recortes que llevó la tasa de interés de intervención desde 4,25% hasta 1,75%, el nivel más bajo desde que se estableció el esquema de inflación objetivo en el país. La ampliación de la postura acomodaticia de la política monetaria estuvo acompañada por un paquete de medidas orientadas a brindar mayor liquidez a la economía, entre las cuales se destacan la compra directa de títulos de deuda pública y privada por un monto cercano a los 11 billones de pesos, la ampliación de plazos, montos y contrapartes para las operaciones de financiación transitoria y la reducción de 2 p.p. en el encaje bancario (ver Infografía de medidas BanRep).

En este escenario, estimamos que la inflación cerraría 2020 en un nivel cercano a 1,7%, con sesgo a la baja, completando seis meses consecutivos por debajo del rango objetivo. Aunque los precios de algunos rubros aumentarán en la medida que continúe reactivándose la economía -esperamos variaciones mensuales positivas del IPC para los meses de noviembre y diciembre-, creemos que los efectos de una demanda interna débil mantendrán la inflación en niveles bajos y la tasa repo cerrará este año en su nivel actual de 1,75%.

MEDIDAS TOMADAS POR BanRep en 2020

Tasa de intervención



- En 2020 la Junta Directiva redujo la tasa de interés de intervención en 250 puntos básicos hasta 1,75%.
- Fueron 7 reducciones, las primeras tres de 50 pbs en las reuniones de marzo, abril y mayo, y las otras cuatro de 25 pbs en junio, julio, agosto y septiembre, cuando terminó el ciclo de recortes.

Objetivo: aliviar la carga financiera de los deudores e impactar en las decisiones de consumo e inversión una vez estemos en la fase de recuperación.

Cambios en el balance del BR



- Compra de títulos de deuda privada y pública calificada.
- Se amplió el conjunto de entidades que tienen acceso a las subastas y a la ventanilla de liquidez.
- Admisión de Títulos de Solidaridad en las operaciones de liquidez.

Objetivo: asegurar el acceso de los agentes del sistema financiero a liquidez transitoria.

Encaje



- El encaje disminuyó 3 puntos porcentuales, pasando de 11% a 8% para depósitos en cuenta corriente y cuentas de ahorro.
- El encaje disminuyó 1 pp de 4,5% a 3,5% para los CDT de menos de 18 meses.

Objetivo: inyectar liquidez de manera permanente a la economía por un monto cercano a los \$9 billones, con el fin de estimular la generación de préstamos en la economía.

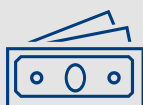
Mercado cambiario



- Mecanismo de cobertura cambiaria mediante operaciones forward de cumplimiento financiero (Non -Delivery Forward) a tasas de mercado.
- Se llevaron a cabo subastas de FX swaps donde se realizó la venta de dólares de contado y compra de futuros a 60 días.

Objetivo: brindar liquidez transitoria en dólares a las entidades financieras para aliviar financiamiento externo y las presiones cambiarias.

Operaciones transitorias



- Ampliación del cupo (de 17 a 20 billones) y plazos (90 días para deuda pública y 30 días para deuda privada) en operaciones Repo.
- Se decidió mantener de manera indefinida las subastas quinquenales de Repos con títulos de cartera mientras sea necesario.
- Para operaciones transitorias se incluyó SCBc, SFD, SAI, AFP, aseguradoras, FDN, Finagro y FNA

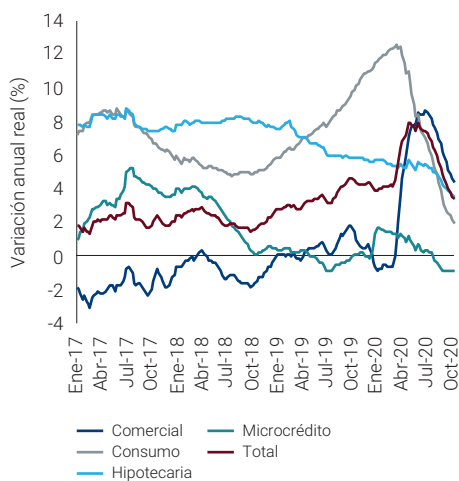
Objetivo: suministrar liquidez y ajustar la oferta de dinero para garantizar las tasas.

SECTOR FINANCIERO: RESILIENCIA BAJO ESTRÉS

José Luis Mojica

Gráfico 4

CRECIMIENTO DE LA CARTERA POR MODALIDAD



Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana.

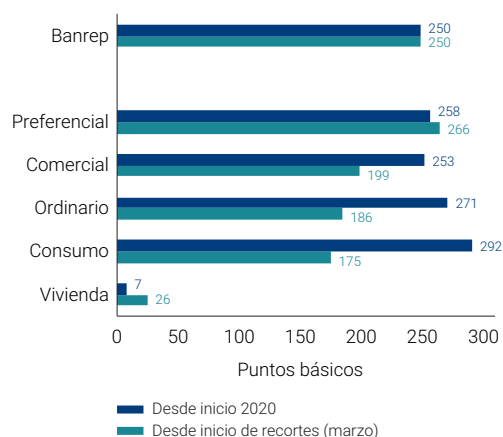
El sistema financiero ha mostrado una resiliencia importante a la contracción económica de 2020, gracias a los buenos niveles de solvencia registrados antes del choque y a las medidas oportunas de BanRep para proporcionar la liquidez necesaria a la economía. Sin embargo, la pandemia puso fin a la tendencia positiva que venía registrando la cartera desde el año pasado y durante el segundo semestre se ha desacelerado de forma paulatina, en línea con una menor demanda de crédito, especialmente en las modalidades distintas a la comercial. El crecimiento de la cartera en términos reales cayó de 7,1% a/a en julio a 3,4% a/a en octubre, y anticipamos que cerrará 2020 alrededor de 0,5% a/a.

En particular, el desempeño de la cartera comercial ha sido el principal determinante del cambio de la tendencia en el crecimiento del crédito. Desde mediados de marzo, esta modalidad exhibió una fuerte aceleración, pasando de variaciones reales cercanas a cero en los primeros dos meses del año a niveles que bordearon el 8,5% a/a en junio, lo que se explica por la fuerte demanda de las empresas para sortear los problemas de liquidez que surgieron a raíz de las medidas de confinamiento en el país. En este contexto, las líneas de garantía creadas por el gobierno otorgaron liquidez suficiente al tejido empresarial en los meses más difíciles. Desde entonces, el crecimiento disminuyó a 4,4% a/a, en línea con la menor demanda de otras modalidades de crédito a causa de la incertidumbre asociada a la recuperación de la actividad económica (Gráfico 4).

Por su parte, la transmisión de las rebajas de la tasa de política monetaria a las tasas de colocación se ha dado de forma satisfactoria, aunque heterogénea por modalidades, continuando con la tendencia descendente que venían exhibiendo desde 2019. Con datos a octubre, la transmisión más marcada se ha dado en la cartera comercial preferencial, con una reducción de 266 pbs desde el inicio del ciclo de recortes, seguida de la comercial y ordinaria con 199 y 186 pbs. Por su parte, el ajuste de tasas en los créditos de consumo ha sido de

Gráfico 5

TRANSMISIÓN A LAS TASAS DE COLOCACIÓN



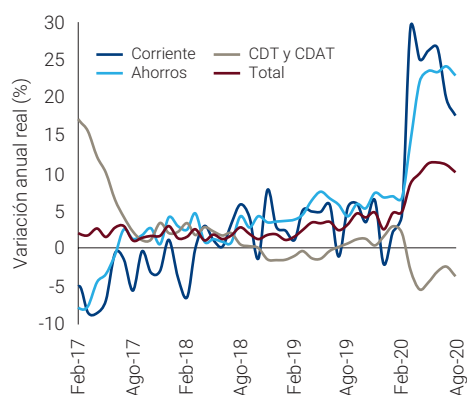
Fuente: BanRep y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

175 pbs, mientras que en la hipotecaria ha sido de 26 pbs. El ajuste en las tasas de estas dos modalidades ha sido más lento debido en parte a que el mayor riesgo de estos segmentos limita la velocidad de transmisión de la política monetaria (Gráfico 5).

Ahora bien, los indicadores de riesgo de crédito han exhibido tímida-mente el efecto nocivo del choque, como resultado de los periodos de gracia y las medidas adoptadas por la Superfinanciera para aliviar la carga de los hogares y las empresas durante la crisis. Entre julio y septiembre finalizó el 77% de los periodos de gracia, por lo que esperamos que en el último trimestre del año se empiece a ver el deterioro en la cartera vencida de forma más marcada. De esta forma, entre julio y agosto el indicador de calidad se deterioró de 3,9% a 4,4%, registrando el incremento mensual más alto desde enero de 2017, y anticipamos que se ubique en 7,8% al cierre de 2020.

Gráfico 6

CRECIMIENTO DE LOS DEPÓSITOS



Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana.

En línea con el deterioro de la cartera, los establecimientos de crédito han tenido que incrementar el gasto en provisiones, lo que ha impulsado disminuciones en la rentabilidad. En efecto, la rentabilidad en relación con el patrimonio (ROE) cayó de 13,2% en enero a 6,7% en agosto, continuando la tendencia a la baja exhibida antes del choque. No obstante, resaltamos que los niveles de solvencia son elevados y proveen un colchón robusto para afrontar las pérdidas derivadas de la coyuntura actual. El indicador de solvencia total de los establecimientos de crédito registró un nivel de 16,8% en agosto, muy por encima del límite regulatorio de 9%.

En términos de fondeo, el choque trajo consigo una recomposición en favor de activos más líquidos para los hogares, como los depósitos en cuenta corriente y de ahorros, en detrimento de los depósitos a término (CDT y CDAT). En particular, los depósitos en cuenta corriente aceleraron su crecimiento de forma significativa, desde 2,1% a/a real en enero hasta 17,6% a/a real en agosto, mientras que las cuentas de ahorro registraron un crecimiento de 23% a/a, superando por mucho el 6,9% a/a del primer mes del año. En contraste, los CDT registran caídas reales que para agosto se ubicaron en 3,8% a/a. Así pues, anticipamos un crecimiento de 5,4% a/a real en los depósitos totales al cierre del año (Gráfico 6).

Tabla 1

IMPACTO DE LA PANDEMIA SOBRE EL SECTOR FINANCIERO Y RESPUESTA DE POLÍTICA

Impacto	Respuesta de política
○ Problemas de liquidez por las medidas de confinamiento y el cierre de la economía. ○ Cese en el pago de obligaciones crediticias de empresas y hogares.	○ Medidas tomadas por el BanRep para otorgar la liquidez necesaria a la economía (ver capítulo de política monetaria 2020) ○ Líneas de garantías creadas por el gobierno. ○ Posibilidad de otorgar prórrogas y alivios financieros a empresas y hogares (Circular externa 007 y 014 de la Superfinanciera).

Fuente: Corficolombiana.

II.5. POSICIÓN FISCAL EN 2020: AJUSTE EN CUARENTENA

Julio César Romero

Antes de la pandemia, las perspectivas fiscales de Colombia venían mejorando, al punto que el Gobierno Nacional Central (GNC) registró un superávit primario de 0,5% del PIB en 2019 (el primero desde que está vigente la Regla Fiscal, en 2012) y la expectativa era que esta cifra llegara a 0,6% en 2020. Sin embargo, las medidas de aislamiento social para contener el avance del COVID-19 y el desplome de los precios del crudo generaron una fuerte reversión de la trayectoria de ajuste fiscal del país.

De esta forma, el Gobierno recibió menos ingresos por impuestos, en momentos en que tuvo que aumentar el gasto en salud y subsidios para la población más vulnerable en esta coyuntura y para las empresas. **La magnitud del choque llevó a que el Gobierno pusiera la Regla Fiscal en cuarentena durante 2020 y 2021, mientras terminan de conocerse los daños sobre las finanzas públicas.** A pesar de lo anterior, la credibilidad en el manejo macroeconómico siguió siendo una fortaleza del país frente a otros países emergentes, lo cual permitió que las agencias de calificación mantuvieran el grado de inversión, al menos por este año.

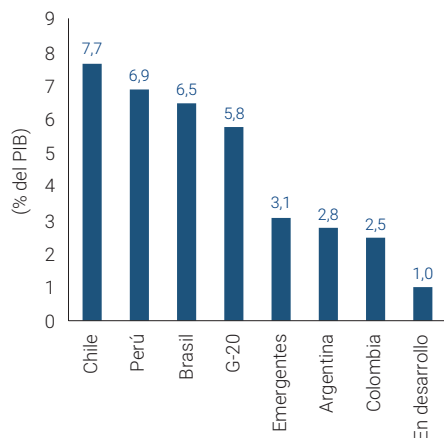
Impacto fiscal del coronavirus en Colombia

La desaceleración del crecimiento económico, el deterioro del déficit fiscal y la devaluación de la tasa de cambio se reflejaron en un incremento de la deuda bruta del GNC en 2020 que, según nuestras estimaciones, sería de más de 14 puntos del PIB. Esta situación agregó más presión a las finanzas públicas, que ya eran frágiles antes de la pandemia, en un contexto en el que la calificación crediticia del país¹ estaba en el último escalón del grado de inversión y con perspectiva negativa por parte de dos agencias calificadoras.

¹ Calificación de la deuda en moneda extranjera de largo plazo.

Gráfico 1

RESPUESTA FISCAL AL COVID

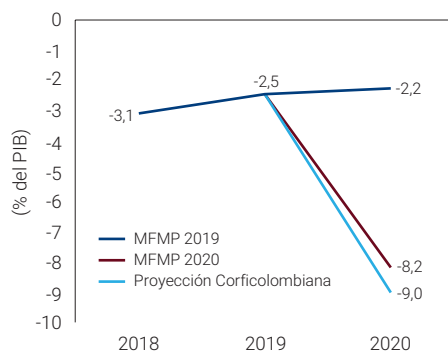


* Medidas para permitir retiros de ahorro de los ciudadanos (AFP y CTS).

Fuente: OCDE, Ministerio de Hacienda y Ministerio de Economía y Finanzas de Perú.

Gráfico 2

DÉFICIT FISCAL DEL GNC



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Corficolombiana.

El deterioro fiscal se explicó, por un lado, por una caída profunda del recaudo tributario, en parte como consecuencia de la fuerte contracción económica, pero también por los alivios de impuestos que otorgó el Gobierno para dar liquidez a las empresas durante la cuarentena; en particular, proyectamos que los ingresos totales del GNC pasarían de 16,2% del PIB en 2019 a 15,1% en 2020. Por otro lado, estimamos que las necesidades crecientes de gasto contracíclico para apoyar los ingresos de los hogares y las firmas más afectadas por la crisis llevaron los gastos totales del GNC a 24,1% del PIB este año, desde 18,6% en 2019.

Para atender los gastos asociados a la crisis sanitaria y otorgar ayudas a las empresas y los hogares, el Gobierno creó el Fondo de Mitigación de Emergencia Económica (FOME), por un monto de 24,8 billones de pesos (2,5% del PIB). Dentro de los programas de gasto se destacan el de Ingreso Solidario, la devolución del IVA a los hogares de ingresos más bajos y los subsidios a la nómina de las empresas, a través del Plan de Apoyo al Empleo Formal (PAEF). Inicialmente, estas medidas fueron contempladas como un mecanismo transitorio de pocos meses, pero la duración de la pandemia llevó a que fueran extendidas hasta el próximo año.

Al 20 de noviembre se habían ejecutado el 70% de los recursos del FOME, incluyendo 3,2 billones de pesos para la capitalización del Fondo Nacional de Garantías, mediante el cual se respaldan hasta el 90% de los créditos del sistema financiero a las empresas. Lo anterior sugiere que parte del gasto contracíclico terminará trasladándose a la vigencia 2021. Ahora bien, es importante señalar que la respuesta fiscal de Colombia fue comparativamente baja frente a lo observado en otros países. En Latinoamérica, los paquetes fiscales más agresivos tuvieron lugar en Chile y Perú, con 7,7% y 6,9% del PIB, respectivamente, mientras que el promedio de países emergentes fue de 3,3% del PIB, por encima del 2,5% de Colombia (Gráfico 1).

Ante este panorama, estimamos que el déficit fiscal del GNC aumentará de 2,5% del PIB en 2019 a 9,0% en 2021, muy por encima del 2,2% previsto antes de la pandemia y superior al 8,2% estipulado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de este año (MFMP 2020) (Gráfico 2).

Suspensión de la Regla Fiscal: ¿navegar sin brújula?

En junio de este año, el Comité Consultivo de la Regla Fiscal (CCRF) aprobó la solicitud del Ministerio de Hacienda de suspender la Regla durante 2020 y 2021, bajo el argumento de que se necesitaba aún más flexibilidad fiscal para enfrentar la crisis económica. En el comunicado, el Gobierno expresó su compromiso de “ejecutar una política fiscal que permita retornar a la senda de déficit consistente con los parámetros establecidos en la Regla Fiscal a partir del año 2022”. Además, se estableció que el CCRF ejercería como un Comité independiente en el monitoreo de las finanzas públicas mientras dure la suspensión de la Regla.

Vale la pena recordar que la Regla Fiscal (Ley 1473 de 2011) está vigente en Colombia desde enero de 2012 y ha sido clave dentro del marco institucional de Responsabilidad Fiscal que adoptó el país a comienzos de la década pasada. Su objetivo es garantizar la sostenibilidad de la deuda pública y la estabilidad macroeconómica, mediante la eliminación de diferentes sesgos que tiene la política fiscal: i) prociclicidad, es decir, gastar más en las bonanzas, en vez de ahorrar para poder realizar gasto contracíclico en las crisis; ii) endeudamiento, es decir, el sesgo a tener déficit presupuestales y cubrirlos con deuda, al punto de hacerla insostenible (el objetivo a largo plazo es reducirla a 25% del PIB); y iii) anti-inversión pública, según el cual las decisiones de política tienden a recortar el gasto de inversión para realizar los ajustes fiscales.

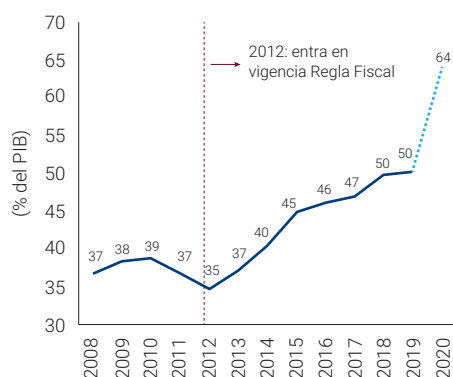
El fortalecimiento de la institucionalidad fiscal reforzó la confianza de los inversionistas y las agencias de calificación crediticia en el manejo económico del país, como lo confirman varios hitos importantes durante la década pasada. En 2011 el país obtuvo el grado de inversión, es decir, los bonos de deuda de largo plazo del Gobierno recibieron una calificación equivalente a BBB- o superior por parte de las principales agencias calificadoras². Además, en 2014 los bonos

² En marzo de 2011, Standard & Poor's aumentó de BB+ a BBB- la calificación de la deuda pública de largo plazo de Colombia. En mayo, Moody's elevó la calificación de la deuda colombiana de Ba1 a Baa3 (equivalente a BBB-), mientras que Fitch Ratings hizo lo propio en junio del mismo año (de BB+ a BBB-).

de deuda de Colombia fueron incluidos en el índice GBI EM de JP Morgan, lo cual significó que el país recibiera un flujo importante de inversiones de portafolio. Este tipo de logros permitió que Colombia tuviera menores tasas de interés, no sólo para el Gobierno, sino también para el sector privado.

Gráfico 3

DEUDA BRUTA DEL GNC



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Corficolombiana.

Ahora bien, este instrumento de política venía perdiendo credibilidad en los últimos años, dado los recurrentes cambios paramétricos y porque a pesar de la Regla Fiscal la deuda pública aumentó más de 15 puntos del PIB entre 2012 y 2019; ahora, tras el choque, estimamos que la deuda del GNC llegará a 64% del PIB en 2020 (Gráfico 3). Sin embargo, la Regla había servido como un mecanismo efectivo para controlar las presiones de gasto sobre el Gobierno, como un "escudo" para contener iniciativas que implicaran un aumento desproporcionado del presupuesto. Con la suspensión de la Regla, el Gobierno perdió un aliado institucional para realizar el ajuste fiscal. Esto será evidente cuando el Gobierno presente la reforma fiscal el próximo año, en medio de un entorno que anticipamos será adverso para las reformas que se necesitan, tanto en el Congreso como frente a la opinión pública (ver "Posición fiscal en 2021: proteger la credibilidad" en este informe).

Financiación inteligente del déficit

En medio de las enormes necesidades de financiamiento de este año, la estrategia inicial del Ministerio de Hacienda consistió en el desahorro de algunos fondos del Sistema General de Regalías, el uso de recursos de la venta de Isagén, la emisión de Títulos de Solidaridad (TDS) y el acceso a crédito con organismos multilaterales. En la medida que el impacto de la crisis se profundizó, acudió a préstamos con entidades multilaterales y emitió deuda en los mercados financieros locales e internacionales a tasas relativamente favorables, en donde además logró seguir extendiendo la duración de su deuda con emisiones a 30 años tanto en pesos como en dólares, y través de canjes de deuda. A finales de septiembre, el Ministerio de Hacienda anunció que solicitaría un desembolso parcial de la Línea de Crédito Flexible (LCF) con el FMI para terminar de financiar el déficit de este año (aproximadamente 90 billones de pesos) y otras obligaciones.

En particular, la primera respuesta del Gobierno para conseguir financiación consistió en tomar prestados 12,1 billones de pesos del Fondo de Ahorro y Estabilización (FAE) y 2,7 billones del Fondo de Pensiones de las Entidades Territoriales (FONPET). El préstamo del FAE se realizó a una tasa de interés de 0% y empezará a pagarse en 2023, mientras que más de la tercera parte del préstamo del FONPET también tiene coste cero y el restante tendría tasas de interés a condiciones de mercado, las cuales serían inferiores a 5%. Adicionalmente, tomó cerca de 2,9 billones de pesos del Grupo Bicentenario, donde estaban depositados los recursos de la venta de Isagén. El costo de estos recursos también estaría por debajo de 5%.

Luego, en un movimiento coordinado entre BanRep y el Ministerio de Hacienda, la autoridad monetaria liberó recursos del encaje bancario por más de 9 billones de pesos, para que luego el Gobierno estableciera que los establecimientos de crédito deben realizar inversiones forzosas en TDS por 11 billones de pesos. Estos títulos tienen vencimientos a un año, postergables hasta por 10 años, y sus tasas de interés se aproximan a las de mercado. Las fuentes mencionadas hasta el momento ascendían a 27,7 billones de pesos y permitieron financiar el gasto contracíclico, en su mayoría a través del FOME.

Durante el segundo semestre, y en medio de las mayores necesidades de recursos, el Gobierno realizó una emisión de bonos en el mercado internacional, por 2.500 millones de dólares -los cuales fueron monetizados para solventar el faltante de caja en pesos- y extendió hasta noviembre el programa de colocaciones de TES a través de subastas. Además, acudió a financiación adicional con organismos multilaterales, accediendo a préstamos por un monto total de 2.500 millones de dólares con la Corporación Andina de Fomento (CAF), el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), entre otros.

Por su parte, la emisión del TES tasa fija con vencimiento en 2050 (el de mayor vencimiento en la curva en pesos) y la realización de varios canjes de deuda, permitieron reducir en más de 5 billones de pesos las amortizaciones de 2020 y 2021, extender la duración promedio de la deuda de 7,4 a 7,6 años y mantener el pago promedio de intereses de la deuda por debajo de 7%.

La estrategia de financiamiento del déficit fiscal de 2020 culminó con el anuncio del Ministerio de Hacienda a finales de septiembre, de que solicitaría un desembolso de 5.300 millones de dólares de la LCF con el FMI, la cual fue ampliada hasta abril de 2022 por un monto de 17.200 millones de dólares. Dicho desembolso le permitió al Gobierno completar el financiamiento externo contemplado para este año a un costo financiero menor que el de una emisión en los mercados internacionales, con la ventaja adicional de que empezaría a pagarlo en 2024 (ver "Financiación del déficit fiscal: ¿activar la línea con el FMI?" en [Informe Semanal - Septiembre 21 de 2020](#))

Colombia mantuvo el grado de inversión en 2020

En medio de la compleja coyuntura fiscal que generó la pandemia, no debe pasar desapercibido que Colombia mantuvo el grado de inversión este año. En particular, S&P y Fitch Ratings -las dos agencias que tenían al país a tan solo un escalón de pasar a grado especulativo (BBB- y perspectiva negativa)- se pronunciaron en noviembre sobre la calificación crediticia del país. Nuestras conversaciones con ambas entidades, previas a los anuncios, nos permitieron anticipar que la decisión iba a ser favorable, a pesar de que las métricas macroeconómicas -especialmente en los frentes fiscal y externo- no son consistentes para ser grado de inversión. Esta decisión se fundamentó en la credibilidad en el marco institucional y de política económica del país, respaldado por el compromiso del Gobierno de que presentará una reforma fiscal de 2% del PIB el próximo año para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas a mediano plazo (ver "¿Perderá Colombia el grado de inversión?" en [Informe Semanal - octubre 26 de 2020](#)).

No obstante, ambas calificadoras consideran que el ambiente político no facilitará la aprobación de la reforma en el Congreso, por ser un año preelectoral. En este sentido, el grado de inversión de Colombia seguirá en riesgo y podría perderse en 2021. Las decisiones futuras de calificación serán altamente dependientes de los datos económicos y las señales sobre la reforma fiscal.

Capítulo III

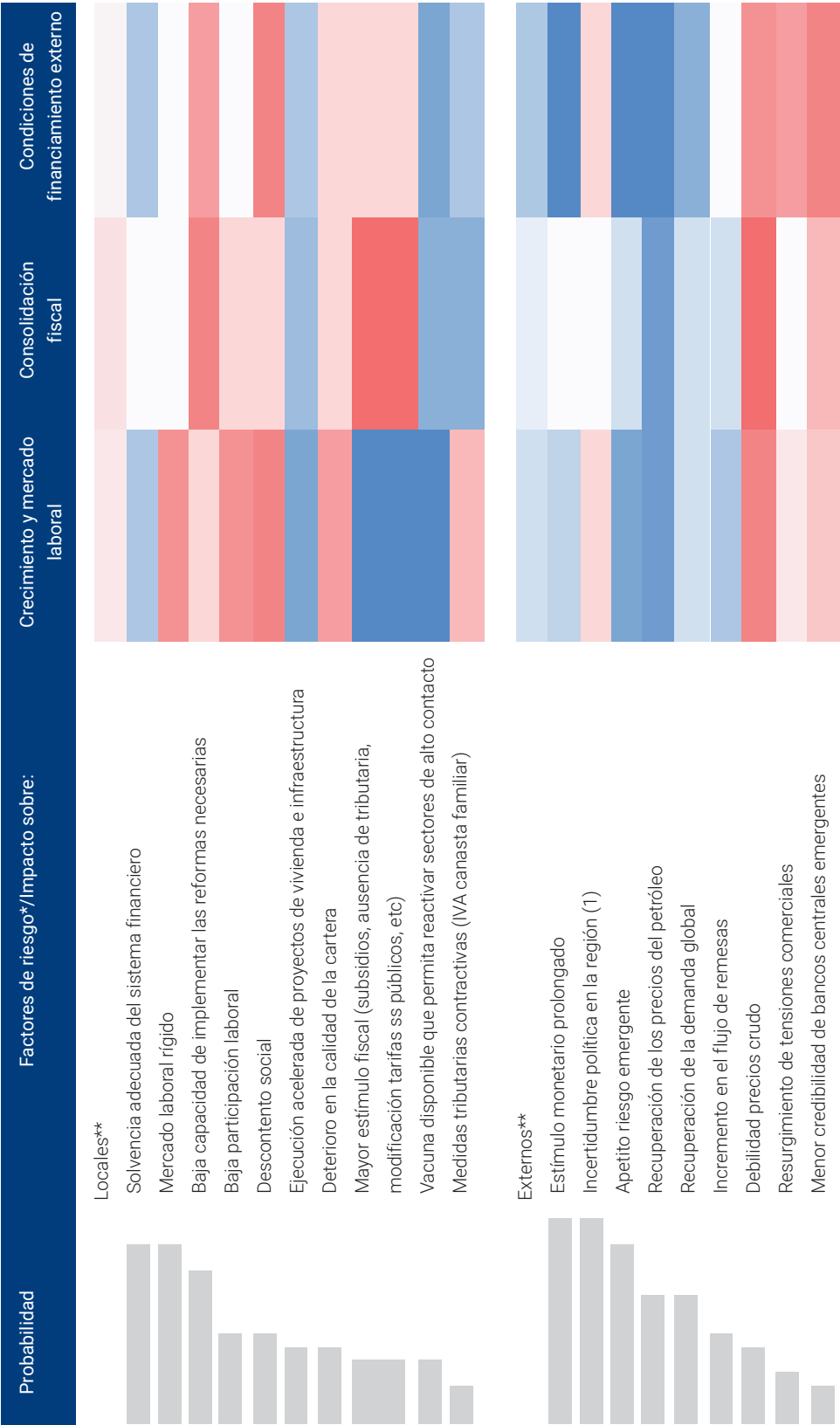
PERSPECTIVAS 2021: SE NECESITAN REFORMAS



Las perspectivas económicas que presentamos en este capítulo están sujetas a un elevado nivel de incertidumbre, mucho más alto que en ocasiones anteriores. Por esta razón, además de explicar los argumentos que sustentan nuestras proyecciones para el próximo año, en esta oportunidad queremos enfatizar en la necesidad urgente de implementar reformas para que Colombia supere la crisis económica y social actual. Los riesgos de la inacción no son menores, especialmente si el debate público es permeado por propuestas demagógicas e intereses cortoplacistas en un año pre-electoral.

El capítulo empieza con un mapa de riesgos con los factores locales y externos que van a afectar tres dimensiones claves: i) crecimiento y mercado laboral; ii) consolidación fiscal; y iii) condiciones de financiamiento externo. Posteriormente, el capítulo sigue una estructura similar a la del capítulo II, con la diferencia de que incluye varios análisis especiales (recuadros) sobre la vulnerabilidad del mercado laboral colombiano y la urgencia de reformas, el costo de no hacer un ajuste fiscal, el tamaño del gobierno y su relación con el crecimiento, los efectos de una eventual pérdida del grado de inversión sobre el mercado de deuda y el costo económico de las cuarentenas.

