



## PERSPECTIVAS ECONÓMICAS CORFICOLOMBIANA PROYECCIONES 2022: TURBULENCIA EN EL DESPEGUE

DICIEMBRE 2 DE 2021

DIRECTOR GENERAL | José Ignacio López

EDITOR GENERAL | Julio César Romero

ANALISTAS | Gabriela Bautista

Andrés Duarte Pérez María Paula González José Ignacio López José Luis Mojica Juan Camilo Pardo Laura Daniela Parra Julio César Romero

PORTADAS E INFOGRAFÍAS Dementes abiertas SAS

DIAGRAMACIÓN Consuelo Lozano González

consuelo.lozano@formasfinales.com

IMPRESIÓN CitySphera S.A.S.

Bogotá, Colombia Diciembre de 2021

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. 2021 Todos los derechos reservados ©



## PERSPECTIVAS ECONÓMICAS CORFICOLOMBIANA PROYECCIONES 2022: TURBULENCIA EN EL DESPEGUE

DICIEMBRE 2 DE 2021

### CONTENIDO

EDITO	RIAL: TURBULENCIA EN EL DESPEGUE	7
I. BA	LANCE 2021: LECCIONES DE LA PANDEMIA	
l.1.	CONTEXTO EXTERNO: CRECIMIENTO CON INFLACIÓN	17
	RECUADRO I.1. VACUNACIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	
	RECUADRO I.2. ESTÍMULO FISCAL Y RECUPERACIÓN: KEYNES EN LA UCI	
1.2.	ACTIVIDAD ECONÓMICA: RECUPERACIÓN EN V	36
	RECUADRO I.3. MERCADO LABORAL: RECUPERACIÓN CON REZAGO	
1.3.	ACTIVIDAD SECTORIAL: A DIFERENTES VELOCIDADES	44
1.4.	INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: CAMBIO DE CICLO	55
1.5.	POSICIÓN FISCAL: OPORTUNIDAD PERDIDA	59
1.6.	MERCADO CAMBIARIO: INCORPORANDO RIESGOS	68
II. PEI	RSPECTIVAS 2022: TURBULENCIA EN EL DESPEGUE	
II.1	CONTEXTO EXTERNO: VIENTOS EN CONTRA PARA EL CRECIMIENTO	78
	RECUADRO II.1. INFLACIÓN DE COSTOS: LA TORMENTA PERFECTA	
	RECUADRO II.2. CRISIS ENERGÉTICA MUNDIAL Y EL ÚLTIMO BAILE DEL PETRÓLEO	
11.2	ACTIVIDAD ECONÓMICA Y MERCADO LABORAL: TURBULENCIA EN EL DESPEGUE	103
	RECUADRO II.3. CAMBIO EN PATRONES DE COMERCIO EXTERIOR Y OPORTUNIDADES SECTORIALES	
11.3	PERSPECTIVAS SECTORIALES 2021: CAMBIO DE MOTORES DE CRECIMIENTO	113
11.4	INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: VOLANDO ALTO	121
	RECUADRO II.4. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN E IBR: MERCADO VS ANALISTAS	
11.5	POSICIÓN FISCAL: INICIA EL AJUSTE	128
	RECUADRO II.5. ENAJENACIONES 2022: CUESTA ARRIBA	
11.6	MERCADO CAMBIARIO: INCERTIDUMBRE GARANTIZADA	144
11.7	MERCADO DE DEUDA: TIEMPOS DIFÍCILES	150
11.8	ÍNDICES DE PONDERACIÓN ACCIONARIA POR FACTORES FUNDAMENTALES - PAFF CORFICOLOMBIANA	158
DECLIN	MENI DE DDOVECCIONES ECONÓMICAS	172

### Editorial: turbulencia en el despegue

José Ignacio López

La economía global despegó en 2021 a toda velocidad, propulsada por la campaña de vacunación en buena parte del mundo desarrollado. Este año será recordado por el rebote de muchas economías. Una recuperación en V. Con los datos disponibles al momento de escribir este informe, el PIB mundial supera en un 1% los niveles de actividad prepandemia.

China, a pesar de haber sido el epicentro inicial de la pandemia, no experimentó una contracción de su economía en 2020, y exhibe a cierre de este año un crecimiento de 11% frente a 2019. Estados Unidos, por su parte, ya cuenta con un nivel de actividad económica superior en 2% al que tenía hace un par de años. De acuerdo con las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), una buena parte de economías retornarán a sus niveles de ingreso prepandemia a finales de 2021. No obstante, estas cifras esconden lo desbalanceado del decolaje de la economía global.

En contraste con la contracción económica en 2020, sincronizada como nunca en la historia, la recuperación ha sido dispareja, como resultado de la capacidad limitada de muchas economías de amortiguar la caída en ingresos con políticas contracíclicas, y la disparidad en el acceso a las vacunas. Además de ser recordado como el año del rebote económico, 2021 podrá pasar a la historia como testimonio de la falta de liderazgo global y del bajo nivel de cooperación y coordinación entre países.

Los países desarrollados, además de haber sido pioneros en el desarrollo y aplicación de las vacunas, han implementado generosos paquetes de estímulo fiscal. A los dos lados del Atlántico, además de los paquetes de rescate del año pasado, se suma ahora un plan de infraestructura por 1,2 billones de dólares en Estados Unidos, mientras en Europa se aprueba el presupuesto de largo plazo, que junto al programa conocido como Siguiente Generación (*Next Generation*), implicará una expansión adicional del gasto público. La composición



y el tamaño de los paquetes fiscales, en particular en Estados Unidos, han generado controversia, incluso al interior del partido Demócrata. En un análisis que presentamos en este informe, con información para 159 países, encontramos que no hay una relación manifiesta entre el tamaño del impulso fiscal entre 2020 y 2021 y el avance en la recuperación económica de cada país. Esto sugiere que, para buena parte de las economías, el rebote en actividad se explica por otras variables, como el avance en la vacunación, el manejo de la pandemia o la eficiencia en el uso de los recursos públicos, y no de manera distintiva por el tamaño de los estímulos fiscales.

El aumento de gasto público en Estados Unidos ha generado una presión sobre los precios al consumidor a nivel global. Estamos ante lo que en este informe hemos denominado la **tormenta perfecta en materia de inflación**. El aumento de los precios al consumidor en muchas latitudes no solo se explica por el efecto base, fruto de la deflación observada el año pasado, sino es además resultado de una serie de cuellos de botella en el transporte y distribución de mercancía que han desnudado la fragilidad de las cadenas logísticas globales, con la presión adicional de un patrón de consumo sesgado hacia los bienes, en detrimento del sector servicios. Este año será recordado, además del rebote económico, como el año de la vuelta en escena de la inflación global.

Al aumento de los precios en los costos logísticos y de materias primas, se le suma la preocupación de una inflación salarial, en particular en las economías desarrolladas, que se explica, por la recuperación económica y un desbalance entre la oferta y la demanda laboral. La Organización Internacional de Trabajo (OIT) estima que las horas de trabajo a nivel global cayeron 3,5% durante el primer semestre de este año, frente al cierre de 2019. Lo que resulta paradójico es que, a pesar de esta caída en el número de horas y del aumento en la tasa de desempleo en muchas economías, firmas en países desarrollados y emergentes reportan tener serias dificultades a la hora de llenar algunas vacantes, en particular en tareas que requieren competencias tecnológicas. Esto refleja un desajuste entre oferta laboral y las habilidades y el tipo de trabajadores que las empresas demandan. Si a esto le sumamos los generosos subsidios en los



países desarrollados, y el aumento en el número de personas que se han retirado del mercado laboral en Estados Unidos, no sorprende que el desequilibrio estructural entre oferta y demanda de trabajo esté contribuyendo al aumento de precios, y que sea un factor clave en la propagación del choque inflacionario causado por los cuellos de botella logísticos de cara a 2022.

Frente a este aumento de la inflación global, las perspectivas en materia de política monetaria han dado un viraje importante. Los mercados esperaban hasta hace poco un 2022 en pausa en las tasas de interés de política en la mayoría de los países desarrollados, pero ahora se enfrentan a una posible turbulencia como resultado de un panorama donde la Reserva Federal de los Estados Unidos se vería forzada a incrementar sus tasas en dos o tres ocasiones y tan pronto como marzo. En nuestro escenario base, esperamos que el inicio del proceso de normalización de tasas en Estados Unidos no ocurra sino hasta el segundo semestre del 2022. No obstante, en la medida que la inflación en Estados Unidos, que en su registro más reciente superó el 6%, no muestre una corrección, los mercados contemplarán un escenario de alza de tasas más agresivo, y una mayor presión sobre los Bancos Centrales de otras economías, en particular las emergentes, para acelerar el actual ritmo de normalización de la política monetaria.

En este contexto de cielo nublado, a raíz del aumento de la inflación global y eventualmente de las tasas de interés en Estados Unidos, así como del regreso intermitente de olas de contagio en diferentes latitudes y el temor de nuevas variantes del COVID-19, Colombia se prepara para continuar en 2022 el despegue económico que vivimos este año.

La economía colombiana no estuvo exenta de sobresaltos en 2021, pero el balance es a todas luces favorable. La tasa de crecimiento del PIB para este año estará cercana al 9,7%, lo cual dejará el ingreso de la economía casi un 3% por encima de los niveles prepandemia. Este despegue económico ha estado impulsado por el consumo de los hogares, la principal turbina de la recuperación. Del crecimiento acumulado de 10,3% durante los tres primeros trimestres del año,



el consumo privado explica 10,4 puntos porcentuales, mientras la inversión fija es responsable de solo 1,9 puntos porcentuales. Las exportaciones netas contribuyen negativamente y explican la diferencia.

Estimamos que el gasto de las familias colombianas se expanda 13,1% en 2021 frente a 2019, haciendo que su peso en el tamaño de la economía aumente de un 69% a un 73% para dicho período.

La recuperación en 2021 tiene un perfil similar en ese aspecto al crecimiento que vimos en 2019: una economía propulsada por el consumo a pesar de un mercado laboral poco dinámico. En esta oportunidad son varias las explicaciones a este fenómeno. La primera tiene que ver con el influjo de remesas al país. Colombia se ha convertido en unos de los países de la región con mayor participación de las transferencias de los trabajadores en el exterior como proporción de su economía. Las remesas, que desde temprano en la pandemia se vieron favorecidas por los paquetes de estímulo fiscal en Estados Unidos y Europa, cerrarían este año en un nivel cercano a los 8 mil millones de dólares, aproximadamente un 68% de los ingresos de exportaciones petroleras.

Al crecimiento de las remesas se le suma los ingresos por la cosecha cafetera- con precios en máximos históricos-, la rápida recuperación del crédito de consumo, una reducción de los giros de los inmigrantes venezolanos hacia su país – lo que implica un mayor consumo doméstico- y el uso en 2021 del exceso de ahorro acumulado durante el período de confinamiento en 2020 por los hogares que no sufrieron una caída importante de sus ingresos, pero tuvieron un menor gasto, en particular en el rubro de servicios. Dicho ahorro superó los 26 billones de pesos en el tercer trimestre de 2020, para luego caer a un nivel de 1 billón durante el segundo trimestre de este año.

La demanda doméstica también ha estado impulsada por una creciente participación del gasto público, que durante el tercer trimestre representó el 18,2% del PIB, un nivel significativamente superior al observado antes de la pandemia de 15,6% en el cuarto trimestre de 2019. El aumento del gasto del Gobierno durante el tercer trimestre, de 11,4% y 22,8% frente a los mismos periodos de 2020 y 2019,



respectivamente, se explica parcialmente por el incremento salarial de 2,6% de los funcionarios públicos y su pago retroactivo imputado en su totalidad en dicho trimestre, y sugiere que el impulso fiscal ya no solo obedece a una política contracíclica. Nuestras estimaciones indican que el gasto realizado en atención en salud y para adquirir las vacunas contra el COVID-19 explica menos de un tercio del crecimiento del gasto público en 2021.

La inversión privada, por su parte, si bien se ha recuperado en lo corrido de 2021, sigue rezagada. Un primer intento de recuperación de este rubro se vio frustrado por el Paro Nacional en el segundo trimestre, cuando la formación bruta de capital fijo se contrajo 14% frente al primer trimestre de 2021. A este choque negativo, lo ha relevado el aumento de los costos de producción y la dificultad en el aprovisionamiento de insumos, que representa un riesgo para la recuperación de la inversión en un contexto de menores márgenes de utilidad. De manera desagregada, la inversión en construcción de edificaciones no residenciales y obras civiles es la de menor dinamismo.

En línea con el rebote de la economía colombiana en 2021, todos los sectores registraron crecimientos positivos. Sin embargo, **la magnitud de la recuperación fue heterogénea**. Con cifras a septiembre, el sector terciario (servicios) estaba 6,7% por encima de niveles prepandemia, mientras que los sectores primarios (agro y mineroenergético) y secundario (manufactura y construcción) repuntaron a una velocidad más lenta y se ubicaban 7,9% y 3,1% por debajo de sus niveles previos a la llegada del COVID-19.

El mejor desempeño de la economía también ha tenido un efecto positivo sobre las cuentas fiscales. **Proyectamos que el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central cerrará este año en un 8,2% del PIB**, inferior al 8,6% anticipado por el Ministerio de Hacienda, por cuenta de un mayor recaudo tributario asociado al rebote de la economía.

Para 2022 esperamos que la economía colombiana continúe en su proceso de recuperación. La economía continuará su ascenso. No obstante, este despegue tendrá que enfrentar viento cruzado. **Una turbulencia asociada al aumento de precios, tanto a nivel global** 



como doméstico, unas tasas de interés al alza y la incertidumbre asociada al proceso electoral y a la pandemia, que quizás se convierta en una endemia.

Pese a esto retos, somos optimistas. A pesar de la turbulencia, estimamos que Colombia tendrá un crecimiento de 5% en 2022, lo que llevaría a nuestro país a tener a finales del próximo año un nivel de ingreso superior en 7% al de prepandemia, uno de los más altos de la región y solo comparable a la recuperación proyectada para Chile. Esta senda de crecimiento presupone una recomposición de las fuentes de crecimiento, donde la turbina del consumo pierde potencia, pero es sustituida por la inversión privada y las exportaciones, y un resultado electoral en donde el modelo económico del país no se ve comprometido.

Elaumento de la inflación global y su efecto sobre la postura monetaria de la Fed tendrá un efecto adverso en los mercados financieros y la velocidad a la cual el Banco de la República normalice sus tasas de interés. El peso colombiano y los TES ya vienen sufriendo el malestar de los mercados financieros internacionales con la posibilidad de un aumento temprano de tasas en Estados Unidos. Es previsible que esta discusión marque el ritmo de los mercados locales durante el primer trimestre y veamos el tipo de cambio por encima de los 4 mil y una curva de TES presionada al alza. Superada la turbulencia, vemos espacio para una corrección en el mercado de deuda pública con tasas de 5,5% para los TES 2024, 7% para los 2028 y 7,5% en la referencia 2032 hacia finales de 2022. El peso podría buscar un nivel de 3.712 para cierre de 2022, después de alcanzar niveles superiores a 4.050 durante el primer trimestre.

A la incertidumbre internacional se le sumaría una inflación local persistente y por encima del 4% en buena parte del año, lo cual obligaría al Banco de la República a elevar su tasa de intervención en 225 puntos básicos (pbs), con aumentos de 50 pbs en las reuniones de enero y marzo, y cinco incrementos adicionales en las reuniones siguientes, de forma que la tasa de referencia cerraría el año en 5,25%, el nivel más alto desde 2017. Bajo este escenario, la tasa de interés real ex-post, descontando la inflación que proyectamos,



alcanzaría terreno positivo a partir de mayo y ascendería a 1% al cierre de 2022, su máximo desde 2019, pero aún en un nivel inferior a la tasa de interés real natural, y por tanto seguirá siendo expansiva.

El aumento de las tasas de interés, un peso débil en la primera parte del año, un menor nivel de ahorro, una inflación persistente y una reducción en el ritmo de crecimiento de remesas e ingresos cafeteros, llevaría a una moderación del consumo de los hogares en 2022, que crecería 4,1% frente a este año. En materia de gasto público, anticipamos una dinámica más lenta en 2022 como resultado de un menor espacio para mantener el actual estímulo fiscal. Así, proyectamos que el consumo del Gobierno pasará de crecer 12,1% en 2021 -la cifra más alta desde que hay información- a 5,4% en 2022.

Nuestro escenario base contempla que la inversión seguirá rezagada frente a los otros componentes de la demanda agregada en la antesala de las elecciones en Colombia y dado el contexto de tasas al alza, tanto locales como externas. No obstante, **una vez se disipe la incertidumbre política y se aclare el panorama global, esperamos que la formación bruta de capital fijo, se acelere**, alcanzando en 2022 una tasa de crecimiento de 5,8% frente a 2021, y retornando así a sus niveles prepandemia. Vale advertir que a pesar de la mayor dinámica que esperamos para la inversión privada, en particular durante el segundo semestre de 2022, este componente habrá disminuido su peso relativo en la economía a 20,1% del PIB al cierre de 2022 de 21,2% a finales de 2019, un nivel que luce insuficiente para elevar el crecimiento potencial de la economía.

Un avance adicional en la normalización del sector servicios, el crecimiento de la economía, y las medidas de apoyo de creación de empleo formal para los jóvenes y otras poblaciones, ayudarán a que el mercado laboral continúe en su proceso de recuperación en 2022 con un descenso de la tasa promedio de desempleo a 12,7% frente al 13,8% estimado para 2021.

En materia fiscal, vemos un descenso del déficit del Gobierno Nacional Central a un nivel de 6,7% del PIB, como resultado de un aumento en el recaudo tributario por efecto de mayor crecimiento



y gestión de la DIAN, y una reducción por 5,1 billones en el pago de intereses debido a los canjes de deuda. Si el Gobierno logra hacer efectivo su plan de enajenaciones para 2022, el déficit fiscal podría ser más bajo y alcanzar 6,4%. Esta cifra es consistente con ingresos por enajenaciones que serían en el mejor de los casos de 3,6 billones -según nuestro ejercicio de valoración-, la mitad del plan inicial del Gobierno, y que comprendería la venta de seis distribuidoras eléctricas ubicadas en los departamentos de Meta, Huila, Nariño, Caquetá, Chocó y Cauca. El recaudo asociado a la reciente reforma tributaria para el próximo año, Ley de Inversión Social No 2155 del 14 de septiembre de 2021, sería aproximadamente 2,3 billones, inferior a la meta de 3,4 billones del Marco Fiscal de Mediano Plazo de este año.

Respecto a las cuentas externas, anticipamos un incremento más acelerado de la demanda de nuestros socios comerciales que de la demanda interna, lo cual se reflejaría en un crecimiento más acelerado de las exportaciones relativo a las importaciones. En efecto, nuestro escenario base contempla un crecimiento real de las exportaciones de 13% en 2022, favorecidas por el buen comportamiento de los precios de las materias primas y la superación de los obstáculos a la producción del sector minero energético. Entre tanto, la desaceleración de la demanda interna se reflejaría en un menor desempeño de las importaciones, que aumentarían 9,7% de acuerdo con nuestras estimaciones. Así las cosas, vaticinamos una reducción en el desbalance comercial principalmente por un menor déficit en bienes, lo cual contribuiría a una disminución del déficit en cuenta corriente a 4,4% del PIB.

En conclusión, **nuestras proyecciones describen un panorama positivo para 2022, pero con un inicio de año lleno de retos**. El año pasado, en este mismo informe, advertimos que con la economía no se juega. Desafortunadamente, al momento de tomar decisiones en materia fiscal esto no ocurrió. La discusión de la reforma tributaria no fue rigurosa, ni ponderada. Parte del establecimiento político usó dicho episodio para hacer proselitismo y demagogia, manipulando el descontento popular para avanzar en proyectos políticos personales, pero no en la construcción de país. La estrepitosa caída de la reforma tributaria fue determinante para que Colombia perdiera el



grado de inversión y la prima de riesgo de nuestro país aumentara en casi 100 puntos básicos.

Este año, buena parte de la turbulencia vendrá del contexto externo y del nerviosismo de los mercados financieros internacionales. Frente a esto es poco lo que podemos hacer, más allá de una buena gestión de riesgos - como discutimos en detalle en nuestro informe especializado de Finanzas Corporativas- y de un manejo prudencial de la política monetaria y fiscal. No obstante, sí es responsabilidad de todos elegir un nuevo Congreso y Gobierno. Evitar, por ejemplo, un Congreso plagado de populismo, es una turbulencia que podemos y debemos evitar. Está en nuestras manos. Confiamos que cuando hagamos el balance de lo ocurrido en 2022, podamos decir que Colombia piloteó con habilidad el despegue y la seguridad del vuelo, en materia económica o de las instituciones, no estuvo nunca comprometida por la turbulencia.



# EL INFORME EN Pocas cifras

### 5 de nuestras proyecciones

- Colombia tendrá un crecimiento de 5% en 2022.
- La inflación en 2022 cerrará en 4,2% y las tasas del Banco de la República en 5,25%
- El déficit fiscal del Gobierno Nacional Central será de 8,2% y 6,7% para 2021 y 2022, respectivamente.
- Los TES tendrán una recuperación en 2022, una vez se aclare el panorama de tasas internacionales y de las elecciones locales, con el título 2028 en 7% a finales de 2022
- El peso finalizará 2022 en 3.712, después de alcanzar niveles cercanos a 4.100 durante el primer trimestre.

### 5 cifras destacadas

- El consumo de los hogares en Colombia pasará a representar 73% del tamaño de la economía a finales del 2021, cuando en 2019 representaba el 69%.
- Las remesas de los trabajadores colombianos alcanzarán la cifra de 8 mil millones de dólares en 2021, equivalente a un 68% de los ingresos por exportaciones de petróleo para el mismo año.
- El ahorro de los hogares colombianos se redujo a un 1 billón durante el segundo trimestre de este año tras alcanzar un máximo de 26 billones en el tercer trimestre de 2020.
- El consumo global de energía se abastece en un 80% a partir de combustibles fósiles y un 15% a partir de renovables, pero la inversión en los primeros cayó un 40% en el último lustro
- El consumo del Gobierno en términos reales crecerá 12,1% en 2021 frente a 2020, la cifra más alta desde que hay información.

### 5 datos que sorprenden

- Los mercados financieros han sido históricamente mejores a la hora de predecir la inflación y el movimiento de tasas de interés en Colombia que los analistas económicos.
- ➤ Un aumento de 1 punto porcentual en el Índice de Precios al Productor (IPP) ha generado históricamente un incremento de hasta 0,5 puntos porcentuales en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) con la mayor transmisión en el mes 14 después de un choque.
- El crecimiento de la economía colombiana en 2021 es comparable con países que aplicaron en promedio 95 dosis por cada 100 habitantes durante el primer semestre, a pesar de que en Colombia se aplicaron menos de la mitad de esas dosis (40 por cada 100 habitantes).
- Los 7,1 billones que el Gobierno espera recibir en 2022 por concepto de enajenaciones se podrían obtener con la venta de la cuarta parte de CENIT.
- En el mercado accionario colombiano, los índices de ponderación fundamental, como nuestro índice PAFF ®, pueden lograr consistentemente un mejor desempeño frente a los índices tradicionales de capitalización.









La economía global se recuperó en 2021 al impacto adverso de la pandemia, logrando una transición más rápida de lo previsto a la nueva normalidad gracias al avance en el proceso de vacunación y a la continuidad de políticas económicas expansivas. No obstante, la recuperación fue heterogénea entre países, debido a la desigualdad en la disponibilidad y aplicación de dosis, así como al levantamiento desincronizado de las restricciones a la movilidad.

Una de las mayores sorpresas de este año fue el surgimiento acelerado de la inflación, debido a la coincidencia de varios eventos, tales como la disrupción en las cadenas globales de abastecimiento, el aumento en los precios de las materias primas y el fuerte repunte de la demanda en la medida que se fueron levantando los confinamientos. Aunque el choque de oferta que presionó al alza los fletes de transporte marítimo y los costos de los insumos se consideraba transitorio, lo cierto es que fue prolongándose al punto de impulsar un brote generalizado de la inflación en todo el mundo.

En consecuencia, los bancos centrales empezaron a retirar el estímulo monetario durante el segundo semestre, antes de lo que se esperaba. En EEUU, la Fed empezó a reducir su programa de compra de activos en septiembre, mientras que en los países emergentes tuvo lugar un aumento en las tasas de interés. La expectativa de que esto continúe en los próximos meses impulsó fuertes desvalorizaciones de los mercados de renta fija y episodios de aversión al riesgo a nivel global, llevando a un fortalecimiento global del dólar especialmente frente a divisas de países emergentes.



### I.1. CONTEXTO EXTERNO EN 2021: CRECIMIENTO CON INFLACIÓN

Julio César Romero Maria Paula González

Luego de registrar una contracción profunda y sincronizada en 2020, la economía global rebotó con fuerza en 2021, exhibiendo una recuperación en forma de "V" a la crisis generada por la pandemia. El regreso de la actividad productiva a niveles pre-Covid sucedió más rápido de lo previsto, aunque de forma heterogénea entre regiones, en un contexto de:

- Avance desigual en el proceso de vacunación, lo cual llevó a que los países levantaran de forma desincronizada las restricciones a la movilidad (ver "Recuadro I.1. Vacunación y crecimiento");
- O Surgimiento acelerado de la inflación, principalmente como resultado del incremento en los precios de los insumos y el transporte. Este fenómeno obedeció principalmente a choques de oferta que se esperaba fueran transitorios, pero se fueron extendiendo y llevaron a que los bancos centrales empezaran a retirar el estímulo monetario desde este año (ver "Recuadro II.1. Inflación de costos: la tormenta perfecta");
- Políticas fiscal y monetaria expansivas, a pesar de que los bancos centrales de países emergentes empezaron a subir sus tasas de interés durante el segundo semestre;
- Avance rezagado del mercado laboral, donde las limitaciones en la oferta de mano de obra en varios países representan un riesgo adicional para la inflación;
- Elevados niveles de deuda pública -una de las mayores herencias de la pandemia- y encarecimiento del costo de financiación, especialmente en países emergentes;
- Alta volatilidad en los mercados financieros globales, con fuertes desvalorizaciones en los activos de renta fija y fortalecimiento



del dólar estadounidense, especialmente frente a las divisas de países en desarrollo.

En este capítulo presentamos un resumen de los seis aspectos que consideramos más relevantes para la economía mundial en 2021.

#### Reactivación económica rápida y desincronizada

En 2021 la economía mundial se recuperó más rápido de lo previsto, si bien el repunte sucedió de forma heterogénea entre regiones. El avance gradual del proceso de vacunación desde finales de 2020 permitió mitigar el ritmo de contagios y muertes por COVID-19, con lo cual un número cada vez mayor de actividades empezaron a operar sin restricciones y se aproximaron paulatinamente hacia una nueva normalidad. Así, con los datos disponibles al cierre de este informe, el PIB global superaba por 0,9% su nivel de hace dos años, impulsado por el desempeño de China (11,2%), EEUU (2,0%) y de las economías de Asia y Europa emergente. En contraste, las regiones más rezagadas en la recuperación eran África y Oriente Medio (-1,9%) y América Latina (-1,6%) (Tabla 1).