MAPA DE RIESGOS EN 2021



* El impacto de cada factor de riesgo está en una escala desde -5 hasta +5, dependiendo si consideramos que su impacto es negativo (rojo) o positivo (azul) sobre cada dimensión.

** Los factores de riesgo locales y externos están ordenados de mayor a menor probabilidad de ocurrencia.

(1) Elecciones presidenciales en febrero en Ecuador, julio en Perú y noviembre + reforma constitucional en Chile y elecciones parlamentarias en México y Argentina evitarán la materialización de decisiones de inversión hasta que se disipe la incertidumbre relacionada con el populismo.

III. Proyecciones 2021: se necesitan reformas

Julio César Romero

El próximo año tendrá lugar un rebote importante de la actividad económica, luego del fuerte impacto que generó la pandemia durante este año. El FMI proyecta que el PIB mundial aumentará 5,2% en 2021 (desde -4,4% en 2020), impulsado por un crecimiento de 6,0% en las economías emergentes y de 3,9% en las desarrolladas.

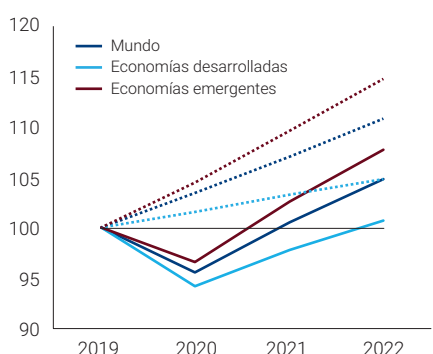
Estas proyecciones implican que el próximo año la economía mundial volvería a estar en los niveles que registraba antes de la pandemia. Sin embargo, es importante resaltar que un buen número de países (incluyendo a Colombia) tardarán más tiempo en recuperarse, de manera que sólo hasta 2022 alcanzarían los niveles pre COVID-19. En cualquier caso, la actividad productiva no retomará la senda que se esperaba antes del choque -en 2021 estaría más de 6% por debajo del escenario proyectado hace un año-, lo que significa que la pandemia generó una pérdida económica irrecuperable (Gráfico 1).

Más allá de las cifras de crecimiento, una crisis de estas proporciones se traduce en el sufrimiento de millones de personas que perdieron sus ingresos y no tienen capacidades para cubrir sus gastos básicos. El aumento de la pobreza y la profundización de las brechas socioeconómicas es una de las herencias más graves de la pandemia.

La recuperación en 2021 se dará en un contexto en el que se mantendrán buena parte de los estímulos monetarios y fiscales adoptados como respuesta a la crisis. Por un lado, la mayoría de los bancos centrales tendrán sus tasas de interés en mínimos históricos y seguirán implementando medidas no convencionales, por lo cual anticipamos que la liquidez en los mercados financieros será abundante y sustentará un mayor apetito por activos de riesgo (como los títulos de deuda y las divisas de países emergentes). Por otra parte, los gobiernos continuarán con los programas de gasto contracíclico para aliviar los efectos adversos de la crisis sobre los hogares y las empresas. Sin embargo, el tamaño de los paquetes fiscales del próximo año será inferior al de 2020, en parte porque la reactivación productiva

Gráfico 1

PIB MUNDIAL ANTES Y DESPUÉS DEL COVID-19* (Índice 2019 = 100)



* Las líneas punteadas corresponden a proyecciones antes de la pandemia (oct-19), las líneas continuas a las proyecciones más recientes (oct-20).

Fuente: FMI.

reducirá la necesidad de mantener las ayudas, pero también porque los países empezarán a asumir la cuenta de cobro por la enorme deuda que tuvieron que asumir como consecuencia de la pandemia.

Adicionalmente, al cierre de este informe se estaban conociendo avances importantes sobre la disponibilidad de varias vacunas, al punto que varios países podrían iniciar las primeras fases de vacunación en diciembre de este año, mucho antes de lo previsto hace algunas semanas. Lo anterior implica que la recuperación económica podría acelerarse, especialmente en actividades como el turismo, los restaurantes y el entretenimiento fuera del hogar.

No obstante, siguen estando latentes varios riesgos que pueden entorpecer el proceso de reactivación en los próximos meses. Los más relevantes están relacionados con el efecto de los nuevos confinamientos adoptados en varios países del hemisferio norte para desacelerar los rebotes de coronavirus, pero hay otros factores que pueden generar disrupciones en la economía global.

Por un lado, el deterioro fiscal generado por la pandemia puede llevar a que algunos países emergentes no logren honrar sus obligaciones de deuda, lo cual generaría un episodio de aversión al riesgo en contra de estas economías que bloquee su acceso a financiamiento externo (*sudden stop*). Por otro lado, la profunda destrucción de empleo durante la crisis está profundizando el inconformismo social, especialmente en los países latinoamericanos, en un contexto político complejo que puede incentivar iniciativas populistas y desestabilizar la gobernabilidad en la región.

Bajo este contexto, **las perspectivas económicas que presentamos en este capítulo están sujetas a un elevado nivel de incertidumbre**, mucho más alto que en ocasiones anteriores. Por esta razón, además de explicar los argumentos que sustentan nuestras proyecciones para el próximo año, **en esta oportunidad queremos enfatizar en la necesidad urgente de implementar reformas para que Colombia supere la crisis económica y social actual**. Los riesgos de la inacción no son menores, especialmente si el debate público es permeado por propuestas demagógicas e intereses cortoplacistas en un año pre-electoral.

Colombia: el peligro de aplazar las reformas

El choque que enfrenta la economía colombiana no tiene precedentes. Hasta ahora, la respuesta de política ha sido determinante para mitigar parte de los efectos adversos de la pandemia sobre los ingresos de los hogares y las empresas; es evidente que los avances de las últimas dos décadas en la institucionalidad del país han permitido que enfrentemos esta compleja situación con un margen de manobra más amplio. No obstante, los desafíos que tenemos por delante exigen un esfuerzo adicional y coordinado de todas las autoridades económicas, sector empresarial y academia para impulsar reformas inaplazables, pero difíciles de adoptar en medio de la polarización social y política que vive el país.

En particular, consideramos que el Gobierno debe priorizar dos aspectos: la flexibilización del mercado laboral para abaratar los costos de generar empleo formal y la sostenibilidad de las finanzas públicas, lo cual exige una reforma al estatuto tributario y una optimización del gasto público.

En primer lugar, el doble impacto de la pandemia y los bajos precios del petróleo llevó a que el PIB se contrajera 8,1% a/a en los primeros nueve meses de 2020 y regresara a niveles no observados desde 2013. A pesar de la reactivación que viene registrando la actividad productiva desde abril, **estimamos que este año cerraría con un crecimiento negativo de 7,1%**. Esta crisis, la peor cifra en la historia moderna del país, implica un retroceso de casi 10 años en los avances en materia de reducción de la pobreza y la desigualdad. **El deterioro social y de seguridad ciudadana generado por la pérdida de ingresos de los hogares (especialmente los más vulnerables), hace evidente la necesidad de realizar ajustes al mercado laboral que faciliten la generación de empleo formal.**

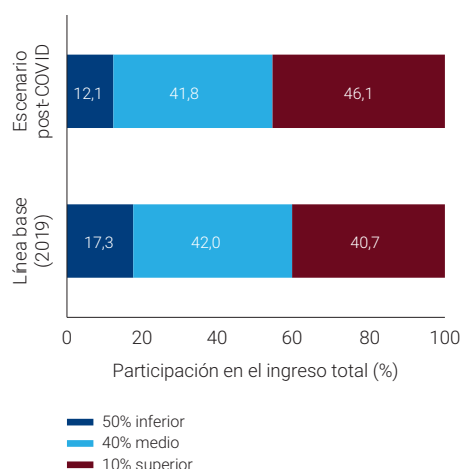
El confinamiento al que debieron someterse los ciudadanos para desacelerar los contagios de coronavirus afectó principalmente a la población más pobre y evidenció la elevada vulnerabilidad de mercado laboral colombiano. Así, la tasa de desempleo nacional llegó a un máximo histórico de 21,4% en mayo, aunque ha venido descendiendo

y en octubre se ubicó en 14,7% (4,8 p.p. por encima del nivel de hace un año), en medio de una reapertura gradual de la economía que ha permitido que las personas regresen a sus actividades productivas.

Dado que más de la mitad de los ocupados en el país son informales (no cotizan a seguridad social) y sus ingresos diarios dependen de realizar actividades presenciales, el aislamiento social los dejó muy expuestos al choque, sin acceso a fuentes de recursos alternativos (por ejemplo, créditos del sector financiero) para cubrir sus gastos durante el confinamiento.

Gráfico 2

PARTICIPACIÓN EN INGRESO TOTAL Y
COEFICIENTE GINI



Fuente: Universidad de los Andes.

Vale la pena recordar que la población en condiciones de pobreza monetaria había disminuido de 50% a comienzos de este siglo a 27% en 2018, lo cual permitió ampliar la clase media, impulsar el consumo privado y elevar el crecimiento potencial. Antes de la pandemia, la clase media vulnerable a caer por debajo de la línea de pobreza (ingresos de 270 mil pesos al mes) estaba conformada por cerca de 2,5 millones de hogares, es decir, el 18,5% de toda la población. Como consecuencia de la crisis, el ingreso mediano en Colombia disminuiría de 420 mil pesos mensuales en 2019 a 310 mil pesos en 2020, muy cerca de la línea de pobreza y por debajo de la línea de vulnerabilidad (400 mil pesos). Así, la pobreza aumentaría cerca de 15 puntos porcentuales (p.p.), de manera que 7,3 millones de personas pasarían de ser clase media vulnerable a ser pobres, con una disminución agregada de 4,8 billones de pesos en sus ingresos mensuales¹.

Además, la crisis actual está generando un retroceso en los indicadores de concentración del ingreso. El decil más rico de la población aumentaría en seis puntos su participación en el ingreso total, mientras que los cinco deciles más pobres concentrarían apenas el 12%, esto es 5 p.p. menos que antes de la crisis. Así, el coeficiente de Gini se incrementaría de 0,509 en 2019 a 0,574 luego del choque, es decir, alcanzaría los mismos niveles de comienzos del siglo XXI (Gráfico 2).

¹ "Efectos en pobreza y desigualdad del Covid-19 en Colombia: un retroceso de dos décadas". Nota Macroeconómica No. 20. Facultad de economía, Universidad de los Andes. Mayo de 2020.

Este panorama pone de relieve la necesidad de realizar ajustes urgentes al mercado laboral, que ya era evidente desde antes de la pandemia: informalidad de 60% en 2019 y tasa de desempleo de dos dígitos (10,5% en 2019), muy superior a la de la mayoría de los países emergentes, por no mencionar los de la OCDE. **El país no puede darse el lujo de mantener los costos laborales para las empresas en los niveles actuales, ni de permitir que más de la mitad de los ocupados estén excluidos de la formalidad (afiliación a seguridad social). De lo contrario, el deterioro social y de seguridad ciudadana puede poner en riesgo la estabilidad económica y política del país.**

En segundo lugar, **es clave abordar la sostenibilidad de las finanzas públicas luego del impacto adverso de la pandemia sobre las cuentas fiscales.** Proteger la confianza de los inversionistas y las agencias calificadoras en el manejo macroeconómico de Colombia, uno de los activos más importantes del país, debe ser una prioridad. Así lo reconoce el Gobierno, quien indica la necesidad de una reforma fiscal ambiciosa el próximo año para reducir estructuralmente su déficit en dos puntos del PIB.

Una de las herencias más notables de la pandemia -no solo en Colombia sino a nivel global- será la enorme carga de deuda pública que debieron asumir los gobiernos como consecuencia de la caída en los ingresos tributarios y las crecientes presiones de gasto. En este sentido, resulta positivo que el país mantuviera el grado de inversión en 2020, gracias al compromiso del Gobierno de realizar un ajuste fiscal. Sin embargo, los riesgos de que las calificadoras recorten la calificación soberana a grado especulativo siguen latentes en 2021.

En efecto, la caída del recaudo asociada a la contracción económica y la necesidad de implementar políticas de gasto contracíclicas para respaldar el ingreso de los hogares y las empresas, llevarán el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) a 9% del PIB en 2020, de manera que su deuda bruta alcanzará máximos históricos de 64% del PIB en 2020, desde 50% en 2019. Bajo este contexto, la estrategia de sostenibilidad fiscal, contemplada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2020 (MFMP 2020), establece la necesidad de presentar una reforma que reduzca estructuralmente el déficit del GNC en 2% del PIB a partir de 2022.

De acuerdo con nuestras estimaciones, el precio para el país de no hacer esa reforma es tener que pagar intereses adicionales por al menos 0,3% del PIB, en promedio, entre 2022 y 2031. En valor presente es estos intereses asciende a 78,3 billones de pesos de 2020, equivalente a más de seis veces la inversión para el Metro de Bogotá (12 billones), 1,6 veces el Capex total estimado para los proyectos de infraestructura de quinta generación (58,5 billones) y 1,3 veces el rubro de inversión en el Presupuesto General de la Nación para 2021 (48 billones de pesos).

En conclusión, la crisis económica actual representa una oportunidad histórica para realizar las reformas que el país viene aplazando desde hace tiempo y que pueden impulsar su competitividad y aumentar la capacidad de crecimiento a largo plazo. Dado que su capital político es limitado, creemos que el Gobierno debe priorizar la implementación de ajustes en el mercado laboral -para reducir los costos de generar empleo formal- y en materia fiscal, en donde el reto es incrementar los ingresos tributarios sin poner en riesgo la reactivación económica, y hacer más eficiente el gasto público (ver "Recuadro. El tamaño del gobierno y el crecimiento económico: la importancia de la confianza).

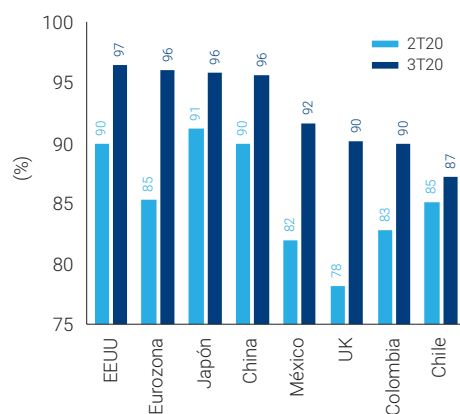
III.1. CONTEXTO EXTERNO Y MERCADOS FINANCIEROS EN 2021

CONTEXTO EXTERNO: LA HOJA DE RUTA DE LA RECUPERACIÓN

Laura Daniela Parra

Gráfico 1

NIVEL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA
(% del PIB pre-pandemia)*



* Nivel pre-pandemia = 4T19.

Fuente: Corficolombiana y Eikon.

En el momento más crítico del confinamiento a nivel global (2T20), las economías a las que hacemos seguimiento¹ se ubicaron, en promedio, en un 85,6% de su nivel pre-pandemia (4T19). Aunque el levantamiento gradual de las restricciones fue heterogéneo -más rápido en países desarrollados que en emergentes-, lo cierto es que durante 3T20 se recuperó más de la mitad de la actividad perdida durante el primer semestre del año, de manera que el PIB de estos países representó, en promedio, un 92,9% de su nivel de 4T19. Vale la pena señalar que EEUU y los países asiáticos están más cerca de sus niveles de actividad pre-pandemia, mientras que las economías de Latinoamérica son las más rezagadas (Gráfico 1).

Dado que la incertidumbre sobre la recuperación global sigue siendo alta, nos parece relevante tener claros los riesgos que pueden modificar el panorama económico del próximo año, en su mayoría relacionados con la evolución de la pandemia. Por un lado están aquellos factores que podrían acelerar la normalización de la actividad productiva en 2021, dentro de los cuales destacamos: i) la creciente probabilidad de que la vacuna empiece a distribuirse ampliamente antes de lo esperado, especialmente en los países desarrollados; ii) un cambio en los patrones de consumo que implique un menor ahorro precautelativo; y iii) un estímulo fiscal superior a lo anticipado.

Por otra parte, los principales riesgos a la baja sobre el crecimiento económico de 2021 son: i) la adopción de nuevas cuarentenas estrictas ante un eventual resurgimiento fuerte de los contagios; ii) posibles sorpresas negativas en materia de vacunación, como por ejemplo

¹ EEUU, China, Alemania, Francia, Reino Unido, España, Italia, México y Chile. En conjunto, estos países representaron el 47% del PIB mundial en 2019.

efectos secundarios, tiempo de inmunidad reducido o dificultades en el acceso masivo; iii) el retiro prematuro de los estímulos económicos; y iv) la vulnerabilidad sistémica son algunos de los riesgos a la baja.

Así las cosas, **el crecimiento del próximo año dependerá del balance entre el control epidemiológico y la eficacia de la respuesta de política económica para minimizar los efectos permanentes de la pandemia.** Entre los posibles efectos permanentes adversos del coronavirus destacamos la reducción en la participación laboral, las quiebras del sector empresarial, el incremento en los costos de producción y la menor productividad. Lo anterior está en línea con la disrupción de las cadenas de suministro y la aplicación de protocolos sanitarios esenciales para minimizar el contagio.

A pesar de los avances recientes en materia de vacunación -se prevé que al menos una vacuna cuente con la aprobación de emergencia de la FDA² al cierre de enero- su aplicación global, en particular en las economías emergentes, todavía supone un reto importante. En consecuencia, la materialización de proyectos de inversión y decisiones de consumo de bienes durables -más propensos a adquirirse por medio de apalancamiento y, por consiguiente, más dependientes de la confianza de los consumidores- continuará limitada mientras persista la incertidumbre.

Aunque se prevé un desempeño moderado de la actividad en 1T21 -como consecuencia de la aceleración en el contagio durante la temporada invernal en el hemisferio norte y la posible prolongación de medidas de confinamiento, a pesar de la baja base estadística del 4T20- el acceso temprano a una vacuna aceleraría de manera importante la recuperación en estas regiones a partir del segundo trimestre en estas regiones. Al respecto, Goldman Sachs estima que dicho evento generaría 2 p.p. adicionales de crecimiento a partir del segundo semestre de 2021 respecto al escenario base (crecimiento de 5,3%, consenso del mercado en 3,8%). En la Unión Europea (UE), el repunte estaría liderado por Alemania, Francia e Italia.

² Administración de Medicamentos y Alimentos por sus siglas en inglés.

Cabe mencionar que el Brexit continúa siendo una fuente importante de incertidumbre. Al cierre de este informe aún no se había logrado un nuevo acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido, y persistían diferencias entre ambas regiones en materia de derechos de pesca, igualdad de condiciones (regulación ambiental, derechos laborales y subsidios estatales), implementación del protocolo de Irlanda del Norte y gobernanza del acuerdo. El hecho de que los parlamentos de ambas partes deban aprobar el acuerdo representa un riesgo a la baja, pues el tiempo restante es limitado.

En caso de no lograr un acuerdo, entrarían a regir los aranceles y otras regulaciones de la Organización Mundial del Comercio. Lo anterior implicaría un Brexit “duro” o desordenado, teniendo en cuenta que, al cierre de 2019, la UE representaba el 43% de las exportaciones y el 51% de las importaciones del Reino Unido.

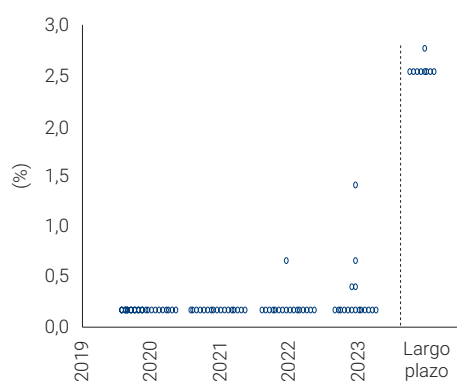
Política monetaria: acomodación por tiempo prolongado

Los principales bancos centrales mantendrán condiciones de amplia liquidez por lo menos hasta 2024. En particular, la implementación del esquema de inflación objetivo con promedio flexible de la Reserva Federal (Fed), así como el reconocimiento de los hechos estilizados que motivaron dicha revisión por otras de las principales autoridades monetarias, apuntan a que las tasas de referencia se mantendrían en los niveles actuales (Gráfico 2) -o inferiores en el caso del Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra (BoE) y el Banco de Japón (BoJ)- durante el próximo quinquenio. Al respecto, el BCE también está adelantando una revisión de estrategia que muy probablemente derivaría en la adopción de un objetivo de inflación simétrico de 2%³. Al igual que en el caso de la Fed, esta estrategia introduciría un sesgo expansivo en las decisiones futuras de política monetaria y, de aumentar la credibilidad del BCE, favorecería el incremento de las expectativas de inflación en esa región.

Tras la última reunión de la Fed, el presidente de la entidad, Jerome Powell, indicó que los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto

Gráfico 2

PROYECCIONES DE TASA DE INTERÉS DE LOS MIEMBROS DEL COMITÉ DE LA FED (DOT PLOT)

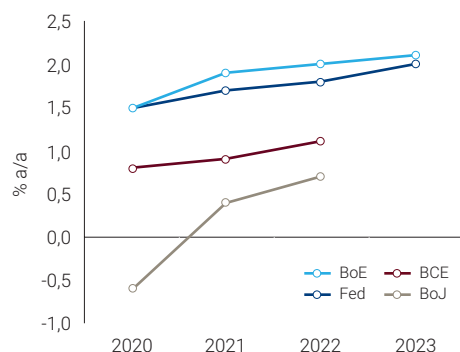


Fuente: Corficolombiana y Reserva Federal.

³ Actualmente, el nivel de inflación objetivo del BCE es “inferior pero cercano a 2%”.

Gráfico 3

PROYECCIONES DE INFLACIÓN NÚCLEO DE LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES



Definiciones particulares de inflación núcleo: PCE sin alimentos ni energía en EEUU, inflación total sin alimentos frescos en Japón e inflación sin energía ni efecto de modificación de IVA en el Reino Unido.

Fuente: Corficolombiana, Fed, BoE, BCE y BoJ.

(FOMC) discutieron las modificaciones disponibles en materia del programa de compra de activos -composición, duración, magnitud, ciclo de reinversión o *forward guidance*- con el objetivo de soportar la recuperación en caso de que se materializara algún riesgo a la baja.

Creemos que el resurgimiento reciente de los contagios representa un riesgo importante en el corto plazo, por lo cual el FOMC terminará modificando próximamente alguno de los parámetros del programa de flexibilización cuantitativa en su próxima reunión, para aumentar su efectividad en el segmento largo de la curva. Powell tampoco descartó la modificación de parámetros de acceso a las facilidades de crédito para incrementar su efectividad, sin embargo, en una carta reciente señaló que la Fed está lista para devolver al Departamento del Tesoro los recursos que no fueron empleados provenientes de la ley CARES⁴. Del mismo modo, en la Eurozona es muy factible que el BCE incremente el programa de compras de activos y flexibilice los parámetros para acceder al TLTRO III, lo que podría suceder tan pronto como en la reunión de diciembre de 2020.

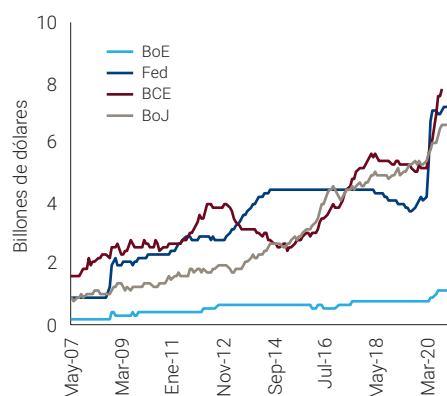
A nivel de precios, las expectativas implícitas de inflación de las economías desarrolladas alcanzaron niveles mínimos en abril y desde entonces han aumentado, si bien se mantienen en niveles inferiores a los pre-pandemia⁵. Lo anterior también se ha reflejado en las proyecciones de inflación núcleo de los principales bancos centrales, las cuales se ubican por debajo del objetivo durante los próximos dos años (excepto en Reino Unido), en línea con la persistencia de brechas del producto negativas (Gráfico 3). Vale la pena señalar que en 2021 se presentará una volatilidad importante en la inflación, como consecuencia de las distorsiones ocasionadas por

⁴ Ley de ayuda, alivio y seguridad económica por coronavirus. CARES por sus siglas en inglés.

⁵ EEUU es una excepción a este comportamiento. Las expectativas implícitas habían aumentado de manera consistente tras el anuncio del nuevo régimen de inflación objetivo con promedio flexible de la Fed, de forma que al 20 de noviembre ya se encontraban en niveles similares los niveles pre-pandemia. Sin embargo, la inflación implícita de los títulos de deuda a 2, 5 y 10 años se ubicaba en 1,7% en promedio, sugiriendo escepticismo frente a que la Fed logre que la inflación supere su objetivo de 2,0% por algunos meses.

Gráfico 4

ACTIVOS EN LAS HOJAS DE BALANCE DE LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES



Fuente: Corficolombiana, Fed, BoE, BCE y BoJ.

los descuentos, reducciones tributarias y cambios abruptos en los patrones de consumo durante 2020. En ausencia de una vacuna, los avances en materia inflacionaria continuarán limitados por la debilidad en la demanda de servicios.

La experiencia de la década pasada en el mundo desarrollado evidencia que el importante esfuerzo monetario para estimular el consumo y la inversión no se vio reflejado en brotes inflacionarios en la esfera real de la economía. Este hecho estilizado fue incorporado en la revisión de estrategia de política monetaria de la Fed en 2020, en la cual se señaló que el aplanamiento en la curva de Phillips⁶ redujo las expectativas de inflación y, a través de un menor grado de consumo e inversión, también generó una desaceleración de la inflación efectiva. Este círculo desinflacionario constituye uno de los principales desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas y explica gran parte de la reducción reciente en las tasas de interés de referencia y de largo plazo.

Lo anterior implica que las tasas de política monetaria seguirán cerca al límite inferior de cero en EEUU por tiempo prolongado, incluso si la economía se recupera, la inflación aumenta al objetivo de 2% y la tasa de desempleo disminuye a su nivel estructural⁷ (Tabla 1). Esto se verá acompañado por condiciones amplias de liquidez, que han favorecido y continuarán impulsando el endeudamiento tanto público como privado (Gráfico 4).

Política fiscal: endeudamiento récord a bajo costo

La respuesta de las autoridades económicas fue altamente coordinada. Los gobiernos implementaron paquetes fiscales contundentes -de mayor magnitud en el caso de las economías desarrolladas- lo cual se reflejó en un aumento importante en los niveles de deuda. De hecho, de acuerdo con el FMI, en el caso de los países desarrolla-

⁶ Concepto que evidencia la relación negativa entre la inflación y el desempleo.

⁷ Ver "Un nuevo capítulo de tasas de interés bajas" en [Informe Semanal - Agosto 31 de 2020](#).

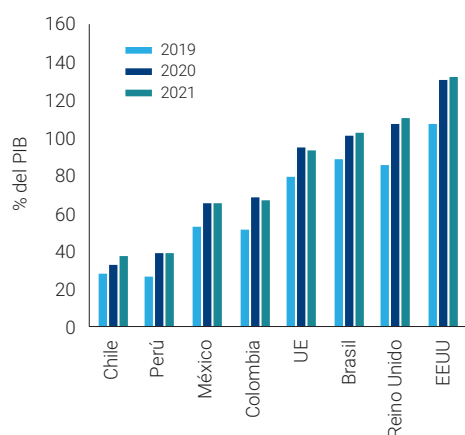
Tabla 1
PROYECCIONES DEL FOMC

Indicador	2020	2021	2022	2023	Largo plazo
Crecimiento del PIB (%)	-3,7	4,0	3,0	2,5	1,9
Proyección en junio 2020	-6,5	5,0	3,5		1,8
Cambio	2,8	-1,0	-0,5		0,1
Tasa de desempleo (%)	7,6	5,5	4,6	4,0	4,1
Proyección en junio 2020	9,3	6,5	5,5		4,1
Cambio	-1,7	-1,0	-0,9		0,0
Inflación PCE (%)	1,2	1,7	1,8	2,0	2,0
Proyección en junio 2020	0,8	1,6	1,7		2,0
Cambio	0,4	0,1	0,1		0,0
Inflación PCE núcleo (%)	1,5	1,7	1,8	2,0	
Proyección en junio 2020	1,0	1,5	1,7		
Cambio	0,5	0,2	0,1		

Fuente: Reserva Federal. Datos a septiembre de 2020.

dos los niveles de endeudamiento son similares a los evidenciados durante la posguerra, y son históricamente altos en el caso de las economías emergentes. Lo anterior se ha dado en el contexto en el que la política monetaria es altamente expansiva, con tasas de interés en niveles mínimos. Así, la herencia de la pandemia será un alto endeudamiento a un costo muy bajo (Gráfico 5).

Gráfico 5
DEUDA DEL GOBIERNO GENERAL



Fuente: Corficolombiana y FMI.

EEUU: Estímulo fiscal adicional en 1S21. La mayoría republicana en el Senado estadounidense limitará la magnitud del estímulo fiscal de la administración del presidente electo, Joe Biden. No obstante, anticipamos la implementación de un paquete fiscal de alrededor de un billón de dólares en el primer semestre de 2021 que, aunque es inferior al propuesto inicialmente por el partido demócrata (alrededor de tres billones de dólares o cerca de 5% del PIB), impulsará de manera importante el crecimiento de la economía más grande del mundo. Entre las medidas incluidas en la nueva ronda de estímulos estarán la continuidad en la flexibilización de los criterios para acceder al seguro contra el desempleo, la prolongación de las transferencias -que en el primer paquete fueron de 600 dólares semanales-, mayores recursos para el programa de créditos para proteger la nómina y la liberación de recursos a nivel estatal.