**Tabla 1**ACTIVIDAD ECONÓMICA POR REGIONES AL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2021\*

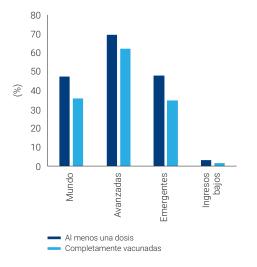
Región	Cambio bienal	Brecha 2021	Brecha 2022	Brecha 2023
Global	0,9	-4,8	-3,4	-3,1
Avanzados	0,5	-3,5	-1,7	-1,3
EEUU	2,0	-1,4	1,9	2,7
Eurozona	-2,8	-4,9	-1,8	-1,2
Emergentes	1,3	-6,0	-5,1	-4,9
Emergentes excluyendo a China	1,0	-6,1	-5,2	-5,0
Asia Emergente	5,5	-9,0	-7,7	-6,3
China	11,2	-1,1	-1,1	-1,4
Europa Emergente	1,8	-3,4	-2,3	-1,8
América Latina	-1,6	-5,7	-5,4	-6,0
Colombia	-1,4	-5,3	-5,0	-4,4
Perú	1,3	-4,8	-2,9	0,8
Chile	1,1	-4,1	-5,0	-5,8
México	-3,0	-10,9	-11,7	-13,1
Brasil	0,2	-3,3	-3,7	-4,3
África y Oriente Medio	-1,9	-9,4	-9,1	-10,2

<sup>\*</sup> Por disponibilidad de información, para algunos países los datos corresponden a 1T21. Los datos de crecimiento global y regional corresponden a un promedio simple.

Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana.



**Gráfico 1**VACUNACIÓN DESIGUAL (Porcentaje de población)\*



\* Datos actualizados al 14 de octubre de 2021. Fuente: Our World in Data y Corficolombiana. En algunos países, la recuperación está siendo tan robusta que podría llevar a que su actividad en los próximos años se acerque a los niveles que se proyectaban antes de la pandemia. Es decir, algunas economías podrían estar cerrando la brecha frente a un escenario hipotético sin COVID-19 tan pronto como 2022 o 2023 (Tabla 1). Encontramos que la menor brecha frente al escenario sin pandemia en los próximos años la tendrían las economías desarrolladas y China. En contraste, los países emergentes de Asia (excluyendo China) y América Latina presentarían la brecha más amplia y es poco probable que logren cerrarla más adelante, lo cual indica que la pandemia acentuaría las brechas preexistentes entre regiones.

Esta desincronización en la recuperación estaría relacionada a las limitaciones en el acceso y la distribución de las vacunas contra el COVID-19 (ver "Recuadro I.1. Vacunación y crecimiento"). En contraste, la respuesta de la política fiscal a la crisis no parece haber sido un factor decisivo en la recuperación, pues encontramos que no hay evidencia de que los países que implementaron un gasto público más agresivo hayan tenido un mayor crecimiento económico (ver "Recuadro I.2. Estímulo fiscal y recuperación").

En cuanto a la vacunación, en las economías avanzadas cerca del 62% de la población está *completamente* vacunada¹ mientras que, en países de ingresos bajos, menos del 5% de la población se encuentra *completamente* vacunada (Gráfico 1).

En materia fiscal, al igual que en 2020, durante este año la respuesta de política fiscal y monetaria fue heterogénea. La divergencia en la magnitud del estímulo entre las economías avanzadas y emergentes persistió, en línea con las condiciones diferenciales entre la necesidad de estímulo fiscal presente y la preocupación por la sostenibilidad a largo plazo. De acuerdo con las cifras del Fondo Monetario Internacional (FMI), mientras que el paquete fiscal de las economías

Las personas completamente vacunadas son aquellas que recibieron las dosis prescritas para el esquema completo de vacunación. Este esquema, por lo general, incluye dos dosis; exceptuando la vacuna de Johnson & Johnson y CanSino (monodosis).



avanzadas ascendía al 11,7% del PIB, en las economías emergentes alcanzaba el 5.7% del PIB.

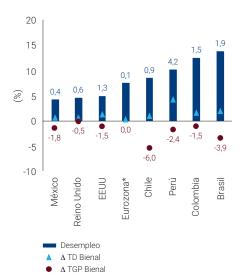
Llama la atención el gran paquete fiscal aprobado este año en EEUU (*Plan de rescate americano*), por 1,9 billones de dólares, y el plan bipartidista de infraestructura aprobado por 1,2 billones de dólares. Al mismo tiempo, se destaca la aprobación del nuevo presupuesto de largo plazo de la Unión Europea, que junto con el programa *Next Generation EU* (NGEU) será el mayor paquete de estímulo fiscal financiado en Europa por un total de dos billones de euros a precios corrientes². El acuerdo buscará incentivar la investigación e innovación, fomentar la preparación, recuperación y resiliencia de la economía y apoyar a la transición climática y digital.

Ahora bien, a pesar de que la caída en el producto generada por la pandemia se ha revertido y varios países han regresado a sus niveles pre-pandemia, el nivel de empleo se mantiene por debajo de los niveles observados en 2019. En esta línea, la Organización Internacional del Trabajo (OIT) estima que, durante el primer semestre del año, las horas trabajadas continúan 3,5% por debajo del cierre de 2019, en línea con las oleadas recurrentes de contagios. Por regiones, las más afectadas fueron América Latina y Asia Central y Occidental, con pérdidas superiores al 8% y al 5%, respectivamente.

El avance rezagado del mercado laboral se refleja en las altas tasas de desempleo, a pesar de que la participación de la fuerza laboral continúa por debajo de los niveles previos a la pandemia (Gráfico 2). Esto refleja, entre otros factores, la automatización creciente en algunos sectores, las limitaciones asociadas a la imposición de restricciones y la disparidad en el aumento de los contagios, además de los efectos de las medidas de apoyo al desempleo.

Por otra parte, la rápida recuperación económica en 2021 se vio impulsada por el rebote del consumo y el comercio de bienes. Sin embargo, las crecientes dificultades en el aprovisionamiento por cuenta

**Gráfico 2**TASA DE DESEMPLEO Y PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO LABORAL



 Cambio en la participación laboral a 2T19.
 Fuente: Eikon, Instituciones de Estadística Nacionales y Corficolombiana.



de los problemas en la cadena de suministro limitaron la respuesta de la oferta, derivando en dificultades de abastecimiento global que presionan al alza los precios y por la cual empezó a evidenciarse una ralentización de la recuperación en el segundo semestre del año (ver "Recuadro II.1. Inflación de costos: la tormenta perfecta").

Bajo este contexto, el FMI estima un crecimiento del PIB mundial de 5,9% en 2021, advirtiendo que la distribución desigual de la vacunación, la persistencia de la pandemia y la aparición de nuevas variantes, la disrupción en la cadena de suministro y los cuellos de botella son factores de riesgo a la baja sobre sus proyecciones. De cumplirse estas proyecciones, la economía global habría superado los niveles pre-pandemia, impulsada principalmente por las economías emergentes, que experimentarían un crecimiento de 6,4% (Tabla 2).

### Brote inflacionario: ¿transitorio o permanente?

La inflación global se aceleró notablemente durante 2021 al punto de superar, de manera generalizada, los niveles objetivo de los bancos centrales. El FMI estima que la inflación global aumentará desde 2,7% al cierre de 2020 hasta 4,8% en diciembre de este año, nivel no

**Tabla 2**PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO DEL FMI

	2020 (p)	2021 (p)	2022 (p)
Producto mundial	-3,1	5,9	4,9
Economías avanzadas	-4,5	5,2	4,5
Estados Unidos	-3,4	6,0	5,2
Eurozona	-6,3	5,0	4,3
Japón	-4,6	2,4	3,2
Reino Unido	-9,8	6,8	5,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	-2,1	6,4	5,1
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	-0,8	7,2	6,3
China	2,3	8,0	5,6
India	-7,3	9,5	8,5
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	-2,0	6,0	3,6
Rusia	-3,0	4,7	2,9
América Latina y el Caribe	-7,0	6,3	3,0
Brasil	-4,1	5,2	1,5
México	-8,3	6,2	4,0

Fuente: World Economic Outlook. FMI (Octubre 2021) y Corficolombiana.

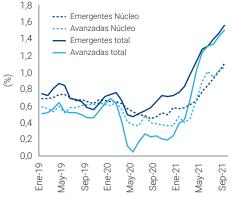


visto desde el 2007. Aunque buena parte del repunte se explicó por la baja base estadística, el aumento en los fletes de transporte y en los precios de los commodities, particularmente los energéticos3, está generando presiones adicionales sobre la inflación, al punto de configurarse como una preocupación de primer orden para las autoridades económicas (ver "Recuadro II.1. Inflación de costos: la tormenta perfecta").

En efecto, el aumento de la inflación respondió en parte a un desba-

lance entre la oferta y la demanda. Por un lado, las presiones provenientes de la demanda están alineadas con el rebote del consumo en un contexto de desacumulación de ahorro por parte de los hogares. Entre tanto, la oferta no pudo responder a la misma velocidad de la ---- Emergentes Núcleo --- Avanzadas Núcleo demanda, en medio de cuellos de botella en la cadena de suministro Emergentes total Avanzadas total e incrementos en los costos de transporte que presionaron al alza el precio de los bienes intermedios y finales. Por su parte, la depreciación del tipo de cambio es un elemento adicional para el desempeño

### Gráfico 3 INFLACIÓN IPC ANUAL\*



<sup>\*</sup> Promedio ponderado con PIB 2019. Fuente: Eikon y Corficolombiana.

### Normalización anticipada

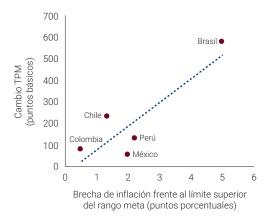
El rápido aumento de la inflación y los resultados positivos de la actividad económica anticiparon la subida de tasas de referencia en la mayoría de países emergentes y motivaron el inicio del retiro del estímulo monetario en EEUU. En América Latina, hasta octubre el Banco Central de Brasil había subido su tasa en 575 pbs ante el incremento de la inflación y las expectativas de inflación por encima del objetivo de la autoridad monetaria. Entre tanto, los bancos centrales de Chile y Perú incrementaron sus tasas de interés en 225 pbs y 125 pbs, respectivamente. En el primer caso, la decisión respondió no solo a presiones inflacionarias más amplias, sino al mayor dinamismo del consumo y al auge del consumo privado impulsado por

inflacionario en algunas economías emergentes (Gráfico 3).

El índice global de precios de los commodities del FMI se incrementó 37% entre diciembre de 2020 y septiembre de 2021. Entre tanto, el índice de precios de la energía se incrementó 80% en el mismo periodo. Por su parte, las variaciones anuales del índice global de precios de los commodities observadas en 2021 no se registraban desde 2008.

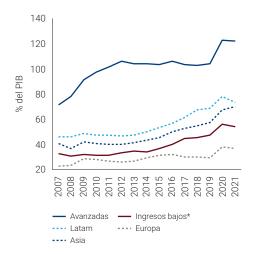


**Gráfico 4**CAMBIO DE LA TASA DE POLÍTICA
MONETARIA Y DESVIACIÓN DE LA
INFLACIÓN\*



<sup>\*</sup> Cambio de la TPM en lo corrido del año. Fuente: Eikon y Corficolombiana.

### **Gráfico 5**DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO GENERAL



<sup>\*</sup> Promedio simple.

Nota: las líneas punteadas hacen referencia a países emergentes y de ingreso medio en cada región. Fuente: FMI y Corficolombiana. los tres retiros de ahorros pensionales aprobados en el país<sup>4</sup>. En Perú, la decisión estuvo motivada en gran parte por el aumento reciente de la inflación, que se ubicó en 5,2% en septiembre por encima del rango meta (Gráfico 4).

Mientras tanto, en las economías avanzadas el estímulo monetario continuó apoyando la recuperación de manera más prolongada. En primer lugar, las tasas de intervención se mantuvieron en los niveles mínimos alcanzados en 2020 y, por otro lado, se evidenció todavía un incremento en las hojas de balance de los bancos centrales en medio de la continuidad de los programas de estímulo no convencionales. Aun así, ante la evolución de la actividad económica y las mayores expectativas de inflación, la Reserva Federal anunció la disminución del estímulo monetario a partir de noviembre, con una reducción gradual en el ritmo de compra de activos que culminaría probablemente a mediados de 2022 (*Tapering*)<sup>5</sup>.

### Deuda alta y menos barata

Al cierre de 2020, de acuerdo con los datos del FMI el nivel de endeudamiento público alcanzó un máximo de 122,7% del PIB en las economías avanzas y de 64,0% del PIB en economías emergentes, en línea con necesidades fiscales sin precedentes generadas por la pandemia (Gráfico 5). Dadas las limitaciones estructurales del mundo emergente, el nivel de endeudamiento continúa siendo más elevado en las economías avanzadas, sin embargo, las condiciones

De acuerdo con la Superintendencia de Pensiones hasta octubre se han desembolsado cerca de 50 mil millones de dólares en retiros de ahorros previsionales. Adicionalmente, al cierre de este informe, la Comisión de Constitución de la Cámara Alta aprobó el proyecto de ley que le permite a las personas el cuarto retiro del 10% adicional de sus fondos pensionales y se espera la votación por parte del Senado.

El programa de compra de activos estipulaba un ritmo mensual de 120 mil millones de dólares de los cuales 80 mil millones de dólares se destinaban en títulos del tesoro y 40 mil millones de dólares en títulos respaldados por hipotecas. La disminución del programa de compra de activos contempla reducciones mensuales de 15 mil millones de dólares en el monto de adquisiciones para noviembre y diciembre. A futuro, el Comité de Mercado Abierto (FOMC) considera que unas reducciones mensuales similares serán apropiadas, pero está preparado para ajustar el ritmo de compras si es necesario ante cambios en la evolución de la actividad económica.



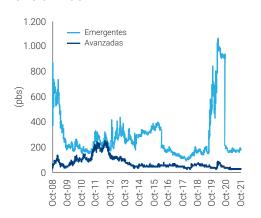
de la deuda diferenciadas entre regiones han contribuido a un deterioro fiscal selectivo y más evidente en los países emergentes. Estos últimos sufrieron un aumento importante de sus primas de riesgo y varias rebajas de calificación crediticia durante 2021, especialmente en América Latina (Gráfico 6 y Tabla 3).

#### Desigualdad e inestabilidad política

En América Latina tuvo lugar un aumento del descontento social que impulsó episodios de inestabilidad política en varios países de la región, en un contexto de mayores tasas de pobreza y desempleo como consecuencia de la pandemia. Vale la pena recordar que, según el Banco Mundial, la crisis generada por el COVID-19 empujó entre 3,6 y 4,8 millones de personas a la pobreza extrema en 2020. A pesar del esfuerzo de gasto público llevado a cabo en mayor o menor medida por los gobiernos de la región, lo cierto es que la alta informalidad en el mercado laboral y las deficiencias de los sistemas de protección social dejaron al descubierto la gran vulnerabilidad de la población a esta crisis, que fue especialmente nociva para los hogares de ingresos bajos y terminó profundizando la desigualdad.

Por un lado, en Perú el líder de izquierda, Pedro Castillo, se posesionó como presidente en julio de este año. En sus primeros pronunciamientos como mandatario confirmó su postura anti-mercado, buscando aumentar la participación del Estado en los proyectos mineros y en varias oportunidades ha manifestado su intención de modificar la Constitución mediante un referendo -si bien no cuenta con el apoyo en el Congreso para lograrlo-. El panorama político es todavía muy

**Gráfico 6**CDS 5 AÑOS\*



\* Promedio simple. Fuente: Eikon y Corficolombiana.

Tabla 3
CALIFICACIÓN CREDITICIA STANDARD & POORS 2019-2021

<u></u>					
Región	Cambio en la calificación	Tendencia	Perspectiva actual	Categoría del grado de inversión	
Brasil	BB-	Estable	Estable	Especulativo	
Colombia	BBB- a BB+	Deterioro	Estable	Especulativo	
México	BBB+ a BBB	Deterioro	Negativa	Grado de inversión	
Panamá	BBB+ a BBB	Deterioro	Estable	Grado de inversión	
Perú	BBB+	Estable	Negativa	Grado de inversión	
Chile	A+ a A	Deterioro	Estable	Grado de inversión	

Fuente: Eikon y Corficolombiana.



incierto con un segundo gabinete que buscó mayor aceptación y apoyo político, después de que Guido Bellido renunciara a su cargo como Presidente del Consejo de Ministros, a pocos meses después de haber iniciado el mandato de Castillo.

Por su parte, Chile se enfrenta a la redacción de una nueva Constitución por parte de una asamblea elegida en mayo con prevalencia de izquierda y centro-izquierda, cuya orientación política favorecería un mayor gasto redistributivo y un Estado más grande. Adicionalmente, al cierre de este informe tuvo lugar la primera vuelta de las elecciones presidenciales y legislativas en un contexto de incertidumbre política en el que lo único seguro parece ser la alta polarización del electorado de cara a la segunda vuelta<sup>6</sup>. Finalmente, en Brasil y Colombia se realizarán elecciones presidenciales y legislativas el próximo año, probablemente en un contexto altamente polarizado; en el primer caso, se espera que se agudicen las tensiones políticas en torno a hechos polémicos durante la presidencia de Jair Bolsonaro, mientras que en el caso de Colombia no son menores los riesgos de nuevos episodios de protestas y violencia como los observados durante el Paro Nacional de 2021.

**Gráfico 7**DEVALUACIÓN MONEDAS EMERGENTES



Fuente: Eikon y Corficolombiana.

#### Volatilidad e incertidumbre en mercados financieros

En 2021 se experimentó una gran volatilidad en los mercados financieros -especialmente en países emergentes- en un contexto de recuperación económica más rápida de lo previsto y una inflación acelerada. En efecto, la normalización anticipada de la política monetaria en algunas economías en desarrollo y la expectativa del retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal antes de lo previsto se tradujo en fuertes desvalorizaciones en el mercado de renta fija, así como, en un mayor apetito por dólar a nivel global. De esta manera, la mayoría de las divisas de economías emergentes experimentaron devaluaciones durante este año. En la región, el

Los candidatos que se enfrentarán en segunda vuelta son de extremos políticos opuestos: José Antonio Kast, considerado de extrema derecha, y Gabriel Boric, de extrema izquierda.



peso chileno registraba la mayor devaluación en lo corrido del año hasta octubre (14,6%), seguido del sol peruano (10,1%) y el peso colombiano (10,0%) (Gráfico 7).

En un contexto de mayor vulnerabilidad fiscal por los altos niveles de endeudamiento público, situaciones específicas de inestabilidad sociopolítica y aumento rápido y generalizado de la inflación, los países emergentes sufrieron un incremento de las primas de riesgo que encareció su costo de financiación.



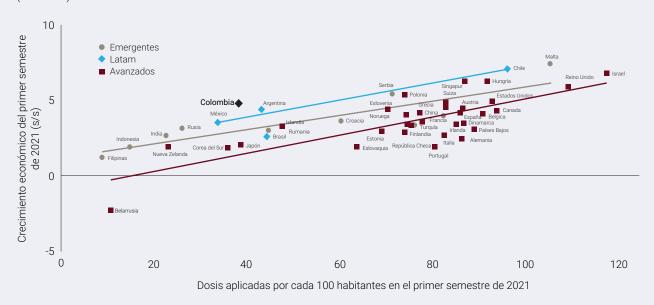
### RECUADRO I.1. VACUNACIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

### Juan Camilo Pardo Maria Paula González

El avance en el proceso de vacunación fue un determinante clave de la recuperación económica en 2021. En este recuadro analizamos la relación entre el crecimiento económico y las vacunas aplicadas en una muestra de 53 países que dividimos en tres grupos: 35 avanzados, 6 latinos y 12 emergentes. La variable de crecimiento económico es la variación trimestral del PIB para cada país en los dos primeros trimestres de 2021 y la variable de vacunación es las dosis aplicadas por cada 100 habitantes para los mismos períodos de tiempo. A simple vista se observa una relación positiva entre el rebote de la actividad económica y el número de vacunas aplicadas, lo que indica que los países que vacunaron más rápido a su población en el primer semestre tuvieron en promedio una mayor velocidad de recuperación de sus economías (Gráfico 1).

Es importante destacar que el desempeño económico de Colombia en el primer semestre de 2021 fue mejor al de países de la muestra con niveles de vacunación similares. En efecto, el crecimiento de la economía colombiana es comparable con países que aplicaron en promedio 95 dosis por cada 100 habitantes en 1S21, a pesar de que en Colombia se aplicaron menos de la mitad de esas dosis (40 por cada 100 habitantes). Del

**Gráfico 1**CRECIMIENTO ECONÓMICO SEMESTRAL (1S-2021) VS DOSIS APLICADAS POR CADA 100 HABITANTES (1S-2021)



Fuente: Our World in Data, Oxford University, Eikon. Elaboración Corficolombiana.



mismo modo, relativo a la región, Colombia fue el segundo país con mejor crecimiento económico en el primer semestre, después de Chile, y superando a Argentina, Brasil y México.

Para cuantificar el efecto de la vacunación sobre la actividad productiva realizamos un ejercicio econométrico en el cual explicamos el crecimiento en función de las dosis aplicadas por cada 100 habitantes, controlando por el índice de restricciones a la actividad económica¹ de la Universidad de Oxford y las muertes por cada 100 habitantes. Nuestras estimaciones señalan que un aumento de 1% en la aplicación de dosis por cada 100 habitantes está asociado con un aumento trimestral del crecimiento económico de 0,04 puntos porcentuales (p.p) que es estadísticamente significativo (p-valor menor al 1%). En particular, no encontramos efectos diferenciados por región (Tabla 1).

Con este resultado y asumiendo que: 1) el ritmo de vacunación durante noviembre y diciembre será igual al promedio de octubre y 2) Colombia se comporta como el promedio de la muestra, el aporte de la vacunación al crecimiento trimestral sería de 1,8 p.p en 3T21 y de 1,3 p.p en 4T21. En este punto, es importante aclarar que la contribución estimada únicamente tiene en cuenta el avance de vacunación, ignorando otros factores que afectan el crecimiento. Adicionalmente, es clave señalar que la relación no es lineal, es decir, el aporte de la vacunación al crecimiento económico puede ir cambiando a medida que una mayor proporción de la población está inmunizada.

**Tabla 1**RESULTADOS DE LOS MODELOS - COEFICIENTES DE REGRESIÓN

	Variable dependiente (*)					
Variables independientes	PIB (Δ% t/t)	Comercio (Δ% m/m)	Producción industrial (Δ% m/m)	Comercio (Δ% 2021 vs 2019)	Producción industrial (Δ% 2021 vs 2019)	
Dosis aplicadas por cada 100 habitantes	0,04 ***	0,06 ***	0,03 ***	0,05 **	0,02 **	
Dummy América Latina	0,006	0,001	0,005	-0,002	-0,001	
Dummy otros emergentes	-0,001	0,005	0,007	0,001	0,006	
Variables de control	Si	Si	Si	Si	Si	
$R^2$	48%	57%	34%	43%	31%	

<sup>\*</sup> Es p-valor < 0,1.

Fuente: Our World in Data, Oxford University. Cálculos Corficolombiana.

<sup>\*\*</sup> Es p-valor < 0,05.

<sup>\*\*\*</sup> Es p-valor < 0,01.

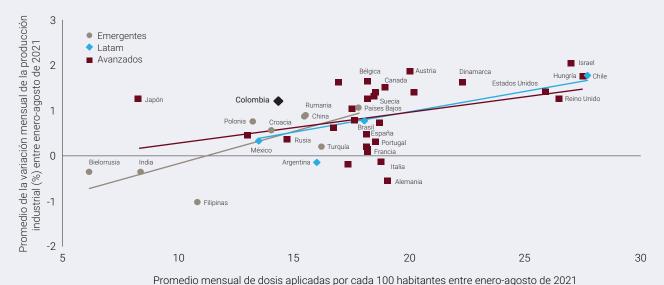
Medida compuesta y dinámica de respuesta gubernamental que recoge el promedio de ocho indicadores individuales. Su escala de menor a mayor rigurosidad va de 0 a 100. Adicionalmente, la recopilación de los datos proviene de fuentes públicas, como artículos de noticias, comunicados de prensa y reuniones informativas de páginas web de cada Gobierno, por lo que su naturaleza misma lo posiciona como un índice de jure.



Igualmente, construimos cuatro modelos² usando datos panel para estimar el efecto del avance de la vacunación sobre las actividades comercial e industrial. En este sentido, elegimos los dos modelos que mejor ajuste presentaron para explicar la actividad comercial medida a partir del índice de ventas al por menor y del índice de producción industrial entre enero y agosto de 2021. Nuestros cálculos indican que un aumento de 1% en la aplicación de dosis por cada 100 habitantes se reflejó en un incremento de 0,03 p.p. en la tasa de crecimiento mensual de la producción industrial y de 0,06 p.p. en el crecimiento de la actividad comercial. En términos estadísticos, los coeficientes resultaron ser significativos (p-valor menor al 1%).

El hecho de que la vacunación tuviera un impacto más alto en el comercio que en la industria puede estar asociado a que la población inmunizada retornó gradualmente a patrones de consumo previos a la pandemia y al efecto positivo en la confianza (Gráfico 2 y Gráfico 3). En efecto, el avance en la vacunación permitió reactivar parte del sector servicios y relajar las medidas que restringen la actividad de negocios no esenciales, al mismo tiempo que facilitó la interacción entre personas.

## **Gráfico 2**PROMEDIO DEL CRECIMIENTO MENSUAL DE LA INDUSTRIA VS PROMEDIO MENSUAL DE DOSIS APLICADAS POR CADA 100 HABITANTES (Enero-agosto 2021)



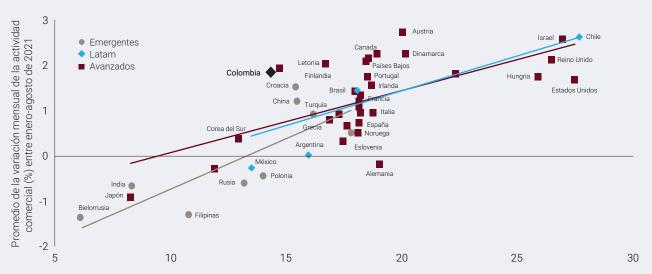
Fuente: Our World in Data, Oxford University, Eikon. Elaboración Corficolombiana.

Los primeros dos modelos explican la variación mensual del comercio y de la producción industrial a partir del avance mensual de las dosis aplicadas por cada 100 habitantes y los últimos dos modelos explican la variación bienal del comercio y de la producción industrial a partir de las dosis aplicadas por cada 100 habitantes. Ambos entre enero y agosto de 2021 y en los que se controló por el índice de restricciones y las muertes por cada 100 habitantes.