Unión Europea: un gran paso hacia la consolidación fiscal del bloque. La suspensión de las reglas fiscales, los paquetes fiscales instaurados

por cada país, y el programa de gasto conjunto proveerán un estímulo importante durante 2021. En particular, el bloque económico acordó financiar el programa *Next Generation EU* por 750 mil millones de euros⁸. El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) es el pilar central del programa y cuenta con 672,5 mil millones de euros provenientes de dicho fondo. El desembolso de estos recursos estará sujeto a que cada país presente un plan de recuperación con objetivos establecidos hasta 2026 y en línea con las recomendaciones de la Comisión Europea (CE). Lo anterior con el objetivo de impulsar el crecimiento, la creación de empleo, la sostenibilidad (con al menos el 37% de los fondos destinados a causas verdes), y la transformación digital (al menos 20%).

El MRR permitirá a los países de la UE obtener los recursos necesarios para aumentar la inversión pública, mitigar los efectos económicos del COVID-19 e implementar reformas que las preparen en mayor medida para enfrentar futuros choques, a través de créditos y subvenciones por 360 y 312 mil millones de euros, respectivamente. De este último rubro, el 70% será asignado para ejecutarse en los próximos dos años en función de la población, la tasa de desempleo promedio entre 2015-2019 y el PIB per cápita. El 30% restante será ejecutado en 2022 y asignado en función del PIB de 2020-2021.

Aunque la sostenibilidad de la deuda es una fuente de preocupación para las economías del sur de Europa, el amplio grado de acomodación monetaria y los esfuerzos fiscales conjuntos evitarían incrementos significativos en la percepción de riesgo durante 2021. A mediano plazo, una vez se reactiven las reglas fiscales y los objetivos de superávit primario para garantizar la convergencia de la deuda a 60% del PIB, será de vital importancia que se adopten reformas en pro de la consolidación fiscal.

Esta situación seguramente renovará las tensiones al interior del grupo, más aún si la Comisión Europea (CE) solicita ajustes fiscales prematuros que ponen en riesgo la recuperación (especialmente en las economías

⁸ A precios constantes de 2018. A precios corrientes equivale a 807,1 mil millones de Euros.

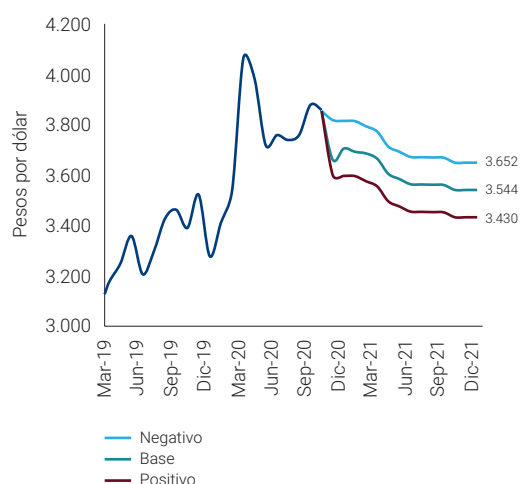
del sur). En contraste, si la CE es laxa frente a la consolidación fiscal las tensiones seguramente provendrán de los países "frugales". En cualquiera de estos escenarios, vemos una probabilidad alta de que a mediano y largo plazo surjan nuevos partidos y movimientos políticos nacionalistas y anti-europeos, o se fortalezcan los que ya existen.

MERCADO CAMBIARIO 2021: ATERRIZAJE CONTROLADO

José Luis Mojica

Gráfico 6

ESCENARIOS DE PROYECCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Para el 2021 esperamos un tipo de cambio de 3.540 y de 3.590 pesos por dólar para el cierre y el promedio del año, lo que está en línea con una revaluación alrededor del 4,3% (Gráfico 6). Aunque persisten algunos factores de incertidumbre, esperamos que la debilidad mundial del dólar y el mayor apetito por riesgo de los inversionistas se mantenga durante la mayor parte del próximo año. Esta tendencia está sustentada en: i) la mayor liquidez en el mundo por las menores tasas de política monetaria y los programas de compra de activos, encabezados por la Fed, ii) los avances prometedores de las vacunas contra el coronavirus y sus implicaciones sobre la reactivación económica, iii) el mayor apetito por riesgo que podría favorecer las posiciones largas de agentes off-shore en el mercado de deuda privada (esto estará limitado por las deterioradas perspectivas fiscales para 2021) y iv) las monetizaciones de los recursos que solicitará el gobierno por la Línea de Crédito Flexible (LCF), desde finales de este año y comienzos del próximo.

No obstante, las fuentes de incertidumbre asociadas al coronavirus no se han disipado completamente y el próximo año continuarían generando volatilidad. En particular, el avance de los contagios de COVID-19 en Europa y EEUU, así como la posibilidad de nuevas cuarentenas y restricciones a la movilidad, son factores que limitarán en el corto plazo una tendencia más marcada de debilidad mundial del dólar. Sin embargo, anticipamos que su impacto sería acotado y los factores revaluacionistas inclinarán la balanza en favor del peso colombiano, así como de otras monedas emergentes.

Así pues, el precio del dólar seguirá explicado fundamentalmente por factores externos. Creemos que las medidas de liquidez adoptadas

por la Fed, así como su compromiso por mantener baja la tasa de política monetaria por un periodo prolongado y el cambio de su postura hacia una meta de inflación promedio, continuarán favoreciendo el apetito por riesgo de los inversionistas.

De forma paralela, las noticias positivas sobre la efectividad de las vacunas y los anuncios de que su distribución en la población empezará antes de lo que se preveía, mejoran las expectativas sobre la velocidad de reactivación económica global en los próximos doce meses. Esperamos que este proceso se surta mucho más rápido en EEUU y Europa, lo que facilitaría la recuperación de la demanda de crudo y sus precios internacionales. Para el caso de los países emergentes y de Latinoamérica, aunque la aplicación de la vacuna podría tomar más tiempo, hay señales de que este proceso podría empezar durante el primer trimestre de 2021.

Bajo este contexto, las perspectivas sobre los precios del crudo en 2021 se han sesgado al alza. En un escenario base, esperamos un aumento moderado de los precios internacionales del petróleo hasta niveles cercanos a 50 dólares por barril (dpb) para el cierre del año, aunque con un sesgo al alza (nuestro escenario optimista sugiere un precio de 55 dpb para el cierre del año). La reactivación de la demanda de crudo ubicaría el consumo mundial en 98,9 millones de barriles día (mb), lo que implica una recuperación de 5,9 de los 8,6 mbd perdidos en 2020. No obstante, existen riesgos asociados al mayor suministro de Libia, la posibilidad de que Biden levante las sanciones a Irán y las nuevas restricciones a la movilidad por el avance del coronavirus.

Por otra parte, algunos factores internos reforzarían la tendencia de revaluación del tipo de cambio. Por un lado, el mayor apetito por riesgo podría aumentar las posiciones largas en el mercado de deuda privada de los agentes off-shore, incrementando los flujos de inversión de portafolio el próximo año. Ahora bien, aunque las tasas de interés seguirán bajas por un periodo prolongado, no esperamos que esto se refleje en un aplanamiento de la curva de rendimientos en las economías emergentes, caso contrario al exhibido en las economías avanzadas (ver “¿Caerán también las tasas de largo plazo?” en [Informe especial - octubre de 2020](#)). En consecuencia, un eventual

incremento de inversión extranjera en el mercado de deuda estará limitado por la prima de riesgo país, en la medida que se mantiene la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal.

Finalmente, la monetización del desembolso por 5.300 millones de dólares que solicitará el Gobierno de la LCF con el FMI generaría presiones adicionales a la baja sobre el tipo de cambio. Aunque una proporción de la monetización podría ser a través de la compra de dólares de BanRep a la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) -tal y como sucedió en mayo del 2020 para aumentar las Reservas Internacionales-, creemos que la mayor parte se daría por medio de ventas de la DTN en el mercado spot.

Cuenta Corriente: Corrección al margen

Para el próximo año esperamos un déficit en cuenta corriente de 3,5% del PIB -levemente por encima de nuestra proyección de 2020- debido a la recuperación de los egresos factoriales netos. Esta dinámica estaría limitada por el cierre del déficit comercial y las mayores transferencias netas. Por un lado, las utilidades de las empresas con IED en el país exhibirán una recuperación moderada en 2021, elevando los egresos factoriales por encima de 8 mil millones de dólares, aunque aún por debajo de los niveles previos al choque (Tabla 2).

En contraste, esperamos que el próximo año el déficit comercial continúe cerrándose, como resultado de la recuperación de las exportaciones petroleras por la reactivación económica de nuestros prin-

Tabla 2

PROYECCIONES DE LA BALANZA DE PAGOS

Rubros	Millones de dólares				% del PIB		
	2019	2020*	2021*	Δ 2021-2020	2019	2020*	2021*
Cuenta corriente	-13.748	-9.321	-10.304	-983	-4,3	-3,3	-3,5
Balanza comercial	-12.353	-11.019	-10.551	468	-3,8	-3,9	-3,6
Exportaciones	52.345	40.683	42.090	1.407	16,2	14,6	14,5
Importaciones	64.698	51.702	52.641	939	20,0	18,5	18,1
Renta de factores	-10.098	-6.524	-8.183	-1.659	-3,1	-2,3	-2,8
Transferencias	8.704	8.222	8.430	208	2,7	2,9	2,9

*Proyecciones

Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

cipales socios comerciales (China, EEUU y Europa). Adicionalmente, las importaciones podrían exhibir una dinámica más pausada, en la medida que anticipamos una reactivación lenta de la economía colombiana. Al cierre de este informe varios países desarrollados estaban dando señales alentadoras de que la primera etapa de distribución de la vacuna (a la población de mayor riesgo y al personal de salud) tendría lugar desde diciembre de 2020 y durante los primeros meses de 2021, de manera que la recuperación de la demanda externa podría ser mejor de lo anticipado. Ante este panorama, podemos esperar una reactivación más rápida de las ventas al exterior en comparación con nuestras compras.

Asimismo, prevemos un crecimiento de las transferencias netas en línea con la recuperación de los niveles de empleo en el mundo, especialmente en España, EEUU y Reino Unido. Es un hecho que el choque económico por el coronavirus exacerbó los niveles de desempleo a nivel global, lo que se tradujo en un duro golpe para los flujos de remesas hacia los países en desarrollo. De hecho, estimativos del Banco Mundial proyectan que la caída en 2020 asciende a 19,3% para América Latina y el Caribe. No obstante, para el caso colombiano los flujos se recuperaron significativamente en 2T20, lo que soporta nuestra expectativa positiva para el próximo año. Así pues, esperamos que los flujos por transferencias netas sean cercanos a 8.400 millones de dólares en 2021.

Por último, anticipamos que el déficit en cuenta corriente continuará plenamente financiado por la cuenta financiera. Si bien la disminución de la IED y la entrada de recursos por emisiones en los mercados internacionales del sector público y privado soportaron una recomposición en 2020, anticipamos que la recuperación paulatina de la actividad económica facilitará retornar a los niveles previos de IED, posicionándola nuevamente como la principal fuente de financiamiento del desbalance externo. En consecuencia, esperamos que en 2021 la IED se ubique alrededor de 12 mil millones de dólares, representando poco más de 3,6% del PIB.

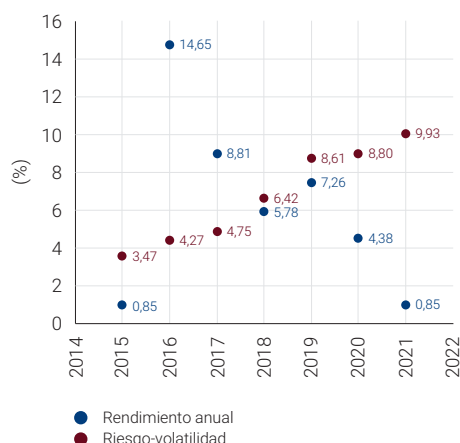
RETOS PARA EL MERCADO DE RENTA FIJA EN 2021

Ana Vera Nieto

El mercado de renta fija local salió bien librado de los inmensos retos que trajo el 2021. A pesar de un aumento en la aversión al riesgo, los títulos de deuda pública se valorizaron, superando el desempeño de otros activos. Este comportamiento se explica en buena parte por la respuesta de las diferentes autoridades que tomaron medidas sin precedentes en materia de liquidez, acceso a mercados y manejo prudencial (ver "Contexto externo y mercados financieros" en este informe). Para 2021, **esperamos que el nivel de riesgo - volatilidad se incremente, con rentabilidades limitadas y desvalorizaciones principalmente en los títulos de largo plazo** (Gráfico 1).

Gráfico 1

COMPORTAMIENTO IDP®
CORFICOLOMBIANA*



* 2021 proyección Corficolombiana.

Fuente: Cálculos Corficolombiana.

Este pronóstico se basa en el hecho que durante 2021 el mercado de renta fija local tendrá varios desafíos asociados al ciclo de recuperación económica (ver "Actividad Económica y Mercado Laboral" en este informe) y a las secuelas de la crisis sin precedentes del COVID19, dentro de las cuales destacamos i) un mayor nivel de deuda de los países, ii) vuelta de la inflación a niveles pre-pandemia, iii) ajustes alcistas en tasas de intervención de algunos países emergentes y iv) elevados riesgos fiscales ante el menor espacio de aplazamiento de pago de impuestos y un panorama incierto en cuanto a una reforma fiscal.

En el escenario base que planteamos para 2021, los portafolios indexados, así como la diversificación en emisores de deuda privada y en diferentes tipos de títulos, especialmente los títulos de emisores que cumplan con los criterios de sostenibilidad (ESG, por sus siglas en inglés) podrán servir como refugio de inversión en los mercados de renta fija.

Adicionalmente, los inversionistas deberán enfrentarse a nuevos retos, dentro de los cuales destacamos cinco a nivel global, y cinco en el entorno local.

En el entorno global

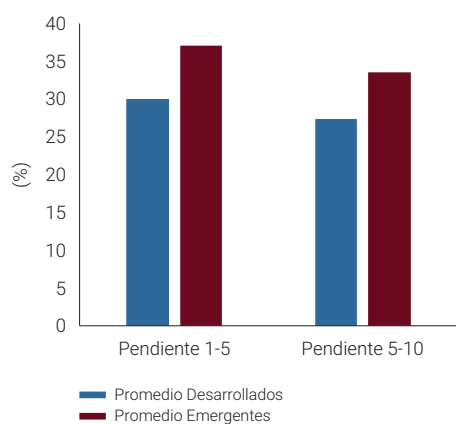
1. Las ayudas sin precedentes de los diferentes gobiernos (ver "Contexto externo y mercados financieros" en este informe), han

creado nuevos riesgos fiscales, ya que algunas de las medidas que se implementaron para enfrentar la crisis fueron estímulos tributarios que deberán restringirse en 2021 (ver "Deuda como respuesta a la crisis en [Informe especial - Junio 24 2020](#)"). Adicionalmente, un ritmo de recuperación más lento al esperado podrá tener un efecto adverso sobre los ingresos fiscales, lo cual podría llevar a impagos de deuda en países emergentes.

2. Las medidas de liquidez, como préstamos y garantías del Banco Central, serán un insumo importante para mantener el flujo de recursos que necesita la economía, sin que se deba recurrir a la liquidación de portafolios. Sin embargo, el ambiente de tasas bajas limitará que los portafolios con títulos en tasa fija tengan ganancias adicionales (ver "un mundo de tasas bajas" en [Informe especial - Octubre 13 de 2020](#)).
3. El sistema monetario se está ajustando a nuevas tasas de referencia para transacciones internacionales, por lo que se pueden esperar menos operaciones en dicho mercado, y un proceso de ajuste en los sistemas de negociación frente a estos nuevos indicadores de referencia (ver "Balance de eventos en 2019 y retos para el 2020 en el mercado de deuda" en [Informe anual - Diciembre 3 de 2019](#)).
4. Anticipamos que la pendiente de la curva de rendimientos de los países desarrollados se mantendrá en niveles bajos, pero en la medida que la percepción de riesgo aumente, se puede esperar que inversionistas requieran mayores tasas en el largo plazo, por lo que el aplanamiento de las curvas en emergentes será de naturaleza transitoria.

Gráfico 2

CORRELACIÓN CDS Y EMPINAMIENTO
CURVA DE RENDIMIENTOS



Fuente: Cálculos Corficolombiana.

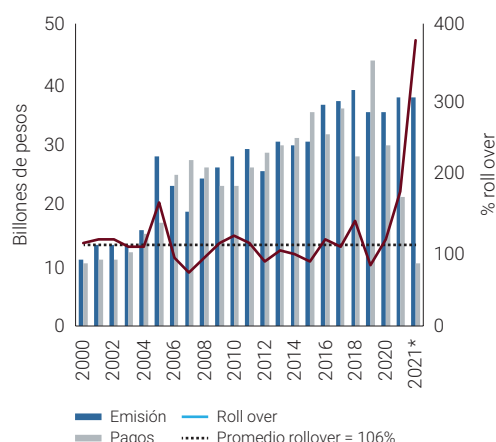
La evidencia sugiere en un ambiente de tasas bajas, la curva de rendimiento en los países desarrollados se mantiene plana, pero esto no ha sido necesariamente el caso en economías emergentes. La pendiente de curva de rendimientos en los países emergentes es mucho más sensible a las medidas de riesgo país. De hecho, la correlación de los *Credit Default Swaps* con los diferentes tramos de empinamiento de las curvas son mayores en emergentes (Gráfico

2) (ver "un mundo de tasas bajas" en [Informe especial - Octubre 13 de 2020](#)).

En ese contexto, la situación socio - política en países de Sudamérica como Perú y Chile, generan señales de alerta para los inversionistas, por lo que las reformas y la capacidad política del gobierno para generar credibilidad en el contexto local serán fundamentales para mitigar aumentos de primas de riesgo y empinamientos de las curvas de rendimientos.

Gráfico 3

ROLLOVER DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA



* 2021 proyección Corficolombiana.

Fuente: MinHacienda, cálculos Corficolombiana.

5. Los protagonistas del 2021 será la diversificación en emisores y en tipos de títulos. Se espera en particular una mayor apetito por inversiones con criterios ESG.

Un número creciente de empresas se han venido comprometiendo en incorporar prácticas de inversión sostenible, asegurando una visión integral que permita desarrollar estrategias a largo plazo, que a su vez impulsen el crecimiento y la sostenibilidad.

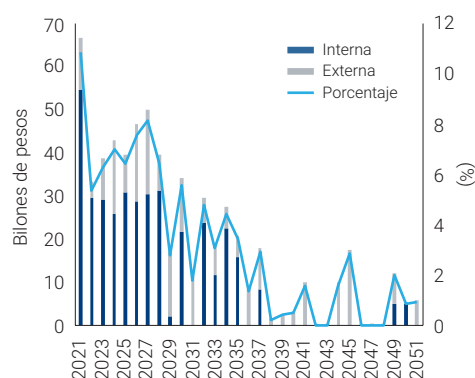
Adicionalmente, empresas con estrategias sostenibles se enfrentan cada vez a mejores condiciones de mercado a la hora de acceder al mercado financiero y/o de capitales (ver "¿Existe alguna relación entre la sostenibilidad de una empresa y el costo al que se endeuda?" en [Finanzas Corporativas - Junio 2020](#)).

A nivel local

1. El *roll over* (emisiones versus pagos) de la deuda local por subasta deberá ser igual o superior al 2020 (Gráfico 3), alcanzando máximos históricos. Lo que limitará a los inversionistas que toman posiciones de corto plazo, pues no tienen certeza si sus inversiones estarán sujeta a una operación de canje, lo que puede generar que se abstengan de tomar posiciones en el mercado de deuda.
2. Las cuentas fiscales del Gobierno implican ajustes estructurales en el manejo de obligaciones (ver "Posición Fiscal" en este informe) por lo que continuaran los canjes de deuda. El 2021 tiene el flujo

Gráfico 4

PERFIL DE AMORTIZACIONES DE DEUDA TOTAL



Fuente: MinHacienda, cálculos Corficolombiana.

de vencimientos más alto de todos los años, un 11% del total de la deuda del gobierno (Gráfico 4). Estas **obligaciones por cerca de 66 billones deberán ser refinanciadas con emisiones de títulos de corto plazo y nuevas operaciones de manejo de deuda**, en línea con la estrategia que se empleó en 2020, por lo que se generará presión en la oferta de papel de largo plazo y sus tasas podrán subir.

- Un ritmo de recuperación más lento que el esperado podría tener fuertes impactos sobre el volumen de crédito y la rentabilidad de los establecimientos de crédito, -unos de los principales inversionistas en el mercado de TES-, por lo que estos inversionistas tendrán un dilema para seguir comprando bonos, ante la incertidumbre del grado en que el choque lleve a deterioro en la calidad de la cartera y en la disposición a hacer nuevos préstamos (ver "Inflación, Política Monetaria y Sector Financiero" en este informe).

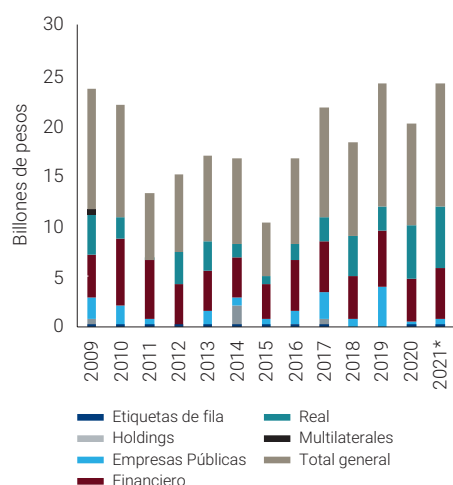
El efecto puede ser mixto sobre el mercado de deuda: i) ante el deterioro de la cartera se podrían esperar mayores compras en el mercado de bonos tal y como pasó en octubre del 2020 (ver "Compás de espera en [Informe Renta fija - Noviembre 2020](#)) ó ii) si el efecto afecta la rentabilidad y saldos de los establecimientos de crédito se deberá hacer una liquidación parcial de portafolios, lo que puede incrementar las tasas de los bonos.

- Se esperan pronunciamientos de agencias de calificación y no descartamos que Colombia pierda el grado de inversión, si el plan de consolidación fiscal que necesita el país no ocurre.

Si bien como explicamos en detalle (ver Recuadro "Grado de inversión y los índices de mercado de renta fija"), no encontramos evidencia de cambios en las ponderaciones de los principales índices de mercados de bonos frente a los anuncios de las agencias de calificación, en este escenario encontramos que, más allá de la volatilidad que se pueda presentar cuando se den anuncios de calificadoras, el efecto es mixto sobre las tasas de los bonos. En uno de los peores escenarios podríamos ver desvalorizaciones de hasta 200 pbs después de seis meses de los anuncios de rebaja en la calificación.

Gráfico 5

EMISIONES DE DEUDA CORPORATIVA POR SECTOR



* Proyecciones Corficolombiana.

Fuente: MinHacienda, cálculos Corficolombiana.

5. Deuda privada servirá para diversificación de portafolios.

La crisis asociada a la pandemia incentivó que emisores buscaran diversificar sus fuentes de financiamiento usando el mercado de capitales con emisiones de deuda. A nivel global las colocaciones de deuda privada superaron los niveles del 2018, y en Colombia, a pesar de colocaciones en entorno virtual, se superó los niveles de años anteriores (Gráfico 5).

Para el 2021, esperamos un mayor monto de emisiones, principalmente del sector real. Si bien la deuda privada no tiene las ventajas en términos de la liquidez con la que cuenta la deuda soberana, hay dos argumentos importantes que nos permiten esperar que este tipo de activos sean rentables en medio de la recuperación:

- Los bancos centrales del mundo han venido comprando inversiones de deuda (pública y privada), de manera permanente con el fin de garantizar liquidez en los mercados durante periodos de estrés (ver "Contexto externo y mercados financieros" en este informe). Colombia no ha sido la excepción y desde marzo del 2020, incluyó la opción de compra de títulos de deuda privada (ver Recuadro "Medidas implementadas por BanRep" en este informe). Es probable que el Banco Central pueda seguir comprando dichos títulos.
- En un entorno de incertidumbre por la calificación crediticia del país, este tipo de inversiones, también verían afectada su calificación, pero podrían resultar menos afectadas en la medida que tiene una menor participación de inversionistas extranjeros.

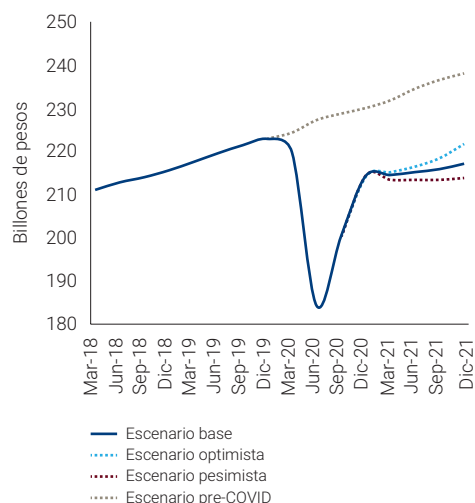
III.2. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y MERCADO LABORAL EN 2021

Maria Paula Contreras

Julio César Romero

Gráfico 1

PIB REAL OBSERVADO Y ESTIMADO

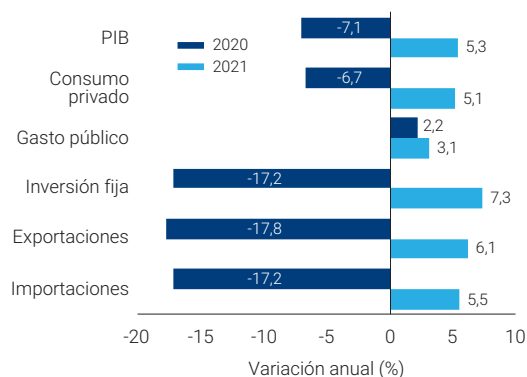


Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 2

PROYECCIONES PIB

(Componentes de la demanda)



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

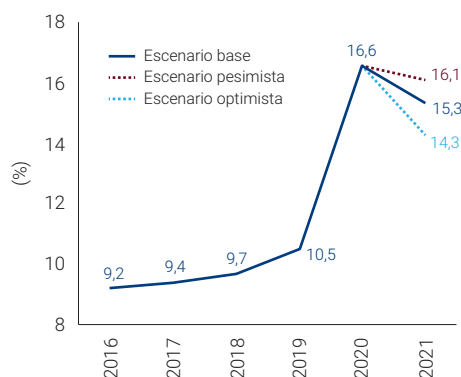
Estimamos una aceleración del crecimiento económico local desde -7,1% en 2020 a 5,3% en 2021, impulsada por una recuperación gradual en todos los componentes de la demanda. El consumo privado y la inversión liderarían este proceso, favorecidos por un contexto de recuperación moderada de los indicadores del mercado laboral, menores tasas de interés y una mayor inversión en el sector de construcción, especialmente en obras civiles. A nivel sectorial, aunque anticipamos crecimientos positivos de todas las ramas de la actividad económica, proyectamos un patrón de recuperación dispar que reflejaría las condiciones de la nueva normalidad, de forma que el valor agregado de algunos sectores permanecería por debajo de sus niveles pre-pandemia por un tiempo más prolongado (ver "Perspectivas sectoriales en 2021: ajuste a la nueva normalidad" en este informe).

Este escenario contempla que, aunque pueden presentarse nuevas olas de contagio en el país, estas no estarían acompañadas por medidas de confinamiento estricto similares a las observadas a principios de 2020. En particular, aunque consideramos que los anuncios en torno al descubrimiento de una vacuna efectiva le dan un tono más optimista al desempeño económico del próximo año, cabe resaltar que la incertidumbre sigue siendo elevada y los riesgos de que la euforia sobre el acceso a la vacuna se modere no son despreciables. En esta línea, nuestro pronóstico se ubica en un rango entre 4,2% y 6,5%, lo que en cualquier caso implica que la economía se mantendría por debajo de sus niveles pre-pandemia durante todo 2021 (Gráfico 1).

En particular esperamos un crecimiento del consumo privado cercano a 5,0% en 2021 (Gráfico 2), de forma que este rubro recuperaría cerca del 70% de la pérdida evidenciada durante 2020 y aumentaría su aporte al crecimiento del PIB en cerca de 8,0 puntos porcentuales (p.p.). Este mayor dinamismo se vería favorecido por la permanencia

Gráfico 3

ESTIMACIONES DE LA TASA DE DESEMPLEO NACIONAL*



* Promedio año.

Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

de la inflación en la parte inferior del rango meta, así como por la recuperación de los niveles de confianza del consumidor, y en especial de la disposición a comprar bienes durables y semi-durables. La demanda de este tipo de bienes se acercaría gradualmente a sus niveles pre-pandemia, para lo cual el sector financiero tendrá un rol importante al otorgar créditos a tasas de interés relativamente favorables, en línea con la estabilidad de la tasa de política monetaria en mínimos históricos durante gran parte del año (ver "Inflación, política monetaria y sector financiero en 2021" en este informe). En contraste, el gasto en servicios permanecería en niveles bajos en la medida que el sector seguiría con mayores restricciones para operar mientras no se encuentre una solución definitiva a la pandemia.

La recuperación de los indicadores del mercado laboral, así como la extensión de algunos programas de transferencias monetarias que han ayudado a compensar la pérdida de ingresos de los hogares más vulnerables (ver "Recuadro. La vulnerabilidad del empleo informal y la urgencia de reformas" en este informe), serían factores adicionales que impulsarían el desempeño del consumo privado.

Al respecto cabe resaltar que, aunque estimamos una reducción promedio de 1,3 p.p. en la tasa de desempleo a nivel nacional (Gráfico 3), en línea con el mayor dinamismo de la actividad productiva, anticipamos una recuperación heterogénea en el mercado laboral. La nueva normalidad y la persistencia de incertidumbre en algunos sectores no permitirían que se recuperen todos los empleos perdidos, por lo que la tasa de desempleo tardaría algunos años en regresar a los niveles observados antes de la pandemia. Para acelerar la recuperación en este frente, se requieren con urgencia reformas que solucionen los problemas estructurales del mercado de trabajo y promuevan la generación de empleo de calidad.