#### Gráfico 3

PROMEDIO DEL CRECIMIENTO MENSUAL DEL COMERCIO VS PROMEDIO MENSUAL DE DOSIS APLICADAS POR CADA 100 HABITANTES (Enero-agosto 2021)



Promedio mensual de dosis aplicadas por cada 100 habitantes entre enero-agosto de 2021

Fuente: Our World in Data, Oxford University, Eikon. Elaboración Corficolombiana.

La vacunación fue sin duda alguna la herramienta más eficiente y poderosa para superar los efectos adversos de la pandemia sobre la economía. Nuestros cálculos arrojan que, en promedio, los países que se encuentran más avanzados en el proceso de vacunación tienen medidas de restricción menos rigurosas. Efectivamente, el promedio del índice de restricción en los países avanzados es de 54, habiendo aplicado 133 dosis por cada 100 habitantes. Por su parte, dado que en promedio los países latinos van más adelantados en el proceso de vacunación que los emergentes (112 vs 92 dosis por cada 100 habitantes), tienen medidas de restricción menos rigurosas: 59 vs 66, respectivamente (Gráfico 4).

Adicional a que las restricciones de jure disminuyen a medida que progresa la vacunación, el componente comportamental también juega partido. En efecto, los vacunados se empie-

**Gráfico 4**ÍNDICE DE RESTRICCIONES VS DOSIS POR CADA 100 HABITANTES\*



\* Cifras al 31 de octubre de 2021.

Fuente: Our World in Data, Oxford University, Eikon. Elaboración Corficolombiana.



zan a comportar distinto en línea con una mayor confianza y sensación de seguridad, de modo que impulsan la demanda. En esta línea, la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD por sus siglas en inglés) y la Organización Mundial del Turismo publicaron un informe en el que se resalta que, en los países con un mayor avance de la vacunación se espera que el turismo se reactive de manera más rápida dado que los individuos prefieren viajar a destinos en los que el virus esté más controlado o en donde el plan de vacunación haya avanzado de manera importante. Hecho que toma aun mayor relevancia si se tiene en cuenta la grave afectación que sufrió este sector tras la pandemia.

Finalmente, queremos resaltar que la reactivación se enfrenta a riesgos asociados con la incertidumbre de la propagación de variantes más infecciosas (como la variante Delta) y a la efectividad que las vacunas tengan para controlar el contagio y la enfermedad grave asociada a estas. Estos eventos se podrían traducir en un refuerzo de las medidas de restricción a la movilidad, como se ha visto en algunas economías avanzadas en donde se ha prolongado el levantamiento de ciertas medidas y/o se han impuesto nuevos confinamientos. Sin embargo, cabe mencionar que el proceso de vacunación ha evolucionado con el fin de mitigar los riesgos enunciados anteriormente, así la aprobación de vacunas en un rango de edad más amplio y la aplicación de la tercera dosis de refuerzo podría apoyar la recuperación en la medida en que se avance con el proceso de inmunización y se pueda superar la pandemia.



### RECUADRO I.2. ESTÍMULO FISCAL Y RECUPERACIÓN: KEYNES EN LA UCI

### Jose Ignacio López

Muchos analistas y comentaristas afirmaron el año pasado que debido a la pandemia Keynes volvió a tomar el control, queriendo decir que la idea de una expansión fiscal como receta frente a la profunda crisis económica era más que obvia. Y así fue. La mayoría de los países experimentaron un aumento importante del gasto público, no solo con el propósito de mejorar sus sistemas de salud, sino para amortiguar la caída de los ingresos de los hogares y buscar con un mayor gasto público solventar la caída en la demanda privada.

La pandemia no ha terminado. Brotes esporádicos en diferentes países en los últimos meses así lo confirman. No es factible hacer un balance definitivo, pero este recuadro hace un balance preliminar, buscando analizar si el impulso fiscal durante estos dos últimos años ha sido la pieza clave a la hora de explicar la recuperación de muchas economías en 2021. Es bien sabido que evaluar de forma precisa los efectos de la política fiscal es inviable, dado que no hay una fórmula simple para atribuir causalidad entre la expansión del gasto y el desempeño económico. A falta de una metodología fiable para encontrar una relación causal, este recuadro discute la correlación entre el tamaño del impulso fiscal de una muestra amplia de países y su nivel de recuperación económica. El resultado, robusto a varias especificaciones, es que las economías que tienen un mayor nivel de recuperación económica actualmente no fueron aquellas que tuvieron los mayores paquetes de estímulo fiscal.

El punto de partida de este análisis es una muestra amplia de países a nivel global, descartando algunas economías que tuvieron un comportamiento atípico con tasas de contracción o expansión en 2021 frente a 2019 superiores a 10%. Un ejemplo de estos casos atípicos es Guayana que tuvo una expansión muy importante de su economía en medio de la pandemia gracias a la expansión de sus exportaciones petroleras. La muestra, una vez eliminados estos casos atípicos, consistente en 159 economías.

Tomando el gasto como proporción del PIB, utilizando los datos del Fondo Monetario Internacional (FMI), se observa que entre 2021 y 2020 el 75% de los 159 países de la muestra tuvieron un estímulo fiscal, es decir un aumento del gasto público como % del PIB. El estímulo fiscal promedio de la muestra de países es de 3,2%, y la mediana es de 3%. Esto significa que más de la mitad de los países del mundo tuvieron una expansión del gasto público de 3 puntos porcentuales en proporción al PIB de cada economía durante el período 2020-2021. Es difícil encontrar otro episodio con un aumento tan pronunciado y sincronizado del gasto público a nivel global.

Si tomamos la tasa de crecimiento del PIB a cierre de 2021 frente a 2019, según las proyecciones oficiales del FMI, observamos que, en promedio, los países han regresado a su nivel de actividad económica pre-pandemia. La mediana de esta variable - crecimiento del PIB en 2021 frente a 2019- es de -0,4%, lo cual muestra que el 50% de los países del mundo cerrarán este año con niveles de ingreso inferiores a los de pre-pandemia.

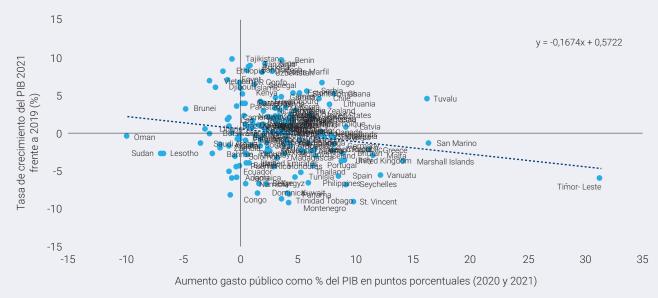


El Gráfico 1 muestra la relación entre el impulso fiscal entre 2020 y 2021 y la tasa de crecimiento bienal proyectada para el cierre de este año. Como se observa en la gráfica, la correlación entre estas dos variables es negativa y estadísticamente significativa a un nivel del 5%. Si restringimos la muestra a países con más de 5 millones de habitantes - para excluir naciones pequeñas- y con un ingreso por habitante en dólares superior a 15 mil - para analizar economías de ingreso alto- dicha relación sigue siendo negativa y estadísticamente significativa para las 28 economías que cumplen con estos dos criterios. Esta relación para países de alto ingreso, resulta incluso más sugestiva, dado que la literatura económica ha enfatizado la mayor capacidad que tienen los países desarrollados a la hora de implementar política fiscal contracíclica con multiplicadores fiscales altos en momentos de tasas de interés a la baja, como fue el caso en estos dos últimos años.

Ejercicios similares para economías de ingreso medio o con poblaciones más pequeñas arrojan resultados similares, aunque dependiendo de la selección de la muestra la relación negativa no es en todos los casos estadísticamente significativa. Lo que no se encuentra, independiente de varios criterios de selección, es una relación positiva entre gasto y crecimiento.

Una relación negativa entre el tamaño de los paquetes fiscales y el nivel de recuperación del PIB puede ser resultado de que algunos países fueron más afectados por la pandemia que otros, y dicha afectación resultó en mayores necesidades de gasto y una caída más pronunciada de ingresos. Para evaluar dicha posibilidad, estimamos una medida de impulso fiscal que trata de controlar por algunas características que explican una mayor vulnerabilidad frente a la pandemia. Con este propósito estimamos una medida de gasto público, regre-

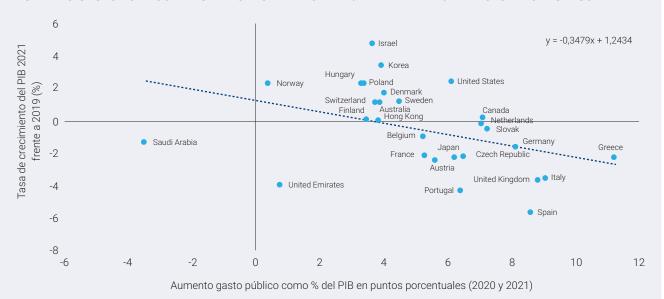
**Gráfico 1**AUMENTO GASTO PÚBLICO Y TASA DE CRECIMIENTO PIB 2021 FRENTE A 2019



Fuente: FMI y Corficolombiana.



**Gráfico 2**AUMENTO GASTO PÚBLICO Y TASA DE CRECIMIENTO PIB 2021 FRENTE A 2019 PAÍSES ALTO INGRESO



Fuente: FMI y Corficolombiana.

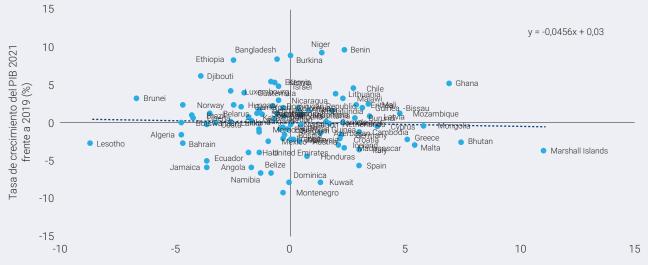
sando el gasto público entre 2021 y 2020 en función de dos variables identificadas en varios estudios como agravantes de la pandemia: la proporción de población obesa y mayor de 65 años. Esta regresión arroja que estas dos variables tienen una relación positiva y estadísticamente significativa con el tamaño del impulso fiscal. El R2 de dicha regresión es de hecho 25%, lo cual muestra que una buena parte de las necesidades fiscales estuvieron en función de la exposición de cada país al Covid-19. Con esta regresión podemos estimar el gasto público para cada país en función de su vulnerabilidad y definimos una nueva variable de impulso fiscal. Esta variable de impulso fiscal es la diferencia entre el gasto público observado y el que construimos con base en la regresión descrita anteriormente.

Los Gráficos 3 y 4 muestran la relación entre esta variable de impulso fiscal y el crecimiento bienal en 2021, para la muestra total de países y una sub-muestra de economías grandes y de ingreso alto. Allí se observa que la relación negativa entre las dos variables se mantiene. Esta relación, en particular para las economías de ingresos altos, es estadísticamente significativa, incluso si controlamos por variables demográficas y de salud pública.

Estos resultados no deben interpretarse como prueba de que la política fiscal fue inocua, pero sugieren que la clave de la recuperación económica en 2021 no fue el tamaño del paquete fiscal. Otras variables, incluyendo la gestión y eficiencia del gasto público, y el manejo de la pandemia, quizás son las más importantes a la hora de explicar el regreso de muchas economías a los niveles de ingreso pre-pandemia. Si Keynes tomó control en 2020, quizás en 2021 está en cuidados intensivos.



**Gráfico 3**IMPULSO FISCAL Y TASA DE CRECIMIENTO PIB 2021 FRENTE A 2019

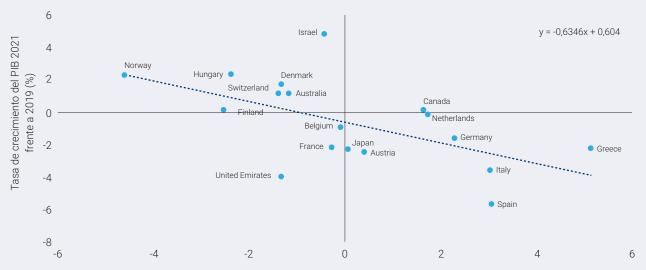


Impulso fiscal como % del PIB en puntos porcentuales (2020 y 2021)

Fuente: FMI y Corficolombiana.

### Gráfico 4

IMPULSO FISCAL Y TASA DE CRECIMIENTO PIB 2021 FRENTE A 2019 PAÍSES ALTO INGRESO



Impulso fiscal como % del PIB en puntos porcentuales (2020 y 2021)

Fuente: FMI y Corficolombiana.



## I.2. ACTIVIDAD ECONÓMICA EN 2021: RECUPERACIÓN EN V

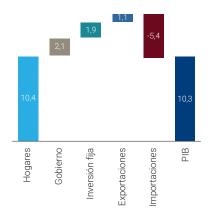
Laura Daniela Parra Julio César Romero

Luego de contraerse 6,8% en 2020 como resultado del doble choque por el confinamiento adoptado en respuesta a la pandemia y la disminución de los precios del petróleo, en 2021 la economía colombiana se recuperó más rápido de lo que anticipábamos, confirmando que el repunte a la crisis del COVID-19 finalmente fue en forma de V. Lo anterior nos llevó a revisar al alza varias veces nuestro pronóstico de crecimiento del PIB para este año, el cual pasó de 5,3% a finales de 2020 a 9,7% en este informe. Con estos resultados, la economía colombiana en el último trimestre del año estaría 4,4% por encima de su nivel pre-pandemia¹, lo que significaría un crecimiento bienal superior a 2,0% para todo el año 2021.

Lo anterior evidenció la notable resiliencia del aparato productivo frente a los obstáculos relacionados con la segunda y la tercera ola de la pandemia, y frente a la disrupción logística ocasionada por el Paro Nacional. En efecto, la actividad económica retornó a su senda de expansión de manera acelerada a partir de junio, impulsada por el dinamismo excepcional de la demanda interna.

En los primeros tres trimestres de 2021, la economía colombiana registró un crecimiento anual de 10,3%, de los cuales 10,4 puntos porcentuales (p.p.) vinieron del consumo privado, 2,1 p.p. del gasto del gobierno y 1,9 p.p. de la inversión fija. Por su parte, la balanza comercial le restó 4,3 p.p. al crecimiento del PIB en ese periodo, como resultado de una contribución positiva de apenas 1,1 p.p. por parte de las exportaciones, frente a una contribución de -5,4 p.p. de las importaciones, las cuales reflejaron el buen desempeño de la demanda interna (Gráfico 1).

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2021\* POR EL LADO DE LA DEMANDA (Puntos porcentuales)



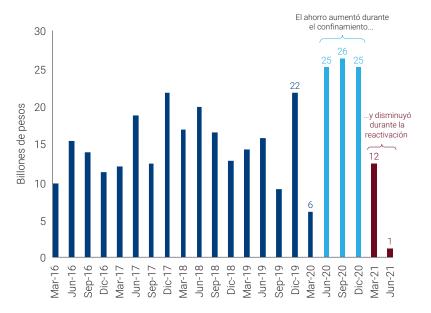
<sup>\*</sup> Primeros tres trimestres de 2021. Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 1

En adelante, las comparaciones con respecto al nivel pre-pandemia toman como referencia el cuarto trimestre de 2019 en el caso de las cuentas trimestrales y febrero de 2020 para los indicadores mensuales desestacionalizados.



**Gráfico 2**AHORRO BRUTO DE LOS HOGARES

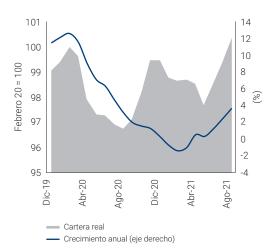


Fuente: DANE y Corficolombiana.

En particular, el consumo de los hogares -principal motor de la reactivación- registraba un aumento de 14,8% en lo corrido del año y superaba su nivel pre-pandemia por 7,5%, en medio de un avance relativamente positivo en la vacunación, retorno a la presencialidad, recuperación gradual del mercado laboral, tasas de interés bajas, desacumulación del ahorro y endeudamiento creciente (ver "Capítulo I.4. Inflación y política monetaria"). En efecto, el ahorro bruto de los hogares cayó de 25 billones de pesos al cierre de 2020 a un mínimo cercano a 1 billón en el segundo trimestre de este año (Gráfico 2), reflejando la materialización del gasto que se había postergado durante los meses más críticos de confinamiento. En esta línea, el endeudamiento de los hogares aumentó en 1,6% del PIB durante el primer semestre del año, revelando la primera posición neta negativa desde el inicio de la pandemia.

Por tipo de bien, el consumo de bienes semidurables registraba un crecimiento anual de 50,8% en lo corrido del año hasta septiembre y lideraba la expansión del gasto de los hogares, seguido del gasto en bienes durables (27,2%) y en servicios (15,3%). Por su parte, el consumo de bienes no durables presentaba una dinámica mucho más

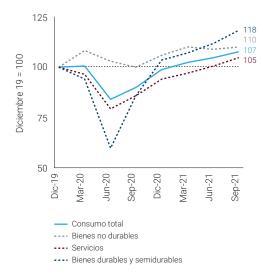
**Gráfico 3**CARTERA DE CONSUMO



Fuente: Superintendencia financiera. Cálculos Corficolombiana.

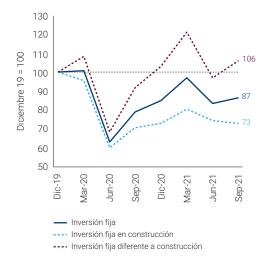


**Gráfico 4**CONSUMO DE LOS HOGARES SEGÚN
DURABILIDAD



Fuente: DANE, Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 5**INVERSIÓN FIJA DESAGREGADA



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

moderada (5,6%), reflejando el efecto especialmente adverso de la crisis sobre la realización de dichas actividades. Vale la pena señalar que los gastos en prendas de vestir y calzado (65,7%), restaurantes y hoteles (44,8%), transporte (26,5%) y recreación (26,1%) eran, en su orden, los de mayor crecimiento anual en lo corrido del año; adicionalmente, en el tercer trimestre todos los rubros del consumo ya habían superado sus niveles pre-pandemia, con excepción del gasto en transporte. Lo anterior se explicó principalmente por el acentuado repunte del consumo posterior al Paro Nacional y al tercer pico de contagios en el país, lo cual llevó a que la mayoría de actividades productivas operaran en condiciones de relativa normalidad.

Entre tanto, en lo corrido del año a septiembre la inversión avanzaba en la senda de recuperación y presentaba un crecimiento anual de 10,2%, si bien se mantenía un 10,0% por debajo de su nivel pre-pandemia (Gráfico 5). La formación bruta de capital se vio especialmente afectada por el Paro Nacional, suceso que ocasionó una ruptura sustancial en el proceso de recuperación. A este choque negativo se sumó la presión por mayores costos de producción y la dificultad en el aprovisionamiento de insumos, lo cual representa un riesgo para la recuperación en los próximos meses (ver "Recuadro II.1. Inflación de costos: la tormenta perfecta"). De manera desagregada, la inversión en construcción de edificaciones no residenciales y obras civiles es la más rezagada (Gráfico 5), y de hecho estimamos que el componente de infraestructura sería el único en registrar una contracción este año.

En un contexto de política fiscal contracíclica, el gasto del Gobierno registraba una dinámica sobresaliente con corte al tercer trimestre del año, con crecimientos de 11,4% y 22,8% frente a los mismos periodos de 2020 y 2019, respectivamente. Nuestras estimaciones indican que el gasto realizado en atención en salud y para adquirir las vacunas contra el COVID-19 explicaría alrededor de una quinta parte del crecimiento del gasto público en 2021.

Por su parte, las importaciones registraban una expansión del 26,4% en lo corrido del año, en línea con el buen desempeño de la demanda interna, mientras que las exportaciones aumentaban 8,2% (el crecimiento más bajo del PIB por el lado de la demanda). Estas últimas

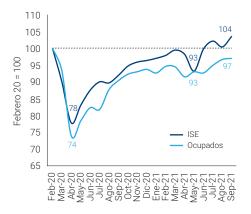


**Gráfico 6**VARIACIÓN TRIMESTRAL DEL ISE Y EL PIB



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

## **Gráfico 7**ACTIVIDAD PRODUCTIVA Y EMPLEO EN NIVELES



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana. Series desestacionalizadas. se vieron muy afectadas por los bloqueos de vías en el marco del Paro Nacional, especialmente las del sector minero energético, cuya producción interrumpió la tendencia de recuperación durante mayo (ver Capítulo "I.3. Actividad sectorial: a diferentes velocidades").

Bajo este contexto, estimamos que la mayor parte del rebote de la economía en los primeros nueve meses del año se explicó principalmente por la baja base estadística, lo cual no opaca el hecho de que la actividad productiva haya recuperado sus niveles pre-pandemia apenas 16 meses después del choque (Gráfico 7). En efecto, los datos del ISE confirman que la economía alcanzó su nivel pre-pandemia en julio y, desde entonces, el ritmo de recuperación continúa siendo positivo, si bien presenta una moderación gradual (Gráfico 6). De esta manera, proyectamos un crecimiento anual de 8,1% en el último trimestre del año, lo cual nos lleva a revisar nuestro pronóstico de crecimiento para todo 2021 a 9,7%.

Tabla 1
PIB POR EL LADO DE LA DEMANDA
(Crecimiento, %)

	2019	2020	2021 (p)		
PIB	3,3	-6,8	9,7		
Consumo de los hogares	4,5	-5,8	13,8		
Gasto público	4,3	3,7	12,1		
Formación bruta de capital	4,3	-21,1	11,3		
Balanza comercial					
Exportaciones	2,6	-17,4	13,8		
Importaciones	8,1	-18,0	28,2		

Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.



#### RECUADRO I.3. MERCADO LABORAL: RECUPERACIÓN CON REZAGO

#### Laura Daniela Parra

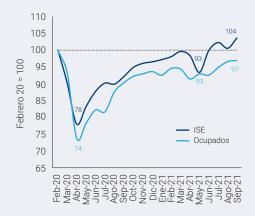
El buen desempeño de la actividad económica en 2021 no se reflejó, desafortunadamente, en una recuperación proporcional del mercado laboral. Este fenómeno de "Jobless recovery" está asociado en parte a ganancias

de eficiencia y productividad -como consecuencia, por ejemplo, de una digitalización que se aceleró durante la pandemia-, pero también refleja los problemas estructurales de la economía colombiana, especialmente aquellos relacionados con la rigidez del mercado de trabajo. En efecto, aunque en septiembre la actividad productiva ya superaba por 3,6% su nivel pre-pandemia, el empleo se mantenía 3,1% por debajo de su nivel de febrero de 2020 -con 682 mil ocupados menos¹-.

En los primeros nueve meses del año, la normalización de la movilidad continuó propiciando el retorno gradual de las personas a sus actividades productivas. Este proceso sufrió altibajos durante el primer semestre del año como consecuencia de las restricciones impuestas durante enero y abril, junto con la disrupción ocasionada por el Paro Nacional. Desde entonces, el mercado laboral retomó su senda de recuperación, creando 978 mil empleos durante el tercer trimestre de acuerdo con las cifras desestacionalizadas (Gráfico 1).

De esta manera, en lo corrido del año hasta septiembre se generaron 740 mil empleos, el número de desocupados se redujo en 438 mil y 300 mil personas se reincorporaron a la fuerza laboral. El incremento más acelerado de la ocupación frente a la participación laboral permitió el descenso de la tasa de desempleo desde 14,6% al cierre del 2020 hasta 12,6% en septiembre. Aunque este nivel es inferior al de hace un año, la tasa de desempleo se mantiene 1,9 p.p. por encima de su nivel de 2019 (Gráfico 2).

**Gráfico 1**ACTIVIDAD PRODUCTIVA Y EMPLEO EN NIVELES



Series desestacionalizadas.
Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 2
TASA DE DESEMPLEO NACIONAL



Series desestacionalizadas. Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Las cifras en materia de ocupación, inactividad y desempleo que son ajustadas estacionalmente toman como referencia pre-pandemia el nivel de febrero de 2020. En contraste, las comparaciones bienales toman como referencia las series originales.



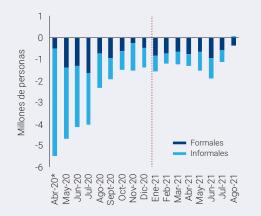
Ahora bien, aunque la disminución en la tasa de desempleo fue más rápida de lo que anticipábamos, el avance se dio a costa del deterioro en la calidad del empleo generado. En efecto, la información disponible hasta agosto refleja que la totalidad de los puestos recuperados se concentró en el sector informal, donde el retorno a la presencialidad no enfrenta limitaciones, mientras que los empleos formales que se destruyeron durante los confinamientos están tomando más tiempo en recuperarse (Gráfico 3). De esta manera, el número de ocupados informales ya supera su nivel de hace dos años y la tasa de informalidad -definida como el porcentaje de ocupados que no cotizan a salud y a pensión-, se ubicó en 62,6% en agosto, es decir, 1,1 p.p. por encima de su nivel de 2019.

Por sectores, la recuperación frente a 2020 fue impulsada por las actividades de comercio, servicios profesionales, alojamiento y restaurantes, transporte y construcción. Así, 10 de las 13 ramas de actividad presentaron variaciones positivas anuales en agosto, en donde las nóminas estuvieron concentradas en los sectores de servicios y focalizadas en empleos informales -a excepción de los empleos generados en información y comunicaciones y administración pública- (Gráfico 4). Frente a 2019, la destrucción de 424 mil puestos de trabajo estuvo concentrada en las actividades de entretenimiento, industria manufacturera y administración pública y defensa.

Cabe resaltar que el repunte de la ocupación fue desproporcional en contra de las mujeres. En efecto, dentro de los empleos que no se habían recuperado hasta agosto, dos correspondían a mujeres y solo uno a hombres. A nivel sectorial, el avance rezagado en el empleo femenino se explica por su baja participación en los sectores de construcción y transporte-que han presentado una recuperación importante-, así como por la destrucción persistente de empleos en la industria manufacturera y en actividades financieras.

### Gráfico 3

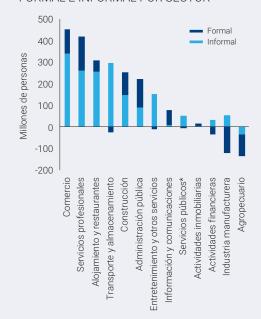
CAMBIO FRENTE A 2019 EN LA OCUPACIÓN SEGÚN CRITERIO DE FORMALIDAD



Series desestacionalizadas. Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana

Gráfico 4

CAMBIO ANUAL EN EL NIVEL DE EMPLEO FORMAL E INFORMAL POR SECTOR



Series desestacionalizadas. Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Esto se evidencia en una tasa de desempleo femenino 4,5 p.p. más alta que el promedio nacional (la brecha era cercana al 3 p.p. antes de la pandemia). Por su parte, los jóvenes también se vieron especialmente afectados,



con una brecha en términos de desempleo de casi 15 p.p. frente al referente nacional (la brecha pre-pandemia ascendía a 12 p.p.).