Por su parte, y debido a la baja base estadística de comparación, la inversión fija sería el componente de mayor crecimiento en 2021, pese a que estimamos que se mantendría muy por debajo de los niveles de 2019 (Gráfico 2). Aunque proyectamos que el repunte de la inversión estaría liderado por el mayor dinamismo del sector de construcción, asociado a la ejecución de diversos proyectos de infraestructura de

transporte, así como a mejores perspectivas para el segmento de edificaciones residenciales (ver "Perspectivas sectoriales en 2021: ajuste a la nueva normalidad" en este informe), consideramos que el componente distinto a construcción presentaría una evolución más lenta, limitando la recuperación del rubro. En efecto, a pesar de las noticias recientes en torno a la efectividad de las vacunas, creemos que la incertidumbre alrededor de la evolución de la pandemia y la velocidad de la recuperación económica impedirían que la operación de varias empresas en algunos sectores retorne a sus niveles pre-pandemia en el corto plazo. A lo anterior se sumaría la incertidumbre asociada a un año preelectoral, que podría postergar las decisiones de inversión de algunos empresarios.

Con respecto a la balanza comercial, esperamos una recuperación más rápida de la demanda de nuestros socios comerciales que de la demanda interna, lo que impulsaría una mayor aceleración en el crecimiento de las exportaciones frente a las importaciones. En efecto, en nuestro escenario base estimamos que las ventas externas registrarían un crecimiento real cercano al 6,0% el próximo año, favorecidas por el mejor desempeño económico a nivel mundial y la recuperación de las exportaciones tradicionales, en línea con unas mejores expectativas de precios del petróleo.

Por su parte, la recuperación en el ritmo de crecimiento de las importaciones sería más moderada, consistente con el fortalecimiento gradual de la demanda interna y una apreciación del peso colombiano cercana al 4,0%. Pese a lo anterior, debido a que las importaciones tienen una mayor participación dentro del PIB que las exportaciones, el aporte negativo de las compras al exterior no alcanzaría a ser compensado por el mayor dinamismo de las ventas externas, de manera que la balanza comercial volvería a contribuir negativamente al crecimiento económico del próximo año.

LA VULNERABILIDAD DEL EMPLEO INFORMAL Y LA URGENCIA DE REFORMAS

Maria Paula Contreras

Julio César Romero

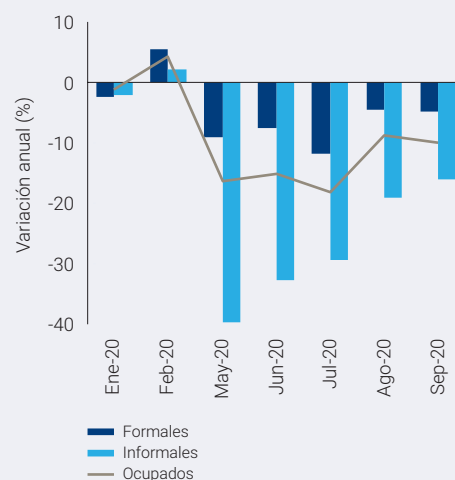
La crisis económica derivada de la pandemia no solo ha impactado fuertemente el nivel de ocupación en el país, sino que también ha ocasionado un deterioro en las condiciones laborales de quienes aún conservan su empleo. La población más vulnerable, cuya subsistencia depende de las fuentes de ingreso del día a día, se ha visto particularmente afectada, al punto, que el choque ha revertido buena parte de los avances en materia de reducción de la pobreza y desigualdad de los últimos 20 años.

Con base en los datos de la Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH), estimamos que entre mayo y septiembre de 2020 -periodo que recoge el choque generado por el confinamiento, con la información disponible al cierre de este informe- los ingresos reales de los ocupados presentaron una contracción promedio de 14% a/a. La caída ha sido tan drástica que la proporción de individuos que reportó no haber recibido ningún ingreso laboral en ese periodo, a pesar de mantener su empleo, aumentó a 10%, frente a 2% en el mismo periodo de 2019.

Al desagregar entre trabajadores formales e informales⁵ se evidencia una marcada diferencia: **mientras la caída promedio en el ingreso de los ocupados formales fue cercana a 8% a/a durante ese periodo, en el segmento informal fue de casi 30% a/a, y de hecho llegó a ser de 40% a/a en el punto más crítico** (Gráfico 1).

Este contraste refleja la mayor vulnerabilidad de los informales a las medidas del confinamiento, asociada a la baja capacidad que tienen para desarrollar sus actividades de forma remota. En efecto, dos tercios de los ocupados informales antes de la pandemia (2019) estaban concentrados en sectores con una capacidad de trabajo remoto muy baja: comercio minorista, industria, hoteles y restaurantes, construcción, transporte y entretenimiento. Si se excluye al sector agrícola -un sector que continuó en operación para garantizar el abastecimiento de alimentos durante la cuarentena-, la proporción de ocupados informales en actividades con poca capacidad de trabajo remoto era de 87% antes de la pandemia (Tabla 1).

Gráfico 1
INGRESO LABORAL REAL DE LOS OCUPADOS*



* Para los meses de marzo y abril la GEIH no presenta datos para el criterio de informalidad utilizado.
Fuente: GEIH DANE. Cálculos Corficolombiana.

⁵ Para el análisis se utiliza la definición de formalidad según el criterio de afiliación a la seguridad social.

Tabla 1

OCUPADOS SEGÚN FORMALIDAD POR SECTORES Y CAPACIDAD DE TRABAJO REMOTO

Sector	Distribución de ocupados por sectores en 2019 (%)			
	Índice trabajo remoto*	Total	Formales	Informales
Comercio	14	20,7	15,7	24,1
Agropecuario	8	16,3	5,1	23,6
Industria	22	12,2	13,6	11,2
Hoteles y Restaurantes	3	7,3	3,5	9,8
Construcción	16	7,1	6,3	7,6
Transporte	82	6,9	6,5	7,1
Entretenimiento	28	5,3	3,6	6,4
Actividades profesionales	77	6,4	8,7	4,9
Administración pública	76	11,9	25,8	2,8
Comunicaciones	68	1,3	1,9	0,9
Minero-energético	25	0,9	1,3	0,7
Inmobiliario	41	1,4	2,9	0,4
Financiero	73	1,5	3,2	0,4
Servicios públicos	35	0,8	1,8	0,1
Total	32	100,0	100,0	100,0

* Datos de Gotlieb *et al.* (2020). Índice entre 0 y 100, donde 0 es capacidad nula de trabajo remoto y 100 capacidad total.

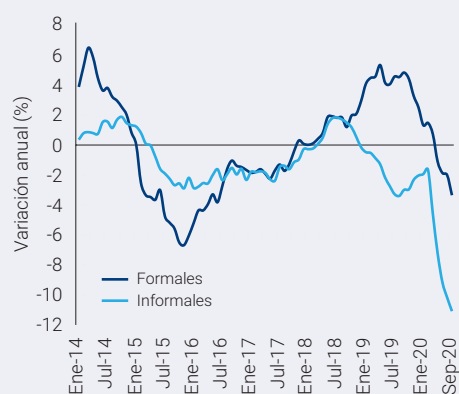
Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

En un contexto de reapertura gradual de la actividad productiva, los ingresos laborales vienen moderando su deterioro desde junio. Sin embargo, la brecha entre ocupados formales e informales está ampliándose cada vez más (Gráfico 2). En efecto, mientras los ingresos del sector formal muestran una reducción de 3,3% a/a en el año móvil terminado en septiembre de 2020, los de los ocupados informales, que venían recuperándose a principios de año, profundizaron su contracción y acumulan una caída de 11% a/a en el mismo periodo.

Esta dinámica está estrechamente relacionada con el comportamiento del consumo de los hogares, uno de los factores clave para explicar el colapso de la demanda agregada en lo corrido del año. No obstante, a diferencia de lo observado en 2019, cuando el buen ritmo de crecimiento en los ingresos de los formales impulsaba la dinámica del gasto privado (ver *Perspectiva Macroeconómica: Con impulso interno ¿hasta cuándo?* en [Informe Anual 2019: Contra la Corriente ¿Hasta Cuándo?](#)), este año la contracción del consumo de los hogares se explica en mayor medida por la fuerte caída en los ingresos de los trabajadores informales, quienes representan más del 60% de la población ocupada (Gráfico 3).

Gráfico 2

INGRESO PROMEDIO DE LOS OCUPADOS (Año móvil)



Fuente: GEIH DANE. Cálculos Corficolombiana.

Ante la magnitud del choque, el Gobierno Nacional ha hecho un esfuerzo importante por compensar parcialmente la pérdida de ingresos de la población más vulnerable, a través del aumento de las transferencias monetarias vigentes y la implementación de nuevos programas. En esta línea, y con el fin de obtener alguna evidencia sobre la efectividad de estas iniciativas, realizamos un ejercicio ilustrativo para estimar la magnitud de dicha compensación.

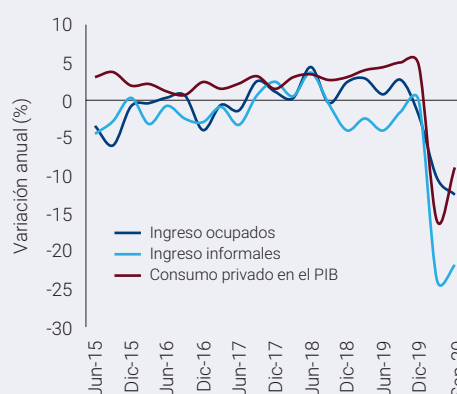
Utilizando los microdatos de la GEIH a nivel nacional para el mes de septiembre (última información disponible al cierre de este informe), comparamos el desempeño de los ingresos de los ocupados por quintiles, teniendo en cuenta por un lado únicamente el ingreso laboral reportado, y por el otro el ingreso laboral más los recursos recibidos por transferencias sociales. En particular, sumamos las transferencias otorgadas a través de: i) los programas de Familias en Acción (FA), Jóvenes en Acción (JA) y Colombia Mayor (CM), que han recibido giros extraordinarios durante la declaración de la emergencia; ii) la devolución del IVA, que contempla un giro de 75 mil pesos cada dos meses para los hogares más vulnerables de FA y CM; y iii) el programa Ingreso Solidario, que contempla un giro de 160 mil pesos mensuales y cubre a la población que nunca había sido atendida por otros programas.

Debido a que los primeros tres programas han estado vigentes desde hace varios años, la encuesta de hogares identifica el ingreso recibido por este concepto durante el último año (no desagrega la información mensualmente). Por este motivo, los valores reportados fueron divididos en 12, de forma que fuera posible capturar el efecto de los hogares que han recibido los giros adicionales. Por su parte, a los dos programas nuevos se les asignó el valor de la transferencia mensual. Asimismo, aunque algunos individuos también reportaron haber recibido algún tipo de ayuda a nivel departamental o municipal, no las tuvimos en cuenta.

Del análisis obtuvimos varias conclusiones. En primer lugar, los resultados evidencian que **el efecto del choque ha sido heterogéneo por niveles de ingreso**, afectando en mayor proporción a los segmentos más vulnerables de la población. En efecto, mientras los ocupados de los quintiles 1 y 2 presentaron una caída promedio de 23% a/a en sus ingresos (sin incluir las ayudas del gobierno), la contracción en el quintil 5 fue de sólo 3,6% a/a (Gráfico 4).

Gráfico 3

CONSUMO PRIVADO VS INGRESO DE LOS OCUPADOS*

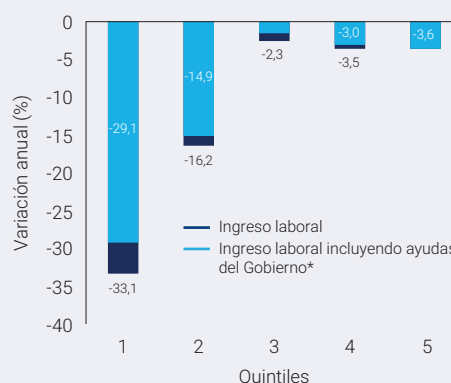


* Trimestre móvil.

Fuente: GEIH DANE. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 4

INGRESO LABORAL CON Y SIN AYUDAS DEL GOBIERNO (Septiembre 2020)



* Transferencias recibidas por Familias en Acción, Jóvenes en Acción, Colombia Mayor, Ingreso Solidario y devolución del IVA
Fuente: GEIH DANE. Cálculos Corficolombiana.

En segundo lugar, encontramos que **los subsidios han estado bien focalizados, beneficiando principalmente a la población más afectada**, de manera que las ayudas para el quintil 1 compensaron cerca del 10% de la caída de ingresos laborales en septiembre. Por su parte, las ayudas directas del gobierno permitieron moderar a 1,5% a/a la caída en los ingresos de la población del quintil 3 (desde 2,3% a/a sin ayudas), mientras que las transferencias a quintiles 4 y 5 han sido bajas o prácticamente nulas, como es de esperar.

Finalmente, queremos resaltar que los programas mencionados mitigaron hasta cierto punto el golpe sobre los ingresos de los hogares, pero lo cierto es que no son suficientes, ni pueden serlo, para contrarrestar totalmente la pérdida de ingresos. Estas medidas son claves como política contracíclica ante el peor choque que ha tenido la economía colombiana en su historia moderna, y reconocemos que el Gobierno logró diseñarlas e implementarlas con éxito en un periodo muy corto de tiempo. Sin embargo, **tenemos claro que para generar empleos formales y aumentar los ingresos de los hogares se requiere con urgencia una reforma al mercado laboral**.

De hecho, desde antes de la pandemia Colombia ya tenía problemas estructurales en su mercado de trabajo, que se reflejaban en la alta informalidad y una tasa de desempleo de dos dígitos, muy superior a los niveles de la mayoría de países emergentes, por no mencionar los de la OCDE. El choque del COVID-19 exacerbó estas falencias, lo que hace aún más evidente la necesidad de hacer ajustes al mercado de trabajo. El país no puede darse el lujo de mantener los costos laborales para las empresas en los niveles actuales, ni de permitir que más de la mitad de los ocupados estén excluidos de la formalidad (afiliación a seguridad social). De lo contrario, el deterioro social y de seguridad ciudadana puede poner en riesgo la estabilidad económica y política del país.

De esta forma, creemos que la prioridad en Colombia no puede ser otra que buscar mecanismos que faciliten al sector privado la generación de puestos de trabajo de calidad, reduciendo las rigideces y los costos asociados con hacerlo, y enfocándose en impulsar el empleo en mujeres y jóvenes. Adicionalmente, las autoridades deben evitar a toda costa la adopción de nuevas medidas de aislamiento estricto y prohibiciones a la operación de actividades económicas intensivas en mano de obra. El costo económico del confinamiento no sólo fue más alto en Colombia y otros países latinoamericanos (ver "Recuadro. El costo económico de las restricciones" en este informe), sino que lo pagaron mayoritariamente los hogares más vulnerables.

III.3. PERSPECTIVAS SECTORIALES EN 2021: AJUSTE A LA NUEVA NORMALIDAD

José Luis Mojica

Juan Camilo Pardo

Julio Romero

Todas las actividades productivas registrarán crecimientos positivos en 2021, debido a la baja base estadística de 2020. Sin embargo, el ajuste a la nueva normalidad implica que sectores como el turismo, los restaurantes y el entretenimiento fuera del hogar tardarán más tiempo en volver a sus niveles pre-pandemia. En contraste, otros sectores presentarían una reactivación acelerada, gracias al esfuerzo coordinado entre el sector privado y las autoridades económicas para impulsar la ejecución obras de infraestructura, programas de vivienda y nuevos proyectos en el sector de hidrocarburos.

Ahora bien, la incertidumbre sobre la velocidad de recuperación el próximo año sigue siendo alta. Los anuncios sobre la efectividad de varias vacunas que se dieron a conocer durante el mes de noviembre están inclinando la balanza a favor de un escenario más optimista en 2021. Al cierre de este informe se estaban definiendo las fases de distribución de la vacuna en varios países desarrollados, las cuales podrían empezar tan pronto como a mediados de diciembre de este año, lo cual podría traducirse en una reactivación más temprana de lo que se esperaba de los sectores más vulnerables al confinamiento.

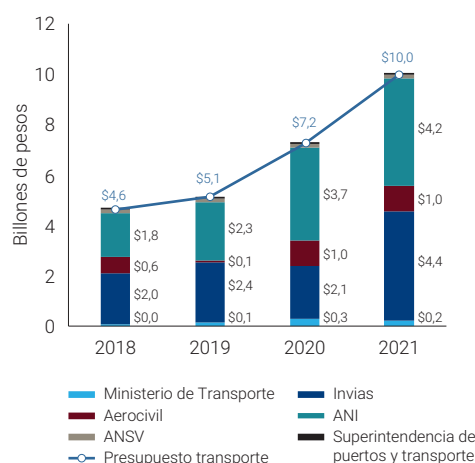
Más allá de lo anterior, lo cierto es que los principales motores de la recuperación económica de Colombia en 2021 serán: i) la construcción de obras civiles -gracias a la confluencia de varios programas de obras que incluyen la continuidad de los proyectos de cuarta generación (4G), el inicio de la primera ola de proyectos 5G y de megaproyectos como el Metro de Bogotá, entre otros-; ii) la construcción de edificaciones residenciales, especialmente en el segmento de ingresos bajos y medios, debido al impulso de los programas de estímulo del Gobierno; iii) la inversión en el sector de hidrocarburos, en línea con las mejores perspectivas de precios internacionales; y iv) el repunte de

algunos sectores asociados al consumo privado, como el comercio al por menor de bienes durables y semidurables como vehículos y electrodomésticos.

A continuación profundizamos en las perspectivas para los sectores de construcción de obras civiles, edificaciones y minero-energético en 2021. Nuestra expectativa sobre la actividad económica en general y sobre el sector financiero la presentamos en las secciones "Actividad Económica y mercado laboral en 2021" e "Inflación, política monetaria y sector financiero".

Gráfico 1

PRESUPUESTO ASIGNADO A LA INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA DE TRANSPORTE EN 2021



Fuente: Presupuesto General de la Nación 2021. Elaboración Corficolombiana.

Infraestructura: motor de reactivación económica

La construcción de obras civiles tiene un rol fundamental en la estrategia de reactivación económica post-pandemia, dado su efecto positivo sobre el empleo y el ingreso de los hogares. No solo tiene un impacto en el PIB de corto plazo, sino que aumenta la capacidad de crecimiento de largo plazo, en la medida que incrementa la competitividad mediante el engranaje de las cadenas de valor, la reducción de los tiempos y costos de transporte, la mejora en la conectividad del país y los fuertes encadenamientos con otros sectores. De acuerdo con estimaciones realizadas por Fedesarrollo, un aumento de la inversión en infraestructura de 0,5% del PIB por año, aumenta la tasa de crecimiento económico en 0,8 p.p. y reduce la tasa de desempleo en 0,6 p.p. (lo equivalente a 159 mil personas).

Bajo esta lógica, el Presupuesto General de la Nación aprobado para el próximo año prioriza la construcción de obras civiles. El monto asignado hacia la inversión en infraestructura de transporte es de 9,9 billones de pesos (vs 7,2 del año 2020), equivalente a una sexta parte del total presupuestado para inversión (58 billones de pesos) y representa un aumento de 38% con respecto a 2020 (Gráfico 1).

Nuestras estimaciones de varios escenarios para los diferentes programas de infraestructura indican que la ejecución para 2021 estaría entre 7,5 y 12,3 billones de pesos (0,7% a 1,2% del PIB) y que generarían entre 66 mil y 200 mil nuevos empleos. Por supuesto, este aporte a la recuperación económica dependerá de las condiciones para la ejecución de los proyectos y el acceso oportuno a financia-

miento y liquidez, sobre lo cual persisten riesgos importantes. Bajo este contexto, **estimamos que el sector de obras civiles crecería entre 6,2% y 8,0% en 2021**. A continuación, explicamos en detalle los programas de infraestructura y nuestras expectativas en cada uno.

Los 50 proyectos de ejecución pública: El Invias¹ pondrá en ejecución dos paquetes integrados por 50 proyectos², cuyo monto total asciende a 11,6 billones de pesos (1,1% del PIB)³ y que, además, generarán 108 mil nuevas plazas de trabajo. Durante 2021 se ejecutará parte de los programas Concluir, concluir y concluir (2021-2022) y Vías para la legalidad (2021-2030). El primero comprende un paquete de 28 proyectos en 22 departamentos y destinará un total de 2,2 billones de pesos (0,2% del PIB) para dar cierre a obras pendientes por culminar desde hace varios años. El segundo desarrollará 22 corredores viales con una inversión estimada de 9,2 billones de pesos (0,9% del PIB), acompañado por la creación 66.500 empleos⁴ en 19 departamentos.

Con base en lo anterior, construimos tres escenarios que tienen en cuenta los siguientes riesgos: 1) la demora en la estructuración y, 2) la ineficiencia en el direccionamiento de los recursos. El escenario optimista asume que no hay inconvenientes, el escenario medio supone una demora en la estructuración y una entrega a tiempo del monto

Tabla 1

CORREDORES VIALES BAJO EJECUCIÓN PÚBLICA

	Ejecución (% del PIB)	Empleos generados	Longitud intervenida (km)
Concluir, Concluir y Concluir	0,22	39.500	400
Vías para la legalidad	0,92	66.500	1.260
Total	11,4	106.000	1.660

Fuente: Presidencia de la Republica, Ministerio de Transporte, Cámara Colombiana de Infraestructura, Invias. Elaboración: Corficolombiana.

¹ Institución pública adscrita al Ministerio de Transporte.

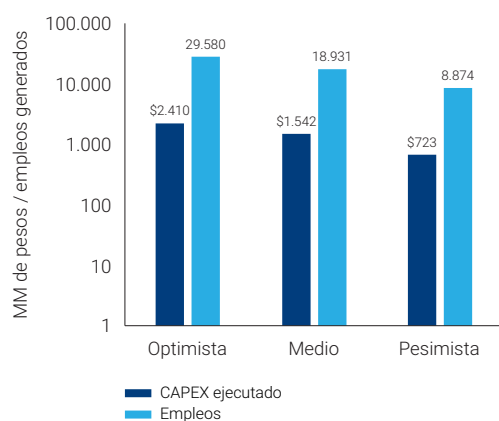
² Ya aprobados por el Consejo Superior de Política Fiscal (CONFIS).

³ Dado que las vías presupuestadas tienen unos bajos niveles de tráfico, el diseño, financiamiento, construcción y operación descansará en su totalidad sobre la responsabilidad del ente público.

⁴ Cuando se trate de empleos en la sección de infraestructura se hace referencia a: directos e indirectos.

Gráfico 2

PROYECTOS INVÍAS 2021 - ESCENARIOS



Fuente: Presidencia de la Republica, Ministerio de Transporte, Cámara Colombiana de Infraestructura, Invias. Cálculos-Corficolombiana.

necesario para iniciar construcción, y el escenario pesimista proyecta una demora en la estructuración y un retraso en la entrega de los recursos monetarios. Nuestras estimaciones apuntan a una inversión en CAPEX entre 0,72 - 2,41 billones de pesos en 2021, acompañado por la generación de entre 8.900 y 29.600 empleos y la intervención de entre 113 y 376 km (Gráfico 2). No obstante, no tenemos un marco de referencia con respecto a 2020 dado que son inversiones nuevas.

Vías terciarias: Los corredores terciarios representan un 68% del total de las vías en el país (142.000 km), sin embargo, solamente un 23,5% se encuentra en buen estado. En línea con esto, el Gobierno Nacional a través del Invias priorizó la conectividad del campo mediante el programa *Colombia rural*, que contempla una inversión de 1 billón de pesos y un aporte a la generación de 260 mil empleos (Tabla 2). Vale la pena señalar que estas obras serán fundamentales para reactivar la oferta de turismo y ecoturismo.

La primera fase de ejecución tiene 183 proyectos (68 en municipios PDET⁵) que empezarán obras a inicios de 2021. Estos reunirán una inversión por 0,3 billones de pesos y crearán 50 mil empleos. La segunda fase tiene 755 proyectos que entrarán en marcha en los primeros meses de 2021. Su inversión estimada es de 0,7 billones de pesos y generarán 210 mil empleos.

La materialización de este programa enfrenta los siguientes riesgos: 1) la dificultad para obtener financiamiento por parte de los municipios⁶,

Tabla 2

PAQUETE DE PROYECTOS COLOMBIA RURAL

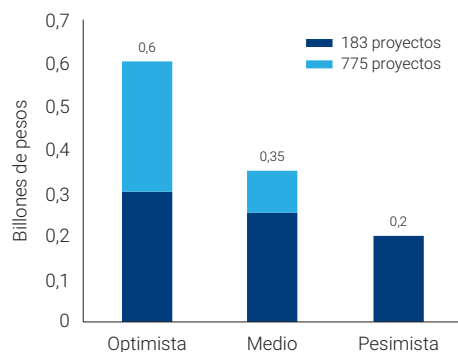
	Ejecución (billones de pesos)	Empleos generados	Longitud intervenida (km)
Proyectos ya aprobados	0,30	50.000	4.500
755 proyectos pendientes	0,70	210.000	18.000
Total	1,00	260.000	22.500

Fuente: Colombia Rural, Ministerio de Transporte, Cámara Colombiana de Infraestructura, Invias, PDET. Elaboración: Corficolombiana.

⁵ Zonas más afectadas por la violencia, pobreza, ausencia del estado y cultivos ilícitos.

Gráfico 3

ESCENARIOS DE EJECUCIÓN 2021 COLOMBIA RURAL



Fuente: Colombia Rural, Ministerio de Transporte, Cámara Colombiana de Infraestructura, Invias, PDET. Cálculos Corficolombiana.

2) la demora en la estructuración de los proyectos, y 3) el retraso en la entrega de los recursos por parte del Gobierno Nacional. Dependiendo de la gestión de estos riesgos por parte de las autoridades, estimamos que la inversión inicial estará entre 0,2 y 0,6 billones de pesos, se crearán entre 33 mil y 135 mil empleos y se intervendrán entre 3 mil y 12 mil km (Gráfico 3 y Tabla 3). Debido a que son inversiones nuevas, no hay un marco de referencia con respecto a 2020. Los retos más relevantes están relacionados con garantizar el acceso oportuno a financiamiento para los municipios. En este sentido, el Gobierno está estudiando la posibilidad de destinar cerca de seis billones de pesos del Sistema General de Regalías que aún no están asignados⁷.

Megaproyectos de infraestructura: entre junio y octubre de 2020 se firmaron las actas de inicio que darán apertura a dos grandes obras. Primero, se iniciará la ejecución del proyecto más grande de la historia de Colombia: El Metro de Bogotá. La Alcaldía de la ciudad espera que la construcción dure siete años y su operación arranque en marzo de 2028. Su inversión estimada es de 12,95 billones de pesos⁸, con

Tabla 3

PROYECTOS COLOMBIA RURAL- ESCENARIOS

	Escenario 2021		
	Pesimista	Medio	Optimista
Empleos generados*	33.335	70.238	135.714
Longitud*	3.000	6.321	12.214

Fuente: Colombia Rural, Ministerio de Transporte, Cámara Colombiana de Infraestructura, Invias, PDET. Elaboración: Corficolombiana.

⁶ Acuerdo de cofinanciación entre la Nación y los Municipios. Gobierno otorga una parte y los Municipios se encargan de conseguir el restante.

⁷ Como lo han enfatizado Juan Martín Caicedo (Presidente de la CCI) y Luis Fernando Mejía (Director Ejecutivo de Fedesarrollo).

⁸ Su esquema utilizará recursos de cofinanciación Distrito-Nación como fuente de pago al concesionario (privado) en un 70% y un 30%, respectivamente. Particularmente, la Empresa Metro de Bogotá cubrirá parte de los pagos al consorcio a partir de la emisión de 2,4 billones de pesos en títulos de deuda pública, denominados Títulos de Pago por Ejecución (TPEs), comprendiendo la emisión más grande de una empresa distrital en la historia. Los títulos emitidos por la EMB son a un plazo de 23 años con garantía de la Nación. Su funcionamiento consiste en que a medida que el constructor vaya terminando unidades contractuales, se le irán entregando TPEs como parte de pago.

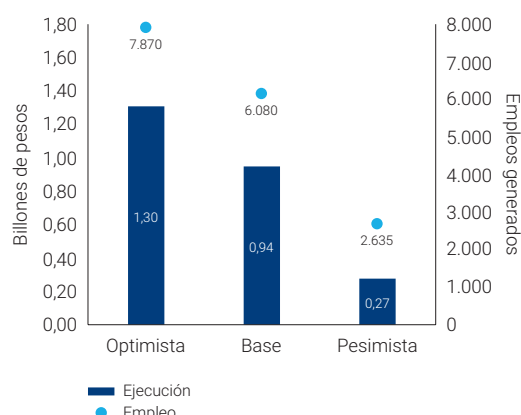
una longitud de 23,9 km y se crearán 27 mil empleos. Además, su ejecución traerá beneficios en cuanto a encadenamiento productivos. Requerirá de 1,2 millones de metros cúbicos de concreto, apoyará a la reducción anual de 171 mil toneladas de gases efecto invernadero y generará un ahorro de 268 millones de horas de viaje por año.

Por su parte, el proyecto *Regiotram* de Occidente permitirá conectar a Bogotá con Facatativá, Funza, Madrid y Mosquera en menos de 45 minutos, mediante el primer sistema férreo totalmente eléctrico del país. Este proyecto tendrá una duración de tres años, requerirá de una inversión por 2,1 billones de pesos⁹, generará aproximadamente 25 mil empleos para los habitantes de la zona, contará con una longitud de 41 km y movilizará unos 40 millones de pasajeros al año (Tabla 4).

De acuerdo con la Secretaria de Hacienda, el Metro de Bogotá le aportará al PIB de la ciudad hasta 1,4 p.p adicionales en los próximos años. Sin embargo, es fundamental que se tengan en cuenta los riesgos asociados, con el fin de agilizar la obtención de los recursos necesarios para asegurar su ejecución y permanecer con la construcción de obras al día. En particular, estimamos que la ejecución de ambos megaproyectos en 2021 estará entre 0,27 y 1,3 billones de pesos, generando entre 2.600 y 7.900 empleos. La amplitud del rango obedece a los distintos escenarios que planteamos en las condiciones de financiamiento y liquidez de los proyectos (Gráfico 4). Dado que son inversiones nuevas, no hay un marco de referencia con respecto a 2020.