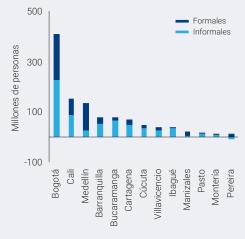
Finalmente, encontramos que las 13 principales ciudades del país contribuyeron con el 57% de los empleos generados en el último año, impulsadas por la creación de empleo en Bogotá, Cali, Medellín y Barranquilla.

Dentro de este grupo destacamos a Medellín como la ciudad con mayor proporción de empleos formales generados (82% del total de la ciudad) (Gráfico 5). Si bien este avance es positivo, la pandemia siguió afectando especialmente al mercado laboral en los grandes centros urbanos, lo cual se refleja en una tasa de desempleo 1,5 p.p. más alta que el referente nacional (brecha prepandemia cercana a 1 p.p.). Vale la pena señalar que las cifras hasta septiembre indicaban que el 78% de la reducción en el número los ocupados frente a niveles pre pandemia se concentraba en las 13 principales ciudades.

Ante este panorama, el gobierno extendió el Programa de Apoyo al Empleo Formal (PAEF) hasta diciembre de 2021, así como las iniciativas que promueven la generación de empleo aprobadas en la Ley de Inversión Social vigentes hasta agosto 2023. Estas medidas son válidas por un periodo máximo de 12 meses por empleador y subsidian el 25% del Salario Mínimo Legal Vigente (SMLV) para los jóvenes entre 18 y 28 años y el 10% para trabajadores que devenguen hasta tres SMLV -con un 5% adicional si se trata de mujeres mayores de 28 años-. Estas políticas van en la dirección correcta, pero requieren complementarse con medidas en materia de flexibilización y reducción de costos asociados al empleo formal, un tema que ha sido ampliamente discutido y diagnosticado.

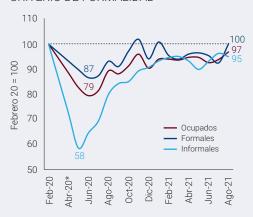
Por otra parte, la reapertura económica favoreció la recuperación de los ingresos de los hogares, si bien se mantienen por debajo del referente pre-pandemia. Con base en los microdatos de la Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH) encontramos que aunque los salarios reales de los ocupados han aumentado 7,4% en lo corrido del año, aún se ubican 3,1% por debajo del nivel de febrero del año pasado (Gráfico 6).

Gráfico 5
CREACIÓN DE EMPLEO EN LAS 13
PRINCIPALES CIUDADES DEL PAÍS
ENTRE ENERO Y AGOSTO 2021



Series desestacionalizadas. Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 6**INGRESO DE LOS OCUPADOS SEGÚN CRITERIO DE FORMALIDAD



\* Datos interpolados para marzo y abril de 2020. Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana. Formalidad definida de acuerdo con el criterio de cotización a seguridad social.



Al desagregar entre trabajadores formales e informales<sup>2</sup> encontramos patrones diferenciados que ponen de relieve la precariedad persistente en las condiciones laborales del segmento más vulnerable de la población. En efecto, aunque los ingresos de los informales han aumentado 4,7% en lo corrido del año, el ritmo es insuficiente para volver al nivel de febrero del año pasado, de forma que los ingresos se mantienen 5,2% por debajo de su nivel de pre-pandemia.

Entre tanto, los ingresos de los trabajadores formales han aumentado 6,7% en los primeros ocho meses de 2021, de forma que el diferencial frente al nivel de febrero de 2020 indica un crecimiento de 0,3%.

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> La definición de formalidad toma en cuenta el criterio de contribución a seguridad social (salud y pensión).



### I.3. ACTIVIDAD SECTORIAL 2021: A DIFERENTES VELOCIDADES

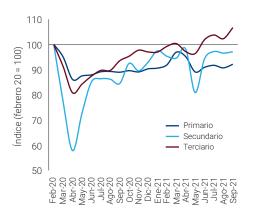
Juan Camilo Pardo José Luis Mojica Julio César Romero

En línea con el rebote de la economía colombiana en 2021, todas las actividades sectoriales registraron crecimientos positivos; no obstante, la magnitud de la recuperación fue heterogénea. Con cifras a septiembre, el sector terciario (servicios) estaba 6,7% por encima de niveles pre-pandemia, mientras que los sectores primario (agro y minero-energético) y secundario (manufactura y construcción) repuntaron a una velocidad más lenta y se ubicaban 7,9% y 3,1% por debajo de sus niveles previos a la llegada del COVID-19. Vale la pena señalar que el endurecimiento de las restricciones a la movilidad en abril, así como las manifestaciones y los bloqueos en el mes de mayo, impactaron negativamente el desempeño de todas las actividades, pero especialmente a los sectores primario y secundario (Gráfico 1).

En la medida en que se fueron levantando las restricciones y se avanzó en la aplicación de vacunas, el sector terciario evidenció una rápida recuperación; desde junio se ubicó por encima de sus niveles pre-COVID y en septiembre registraba un crecimiento año corrido de 4,0% en comparación con 2019. Mientras en diciembre de 2020, tres de las 19 actividades habían recuperado los niveles pre-pandemia (call centers, sistemas informáticos y salud con internación), en septiembre de 2021 este número ascendió a 16.

Por su parte, el sector secundario exhibió una recuperación heterogénea. Con cifras a 3T21, la industria manufacturera registraba un desempeño sobresaliente: 34 de las 39 actividades estaban por encima de sus niveles previos a la pandemia (vs 12 a inicios de 2021) y el crecimiento bienal de la producción real en lo corrido del año ascendía a 4,8%. Por su lado, la construcción mostraba un rezago debido al desempeño de las obras civiles, en especial, la ejecución de los proyectos de obra pública.

**Gráfico 1**INDICADOR DE SEGUIMIENTO DE LA ECONOMÍA POR SECTORES



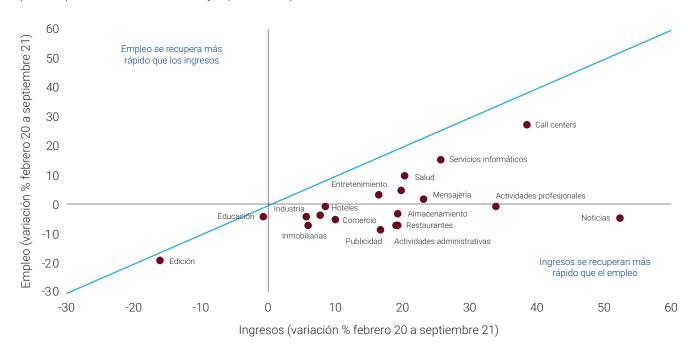
Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana.



Finalmente, la recuperación del sector primario se vio fuertemente golpeada por las restricciones y los bloqueos después de haber alcanzado su nivel más alto en marzo, al punto que en septiembre reportó una contracción bienal de 4,7%. En efecto, la actividad agrícola y la explotación de minas y canteras en el noveno mes se ubicaron 2,7% y 15,0% por debajo de sus niveles pre-pandemia.

Una recuperación con menos empleo: el repunte de la actividad en los sectores de servicios, industria manufacturera y comercio minorista no ha estado acompañado de una recuperación proporcional en el empleo. Con cifras a septiembre de 2021, de las 20 actividades sectoriales analizadas sólo dos registraban ingresos más bajos que en febrero de 2020 (fecha pre-pandemia), mientras que 14 actividades tenían niveles de empleo inferiores (Gráfico 2). Lo anterior sería resultado de la tecnificación de los procesos productivos y de la implementación de canales electrónicos de ventas por parte de algunas empresas, una tendencia que se aceleró durante la pandemia.

**Gráfico 2**INGRESOS VERSUS EMPLEO POR SECTORES
(Cambio porcentual entre febrero 20 y septiembre 20)



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

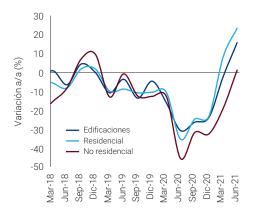


A continuación, presentamos un resumen de la evolución y las perspectivas para el cierre de 2021 de la construcción de infraestructura y de edificaciones, el sector de hotelería, el minero-energético y el financiero.

### Construcción: recuperación rezagada

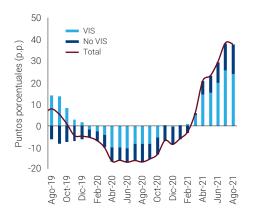
### Fuerzas encontradas en edificaciones

**Gráfico 3**CRECIMIENTO DEL PIB DE EDIFICACIONES



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

# Gráfico 4 CRECIMIENTO INICIACIONES ANUALIZADAS DE VIVIENDA



Fuente: Camacol. Cálculos Corficolombiana.

- O Si bien la recuperación está en marcha, enfrenta riesgos a la baja. Durante la primera mitad de 2021, el subsector de edificaciones mostró una aceleración en su crecimiento, aunque estuvo limitado por la lenta recuperación del segmento no residencial. Para el cierre de este año esperamos un crecimiento de 7,2%, con un sesgo a la baja por el incremento en los costos a raíz de los mayores precios del acero.
- O Dos fuerzas encontradas: el segmento residencial repuntó satisfactoriamente con un crecimiento de 16% a/a en el 1S21, mientras que las edificaciones no residenciales exhibieron una caída del 8,8% a/a (Gráfico 3).
- Las edificaciones residenciales repuntaron de la mano de las ventas. Alto dinamismo en la construcción de vivienda soportado en el incremento sostenido que registran las ventas desde el año pasado y que derivó en mayores crecimientos de las iniciaciones, según lo anticipamos (ver "Perspectivas Económicas 2021: Con la economía no se juega" en Informe Anual Diciembre 2020) (Gráfico 4).
- O El mercado de vivienda se volcó al segmento VIS. Este repunte en las iniciaciones fue más fuerte en el segmento VIS y modificó la composición de los proyectos constructivos en el mercado de vivienda. Las unidades VIS representaron este año un 69% del total de iniciaciones en 2021, lo que supera el peso promedio de 49% entre 2011 y 2019.
- En contraste, las edificaciones no residenciales se rezagaron. Los altos niveles de vacancia desalentaron los nuevos proyectos cons-

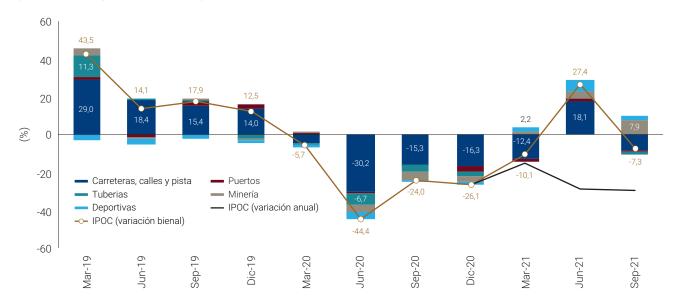


tructivos en este frente y limitaron la recuperación. En el segmento de oficinas y comercios las tasas de disponibilidad continuaron elevadas en la primera mitad del año (en Bogotá la tasa de disponibilidad aumentó en el último año de 7,5% a 11,3% para oficinas y de 6,5% a 8,7% para comercios), reflejando una lenta transición a los niveles pre pandemia que seguirá limitando la recuperación.

### Infraestructura vial: el sector más rezagado de la economía

- Obras civiles continúa por debajo de niveles pre pandemia: en los primeros tres trimestres de 2021, el sector registró una caída anual de 5,4%, y en términos bienales tuvo una contracción de 33,1%; esta última se explica en buena parte porque la ejecución de obras viales en el mismo período de 2019 fue excepcionalmente alta (+26,2% a/a) y dejó una base estadística difícil de superar. Particularmente, el componente de carreteras, calles y pistas explicó un 66% de la variación anual en lo corrido de 2021 (Gráfico 5).
- Recuperación heterogénea en la infraestructura vial: el comportamiento rezagado del sector se explica por la reducida ejecución de

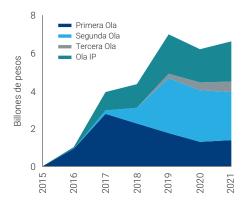
**Gráfico 5**CONSTRUCCIÓN DE OBRAS CIVILES (IPOC)
(Variación anual y variación bienal %)



Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana.

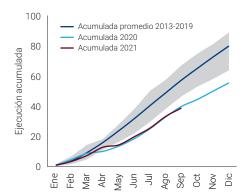


### **Gráfico 6**INVERSIÓN EN CAPITAL - PROYECTOS 4G



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

# **Gráfico 7**EJECUCIÓN PRESUPUESTAL ACUMULADA - INVIAS



Fuente: Portal de Transparencia Económica. Elaboración Corficolombiana.

los proyectos de obra pública (a cargo del Invías) el cual contrasta con el avance importante de las concesiones 4G.