Gráfico 4

ESCENARIOS - METRO DE BOGOTÁ + REGIOTRAM DE OCCIDENTE - AÑO 2021



Fuente: Empresa Férrea Regional, Metro de Bogotá, Cámara Colombiana de Infraestructura, Presidencia de la República. Cálculos Corficolombiana.

Tabla 4

ESCENARIOS - METRO DE BOGOTÁ + REGIOTRAM DE OCCIDENTE (Año 2021)

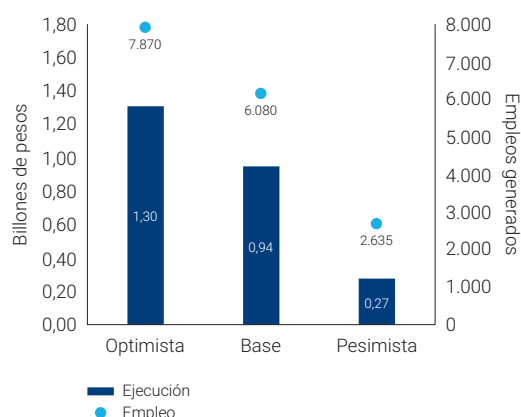
	Ejecución (billones de pesos)	Empleos generados	Longitud intervenida (km)
Metro de Bogotá	12,95	27.000	24
Regiotram	2,1	25.000	41
Total	15,05	52.000	65

Fuente: Empresa Férrea Regional, Metro de Bogotá, Cámara Colombiana de Infraestructura, Presidencia de la República. Elaboración: Corficolombiana.

⁹ 70% recursos de la Nación y 30% de la Gobernación de Cundinamarca.

Gráfico 5

ESCENARIOS DE EJECUCIÓN PROYECTOS 4G - AÑO 2021



Fuente: ANI, GPI (Ministerio de Transporte). Cálculos Corficolombiana.

Asociaciones Público-Privadas (APP): las concesiones viales de cuarta generación (4G) comprenden el paquete de proyectos de infraestructura más ambicioso en la historia de Colombia hasta ahora. Con una inversión estimada por 45,5 billones de pesos y la generación de 80 mil empleos, se ha posicionado como un marco de referencia para la construcción de obras en los demás países de la región. El rol que han jugado las APP ha sido fundamental en la oportuna distribución de riesgos, la captura de ineficiencias de las experiencias previas (1G, 2G y 3G) y la buena ejecución de los proyectos.

Para 2021, la ANI tiene presupuestado aportar 3,4 billones de pesos (0,3% del PIB) en Vigencias Futuras (VF), siguiendo en línea con la priorización de proyectos estratégicos, mientras los privados faltantes por cierre financiero total (11 concesionarios) buscarán reunir el monto necesario de recursos para continuar con su ejecución.

Los principales riesgos que tienen estos proyectos están relacionados con la disminución en el recaudo de peajes por la lenta reactivación de la demanda y la caída persistente del ingreso de los hogares, la eventual suspensión de las obras ante nuevas cuarentenas nacionales (lo vemos muy poco probable), y la posibilidad de reactivar algunos proyectos que vienen paralizados desde este año. Con base en lo anterior, estimamos que: i) la ejecución de estos proyectos en 2021 estaría entre 6,4 y 8,0 billones de pesos; ii) se crearían entre 22 mil y 28 mil empleos; iii) el avance promedio de las obras culminaría el año entre 64% y 69% (equivalente a un CAPEX acumulado de entre 29,1 y 30,6 billones de pesos); y iv) habría entre 18 y 21 proyectos con un avance de construcción superior a 50% (Tabla 5 y Gráfico 5). Esto implica un aumento de la ejecución entre -4% y 20% con respecto a 2020.

Tabla 5

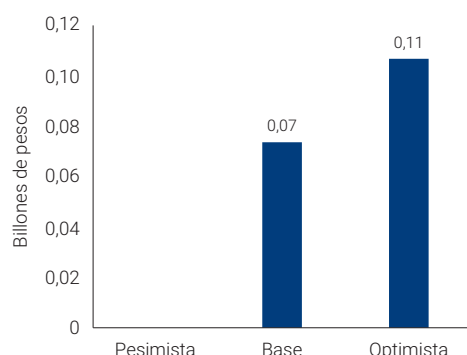
PROYECTOS COLOMBIA RURAL- ESCENARIOS

	Escenarios		
	Pesimista	Base	Optimista
Ejecución 2021* (% del PIB)	0,6	0,7	0,8
Porcentaje de avance en construcción 2016-2021*	64%	66%	69%
Empleos generados 2021*	21.698	25.940	28.299
Proyectos con construcción finalizada 2020-2021*	3	4	4

Fuente: ANI, GPI (Ministerio de Transporte). Elaboración: Corficolombiana.

Gráfico 6

ESCENARIOS DE EJECUCIÓN PROYECTOS 5G - 2021



Fuente: ANI. Cálculos Corficolombiana.

A lo anterior se suma el programa de quinta generación de concesiones (5G), el cual comprende un paquete multimodal compuesto por dos olas y un total de 23 proyectos: 16 carreteros, cuatro aeroportuarios, dos fluviales y uno ferroviario. La inversión esperada total para los próximos años es de 48 billones de pesos, un 6% mayor al paquete de concesiones 4G (Tabla 6).

De este modo, la primera ola 5G tiene presupuestado un monto de inversión por 17,9 billones de pesos (1,7% del PIB) con miras a la generación de 503 mil empleos. Dentro de sus mayores exponentes se encuentran: el IP Nuevo Aeropuerto de Cartagena, el Canal del Dique y la vía Buga-Loboguerrero-Buenaventura (ver Infografía *Proyectos 5G*). El inicio de la ejecución está presupuestado para mediados de 2021 con la *Malla Vial del Valle del Cauca e IP ALO Sur*. Sin embargo, su efectividad depende de: 1) conseguir el monto necesario de deuda para iniciar la construcción, 2) el comportamiento de la demanda (recaudo de peajes), y 3) las VF aportadas por la ANI. Con base en esto, **estimamos que en 2021 la inversión en proyectos 5G sería de hasta 110 mil millones de pesos, con una generación de hasta 3 mil empleos y la intervención de máximo 21 km.**

Los demás proyectos que integran la primera ola de proyectos 5G terminarán 2020 en fase de estructuración pendiente de aprobación

Tabla 6

CARACTERÍSTICAS PROYECTOS 5G

Proyecto	CAPEX estimado (bn de pesos)	Carreteros	Aeroportuarios	Fluviales	Ferrovioario
Primera Ola	\$17,70	6	3	2	1
Segunda Ola	\$30,30	10	1	-	-
Total	\$48,00	16	4	2	1

Fuente: ANI. Elaboración: Corficolombiana

Tabla 7

PROYECTOS DE QUINTA GENERACIÓN 2021 - ESCENARIOS

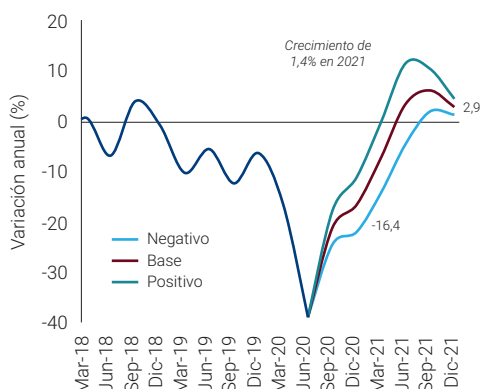
	Escenarios		
	Pesimista	Base	Optimista
Avance de construcción*	0%	0,40%	0,60%
Empleos generados*	0	2.081	3.286
Longitud intervenida*	0	13	21

* Falta texto correspondiente a los asteriscos.

Fuente: ANI. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 7

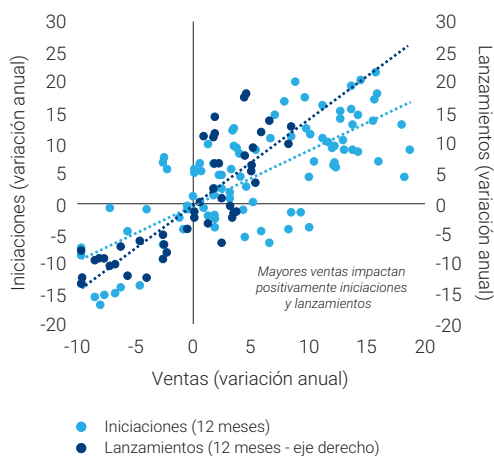
ESCENARIOS DE CRECIMIENTO DEL PIB DE EDIFICACIONES



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 8

IMPACTO DE LAS VENTAS DE VIVIENDA SOBRE INICIACIONES Y LANZAMIENTOS (2015-2020)



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

por parte del Ministerio de Hacienda- DNP, estructuración jurídica, técnica y financiera, o en evaluación de factibilidad, por lo que es difícil establecer cuándo empezarían a ejecutarse. Lo que sabemos hasta el momento es que la ANI adjudicaría cinco proyectos a finales de 2021, y dos podrían estar en etapa de construcción.

Construcción de edificaciones: Nuevos vientos

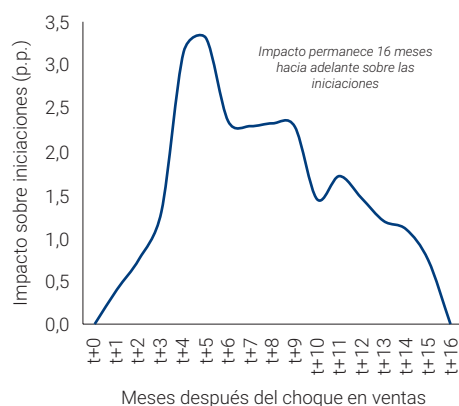
Para el subsector de edificaciones anticipamos un crecimiento de 1,4%, con un sesgo al alza que podría llevarlo a niveles del 6,5% para 2021, por la mejor dinámica del segmento residencial (Gráfico 7). En particular, las ventas continúan acelerándose de forma positiva, lo que tendría un efecto sobre las iniciaciones de nuevos proyectos constructivos de vivienda el próximo año. Asimismo, los rendimientos más bajos en los activos de renta fija por las disminuciones en la tasa de interés podrían incentivar las inversiones en este sector, en la medida que ofrezca rentabilidades más atractivas. En contraste, el panorama en el segmento no residencial está caracterizado por altos niveles de desocupación que harían su recuperación más lenta.

En efecto, creemos que el segmento residencial será un aliado de la recuperación en 2021. Las ventas han mostrado fuertes señales de reactivación, reforzadas por el ambicioso programa de 200 mil subsidios del gobierno para la compra de vivienda nueva. Esto podría significar un choque positivo para el crecimiento y el empleo en los próximos meses, en la medida que las ventas tienen una incidencia rezagada sobre las iniciaciones. Además de permitir que los proyectos alcancen el punto de equilibrio más rápido e inicien sus etapas constructivas, generarán una disminución en los inventarios terminados, abriendo paso a nuevos lanzamientos (Gráfico 8). Estos últimos a su vez serán iniciaciones una vez se surta la etapa de preventiva.

Así las cosas, un análisis de impulso respuesta por medio de un modelo VAR, en donde las iniciaciones están explicadas en función de las ventas rezagadas hasta un año, señala que un choque positivo que incremente el crecimiento de las ventas en 1 p.p. genera un aumento en el crecimiento de las iniciaciones de 3,3 p.p. cinco meses más tarde, efecto que se agota gradualmente y desaparece

Gráfico 9

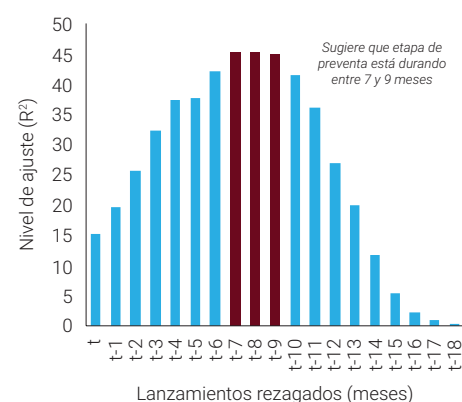
IMPULSO RESPUESTA DE VENTAS SOBRE INICIACIONES



Fuente: Corficolombiana.

Gráfico 10

AJUSTE DE LAS INICIACIONES EN FUNCIÓN DE LANZAMIENTOS REZAGADOS



Fuente: Corficolombiana.

solo hasta 16 meses después del choque (Gráfico 9). La razón que soporta la persistencia del choque en el tiempo subyace en el efecto contemporáneo que tienen mayores ventas sobre los lanzamientos y, a su vez, el efecto rezagado que tienen estos últimos sobre las iniciaciones. Un ejercicio de ventanas móviles muestra que los lanzamientos rezagados entre 7 y 9 meses tienen el ajuste más elevado para explicar las iniciaciones, sugiriendo así que la etapa de preventa dura poco más de medio año, en promedio (Gráfico 10).

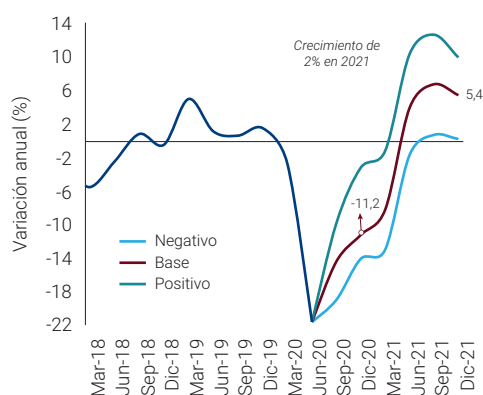
En línea con lo anterior, el programa de 200 mil subsidios del Ministerio de Vivienda se configura como un aliciente para la reactivación del sector constructor. Su gran envergadura, que supera los 100 mil subsidios otorgados en el gobierno anterior, podría acelerar el ritmo de recuperación, especialmente en las ventas de estratos medios y altos cuyo importe de valor agregado es mayor. Si bien algunos cupos podrían ser usados por hogares cuya decisión de compra de vivienda ya tenía cierre financiero, **una estimación para el segmento VIS por medio de un modelo de datos panel nos permite inferir que, por cada 10 subsidios otorgados, al menos 4 resultan en ventas adicionales que sin esta ayuda difícilmente se hubieran dado**¹⁰. Aunque la evidencia estadística no nos permite concluir algo similar para el segmento No VIS, lo cierto es que esta política de vivienda representaría un estímulo positivo para la dinámica de las ventas en general. Nuestros estimativos sugieren que sin este impulso en la política de vivienda el subsector hubiera caído cerca de 3,7% en 2021".

Ahora bien, el panorama del segmento no residencial tiene unas perspectivas menos alentadoras. La recuperación estará en función de la movilidad y de la mayor concurrencia de las personas a sus espacios laborales y comerciales, lo que marcará el ritmo en la ocupación de inventarios disponibles. No obstante, el choque pandémico

¹⁰ Se utilizó información anual de subsidios y ventas de vivienda para 19 departamentos entre 2013 y 2018. Las ventas fueron explicadas en función de los subsidios, incluyendo el PIB departamental a precios constantes como un control en la estimación. Esto nos permitió aproximar un posible efecto neto de los subsidios sobre las ventas. El modelo fue estimado por efectos fijos de departamento y año.

Gráfico 11

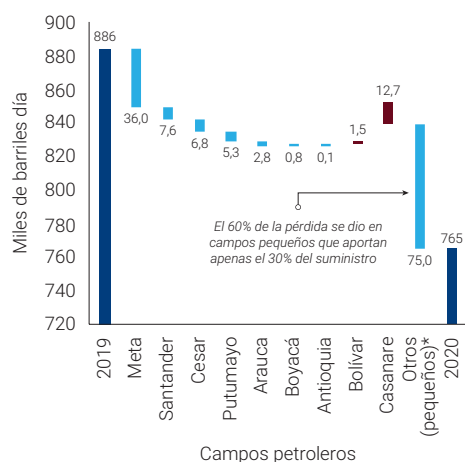
ESCENARIOS DE CRECIMIENTO DEL PIB MINERO-ENERGÉTICO



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 12

PÉRDIDA DE SUMINISTRO DE CRUDO EN 2020 (marzo-agosto)



* Aportan el 30% del suministro nacional.

Fuente: ANH. Cálculos Corficolombiana.

ha cambiado radicalmente la perspectiva de las oficinas y algunas compañías desistirán en el corto plazo de estos espacios, en la medida que puedan seguir adoptando trabajo remoto. Adicionalmente, en el corto plazo las personas continuarán mostrando reticencia para volver a los niveles de movilidad pre-pandemia, lo que limitaría la recuperación del segmento comercial.

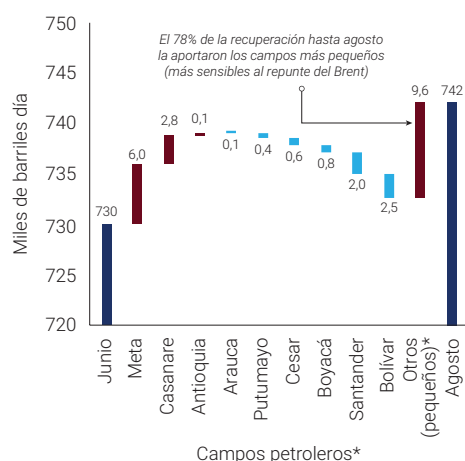
Minero-energético: Reactivación condicionada

En el 2021, esperamos un repunte en el crecimiento del sector a niveles cercanos a 2%, en línea con un escenario de recuperación moderada de los precios del petróleo hasta 50 dpb al cierre del año, así como de un repunte gradual de la demanda global de carbón (Gráfico 11). Sin embargo, dada la alta incertidumbre sobre la senda de recuperación del consumo mundial de crudo, planteamos un escenario alcista para el cual el sector crecería 7,9%, en donde la cotización de la referencia Brent llega a 52 dpb y asumimos un panorama más optimista para la producción de carbón. En contraste, un escenario pesimista sugiere una variación en 2021 de -3,4%, bajo un panorama en donde el Brent continúa cercano a 46 dpb y la recuperación en la producción de carbón es muy limitada. **Los anuncios recientes sobre la disponibilidad de varias vacunas antes de lo anticipado hace algunos meses nos hacen inclinar el sesgo a favor del escenario optimista.**

En particular, la recuperación de la producción nacional de crudo dependerá de la velocidad y el grado de convergencia de las cotizaciones internacionales a los niveles pre-pandemia. Durante este año la caída en el suministro nacional no fue homogénea y los datos a agosto muestran una menor afectación de los campos más grandes del país, generalmente operados por Ecopetrol, que contrasta con la pronunciada caída en campos pequeños, lo que a la postre se explica por las diferencias en los costos operacionales (más altos para proyectos de recobro mejorado y crudos pesados). A saber, **los 23 campos más grandes, que aportan el 70% del crudo nacional, explicaron apenas el 38% de la caída entre marzo y agosto, mientras que los complejos petroleros más pequeños, que aportan el 30% del crudo nacional, contribuyeron con el 62% del retroceso** (Gráfico 12).

Gráfico 13

RECUPERACIÓN DEL SUMINISTRO ENTRE JUNIO Y AGOSTO

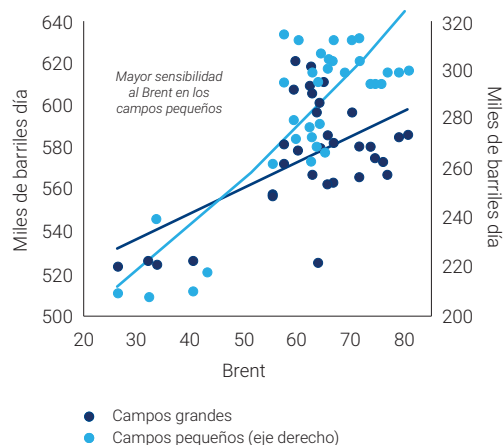


* Aportan el 30% del suministro nacional.

Fuente: ANH. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 14

PRODUCCIÓN POR CAMPO Y PRECIO DEL CRUDO BRENT



Fuente: ANH. Cálculos Corficolombiana.

Este hecho estilizado revela que, para poder volver a los niveles de suministro previos al choque por encima de los 800 mil barriles día, es necesario recuperar nuevamente la producción en los campos petroleros más pequeños. La recuperación de la producción entre junio y agosto, de 730 mil a 742 mil barriles día, estuvo explicada en un 78% por los campos pequeños (9.563 barriles día). No obstante, el repunte se ha desacelerado porque los precios del petróleo se estabilizaron en niveles cercanos a 40 dpb desde mitad de año (Gráfico 13).

En este punto, encontramos que la sensibilidad de la producción al precio es más elevada en los campos pequeños, aunque disminuye a medida que aumentan las cotizaciones (Gráfico 14). En otras palabras, cada dólar adicional en el precio del petróleo tiene un aporte marginal más alto en este tipo de campos que se agota paulatinamente. De esta forma, cuando los precios están entre 40 y 50 dpb, estimamos que un incremento de un dólar en la referencia Brent genera un crecimiento de 1.457 barriles día en los campos grandes y de 2.335 en los campos pequeños, lo que significa que el impacto del precio sobre el volumen de producción es 1,6 veces más alto en estos últimos (Gráfico 15)¹¹.

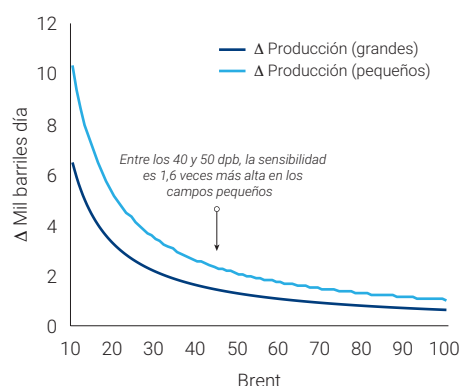
En línea con lo anterior, **anticipamos un repunte de la producción de crudo a niveles entre 803 y 832 mil barriles día al cierre de 2021 (promedio entre 784 y 815 mil barriles día), con una estimación puntual de 818 mil barriles día que implicaría un crecimiento de 7,4% a/a.** Vale la pena resaltar que la evidencia histórica sugiere que el impacto del Brent sobre la producción tiene un rezago cercano a siete meses.

Sin embargo, las particularidades del choque de precios en 2020 generaron que el suministro respondiera con un rezago menor al histórico (entre uno y dos meses antes), lo que nos permite anticipar que una recuperación en los precios del crudo se reflejaría más

¹¹ La sensibilidad depende del nivel de precios del Brent porque asumimos una relación logarítmica, basados en el hecho de que, ante precios bajos, el impacto es marginalmente mayor sobre la producción.

Gráfico 15

SENSIBILIDAD DE LA PRODUCCIÓN AL BRENT POR TIPO DE CAMPO



Fuente: Cálculos Corficolombiana.

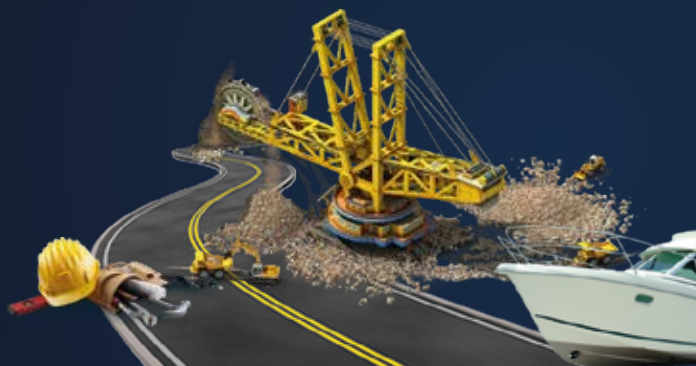
rápido sobre la producción nacional el próximo año. Además, los esfuerzos de la ANH para adjudicar nuevos bloques en el Programa Permanente de Asignación de Áreas, así como los pilotos para Yacimientos No Convencionales (YNC), darían un impulso en términos de exploración el próximo año, incrementando los niveles de sísmica y pozos perforados.

Por otro lado, la producción de gas continuará repuntando al ritmo de la demanda industrial y comercial. Sin embargo, la recuperación en los precios del crudo aumentaría la competitividad del gas frente a otros combustibles fósiles. Por lo demás, los proyectos de infraestructura para conectar el subsistema del interior con el de la costa serán primordiales para garantizar el abastecimiento en el próximo lustro, así como la entrada de la regasificadora del Pacífico.

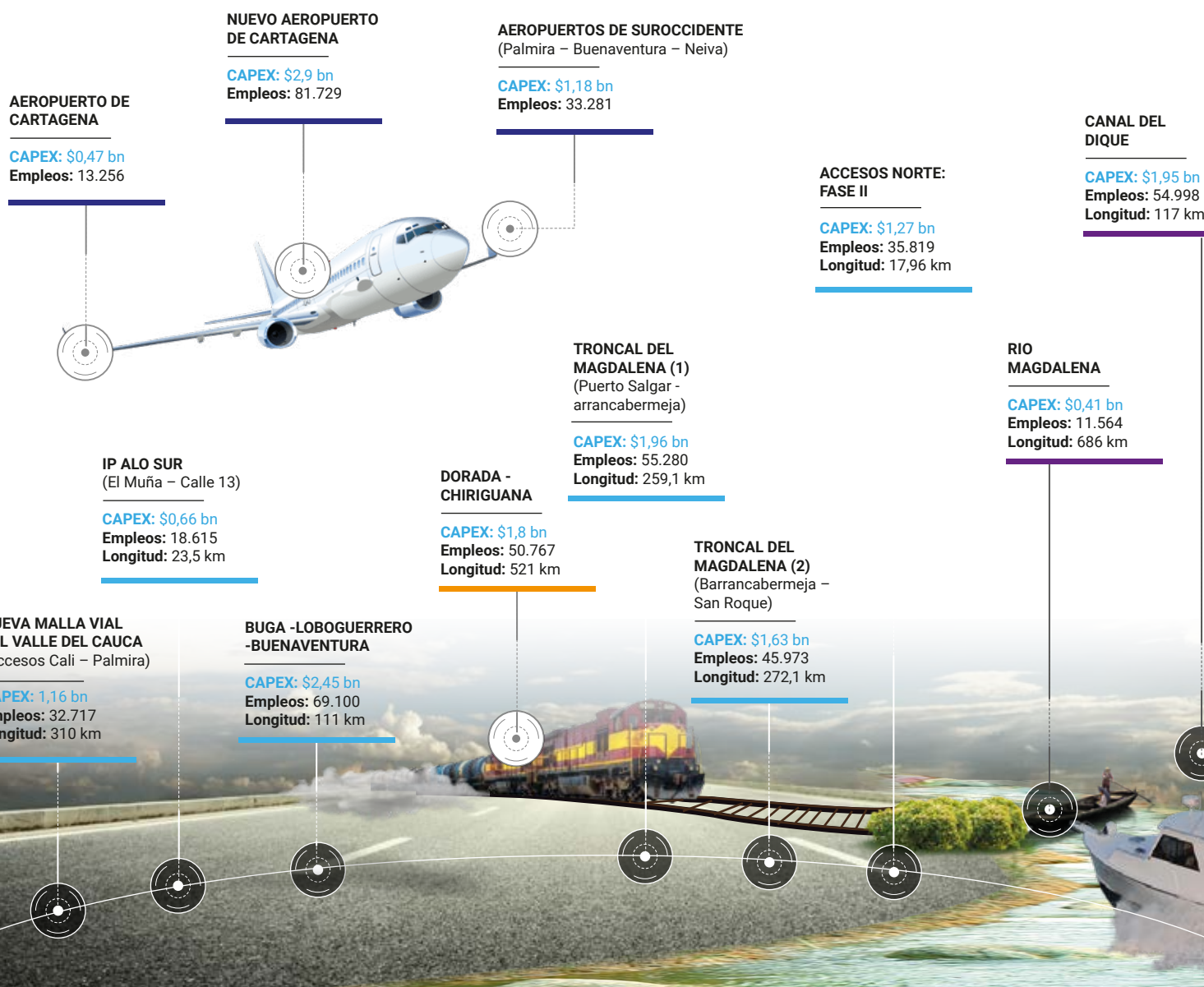
Finalmente, prevemos un repunte leve de la producción de carbón. Antes de la pandemia, la demanda internacional ya estaba cayendo por causas estructurales, como la transición hacia energías más limpias, de manera que el menor consumo asociado al choque de este año terminó dándole un golpe de gracia al sector carbonífero local. Dado que la gran mayoría de la producción del país es exportada, su recuperación dependerá de la tracción en la demanda de Turquía y la Unión Europea, los principales destinos de estos despachos para Colombia.

PRIMERA OLA

PROYECTOS 5G: A OTRO NIVEL



	CAPEX (billones de pesos)	Empleos
Carreteros	9,13	257.500
Aeroportuarios	4,57	128.329
Otros	4,16	117.335
Total	17,86	503.164

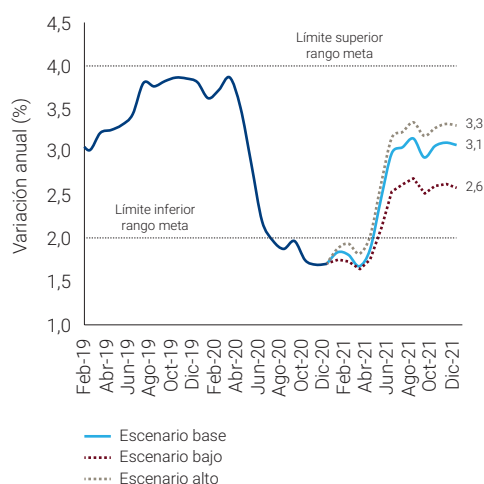


III.4. INFLACIÓN, POLÍTICA MONETARIA Y SECTOR FINANCIERO

Maria Paula Contreras

Gráfico 1

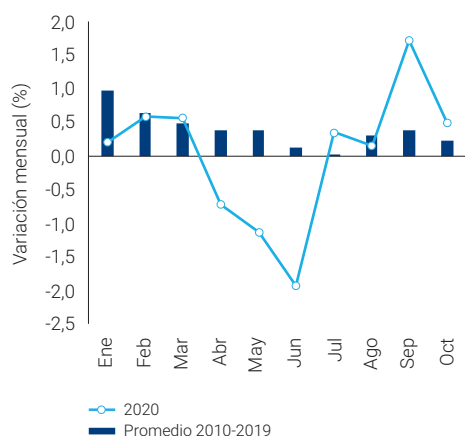
INFLACIÓN OBSERVADA Y ESTIMADA



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 2

INFLACIÓN MENSUAL DE REGULADOS



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Durante 2021, esperamos que la inflación regrese al rango objetivo de BanRep y se acerque nuevamente a la meta de 3,0% a finales de año. El incremento frente a los niveles de 2020 estaría en línea con la recuperación que mostraría la economía y la baja base estadística de comparación que ha generado la pandemia. En particular, aunque anticipamos nuevos descensos de precios en los primeros meses del año -de forma que se volvería a alcanzar un nuevo mínimo en marzo-, en 2T21 esperamos un fuerte rebote que llevaría la inflación a niveles promedio de 2,8%. Lo anterior sería el resultado de la disolución total de los efectos desinflacionarios de las medidas de alivio transitorias decretadas en 2T20 (ver sección "Inflación, política monetaria y sistema financiero" en el Capítulo II).

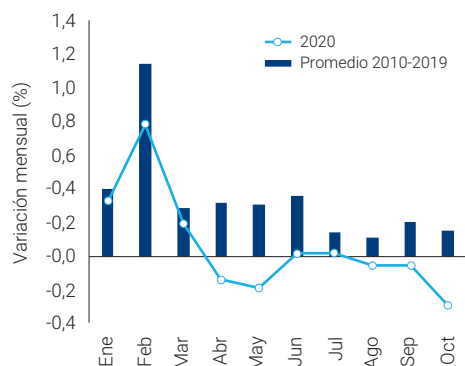
No obstante, estimamos que la ausencia de presiones inflacionarias significativas por el lado de la demanda continuaría limitando el ajuste de los precios, lo que mantendría la inflación en la parte inferior del rango durante la mayor parte del próximo año (Gráfico 1). En efecto, la persistencia de elevados niveles de incertidumbre frente a la evolución de la pandemia y el proceso de recuperación de la economía podría generar que la convergencia de la inflación a la meta sea más lenta (escenario bajo). En contraste, la extensión de la ola invernal en el país hasta los primeros meses del próximo año puede generar presiones al alza sobre los precios de los alimentos y compensar parte de la debilidad en la demanda.

En nuestro escenario base, estimamos que la inflación anual de los bienes y servicios regulados presentará el mayor incremento en 2021, ubicándose nuevamente por encima del límite superior del rango meta al cierre del año. Teniendo en cuenta que dos terceras partes de los gastos de este grupo se vieron afectados por las medidas tomadas en el marco de la emergencia económica, este aumento acelerado estaría explicado principalmente por el efecto de la baja

base estadística observada en la primera parte de 2020 (Gráfico 2). Por su parte, proyectamos que la inflación de transables (excluyendo alimentos y regulados) mantendría una tendencia ascendente que la llevaría a niveles superiores a 2,0%. Aunque esperamos una apreciación del peso colombiano el próximo año (ver "Contexto externo y mercados financieros en 2021" en el Capítulo III de este informe), consideramos que algunos rubros podrían reflejar de forma rezagada, aunque moderada, los efectos de la depreciación observada en 2020, que alcanzó un máximo de 26,3% a/a en abril.

Gráfico 3

INFLACIÓN MENSUAL DE NO TRANSABLES



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Pese a que la inflación de no transables también exhibiría una aceleración en 2021 por cuenta de los efectos de una baja base estadística (Gráfico 3), y algunas presiones puntuales de servicios que podrían presentar sobrecostos en su operación bajo la nueva normalidad, esta sería menos pronunciada. En efecto, la persistencia de una brecha del producto negativa durante todo 2021, la lenta recuperación esperada en el mercado laboral y una indexación de precios a una base más baja (1,7% vs 3,8% en 2019), mantendrían limitadas las presiones inflacionarias de este componente, que pesa un poco más del 40% del IPC total.

Finalmente, en un escenario base estimamos que la inflación de alimentos se desacelerará a niveles cercanos a 3,5%, en un contexto de bajas presiones de la tasa de cambio sobre los precios de los procesados y una estabilización en los niveles de demanda por parte de los consumidores. Sin embargo, al cierre de este informe los efectos de la ola invernal en el país parecían ser más profundos de lo anticipado, por lo que mantenemos un sesgo al alza sobre los precios de los alimentos en la primera parte del año¹.

En este contexto de presiones inflacionarias moderadas, estimamos que BanRep mantendría la tasa de intervención en 1,75% hasta septiembre de 2021, estimulando ampliamente la recuperación de la

¹ De acuerdo con las estimaciones del International Research Institute for Climate and Society de la Universidad de Columbia, el Fenómeno de La Niña actual, cuya intensidad se estima moderada, terminaría en abril. A partir de ese mes, las probabilidades de ocurrencia de un Fenómeno de La Niña o de El Niño son menores al 30%.

actividad económica durante la mayor parte del año. Posteriormente, iniciaría un proceso gradual de normalización que llevaría la tasa repo a niveles de 2,5% a finales de año (ver Capítulo 1 en “Un mundo de tasas bajas de interés” en [Informe especial - octubre de 2020](#)).

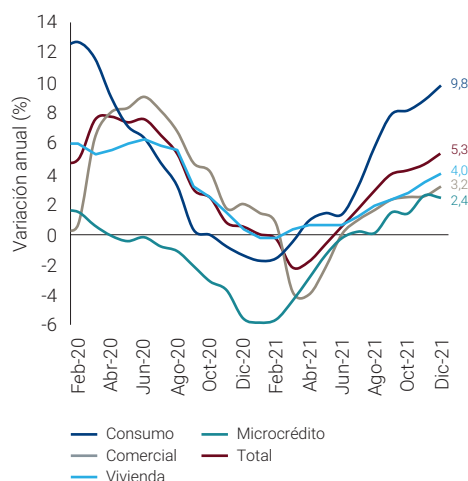
SECTOR FINANCIERO: ALIADO DE LA RECUPERACIÓN

José Luis Mojica

Daniel Duarte Muñoz

Gráfico 4

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DE LA CARTERA



Fuente: Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

Luego del choque adverso de 2020, anticipamos una aceleración de la cartera hasta niveles de crecimiento real cercanos al 5,3% para el cierre del 2021 (Gráfico 4). Aunque durante el primer trimestre la desaceleración reciente de la cartera total la llevaría a crecer cerca de 0,5% a/a real, lo cierto es que la reactivación económica impulsaría rápidamente un mayor dinamismo del crédito, especialmente en la modalidad de consumo. Resaltamos además la resiliencia del sistema financiero para sortear la crisis, lo cual permitirá estar en una posición sólida para respaldar la reactivación económica el próximo año.

En primer lugar, la cartera de consumo fue una de las más afectadas durante el choque, como lo evidencia la desaceleración de su crecimiento desde 12,6% a/a en febrero a casi cero actualmente. Prevemos que esta tendencia finalizaría en 1T21 y desde entonces empezaría a recuperarse relativamente rápido, jalónada por el mayor dinamismo que esperamos en el consumo de los hogares. Así pues, la cartera de consumo pasaría de caer 0,5% a/a real en 1T21 a crecer 9,8% a/a real al cierre del 4T21.

Por su parte, la cartera comercial mostraría signos de reactivación desde 1T20, acelerando su crecimiento a cerca de 3,2% a/a real al final de 2021. Aunque su reactivación irá de la mano del mejor desempeño de la inversión privada que esperamos el próximo año, existen riesgos a la baja que pueden limitar la recuperación. En efecto, la incertidumbre asociada a la pandemia y a la carrera electoral para los comicios de 2022 podrían aplazar las decisiones de inversión y desestimular el crecimiento de la cartera comercial.

En términos de cartera hipotecaria, esperamos una recuperación moderada, con un sesgo al alza por la buena dinámica que vienen presentando las ventas de vivienda nueva. Esto la llevaría a recuperarse desde un crecimiento leve de 0,3% a/a real en 1T21 hasta 4% a/a real en el 4T21. Por otra parte, la cartera de microcrédito ha sido la más golpeada por el choque y anticipamos que su reactivación tomará más tiempo que las otras modalidades. Así, estimamos que cerrará el próximo año con una variación del 2,4% a/a real.

Ahora bien, los indicadores de riesgo continuarían presentando deterioros durante la primera mitad del 2021, de manera que entre enero y junio la calidad de la cartera pasaría de 7,8% a 8,5% (Gráfico 5). A partir de entonces, esperamos una recuperación gradual para cerrar el año cerca de 7,9%. Aunque al inicio de 2021 se verían más claramente los efectos de la pandemia sobre la morosidad, esperamos que la reactivación de la economía permita retornar a los niveles previos al choque en los próximos años.

Finalmente, anticipamos que el nuevo escenario de tasas bajas de interés por un periodo prolongado, por la reducción de la tasa repo del BanRep y la expectativa de que se mantenga en estos niveles durante buena parte del 2021, tendrá un efecto adverso sobre el margen neto de intermediación (MNI) y sobre la rentabilidad de los establecimientos de crédito (ver Capítulo 2 de "Un mundo de tasas bajas de interés" en [Informe especial - octubre de 2020](#)).

En particular, esperamos que las tasas de colocación indexadas se ajusten automáticamente, mientras que el ajuste en el activo a tasa fija se produzca de forma discrecional con las nuevas colocaciones y la refinanciación de deudas existentes. Sin embargo, resaltamos que la contracción del margen de intermediación podría estar condicionada a la magnitud del deterioro crediticio, limitando la transmisión de la tasa de política monetaria a las tasas de colocación (comportamiento heterogéneo).

Por otro lado, sumado a la disminución del MNI, la rentabilidad del patrimonio (ROE) y del activo (ROA) de los establecimientos de crédito también se vería afectada a raíz del esperado aumento en las

provisiones y castigos crediticios, asumiendo que una gran parte de la cartera no se recuperará. Operacionalmente, los bancos buscarán amortiguar el deterioro del MNI vía otros ingresos no operacionales y la optimización de costos. Es decir, esperamos una ampliación del spread entre el margen operativo neto y el margen financiero bruto de los bancos.

REFORMAS AL SISTEMA FINANCIERO

Andrés Duarte Pérez

Destacamos que en esta coyuntura, el gobierno haya anunciado la intención de tomar una serie de medidas y hacer una eventual reforma para profundizar el sistema financiero colombiano, y de forma particular dinamizar el mercado de capitales doméstico. En el documento **"Política Pública para un mayor desarrollo del sistema financiero"**, se proponen una serie de cambios regulatorios y de legislación con el objetivo permanente de desarrollar, actualizar y fortalecer al sistema financiero colombiano, de tal forma que pueda servir de soporte y apoyo para la actividad económica del país, en un ambiente de acelerada innovación tecnológica-financiera.

Ahora bien, aunque los cambios planteados en dicha Política pueden implementarse de manera parcial y paulatina, creemos que los mejores resultados se darán en la medida en que se aprueban bloques temáticos completos como el relacionado con el mercado de capitales colombiano (Profundización del mercado de capitales).

En este recuadro complementamos nuestras expectativas de 2021, con la revisión de las reformas propuestas al sistema financiero -incluyendo las que comenzaron a implementarse a finales de 2020- y destacando aquellas que tienen un mayor impacto potencial. Enmarcamos el análisis en los trabajos planteados en los numerales i, iii y v, de los cinco grandes objetivos estratégicos de la política financiera: i) promover la transformación eficiente del ahorro, ii) facilitar la digitalización, iii) consolidar la seguridad del sistema financiero, iv) impulsar el acceso universal al sistema de pagos electrónicos y v) fortalecer el marco institucional (Cuadro 1).

Arquitectura financiera: Licenciamiento modular

Destacamos el objetivo de estandarizar licencias financieras que se ocupen de una misma actividad y modular las cargas regulatorias según las actividades realizadas en cada tipo de intermediación. Esta iniciativa normativa tendrá énfasis en la industria de administración y gestión de portafolios, adoptando un marco regulatorio que permita promover la innovación financiera, que requiere de una mayor capacidad regulatoria para reconocer y asignar actividades a las entidades existentes, y admitir nuevas entidades. Actualmente las normas legales definen montos mínimos de capital para la constitución de las entidades financieras, estos capitales están en función de la licencia de las actividades propias que tenga asignada cada una.

Con el objetivo de responder a los desarrollos del mercado, se quiere estandarizar licencias financieras que se ocupan de una misma actividad y modular las cargas regulatorias según las actividades realizadas en cada tipo de intermediación (intermediación funcional). El licenciamiento modular hace factible que una sola entidad realice una o varias actividades de las autorizadas, con una carga regulatoria proporcional según sea el caso.

Cuadro 1

POLÍTICA PÚBLICA PARA UN MAYOR DESARROLLO DEL SISTEMA FINANCIERO: OBJETIVOS ESTRATÉGICOS, FUENTES DE TRABAJO Y ACCIONES

Objetivo	Fuentes de trabajo	Acciones
I. Promover la transformación eficiente del ahorro y la inversión	Arquitectura financiera	Modelo de intervención funcional Licenciamiento modular y fijación de capitales mínimos
	Profundización del mercado de capitales	Industria de administración y gestión de portafolios Ampliar mecanismos de oferta y simplificar el régimen de emisores Expandir la base de inversionistas Régimen de inversiones y rentabilidad mínima
	Complejidad de mercados	Internacionalización Transparencia y revelación de información Revisión de comisiones Migración de DTF a IBR Participaciones estatales y Holding financiero
II. Fomentar la inclusión financiera	Promoción de la inclusión financiera digital	Arquitectura financiera abierta Portabilidad de cuentas Inclusión de seguros: microseguros y comercialización Educación económica y financiera en un entorno digital
III. Consolidar la seguridad y estabilidad financiera	Fortalecimiento del gobierno corporativo y de criterios ambientales y sociales	Estándares de Gobierno corporativo en AFP, seguros, sistemas de pago, cooperativas Criterios ambientales, sociales y de gobierno (ESG)
	Convergencia a estándares internacionales	Continuar fortaleciendo el marco prudencial: aseguradoras, establecimientos de crédito y sector solidario de ahorro y crédito
	Nueva aproximación al riesgo	Riesgos emergentes Vulnerabilidad post-Covid
IV. Impulsar el acceso al sistema de pagos	Sistema de pagos inclusivo, eficiente y seguro	Modernización, regulación del sistema de pagos de bajo valor Digitalización de pagos del Gobierno
V. Fortalecimiento del marco institucional	Unidad de regulación Financiera (URF)	Contribuciones Fortalecimiento tecnológico Evaluaciones ex ante y ex post Integración del Consejo Directivo
	Superintendencia Financiera de Colombia	Reglamentación del Sandbox Ampliación de facultades Funciones jurisdiccionales
	Autorregulador del mercado de valores	Enfoque preventivo y ámbito de operación Principios y criterios de autorregulación

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

El Gobierno necesitará de facultades para reglamentar las características generales del licenciamiento modular, con el fin de determinar que las actividades y operaciones autorizadas sean proporcionales a los parámetros patrimoniales prudenciales y de solvencia. En esa línea, en el proyecto de ley que se presentará al Congreso se propondrá ampliar las facultades de intervención contenidas en la Ley 964 de 2005, de manera que el Gobierno nacional pueda modificar las actividades de las licencias existentes y autorizar la ejecución de actividades nuevas o vigentes en el mercado, a actores nuevos o en funcionamiento.

Profundización del mercado de capitales

Ampliación de la oferta y la base de inversionistas: El decreto 1235 de 2020 adopta algunas medidas que brindan confianza a los inversionistas. Por un lado, se conforma un Fondo de Garantías de las Sociedades Comisionistas de Bolsa, para gestionar los riesgos sistémicos que se puedan generar por incumplimientos. Por otro lado, se adoptan una serie de medidas para garantizar la continuidad y regularidad de los mecanismos y dispositivos implementados para llevar a cabo la financiación colaborativa.

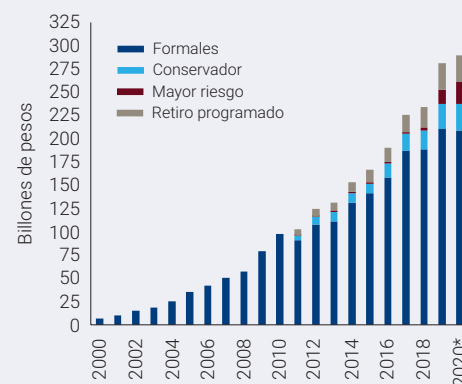
Continuando con el desarrollo de la financiación colaborativa, el segundo mercado y el mercado principal, se potenciará la industria de fondos de capital privado con el fin de aumentar el acceso a financiamiento alternativo para empresas en etapa temprana y así potenciar el emprendimiento.

Adicionalmente, están en proceso de revisión algunas normas relacionadas con el mercado de derivados, el crecimiento del mercado de préstamo de valores y las operaciones monetarias, así como el tratamiento de las oportunidades de inversión a partir de instrumentos relacionados con riesgos ambientales. Con esto se busca aumentar el espectro de productos y el abanico de riesgos que ofrece el mercado de capitales. Este desarrollo debe calzar con la flexibilización que se inició sobre los regímenes de inversión, comenzando por el de las AFPs, Aseguradoras y Sociedades de Capitalización.

Régimen de inversiones de las AFPs, Aseguradoras y Sociedades de Capitalización (Decreto 1393 de 2020): Las modificaciones planteadas tienen en cuenta los objetivos de simplificar al régimen de inversiones, robustecer los estándares de Gobierno Corporativo, así como los estándares de transparencia y disciplina de mercado, y promover la diversificación de los portafolios.

Destacamos la posibilidad de invertir en diferentes tipos de Fondos de Capital Privado: Fondos de Deuda Privada, Fondos de Fondos (que invierten en Fondos de Deuda Privada), Fondos de Capital Privado Inmobiliarios

Gráfico 1
VALOR DE LOS FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS



* 31 de agosto de 2020.
Fuente: Asofondos.

y Fondos de infraestructura (que invierten más de 2/3 partes de los recursos aportados en infraestructura), en los que se permite la inversión en esquemas diferentes a las APPs (Asociaciones Público - Privadas) descritas en la ley 1508 de 2012.

Así las cosas, la posibilidad de invertir en Fondos de Infraestructura, junto con la liberación de límites de inversión en Fondos de Capital Privado que revisaremos a continuación, amplían notablemente las fuentes de financiación requeridas para el desarrollo de la infraestructura en Colombia. Para la realización de estas inversiones se establecen algunos requerimientos como que en la financiación de los proyectos participen entidades vigiladas, y que la estructuración de estos sea profesional a criterio de la política de inversión de cada AFP.

Adicionalmente, se levanta el límite de participación sobre emisiones específicas, facilitando el surgimiento de instrumentos “a la medida” de los requerimientos de los inversionistas (el plazo, por ejemplo). Los límites de participación sobre emisiones específicas deberán ser determinados por las Juntas Directivas.

Asimismo, se elimina el impedimento de invertir en Fondos de Capital Privado que inviertan en activos, participaciones y títulos cuyo emisor, aceptante, garante o propietario sea un vinculado. En este caso, los requerimientos para la inversión en FCP que inviertan en activos, participaciones o títulos cuyo emisor, aceptante, garante o propietario sea la AFP o las entidades que conforman su mismo conglomerado financiero, incluyen que el Gerente del fondo sea independiente, y que la participación sea menor al 50% del valor del patrimonio del Fondo de Capital Privado.

Finalmente, destacamos que el cómputo de límites de inversión en instrumentos restringidos permite la inclusión de títulos representativos de deuda (de emisores locales y extranjeros) que no cuenten con calificación.

Otros límites

- Se mantiene que el valor resultante de la suma de recursos de todos los tipos de fondos de pensiones obligatorias, administrados por una misma AFP, podrá invertir en acciones de una sociedad hasta el 10% de las mismas.
- Límites de inversión en Fondos de Capital Privado para el Fondo de Mayor riesgo: Hasta un 17,5% para el valor de la inversión indirecta en los activos ubicados en el exterior (fuera de la Alianza del Pacífico). El porcentaje máximo en activos “alternativos” así como los compartimientos, lo define y aprueba la Junta Directiva de la AFP.
- Los demás fondos tienen límites menores para la inversión indirecta en el exterior, junto con la definición del límite máximo de activos alternativos y sus compartimientos en cabeza de la Junta Directiva. En el caso de las aseguradoras, se aplica el mismo principio, pero los límites se relacionan con el plazo (vida vs no-vida).

- Este régimen de inversión incrementa notablemente el nivel requerido de gobierno corporativo en lo relacionado con las decisiones y el proceso de inversión, el perfil de riesgo y su administración, y el profesionalismo de los administradores.

Con este régimen de inversiones, se pasa de un enfoque regulatorio basado en restricciones a uno basado en "principios de hombre prudente", que nosotros interpretamos como aquel que tiene un adecuado entendimiento de las relaciones entre la rentabilidad, los riesgos y el capital requerido para asumir estos riesgos.

A futuro: En cuanto al régimen de inversión vigente para el esquema de multifondos (Ley 1328 de 2009) y su multiplicidad de reglas, límites y cupos, se propondrá la eliminación del régimen de rentabilidad mínima y la reserva de estabilización, y se reglamentará el esquema de comisión por desempeño. La implementación de estas propuestas debería incentivar cambios en la composición actual de los fondos (Gráfico 1).

Complejidad de mercados

Sobre las participaciones estatales y Holding financiero: Se hace mención explícita al deseo de modificar la ley 226 de 1995, que trata sobre la enajenación de la propiedad estatal y la democratización.

Lo primero es que se quiere mantener la categoría de destinatario de "condiciones especiales": trabajadores activos y pensionados, extrabajadores, asociaciones de empleados y exempleados de la entidad que se privatiza, sindicatos, federaciones de sindicatos de trabajadores y confederaciones, fondos de empleados, fondos mutuos, fondos de cesantías y pensiones, y entidades cooperativas.

Sin embargo, una vez fijado el precio mínimo de venta, el Gobierno nacional debe otorgar mínimo dos (2) meses a los beneficiarios de condiciones especiales para que presenten ofertas, lo cual no solo no se ajusta a los usos internacionales para la formación de precios en el mercado de capitales, sino que también genera mayores riesgos a los procesos de enajenación. Por esta razón, en el caso de las privatizaciones/ democratizaciones que se realicen en bolsa, se propone cambiar el plazo de 60 días para esta categoría, a uno más acorde con los mercados internacionales (no se menciona explícitamente sobre dicho plazo más allá de pedir usos internacionales para la formación de precios en el mercado de capitales).

Entendemos la motivación de estos cambios, dado que en el pasado ya se han caído procesos de privatización durante el plazo destinado a los beneficiarios en condiciones especiales. Ahora bien, creemos que se debe aprovechar la intención de precisar la evaluación de la existencia de detrimento patrimonial en el manejo de fondos, bienes y recursos públicos, planteada en el aparte del FONPET y las tesorerías públicas, para aclarar y detallar el concepto de la Protección del patrimonio público en los procesos de enajenación.

Actualmente, la protección al patrimonio público durante procesos de enajenación se relaciona con la valoración, que además de incorporar las condiciones y naturaleza del mercado, deberá incluir variables técnicas tales

como la rentabilidad de la institución, el valor comercial de los activos y pasivos, y los apoyos de la Nación. Creemos que el concepto de "valor razonable" en el caso de estas operaciones puede ser más específico, independientemente de que se realice la venta de manera privada o en un mercado público.

Adicionalmente, e independientemente de la suspensión parcial de la regla fiscal, el inmenso incremento en el endeudamiento del Estado y el esfuerzo futuro por normalizar los niveles de déficit, el propio Gobierno ha mencionado la posibilidad de vender su participación en algunas empresas. Los cambios sugeridos para el proceso de venta facilitarían este proceso.

Sobre la migración de la IBR a la DTF: Una de las acciones dentro de la "Complejidad de mercados" es la modificación a la tasa de interés de referencia en el mercado monetario. El IBR creado en 2008 recoge las condiciones de oferta y demanda del mercado monetario y refleja las decisiones de política monetaria. No obstante, luego de 12 años de existencia, no se ha consolidado como referente en el mercado de capitales, ya que apenas el 12% de la cartera crediticia está atada a este indicador y menos del 5% de la deuda corporativa.

En el caso de los Establecimientos de Crédito (EC), por ejemplo, el 7,4% del pasivo total está indexado a la DTF, y el 9,9% lo está a la IBR. Esto es razonable dada la captación de CDTs, y por la Gestión de Activos y Pasivos, también es razonable que parte del activo esté indexado a la DTF. Sin embargo, resulta sorprendente que el 19,2% del activo de los EC esté indexado a la DTF.

Para impulsar el uso generalizado del IBR por parte de los agentes en el mercado de capitales, se realizará una propuesta en coordinación con el Banco de la República, para llevar a cabo una transición ordenada de la DTF hacia el uso generalizado del IBR.

Gobierno corporativo, estándares internacionales y riesgo

Como lo mencionamos anteriormente, los cambios en los regímenes de inversión implican una mayor exigencia a nivel del gobierno corporativo (responsabilidad de la junta directiva, profesionalismo en la administración y gestión de riesgos, etc.). Mientras tanto, el proceso de alineación con los estándares internacionales, como los acuerdos de capital de Basilea continúa.

A su vez, el esquema de licenciamiento modular implica una mayor exigencia a nivel de la gestión de riesgos. Este esquema se da en el contexto del cambio tecnológico, donde los intermediarios han replanteado su modelo, pasando de una oferta focalizada hacia un esquema de márgenes estrechos y escala alta, lo cual ha derivado en la apertura de nuevos segmentos de mercado, que requieren una gestión de riesgo particular. Como se mencionó anteriormente, esto aplica especialmente a los agentes del mercado de capitales.

El marco normativo planteado sienta los principios de la administración de riesgos bajo un enfoque funcional, busca prevenir arbitrajes y se ajusta a los estándares prudenciales internacionales. Desde la supervisión, se busca asegurar una intervención más dinámica, dirigida a mantener altos estándares de gestión de riesgo en los intermediarios. Acordes con los nuevos agentes, se van a establecer requerimientos de capitales mínimos flexibles y consistentes con las actividades desarrolladas.

Por otro lado, dentro de la flexibilización del régimen de inversiones y los ajustes para lograr estructuras adecuadas de gobernanza y mayores estándares de profesionalismo, **se plantea una revisión al modelo de gestión y administración de fondos públicos vinculados a la seguridad social, particularmente al FONPET. En este sentido, se evaluará la recomendación de guiarse por mandatos de inversión cuando se contrata la administración de estos recursos a privados.**

Adicionalmente se propondrá una modificación a la ley 549 de 1999 para que, en lugar de adjudicar el Fondo como unidad a través de consorcios, se opte por otorgar múltiples mandatos de inversión sobre los recursos fraccionados de la unidad entre diversos agentes. La idea es maximizar los intereses del Estado en la adjudicación y en la ejecución de los mandatos de inversión, en la medida que participen agentes con visiones de riesgo, estándares profesionales y capacidades distintas a las presentes en el mercado actual. De cara a la responsabilidad fiscal, no sobra recordar que los mandatos son de medio, no de resultados.

Responsabilidad fiscal y detrimento patrimonial: El MHCP realizará un trabajo con otras agencias del Estado para proponer dentro de la ley que se llevará al Congreso de la República, un conjunto de artículos en los que se precise la forma en que debe evaluarse la existencia del detrimento patrimonial en el manejo de fondos, bienes y recursos públicos. Para esto se debe buscar la mayor claridad posible de la clasificación y contabilización de las inversiones de estos fondos, la aplicación del concepto de "Valor Razonable", y las medidas de desempeño de gestión en los casos en que se utilicen mandatos de inversión.

Unidad de Regulación Financiera (URF), Superfinanciera y Autorregulador del Mercado de Valores (AMV)

El cumplimiento de los objetivos estratégicos para un mayor desarrollo del sistema financiero requiere del fortalecimiento del marco institucional. Las agendas de trabajo de la URF, Superfinanciera y AMV para 2021, se encaminan al cumplimiento de la política descrita.

La agenda de trabajo de la URF para 2021 evidencia esta alineación:

- Transformación eficiente del ahorro y la inversión: Homologación de actividades del mercado de valores, Capitales mínimos y licenciamiento modular, Delegación en el mercado de capitales, Alianza del pacífico, Reglas de administración de los portafolios de seguridad social y Estudio de revisión de comisiones.

- Consolidar la seguridad y estabilidad: Solvencia II, NIIF 17 y reservas técnicas para aseguradoras, Gobierno corporativo, Grandes exposiciones, Estudio sobre partes relacionadas, Estudio sobre regulación prudencial para administradores de activos de terceros y Estudio de diagnóstico para el sector de economía solidaria.
- Impulsar el acceso al sistema de pagos: Se realizará un estudio sobre la digitalización de pagos del gobierno g2p.

Adicionalmente, para el fortalecimiento técnico y operativo de la URF, se adelantará un rediseño institucional y orgánico. Para lograr esto, se propondrá que se otorgue la capacidad a dicha Unidad de cobrar contribuciones a las entidades que adelantan actividades financieras, para financiar su plan de inversión y funcionamiento.

Superfinanciera: Además de continuar con la implementación de los acuerdos de Basilea, así como las medidas especiales relacionadas con el COVID-19, se plantea la ampliación de las facultades jurisdiccionales para realizar conciliaciones prejudiciales, para dirimir los conflictos que se someten a su consideración. Se considera relevante incluir en la reforma legal mencionada una disposición que le otorgue protección especial a los actos que la SFC emite en ejercicio de sus funciones, con el fin de que los mismos no se vean afectados por decisiones judiciales que no resuelven temas de fondo relacionados con las medidas adoptadas en dichos actos.

AMV: El Gobierno nacional evaluará la necesidad de reforzar el enfoque preventivo de la autorregulación y extender su ámbito de operación a todos los mercados financieros (monetario, valores, divisas, derivados), y escenarios de negociación (sistemas transaccionales o de registro de operaciones). Se quiere mejorar la capacidad comprensiva y transversal de la AMV, dado su ámbito de operación, junto con el nivel de desarrollo tecnológico requerido, acorde con el nivel de innovación que vienen teniendo los agentes del mercado.

III.5. POSICIÓN FISCAL EN 2021: PROTEGER LA CREDIBILIDAD

Julio César Romero

El deterioro de las cuentas fiscales generado por la pandemia en 2020 no fue una situación exclusiva de Colombia. Sin embargo, el país recibió el choque con niveles de deuda que ya eran elevados y comprometían la sostenibilidad de las finanzas públicas, por lo cual ahora se encuentra en una posición de mayor vulnerabilidad que exige adoptar medidas para corregir los desbalances fiscales. Así lo confirman los comunicados de Standard & Poor's (S&P) y Fitch Ratings en noviembre, cuando decidieron mantener la calificación crediticia¹ de Colombia en BBB- (último escalón del grado de inversión) con perspectiva negativa.

Según ambas agencias, las métricas macroeconómicas de Colombia -especialmente en los frentes fiscal y externo- no son consistentes con las de un país grado de inversión. No obstante, el marco institucional y de política económica, así como el historial del país en materia crediticia, son fortalezas frente a otros países emergentes. En esta línea, el hecho de que el Gobierno expresara el compromiso de realizar una reforma fiscal en 2021 fue clave para que el país no perdiera, por ahora, el grado de inversión. **Lo anterior evidencia que la credibilidad en el manejo económico es un activo muy importante que Colombia no puede darse el lujo de perder.**

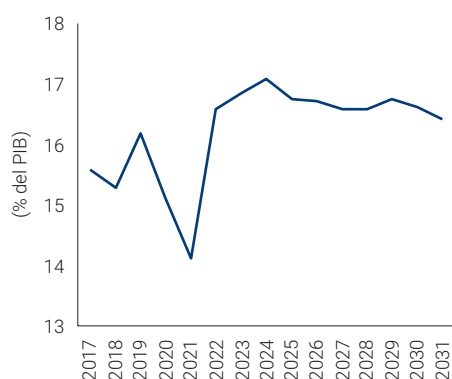
Bajo este contexto, está claro que el grado de inversión de Colombia sigue estando en riesgo y podría perderse en 2021. Dado que las decisiones futuras de calificación serán altamente dependientes de las señales de ajuste fiscal, consideramos que es inaplazable la implementación de una reforma que reduzca estructuralmente el déficit del GNC y garantice una corrección de la senda de deuda a mediano plazo. Ahora bien, más allá de las implicaciones sobre la calificación

¹ Calificación de la deuda en dólares de largo plazo del país.

soberana (ver "Recuadro. Grado de inversión y los índices de mercado de renta fija" en este informe), lo cierto es que no hacer la reforma implicaría que tanto el sector público como el privado deban pagar un mayor costo de financiamiento (tasas de interés más altas) en los próximos años, sacrificando recursos de inversión en proyectos que podrían impulsar la recuperación post-pandemia.

Gráfico 1

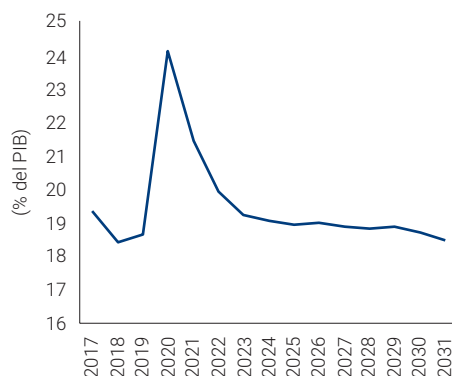
INGRESOS TOTALES DEL GNC



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 2

GASTOS TOTALES DEL GNC



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Corficolombiana.

Perspectivas fiscales en 2021: resaca de deuda

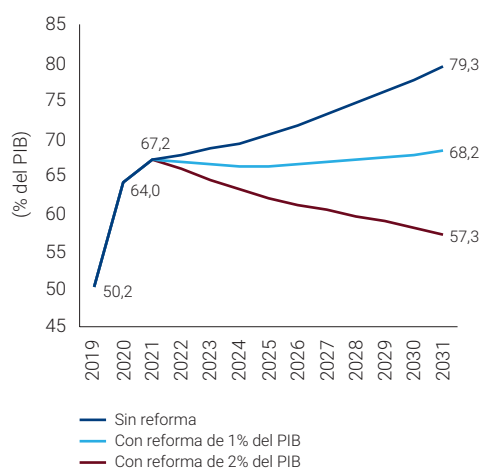
La contracción de la economía, los bajos precios del petróleo, la devaluación de la tasa de cambio y el elevado déficit fiscal incrementaron la deuda bruta del Gobierno Nacional Central (GNC) de 50,2% del PIB en 2019 a un nivel que estimamos en 64% en 2020 (ver "Posición fiscal en 2020" en este informe). La suspensión de la Regla Fiscal durante 2020 y 2021 le da flexibilidad al Gobierno para aplazar el ajuste de las finanzas públicas hasta 2022, de manera que el próximo año no tendrá que cumplir con metas fiscales específicas. Según las proyecciones más recientes del Ministerio de Hacienda, el déficit del GNC ascendería de 8,9% del PIB en 2020 (revisado al alza desde 8,2%) a 7,6% en 2021 (revisado desde 5,1%), lo cual implica que la deuda bruta seguirá aumentando el próximo año y, según nuestras estimaciones, superaría el 67% del PIB.

En particular, el impacto del choque sobre los ingresos tributarios seguirá sintiéndose en 2021, especialmente porque será muy baja la base sobre la que se calcula el impuesto de renta, es decir, las utilidades de las empresas en 2020. Además, estimamos que los ingresos fiscales provenientes del sector petrolero -dividendos de Ecopetrol e impuesto de renta de las compañías del sector- disminuirían más de 80%, como resultado de: i) los bajos precios internacionales del crudo en 2020, con un promedio Brent de 43 dólares por barril (-33% frente a 2019); y ii) la caída cercana a 12% en la producción de petróleo del país, a un promedio de 780 mil barriles diarios en 2020 (ver "Perspectivas sectoriales en 2021: ajuste a la nueva normalidad" en este informe).

Ante este panorama, el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2020 (MFMP 2020) había establecido la necesidad de contar con ingresos

Gráfico 3

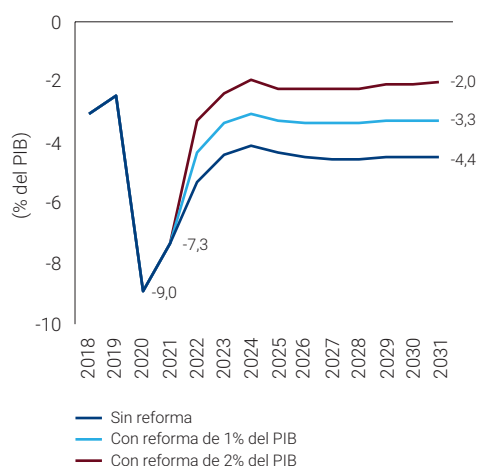
DEUDA BRUTA DEL GNC



Fuente: Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 4

BALANCE FISCAL DEL GNC



Fuente: Cálculos Corficolombiana.

adicionales para compensar el impacto negativo sobre el recaudo, dentro de los cuales estaba la venta de empresas públicas por un monto de 12,1 billones de pesos (1,1% del PIB). Sin embargo, el Gobierno advirtió recientemente que está reconsiderando esta opción, de manera que el próximo año no habría enajenaciones de activos estatales. Asumiendo que los ingresos por concepto de utilidades de BanRep ascenderían a 0,5% del PIB en 2021, **estimamos que los ingresos totales del GNC disminuirán de 15,1% del PIB en 2020 a 14,1% en 2021 (Gráfico 1).**

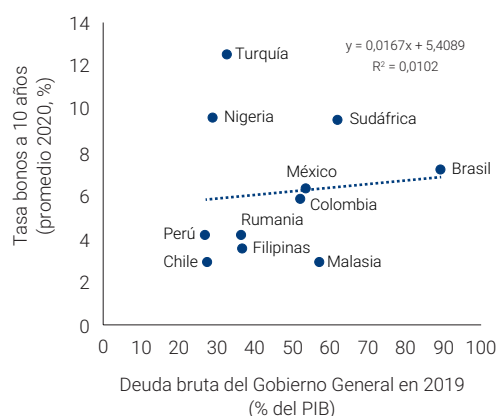
Por otra parte, aunque el gasto contracíclico para compensar los efectos adversos de la pandemia sobre los hogares y las empresas seguirá siendo alto en 2021, **proyectamos que los gastos totales del GNC disminuirán de 24,1% del PIB en 2020 a 21,5% en 2021 (Gráfico 2).** En efecto, la información disponible al cierre de este informe indica que cerca del 70% de los recursos del Fondo de Mitigación de Emergencias (FOME) -que ascendían a 24,8 billones de pesos- ya se habían ejecutado. Dado que estos recursos se registrarían como gasto de la vigencia fiscal 2020, creemos que las erogaciones del GNC serán mucho más bajas en 2021. Ahora bien, vale la pena señalar que varios de los gastos de emergencia en los que incurrió el Gobierno van a extenderse hasta el próximo año, tales como los giros del programa Ingreso Solidario (todo 2021), la devolución del IVA a la población de bajos ingresos y los subsidios a la nómina del Programa de Apoyo al Empleo Formal (hasta junio de 2021). **De esta forma, estimamos que el déficit del GNC pasará de 9,0% del PIB en 2020 a 7,3% en 2021, relativamente en línea con las proyecciones más recientes del Ministerio de Hacienda.**

El costo de no hacer una reforma fiscal

El MFMP 2020 estableció la necesidad de realizar una reforma fiscal de 2% del PIB con vigencia a partir de 2022, lo cual implica que el Gobierno debe presentarla al Congreso durante 2021. Sabemos que presentar una reforma en un año preelectoral es muy complejo, pero los riesgos de no hacerlo son significativos. Para calcular el costo de no realizar el ajuste fiscal requerido, estimamos la trayectoria de la deuda bruta del GNC en la próxima década bajo tres escenarios y,

Gráfico 5

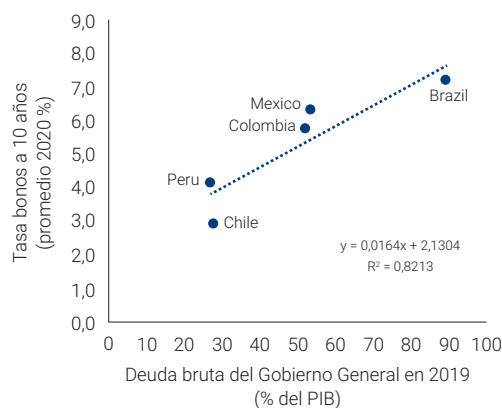
DEUDA BRUTA EN 2019 VS TASA BONOS A 10 AÑOS EN 2020



Fuente: Eikon y FMI. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 6

DEUDA BRUTA EN 2019 VS TASA BONOS A 10 AÑOS EN 2020



Fuente: Eikon y FMI. Cálculos Corficolombiana.

posteriormente, proyectamos los intereses que tendría que pagar el país, asumiendo que una mayor carga de deuda genera un aumento en el costo de financiamiento. **El costo de no realizar la reforma fiscal lo definimos como el valor presente del gasto adicional en intereses del GNC frente a un escenario en el que sí se realiza la reforma, manteniendo lo demás constante.**

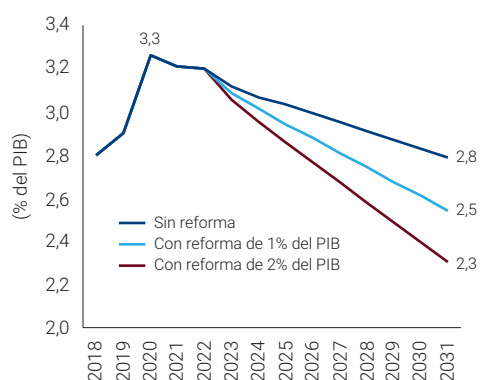
A continuación explicamos los tres escenarios que analizamos y sus efectos sobre la deuda bruta y el déficit fiscal del GNC (Gráficos 3 y 4):

1. Escenario con reforma fiscal de 2% del PIB: la deuda bruta del GNC aumentaría de 50,2% del PIB en 2019 a 64,0% del PIB en 2020 y luego llegaría a un máximo de 67,2% en 2021. Como resultado del ajuste fiscal, la deuda bruta tendría una tendencia descendente hasta llegar a niveles de 57,3% del PIB a comienzos de la próxima década. En este escenario, el déficit del GNC alcanza un mínimo de 9,0% del PIB en 2020, disminuye a 7,3% en 2021 y converge a 2% del PIB en el largo plazo (Gráficos 3 y 4).
2. Escenario con reforma fiscal de 1% del PIB: en caso de que el Gobierno logre hacer una reforma fiscal de sólo la mitad del tamaño previsto en el MFMP de 2020, estimamos que la deuda bruta del GNC se estabilizaría alrededor de 68% del PIB en la próxima década, es decir, implica que el país no logra corregir el incremento del endeudamiento registrado en 2020 como consecuencia del doble choque de COVID-19 y precios bajos del crudo. Así, el déficit fiscal del GNC pasa de un máximo de 9,0% del PIB en 2020 a niveles de 3,3% en el largo plazo (Gráficos 3 y 4).
3. Escenario sin reforma fiscal: si el Gobierno no presenta una reforma fiscal el próximo año, estimamos que la deuda bruta del GNC aumentará desde 67,2% del PIB en 2021 hasta 79,1% a comienzos de la próxima década, en un contexto donde el déficit fiscal se estabiliza en 4,5% del PIB a mediano plazo.

Ahora bien, ¿cuál es la relación entre el nivel de deuda pública de un país y la tasa de interés que paga? Para responder esta pregunta

Gráfico 7

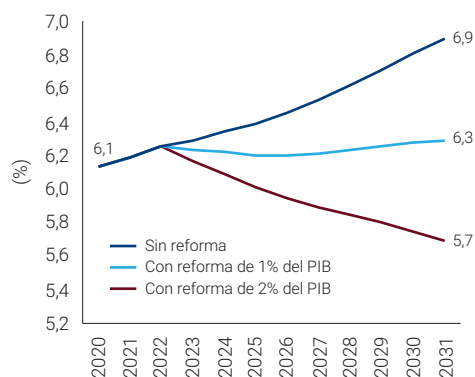
PAGO DE INTERESES DEL GNC



Fuente: Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 8

TASA DE INTERÉS PROMEDIO DE LA DEUDA DEL GNC



Fuente: Cálculos Corficolombiana.

analizamos la relación entre el nivel de deuda bruta en 2019 de 11 países emergentes² y la tasa de interés promedio de 2020 de sus títulos de deuda en moneda local a 10 años. Posteriormente hicimos el mismo ejercicio sólo para cinco países latinoamericanos: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. En el primer caso, no encontramos una relación robusta, seguramente por la influencia de variables adicionales a las que incluimos en el análisis, como la mayor dependencia a los commodities que tienen los países latinoamericanos respecto a los otros países. Sin embargo, en el caso de los países de América Latina encontramos que cada punto de deuda bruta como porcentaje del PIB en 2019 significó cerca de 0,06 p.p. adicionales en la tasa de interés de los títulos de deuda (promedio 2020 a noviembre) (Gráficos 5 y 6).

Con base en estos resultados, estimamos cuál sería el pago de intereses en cada uno de los escenarios de deuda analizados previamente. Si Colombia realiza una reforma fiscal, los intereses que tendría que pagar el Gobierno pasarían de 3,3% del PIB en 2020 a 2,3% a finales de la década, mientras que si no lo hace y la deuda presenta una trayectoria explosiva que la lleva a niveles cercanos a 80% del PIB, pagaría intereses adicionales de, en promedio, 0,3 puntos del PIB entre 2022 y 2031. Por su parte, si la reforma llega a ser la mitad de lo previsto en el MFMP 2020, el pago adicional de intereses sería de 0,1 puntos del PIB, en promedio (Gráfico 7).

En efecto, en un escenario con reforma fiscal, estimamos que la tasa de interés promedio de la deuda del GNC disminuiría de 6,1% en 2020 a 5,7% en 2031, mientras que sin la reforma aumentaría a 6,9% a comienzos de la próxima década, es decir, hasta 120 puntos básicos (pbs) adicionales (Gráfico 8). Es importante señalar que este escenario no contempla el posible efecto de la pérdida del grado de inversión sobre el riesgo país, lo cual podría generar que la tasa de interés aumente hasta 200 pbs (ver "Recuadro. Grado de inversión y los índices de mercado de renta fija" en este informe).

² Brasil, Chile, Colombia, Filipinas, Malasia, México, Nigeria, Perú, Rumania, Sudáfrica y Turquía.

Según mencionamos previamente, el costo de no realizar la reforma fiscal lo definimos como el valor presente del gasto adicional en intereses del GNC frente a un escenario en el que sí se realiza la reforma, manteniendo lo demás constante. Así, los intereses adicionales pagados en la próxima década si no se hace el ajuste fiscal ascienden a 77,5 billones de pesos de 2020, lo que equivale a más de seis veces la inversión para el Metro de Bogotá (12 billones), 1,6 veces el Capex total estimado para los proyectos de infraestructura de quinta generación (58,5 billones) y 1,3 veces el rubro de inversión en el Presupuesto General de la Nación para 2021 (48 billones de pesos) (ver "Perspectivas sectoriales en 2021" en este informe).

EL TAMAÑO DEL GOBIERNO Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO: LA IMPORTANCIA DE LA CONFIANZA

José Ignacio López

Frente a la inminente necesidad de aumentar el recaudo tributario para evitar una senda de la deuda pública insostenible, resulta pertinente analizar hasta dónde es deseable que aumente el tamaño del gobierno en Colombia. Desde la Constitución de 1991, Colombia ha tenido un aumento significativo en el tamaño del gobierno, medido a través del gasto público como proporción del tamaño de la economía (Gráfico 1). Este aumento no se ha circunscrito únicamente al tamaño del Gobierno Nacional Central (GNC), sino que también comprende el Gobierno General (GG), que incluye los gobiernos regionales y locales. Adicionalmente, este fenómeno no ha sido exclusivo a nuestro país. La mayoría de los países de América Latina también han visto un aumento significativo en el tamaño de sus Estados (Gráfico 2).

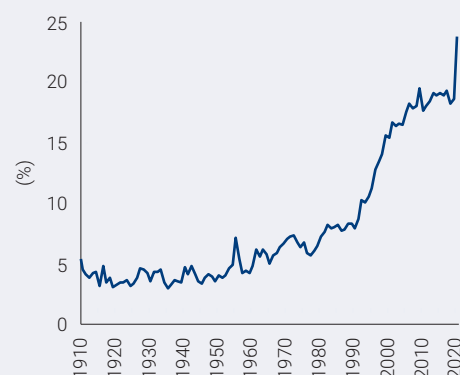
Si bien, parte del aumento del gasto público en Colombia ha estado asociado a la expansión de obligaciones gubernamentales para el cumplimiento de derechos introducidos en la Constitución de 1991, como salud y educación, también es cierto que el incremento del tamaño del gobierno ha respondido a una expansión de los diferentes programas y entidades estatales así como del aumento en el nivel de ingreso del país, que usualmente conlleva a un aumento del tamaño del gobierno, dada la relación positiva entre estas dos variables.

El Gráfico 3 ilustra la relación entre el gasto del Gobierno General (GG) como porcentaje del PIB y el ingreso per cápita en dólares de 2011, ajustado por diferencias en el poder adquisitivo para una muestra de 123 países. En esta gráfico se observa la relación positiva entre el tamaño del gobierno y el ingreso de las diferentes economías. Si restringimos la muestra a países con más de 10 millones de habitantes, esta relación es aún más clara, y se observa que el gasto del GG en Colombia para el 2011 era similar al pronóstico que se desprende de la relación de las dos variables en la muestra (Gráfico 4).

Algunos análisis comparan el tamaño del gasto público en Colombia con otros países de la OCDE y concluyen que hay un

Gráfico 1

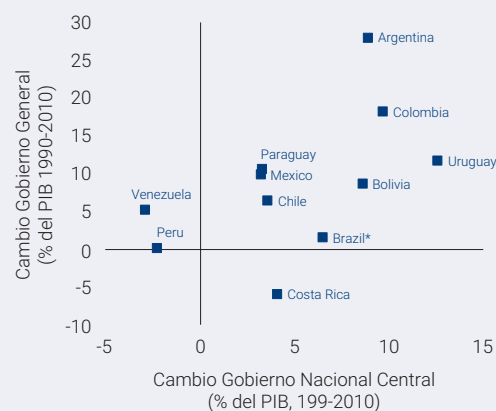
GASTO DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL (GNC) EN COLOMBIA COMO % DEL PIB



Fuente: 1898-2003: Junguito, Roberto y Hernán Rincón. "La política fiscal en el siglo XX en Colombia", en J. Robinson y M. Urrutia (eds.), Economía Colombiana del Siglo. 2004-2020: Banrep y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Gráfico 2

AUMENTO TAMAÑO DEL GOBIERNO EN AMÉRICA LATINA



Fuente: CEPAL y Corficolombiana.

Gráfico 3

INGRESO POR HABITANTE Y TAMAÑO DEL GOBIERNO

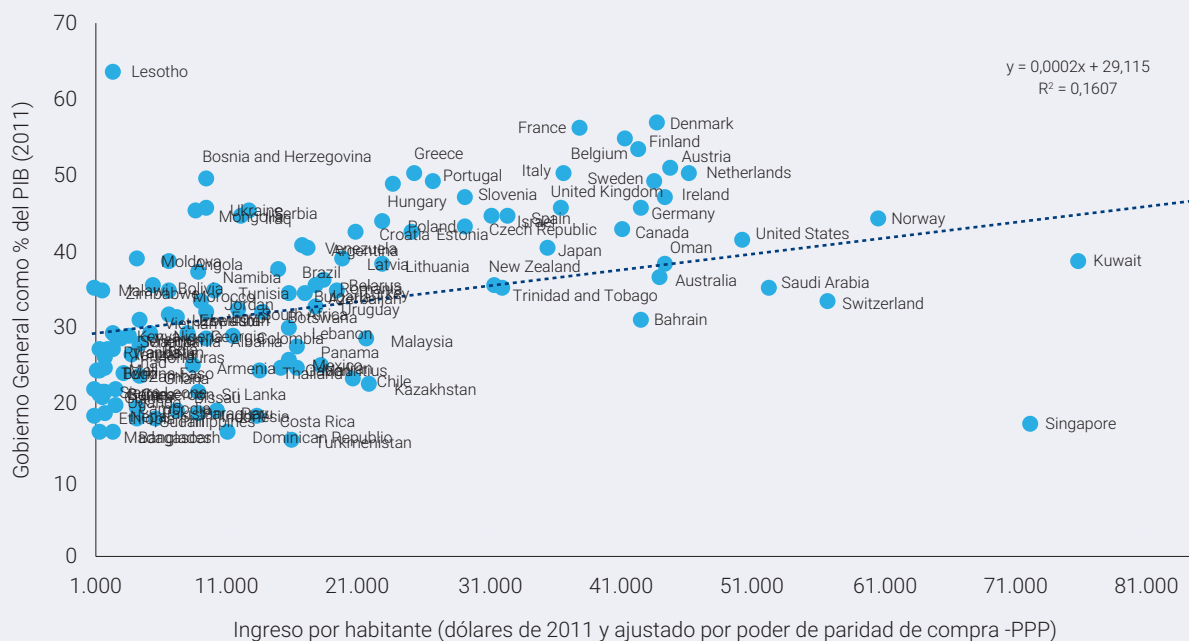
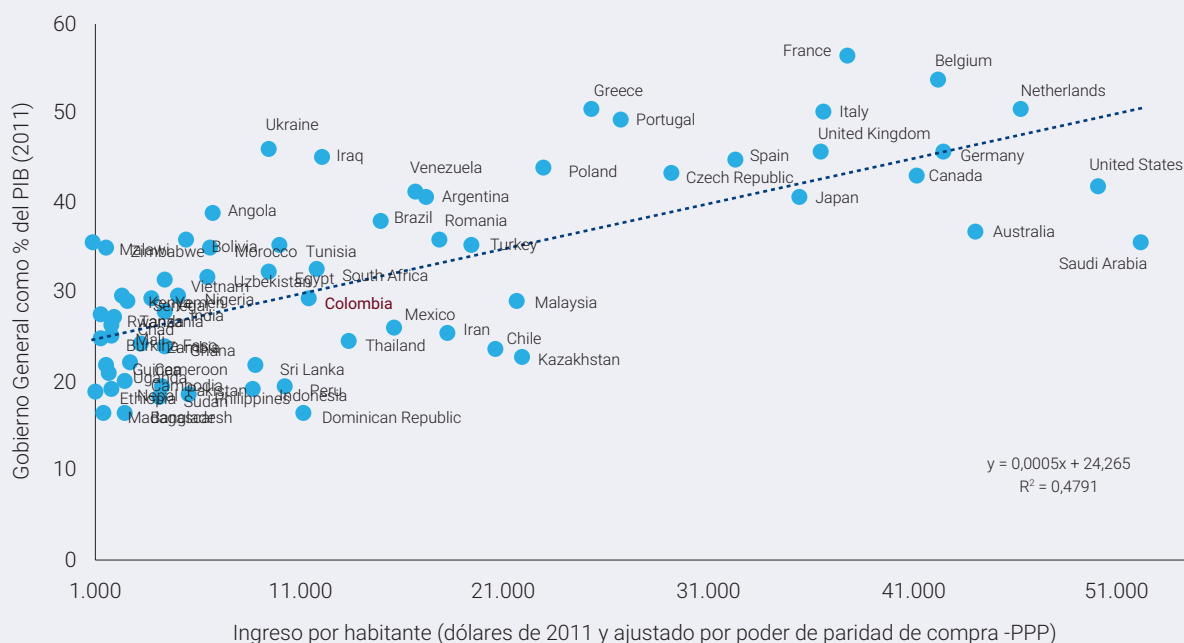


Gráfico 4

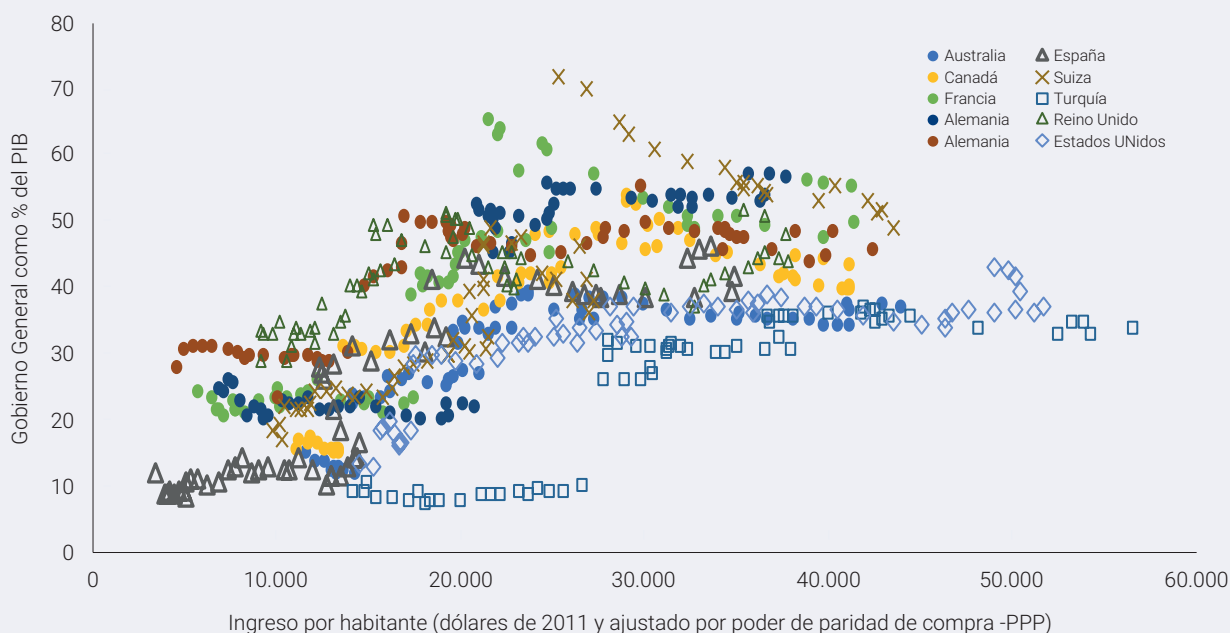
INGRESO POR HABITANTE Y TAMAÑO DEL GOBIERNO EN PAÍSES CON UNA POBLACIÓN DE MÁS DE 10 MILLONES



Fuentes: FMI, Banco Mundial y Corficolombiana.

Gráfico 5

INGRESO POR HABITANTE Y TAMAÑO DEL GOBIERNO PAÍSES OCDE



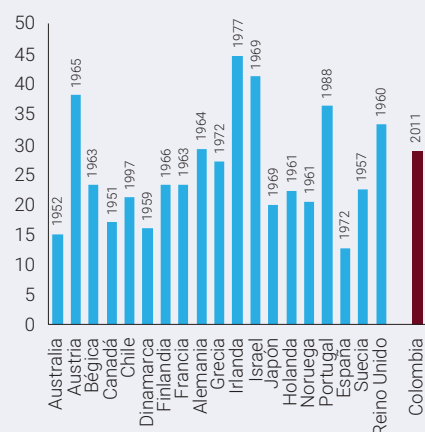
Fuentes: FMI, Banco Mundial y Corficolombiana.

espacio grande de expansión de la esfera gubernamental, dado que el tamaño promedio de Gobierno de dichos países es muy superior: el gasto público del Gobierno General como porcentaje del PIB para los países de la OCDE en 2011 fue de 45% vs 29% en Colombia. No obstante, este paralelo no tiene en cuenta las diferencias de ingreso entre países. De hecho, cuando se calcula el tamaño promedio del Gobierno de los países de la OCDE cuando tenían el mismo ingreso por habitante que tenía Colombia en 2011, se observa que era inferior: 25%. El Gráfico 5 muestra cómo el tamaño de los gobiernos de una muestra seleccionada de países aumentó en la medida que el ingreso de dichas economías crecía.

El Gráfico 6 compara el tamaño de diferentes gobiernos cuando su respectivo país tenía el mismo nivel de ingreso per cápita que Colombia en 2011. Como puede verse, la mayoría de los países, con la excepción de Austria, Irlanda, Israel, Portugal y el Reino Unido, tenían en su momento gobiernos más pequeños que el de Colombia.

Gráfico 6

TAMAÑO DEL GOBIERNO PAÍSES SELECCIONADOS OCDE CUANDO TENÍAN EL MISMO INGRESO QUE COLOMBIA EN 2011



Fuente: FMI, Banco Mundial y Corficolombiana.

El aumento del tamaño del gobierno en la medida que las economías crecen, y en particular el nivel de gasto público en los países que hoy son más ricos podría sugerir que la prosperidad de dichas naciones se debe precisamente a una expansión del gasto público. La interpretación contraria también es posible: un mayor gasto público es resultado de una economía próspera. La literatura económica ha debatido intensamente sobre la relación entre el tamaño del gobierno y el crecimiento económico.

Uno de los artículos que resume la literatura¹ muestra cómo la relación entre el tamaño del gobierno y el crecimiento económico está llena de hallazgos aparentemente contradictorios, debido en buena parte a las variaciones en las definiciones y los países estudiados. Adicionalmente, es bien sabido que resulta difícil, sino imposible, hacer afirmaciones inequívocas sobre la causalidad de una variable con respecto a la otra, dado que el gasto público responde al crecimiento y viceversa. Un aumento del gasto público puede conducir a una mayor tasa de crecimiento, cuando el efecto multiplicador del gasto en la demanda privada es superior a los costos en impuestos futuros y presentes para cubrir la expansión de obligaciones públicas. Por otro lado, una recesión económica usualmente se traduce en un mayor gasto público en la presencia de programas sociales que responda como estabilizadores automáticos, como el seguro de desempleo o subsidios a los hogares más vulnerables.

El disenso sobre la relación entre gasto público y crecimiento económico en la literatura residen tanto en los modelos teóricos como en los trabajos empíricos. En el modelo neoclásico, por ejemplo, el gasto público genera una distorsión en la economía, pero no afecta la tasa de crecimiento de largo plazo, que depende de la innovación tecnológica. En los modelos de crecimiento endógeno, los impuestos asociados al mantenimiento del gobierno pueden tener distorsiones permanentes, pero el efecto del gasto público en la innovación y el desarrollo, y, de forma más amplia, el marco institucional puede reversar dicha relación.

Los trabajos empíricos sobre este tema también arrojan resultados contradictorios. No obstante, uno de los trabajos más citados de esta literatura, el de Afonso y Furceri de 2010, muestra que para los países de la OCDE tanto el tamaño como la volatilidad del gasto público han ido en detrimento del crecimiento económico². Este trabajo analiza el período comprendido entre 1970 y 2004 y encuentra que para la muestra de países un aumento de un punto porcentual del gasto como proporción del PIB reduce la tasa promedio de crecimiento en 0,13 puntos porcentuales.

Con el fin de analizar si esta conclusión se extiende al contexto latinoamericano, construimos un panel de datos con 13 países para el período 1990- 2017, con la tasa de crecimiento del ingreso per cápita en dólares

¹ Bergh, A., & Henrekson, M. (2011). *Government size and growth: a survey and interpretation of the evidence*. *Journal of Economic Surveys*, 25(5), 872-897.

² Afonso, A., & Furceri, D. (2010). *Government size, composition, volatility and economic growth*. *European Journal of Political Economy*, 26(4), 517-532.

ajustados por el poder de paridad de compra de cada país (PPP, por sus siglas en inglés), el nivel de gasto público del Gobierno Nacional Central como porcentaje del PIB, y variables de control como el nivel de ingreso por habitante al inicio del periodo, la formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB, el nivel de apertura comercial (exportaciones más importaciones en relación al PIB), y el crecimiento de la población. Como ejercicio de robustez, analizamos también el efecto sobre el crecimiento económico medido a través del ingreso per cápita en dólares constantes.

Utilizando la misma metodología de Afonso y Furceri, tomamos ventanas de 5 años, lo cual reduce la dimensión temporal de la muestra, pero evita que fluctuaciones de corto plazo generen una relación mecánica entre gasto y crecimiento económico, en la medida que una caída de ingresos en el corto plazo puede llevar a un aumento del gasto (estabilizadores automáticos) o un aumento del coeficiente gasto/PIB por una caída del denominador. Mediante una regresión tipo panel³, analizamos el efecto del gasto público en el crecimiento económico.

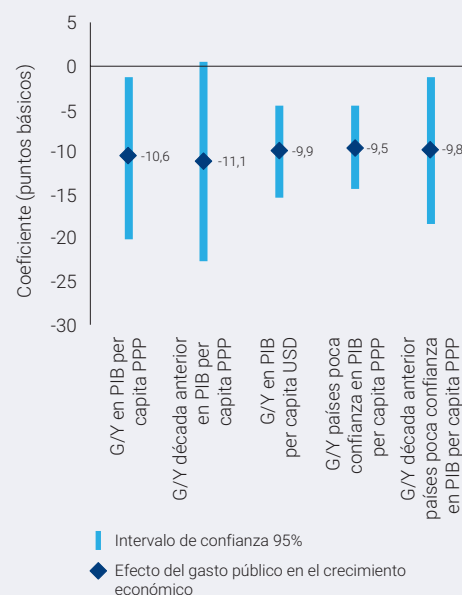
Como ejercicio de robustez, analizamos una especificación donde utilizamos la variable de gasto público rezagada 10 años, con el fin de mitigar los problemas de causalidad. Esta especificación alterna permite discutir el efecto del gasto público en la variable de crecimiento una década después, bajo el supuesto que dicho crecimiento no afectó el gasto público pasado⁴.

Los resultados de este ejercicio muestran que el aumento del gasto público en América Latina de las últimas décadas ha estado asociado a una reducción en la tasa de crecimiento de los países de la región (Gráfico 7 y Tabla 1). Un aumento de un punto porcentual en el ratio gasto público / PIB ha estado acompañado de 0,1 puntos porcentuales de menor crecimiento.

Hay un número importante de estudios que sugieren que el nivel de confianza entre los ciudadanos (trust) puede hacer que un

Gráfico 7

COEFICIENTE (PUNTOS BÁSICOS)
EJERCICIO ECONÓMETRICO DEL EFECTO
DEL GASTO PÚBLICO EN EL CRECIMIENTO



Fuente: Corficolombiana.

³ La regresión incluye efectos aleatorios y errores robustos ajustados por la heterocedasticidad entre países.

⁴ El uso de la variable de gasto rezagada mitiga la preocupación por causalidad inversa pero no la elimina por completo. Un aumento del gasto podría ocurrir frente a una previsión de un aumento del ingreso futuro, como por ejemplo en el caso de un descubrimiento petrolero, de tal forma que la variable de ingreso sea la que determina el gasto. Si bien esta posibilidad existe, esto sesgaría el ejercicio a favor de los resultados.

Tabla 1
EJERCICIO ECONOMETRICO DEL EFECTO DEL GASTO PÚBLICO EN EL CRECIMIENTO

Variables explicativas				
Gasto Público GNC / PIB	-0,11 [0.03] **			
Gasto Público GNC / PIB rezagado 10 años	-	0,11 [0.06] *		
Gasto Público GNC / PIB países con menor nivel de confianza			-0,10 [0.01] ***	
Gasto Público GNC / PIB rezagado países con menor nivel de confianza				-0,10 [0.03] **
Constante	6,08	5,88	4,65	4,03
Variables de control				
Nivel inicial PIB per cápita, Inversión/PIB, Apertura Comercial y Crecimiento de la Población				
R2 entre países	0,54	0,35	0,65	0,51
R2	0,26	0,29	0,28	0,37

*** significancia estadística 1%, ** significancia 5%, * significancia 10%.
Fuente: Corficolombiana.

sistema de bienestar con un alto gasto público sea menos costoso en materia de crecimiento porque las personas se preocupan menos por los problemas de asignación de recursos, hay menos ineficiencias en el gasto y menos problemas de evasión fiscal.

Con el objetivo de evaluar esta hipótesis analizamos si los resultados anteriores se modifican una vez que se incorpora esta dimensión. Para esto tomamos los resultados de la encuesta de valores global⁵, donde se indaga por el nivel de confianza. La pregunta específica de la encuesta es: “En términos generales, ¿diría que se puede confiar en la mayoría de las personas o que no se puede tener demasiado cuidado al tratar con las personas?”. Con base en esta encuesta, creamos una variable dicotómica para los países de América Latina que toma el valor de uno para aquellas naciones con los mayores niveles de confianza al inicio de la muestra: Argentina, Chile, México y Uruguay, y cero para el resto.

Al interactuar la variable de confianza con la de gasto se observa que los países de la muestra con mayor nivel de confianza exhiben un efecto menos adverso de la expansión de gasto público sobre el crecimiento. De hecho, al incluir la variable de confianza, el coeficiente relacionado con el gasto público es más significativo. En conclusión, este ejercicio muestra que en América Latina el aumento del gasto público ha tenido en las

⁵ <http://www.worldvaluessurvey.org/WVSCContents.jsp?CMSID=QuestDevelopment>

décadas más recientes un efecto adverso en el crecimiento económico, un efecto que resulta menor para países con alto niveles de confianza ciudadana. Este resultado es sugestivo para la actual coyuntura fiscal de Colombia. Dado que los niveles de confianza, en las instituciones y de la sociedad en general, son relativamente bajos en nuestro país, es importante que cada peso adicional de gasto público esté acompañado de una clara justificación sobre su impacto en el crecimiento. Una reflexión sobre el tamaño del Estado y la eficiencia del gasto público no solo debe hacer parte de la discusión en torno a la sostenibilidad fiscal sino también de la senda de crecimiento económico.

GRADO DE INVERSIÓN Y LOS ÍNDICES DE MERCADO DE RENTA FIJA

Ana Vera Nieto

José Ignacio López

Julio César Romero

En un escenario donde el plan de consolidación fiscal que necesita el país no ocurra, y Colombia pierda el grado de inversión, vale la pena preguntarse cómo una reducción en la calificación soberana afectaría eventualmente la actual participación de los títulos públicos en los índices internacionales de mercado de renta fija. Con el fin de analizar este escenario, examinamos que pasó con la participación en dichos índices de países como Turquía, Brasil, Sudáfrica y Rusia cuando perdieron la calificación de grado de inversión.

Al investigar estos episodios, no encontramos evidencia de cambios en las ponderaciones de los principales índices de mercados de bonos frente a los anuncios por parte de las agencias de calificación. No obstante, encontramos que la reducción en la ponderación ocurre de forma previa a los anuncios, seis meses antes de que se materialicen las reducciones en las calificaciones. En promedio, la reducción en la ponderación inicial es de dos puntos porcentuales, sin embargo, países como Brasil no han visto afectada su participación en los índices, lo que sugiere que el efecto no es necesariamente generalizado.

En los cuatro países analizados, el porcentaje de participación de inversionistas extranjeros sobre el mercado de deuda en moneda local, no se vio alterado con los anuncios de las agencias de calificación. De hecho, en un horizonte de seis meses posteriores al último pronunciamiento a la baja por parte de las calificadoras, se observa un incremento de hasta dos puntos porcentuales sobre la participación de tenencias de extranjeros. En términos generales, los aspectos que afectan las ponderaciones de los índices internacionales de renta fija están relacionados con cambios en el acceso al mercado, concentración de emisores, liquidez de los títulos y la inclusión de nuevos países en dichos índices.

En cuanto al impacto sobre el mercado de los anuncios de pérdida de grado de inversión, encontramos un efecto mixto sobre las tasas de los bonos. Algunos países presentaron desvalorizaciones de hasta 200 puntos básicos (pbs) después de seis meses de los anuncios de cambio de calificación, mientras que otros, por el contrario, mantuvieron las tasas estables. En ese sentido toma mucha relevancia la disciplina y las reformas posteriores a la pérdida del grado de inversión.

Teniendo presente estos resultados para el caso colombiano, donde los fondos extranjeros tienen cerca del 25% de los títulos locales, encontramos que, más allá de la volatilidad que se pueda presentar cuando se den anuncios de calificadoras, el efecto debería ser mixto sobre las tasas de los bonos. Sin embargo, en uno de los peores escenarios se podrían esperar desvalorizaciones de hasta 200 pbs después de seis meses de un anuncio adverso por parte de las calificadoras.

Índices internacionales de referencia en mercados de bonos de deuda pública

En el mercado global existen varios índices que sirven de referencia para las inversiones pasivas¹. Las características de los índices se describen la Tabla 1.

Tabla 1

RESUMEN DE LAS PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES DE BONOS

	GBI -EM Global JP Morgan	GBI -E Global Aggregate Index de Bloomberg Barclays	G FTSE Russell
Tipos de bonos admisibles	hard currency y moneda local	hard currency y moneda local	hard currency y moneda local, si se permiten indexados a inflación
Tamaño mínimo de emisión por títulos	No	Si	Si
Criterio de calificación crediticia	No tiene explícito, pero un país puede ser excluido si su nivel de ingreso supera el ingreso máximo para una economía clasificada como emergente (FMI) por 3 años y la calificación crediticia soberana local a largo plazo es A- o superior durante tres años consecutivos	El rango medio entre S&P, Moody's y Fitch debe ser superior a BBB-	La calificación debe ser mayor a BBB de S&P y Baa3 de Moody's
Criterio de liquidez	si	si	si
Criterio de vencimiento mínimo	Más de un año de vencimiento		
Activos bajo administración	220 millones USD	2 billones USD	2 billones USD
Impuestos	Se permiten siempre y cuando no impidan la replicabilidad del índice	si	no
Controles de capital y restricciones de inversión	no	no	no

Fuente: FTSE Russell, Barclays, JP Morgan. Arslanap, Drakopoulos, Goel y Koepke 2020. Recopilación: Corficolombiana

A continuación presentamos los detalles de cada uno de los índices:

○ Bloomberg Barclays Emerging Markets local currency government index:

Este índice está vigente desde 2008. Los principales requisitos de entrada son la accesibilidad al mercado y una capitalización de mercado mínima de 5 mil millones de dólares. El criterio de calificación mínima es que el rango medio entre S&P, Moody's y Fitch sea superior a BBB-.

¹ Una inversión pasiva es aquella que replica la asignación de activos de un índice predeterminado.

Los bonos tasa fija son elegibles para su inclusión, pero no lo son los bonos indexados a la inflación. Los países que pertenecen a este índice son: Israel, Corea, Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

○ JP Morgan Global Bond Index - Emerging Markets (GBI-EM):

Este índice está vigente desde 2005. Hay tres versiones del índice: GBI-EM broad, GBI-EM global y GBI-EM. En la versión diversificada de cada uno de estos índices, se establece un límite del 10% para cada país, para limitar el riesgo de concentración.

Los principales requisitos de entrada son la accesibilidad al mercado y otros aspectos como la estabilidad, la profundidad y la eficiencia (ver "Más allá de los fundamentales" en [Informe anual - Diciembre 4 de 2019](#)).

El criterio de calificación mínima no es explícito, pero si es claro que se puede considerar la eliminación de un país existente del índice, si su ingreso per cápita supera por tres años consecutivos el límite de ingresos (*Top Income Ceiling*) ICC para emergentes y su calificación de crédito soberano local a largo plazo (las agencias de calificación disponibles: S&P, Moody's & Fitch) es A- / A3 / A- o superior durante tres años consecutivos.

No existen límites explícitos de tamaño de mercado. Los bonos indexados a la inflación no son elegibles para el índice (solo bonos nominales de tasa fija). Los países incluidos en el índice GBI-EM Global Diversified son: Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, República Dominicana, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Uruguay.

○ FTSE Russell - Emerging markets government bond index:

Estos índices están vigentes desde 2013. El principal requisito de entrada es la accesibilidad al mercado. Los requisitos de calificación mínima son que la calificación sea mayor a BBB de S&P y Baa3 de Moodys.

El tamaño mínimo de emisión para inclusión de un título varía dependiendo del país. En el caso de los países de Latinoamérica estos límites son: Brasil: 5 mil millones de reales brasileños (excluye las participaciones del Banco Central de Brasil); Chile: 100 mil millones de pesos chilenos; Colombia: 2 billones de pesos colombianos; México: 10 mil millones de pesos mexicanos y Perú: 2 mil millones de soles.

Los países que actualmente pertenecen al índice son: Brasil, Chile, China, Colombia, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

En términos generales, los aspectos que más afectan las ponderaciones de los países en los índices son:

- Criterio de **concentración**: al reducir el peso de los emisores más grandes a un tope de 10% (caso GBI-EM DIV) y redistribuir el exceso de los otros emisores, se aumenta la exposición en aquellos que son más pequeños.
- La **liquidez** de los títulos es muy importante. En el caso de Malasia en 2017, la reducción en el índice (10% en febrero de 2016 al 6% en agosto de 2017) se dio principalmente por temas asociados a los volúmenes de negociación.
- La **inclusión de nuevos países** en los índices afecta a todos los miembros, sin que tengan que presentar cambios en los mercados de dichos países. Por ejemplo, el caso de la inclusión de China llevó a que cambiaran los pesos en todos los países miembros².

Cambios en las ponderaciones en índices de bonos, cuando los países perdieron el grado de inversión

Cuatro casos relativamente recientes nos sirven de caso de estudio (Tabla 2), en donde Rusia, Brasil, Turquía y Sudáfrica se enfrentaron a la pérdida de grado inversión por las tres agencias calificadoras en la mayoría de casos.

En el estudio de estos episodios, **encontramos que la pérdida del grado de inversión no está asociada directamente con una menor ponderación en los principales índices, ni en las tenencias de deuda pública de extranjeros.**

Los cambios en las ponderaciones en los índices de bonos se dieron, de hecho, **previo a los anuncios de rebaja en la calificación, en los seis meses anteriores a los pronunciamiento de las agencias calificadoras, con una disminución promedio de 2%.** En el caso del índice GBI-EM JP Morgan, en la muestra de países analizados las ponderaciones se redujeron 2 puntos porcentuales (p.p.) en promedio, desde los seis meses previos al anuncio

Tabla 2

RESUMEN DE ANUNCIOS DE CALIFICADORAS

	1er reducción	2do reducción	3er reducción
Rusia	S&P: Ene-15	Moody's: Feb-2015	NO
Brasil	S&P: Sep-2015	Fitch: Dic-2015	Moody's: Feb-2016
Turquía	S&P: Jul-2016	Moody's: Sep-2016	Fitch: Ene-2017
Sudáfrica	S&P: Abr-2017	Fitch: Abr-2017	Moody's: Mar-2020

Fuente: Recopilado Corficolombiana.

² Según cálculos de (Arslanap, Drakopoulos, Goel y Koepke 2020), la inclusión de China en otros índices puede llevar a que otros mercados emergentes tenga salidas de alrededor de 1-3 mil millones de dólares, debido al reequilibrio mecánico de las ponderaciones del índice.

(Gráfico 1). De manera similar en el índice Barclays, la reducción fue de 1 p.p. (Gráfico 2). Después del anuncio la ponderación se mantuvo sin cambios en ambos casos. No obstante, este efecto no es generalizado a todos los episodios: Brasil no se vio afectado.

Así mismo, cuando se examinan los cambios en la participación de fondos extranjeros en las tenencias de bonos en moneda local, éstas se empiezan a reducir desde seis meses antes del anuncio, entre 1 y 2 p.p., pero en los siguientes tres meses a la fecha del cambio de calificación los niveles se restablecen a las ponderaciones iniciales (Gráfico 3).

Impacto en mercado

Encontramos que cuando se pierde el grado de inversión, el efecto es mixto sobre las tasas de los bonos (Gráfico 4).

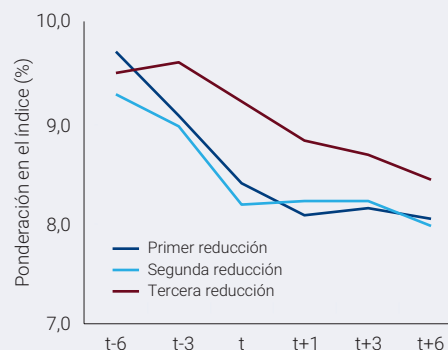
- Las tasas subieron en Turquía y Brasil, con incrementos de hasta 200 pbs en los seis meses siguientes al cambio de calificación
- Las tasas bajaron o se mantuvieron estables en Rusia y Sudáfrica.

Conclusión

Extrapolando el caso de estudio para Colombia -donde es posible que se pierda el grado de inversión debido a las mayores necesidades fiscales y los retos en la recuperación económica del próximo año- consideramos que, más allá de la volatilidad que se pueda presentar cuando se den anuncios de las calificadoras, el efecto sería mixto sobre las tasas de los bonos. Sin embargo, en el peor escenario esperamos desvalorizaciones de hasta 200 pbs después de seis meses de los anuncios de cambio de calificación, mientras que en el mejor de los casos -donde se evita la pérdida del grado de inversión por parte de las tres agencias (como en el caso de Rusia)- esperamos valorizaciones de hasta 250 pbs en los bonos locales. Este último escenario sería materializaría si se da un ajuste fiscal ordenado que garantice la sostenibilidad de las finanzas públicas a mediano plazo.

Gráfico 1

CAMBIO EN ÍNDICE GBI-EM JP MORGAN
CAMBIOS DE CALIFICACIÓN A GRADO
ESPECULATIVO

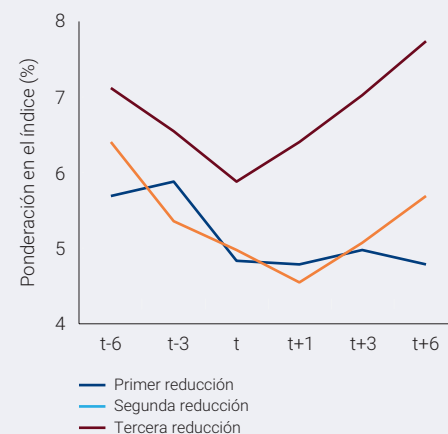


t=momento de reducción de calificación, 1,3, 6 hacen referencia a meses adelante y atrás; Promedio de ponderación de Rusia, Brasil, Turquía y Sudáfrica.

Fuente: JP Morgan. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 2

CAMBIO EN ÍNDICE BARCLAYS POR
CAMBIOS DE CALIFICACIÓN A GRADO
ESPECULATIVO

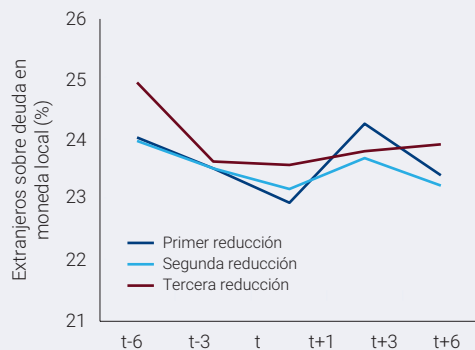


t=momento de reducción de calificación, 1,3, 6 hacen referencia a meses adelante y atrás; Promedio de ponderación de Rusia, Brasil, Turquía y Sudáfrica.

Fuente: Barclays. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 3

CAMBIO EN LA PARTICIPACION DE EXTRANJEROS SOBRE DEUDA LOCAL POR CAMBIOS A CALIFICACIÓN GRADO ESPECULATIVO

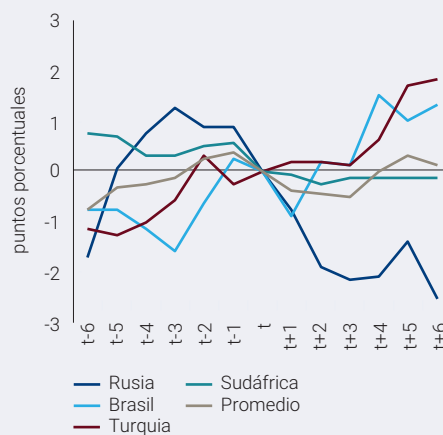


t=momento de reducción de calificación, 1,3, 6 hacen referencia a meses adelante y atrás; Promedio de ponderación de Rusia, Brasil, Turquía y Sudáfrica.

Fuente: Ministerio de Finanzas. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 4

CAMBIO EN TASAS BONO DE 10 AÑOS POR PERDIDA DE GRADO DE INVERSIÓN



t=momento de reducción de calificación; 1,3, 6 hacen referencia a meses adelante y atrás. Promedio de ponderación de Rusia, Brasil, Turquía y Sudáfrica.

Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana.

RESUMEN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p
ACTIVIDAD ECONÓMICA						
PIB nominal (Billones de pesos)	863,8	920,5	985,9	1054,3	1003,9	1084,6
PIB nominal (Miles de millones de dólares)	282,9	311,9	333,3	321,2	267,9	303,1
Crecimiento real anual						
PIB (%)	2,0	1,4	2,5	3,3	-7,1	5,3
Consumo Privado (%)	1,7	2,1	3,0	4,5	-6,7	5,1
Consumo Público (%)	2,4	3,8	7,0	4,3	2,2	3,1
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	-2,7	1,9	1,5	4,3	-17,2	7,3
Exportaciones (%)	-1,2	2,5	0,9	2,6	-17,8	6,1
Importaciones (%)	-7,3	1,2	5,8	8,1	-17,2	5,5
Contribuciones (puntos porcentuales)						
Consumo Privado (p.p.)	1,1	1,4	2,5	3,1	-4,6	3,5
Consumo Público (p.p.)	0,3	0,5	0,8	0,7	0,3	0,5
Formación Bruta de Capital Fijo (p.p.)	-0,7	0,4	0,3	0,9	-3,7	1,4
Exportaciones (p.p.)	0,0	0,4	0,6	0,4	-2,8	0,8
Importaciones (p.p.)	0,8	-0,3	-1,6	-1,8	3,7	-1,1
PRECIOS						
Inflación, fin de año (%)	5,80	4,01	3,18	3,80	1,70	3,07
Inflación, promedio anual (%)	7,50	4,30	3,24	3,52	2,50	2,60
Salario mínimo mensual (Miles de pesos)	689,46	737,72	781,24	828,12	877,80	899,75
Salario mínimo, variación anual (%)	7,0	7,0	5,9	6,0	6,0	2,5
TASAS DE INTERÉS						
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	7,50	4,75	4,25	4,25	1,75	2,50
DTF E.A., fin de año (%)	6,86	5,21	4,54	4,48	1,96	2,62
Bonos gubernamentales a 10 años (TES 2024), fin de año (%)	6,90	6,10	6,14	6,20	3,80	4,55
FINANZAS PÚBLICAS						
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-4,0	-3,6	-3,1	-2,5	-9,0	-7,3
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	-1,0	-0,7	-0,3	0,7	-5,7	-4,1
Deuda bruta GNC (% PIB)	46,0	47,0	49,8	50,2	64,0	67,2
SECTOR EXTERNO						
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	3.002	2.984	3.249	3.297	3.629	3.544
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	3.053	2.951	2.958	3.282	3.748	3.579
Exportaciones de bienes, FOB (Miles de millones de dólares)	34,1	39,8	44,4	42,3	34,2	35,4
Importaciones de bienes, FOB (Miles de millones de dólares)	43,2	44,2	49,5	50,8	41,5	42,8
Balanza comercial (Miles de millones de dólares)	-9,1	-4,4	-5,1	-8,5	-7,3	-7,4
Cuenta corriente de la balanza de pagos (Miles de mill. de dólares)	-12,0	-10,2	-13,1	-13,7	-9,3	-10,3
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-4,3	-3,3	-4,0	-4,3	-3,3	-3,5
Inversión extranjera directa (Miles de millones de dólares)	13,8	13,8	11,5	14,3	10,2	12,0
Inversión extranjera directa (% PIB)	4,9	4,4	3,5	4,5	3,4	3,6
Reservas internacionales (Miles de millones de dólares)	46,7	47,6	48,3	53,1	56,7	57,2

Fuente: Banco de la República, DANE, Ministerio de Hacienda. Estimaciones Corficolombiana.

EQUIPO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

José Ignacio López, PhD

Director Ejecutivo

Jose.lopez@corficolombiana.com

ESTRATEGIA MACROECONÓMICA

Julio César Romero

Economista Jefe

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

maria.contreras@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones

juan.pardo@corficolombiana.com

María Paula Campos

Practicante de Investigaciones Económicas

maria.campos@corficolombiana.com

RENTA VARIABLE

Andrés Duarte Pérez

Gerente de Renta Variable

andres.duarte@corficolombiana.com

Roberto Paniagua

Analista Renta Variable

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

daniel.duarte@corficolombiana.com

FINANZAS CORPORATIVAS

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra

Analista Inteligencia Empresarial

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

daniel.espinosa@corficolombiana.com

-Advertencia-

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente telefónicamente o a través de este medio.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana S.A. no extiende ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana no asume responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

La información contenida en el presente documento fue preparada sin considerar los objetivos de los inversionistas, su situación financiera o necesidades individuales, por consiguiente, ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría, recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción. La referencia a un determinado valor no constituye certificación sobre su bondad o solvencia del emisor.

Corficolombiana S.A. no asume responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

-Certificación del analista-

El (los) analista(s) que participó (aron) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que se encuentra(n) libre de influencias externas. El (los) analista (s) también certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación u opinión específica presentada en este informe.

-Información relevante-

Algún o algunos miembros del equipo de Investigaciones Económicas poseen inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

Corficolombiana S.A. o alguna de sus filiales ha tenido, tiene o posiblemente tendrá inversiones en activos emitidos por alguno de los emisores mencionados en este informe, su matriz o sus filiales.

Las acciones de Corficolombiana S.A. se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de la Corficolombiana S.A..

Corficolombiana S.A. hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública.

Alguno de los emisores mencionados en este informe, su matriz o alguna de sus filiales han sido, son o posiblemente serán clientes de Corficolombiana S.A. o alguna de sus filiales.

Alguno de los emisores mencionados en este informe, su matriz o alguna de sus filiales han sido, son o posiblemente serán clientes de Grupo Aval Acciones y Valores S.A. o alguna de sus filiales.

Perspectivas Económicas 2021

CON LA ECONOMÍA NO SE JUEGA



Descargue el informe [aquí](#)

investigaciones.corficolombiana.com

www.corficolombiana.com