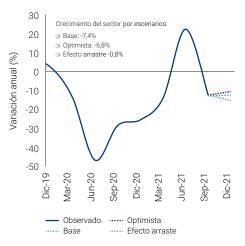
- O Buen desempeño de las concesiones 4G: estimamos que la ejecución de CAPEX de los proyectos 4G crezca 6,3% en 2021, a 6,5 billones de pesos, lo cual significaría una contracción de 5,8% frente a 2019. Esto último debido a que cuatro obras ya completaron su fase de construcción y cinco registran un avance mayor al 95%, lo cual implica un ritmo de ejecución más lento (Gráfico 6).
- Proyectos de obra pública rezagados: con corte a septiembre, la ejecución presupuestal del Invias alcanzó un 38,7%, lo cual supuso una contracción bienal de 39,1%. El pobre desempeño en la ejecución está asociado al efecto negativo del Paro Nacional, la entrega previa de grandes obras (como el túnel de La Línea), y la ausencia de nuevos proyectos de esta magnitud (Gráfico 7).
- Para 2021 proyectamos una contracción de 7,4% para las obras civiles (Gráfico 8). Adicional, el aumento de los precios internacionales del acero en lo corrido de 2021 presionó al alza los costos del sector. Durante 2021 estos alcanzaron los registros más elevados desde 2011, tanto para vivienda como para infraestructura vial, con un crecimiento anual en septiembre de 7,7% y 5,9%, respectivamente (ver "Cogiendo impulso" en Informe Sectorial septiembre 2021 e "Infraestructura vial en 2021: una recuperación dispar" en Informe Sectorial octubre 2021).

### Hotelería: repunte sin restricciones

O La actividad de alojamiento y restaurantes repuntó más rápido de lo previsto: el levantamiento de las restricciones de movilidad en septiembre de 2020, el avance del proceso de vacunación y los compromisos por aplicar las medidas de bioseguridad con el fin de recuperar la confianza de los usuarios permitieron una recuperación acelerada del sector. Con corte a septiembre, el PIB de alojamiento y restaurantes se ubicó un 7,0% por encima de sus niveles pre-pandemia jalonado principalmente por los servicios de comidas (Gráfico 9).



**Gráfico 8**PRONÓSTICO OBRAS CIVILES (Variación anual, %)



Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana.

- Luego de que el proceso de reactivación se interrumpió en abril y mayo por las restricciones y los bloqueos ocasionados durante el paro nacional, el sector hotelero registró una recuperación significativa en sus ingresos y en la ocupación, los cuales alcanzaron en septiembre sus máximos niveles desde que inició la pandemia (Gráfico 10).
- O Preferencia por hoteles pequeños (1 a 100 habitaciones): mientras en los alojamientos grandes (más de 150 habitaciones) la ocupación promedio en 2021 se ubicó un 36% por debajo de niveles pre-pandemia, en los hoteles pequeños fue un 24% inferior. Estos últimos se caracterizan por ser más económicos y los viajeros los perciben como ambientes más seguros al ser menos concurridos (Gráfico 11).
- O Fuerte reactivación de los viajes por motivo de vacaciones: con la llegada del COVID-19, los viajes con motivo de trabajo representaron la poca actividad hotelera con una participación de 65% en el

**Gráfico 9**PIB DE ALOJAMIENTO Y RESTAURANTES

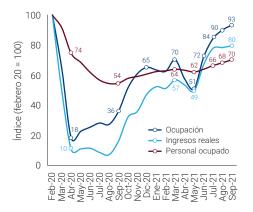


Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana.



#### Gráfico 10

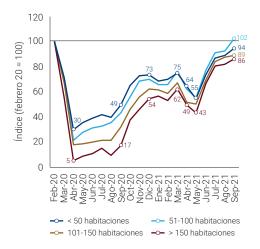
PRINCIPALES COMPONENTES DEL SECTOR HOTELERO



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

### Gráfico 11

TASA DE OCUPACIÓN POR TAMAÑO



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

total entre abril y agosto de 2020. Luego, con el levantamiento de las restricciones los viajes con motivo de vacaciones volvieron a ganar peso y en lo corrido de 2021 hasta septiembre representaban un 60% de la ocupación total, muy superior al 25% registrado en 2020 (Gráfico 12).

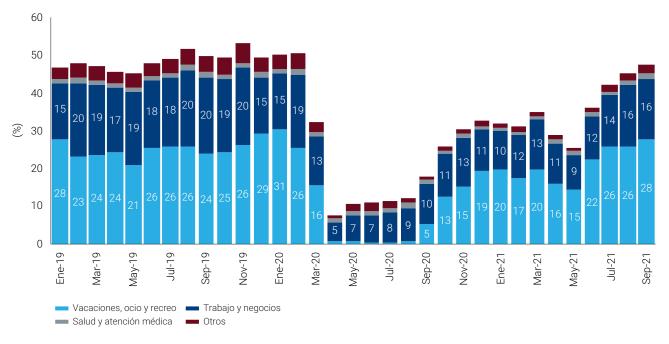
- O Recuperación más rápida en viajes domésticos que en internacionales: el flujo de viajeros residentes y no residentes llegó al 78% y al 50% de los niveles pre-pandemia, respectivamente. Según la Organización Mundial del Turismo (OMT) el menor apetito por viajes internacionales se debe a la preferencia por recorrer cortas trayectorias y la incertidumbre de los viajeros no residentes sobre imposición de medidas de restricción (Gráfico 13).
- O Estancamiento en la contracción de la demanda laboral: la optimización de procesos junto con la caída de los ingresos llevó a reducir el personal ocupado. Desde que iniciaron las restricciones, los niveles de empleo se han ubicado un 30% por debajo de sus niveles pre-pandemia (Gráfico 14).
- O Bajo este contexto, proyectamos que el sector de alojamiento y restaurantes registre un crecimiento de 54% en 2021 (Gráfico 15).

### Minero-energético: rezago petrolero

- O Recuperación rezagada. Durante 2021, el sector minero-energético tuvo una recuperación moderada que se vio interrumpida en 2T21 por el paro nacional, especialmente en términos de producción de crudo (Gráfico 16). Proyectamos un decrecimiento sectorial de 0,2% en 2021, impulsado por la recuperación gradual de la producción de carbón (+17,3%), y de petróleo y gas (-3,6%), aunque parcialmente compensado por el repunte en la extracción de oro.
- O Recuperación lenta y heterogénea de la producción de crudo. La producción registraba una recuperación gradual que se vio interrumpida en 2T21 por el paro nacional, al punto que el suministro descendió a su segundo nivel más bajo de la última década (703

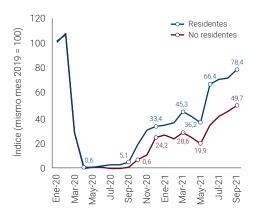


**Gráfico 12**TASA DE OCUPACIÓN SEGÚN MOTIVO DE VIAJE



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 13**FLUJO DE VIAJEROS NACIONALES E INTERNACIONALES



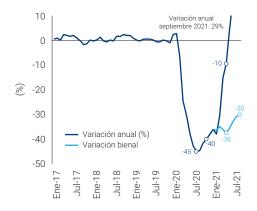
Fuente: Migración Colombia. Cálculos Corficolombiana

mil barriles diarios). Anticipamos que la producción promedio del año quedará en 748 mil barriles día.

- Inversión insuficiente explica el repunte lento de la producción. Uno de los factores que explicó la parsimonia en la extracción de crudo durante 2021 fue la caída de la inversión en producción en años anteriores, la cual pasó de 4.030 millones de dólares en 2019 a 2.050 millones de dólares en 2020 (ver "Inicia un nuevo auge petrolero" en Informe Sectorial - marzo 2021).
- O Repunte heterogéneo entre campos grandes y pequeños. Los campos petroleros más grandes y maduros-los cuales representan cerca del 70% de la producción total del país- enfrentaron serias dificultades para acercarse a los niveles de producción previos a la llegada del COVID-19, a pesar del contexto favorable en materia de precios internacionales. En contraste, la producción de los campos pequeños repuntó relativamente rápido: en abril de 2021 habían recuperado un 44% de la pérdida registrada en mayo



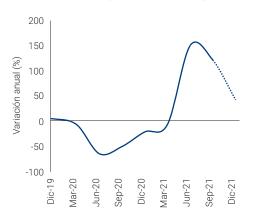
## **Gráfico 14**PERSONAL OCUPADO EN EL SECTOR HOTELERO



Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana

### **Gráfico 15**

PROYECCIÓN PIB DE ALOJAMIENTO Y RESTAURANTES (Variación anual, %)



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

de 2020, cuando su producción retrocedió en 55 mil barriles día (Gráfico 17).

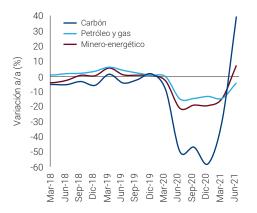
O Por su parte, la producción de carbón se recuperó a pesar de las perspectivas adversas que supone la transición energética en los próximos años. En la primera mitad del año la producción del Cerrejón aumentó a 10,8 millones de toneladas, nivel que representa un incremento anual de 88,7% pero aún está 18% por debajo de lo registrado en 2019.

### Sector financiero: aliado de la recuperación

- El crédito se ha acelerado desde 2T21, de la mano del mayor consumo. Durante 2021 el sector financiero registró una desaceleración en el crecimiento de la cartera en el 1T21, trimestre a partir del cual el crédito se recuperó de la mano de la modalidad de consumo (Gráfico 18). Para el cierre de este año esperamos un crecimiento nominal de la cartera de 7,8%, que estaría impulsado por el repunte de 12,1% en la modalidad de consumo y de 12,9% en los créditos hipotecarios.
- La política monetaria se transmitió de forma satisfactoria, aunque heterogénea, y contribuyó al repunte reciente. Esta recuperación pronunciada se dio en el marco de una política expansiva de BanRep, que entre marzo y septiembre de 2020 redujo la tasa de intervención en 250 puntos básicos (pbs) y la llevó a mínimos históricos de 1,75%, nivel en el que se mantuvo hasta septiembre de este año (Gráfico 19). La transmisión fue heterogénea por modalidad y menos marcada para los créditos de consumo.
- O La heterogeneidad en la transmisión por modalidad reconoció los mayores riesgos de los hogares. En particular, el deterioro de la cartera de consumo llegó a 6,6%, el nivel más alto de la última década, y si bien estaba disminuyendo, todavía era superior al 4,7% en el que se encontraba al cierre de 2019. La terminación del Programa de Acompañamiento al Deudor supone una mayor incertidumbre sobre el alcance del deterioro hacia adelante y los riesgos para el sector.



## **Gráfico 16**CRECIMIENTO DEL PIB MINERO-ENERGÉTICO



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

estímulo de la política de vivienda del gobierno. La cartera de vivienda generó una sorpresa positiva por el buen momento de las ventas de vivienda nueva. Este impulso sostenido a los desembolsos hipotecarios los llevó a ubicarse un 89% por encima de los registros de 2019.

O El crédito hipotecario mantuvo crecimientos elevados por el

O En contraste, la cartera comercial tuvo una recuperación menos rápida y hasta agosto exhibió caídas en términos nominales. Si bien la modalidad comercial tuvo una transmisión más alta de los recortes de tasas de BanRep-concentrada en la modalidad de crédito preferencial-, el rezago en la recuperación de la inversión limitó el crecimiento de la cartera comercial. Anticipamos un crecimiento de 3,9% a/a al cierre de este año.

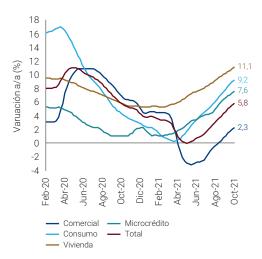
Gráfico 17

PÉRDIDA DE BARRILES FRENTE AL CIERRE DE 2019



Fuente: ANH. Cálculos Corficolombiana.

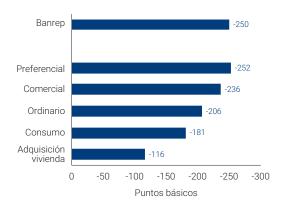
**Gráfico 18**CRECIMIENTO NOMINAL DE LA CARTERA
POR MODALIDAD



Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana.



### **Gráfico 19** TRANSMISIÓN A LAS TASAS DE COLOCACIÓN\*



<sup>\*</sup> Cambio entre marzo de 2020 y septiembre de 2021. Fuente: BanRep y SuperFinanciera. Cálculos Corficolombiana.



### I.4. INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA EN 2021: CAMBIO DE CICLO

Laura Daniela Parra Julio César Romero

Hace un año, nuestro escenario base anticipaba un incremento de la inflación a 3,1% al cierre de 2021, desde 1,6% en 2020, asociado a la baja base estadística que generaron las medidas regulatorias sobre los precios de los arriendos, algunos servicios públicos y los combustibles durante la pandemia (ver "Inflación, política monetaria y sector financiero" en Informe Anual 2020: con la economía no se juega). Además, esperábamos que BanRep mantuviera su tasa de interés en 1,75% hasta septiembre, en línea con una economía que requeriría de estímulo monetario elevado para avanzar en la recuperación. Posteriormente, BanRep iniciaría un proceso gradual de normalización que llevaría la tasa repo a niveles de 2,5%.

Sin embargo, la realidad en materia de inflación este año fue muy diferente. No sólo porque la recuperación económica redujo rápidamente los excesos de capacidad productiva, sino porque se presentaron eventos tanto internacionales como domésticos que impulsaron un incremento inusitado en los costos de los insumos, así como en los precios de los alimentos y de la energía. En particular, este año tuvo lugar un choque global de oferta que en principio se esperaba que fuera transitorio, pero se fue extendiendo al punto de configurar actualmente un verdadero dolor de cabeza para las autoridades económicas en todo el mundo (ver "Recuadro II.1. Inflación de costos: la tormenta perfecta").

En Colombia, a este choque de oferta global se sumaron las disrupciones generadas por los bloqueos de vías durante el Paro Nacional, las cuales generaron desabastecimiento de productos (especialmente alimentos) en todo el país, en particular en la región suroccidental. Bajo este contexto, la inflación ascendió a 4,6% en octubre y proyectamos que termine el año en 4,9%. En respuesta a la recuperación económica, el repunte de la inflación y a los riesgos de un desanclaje de las expectativas, la Junta de BanRep empezó en septiembre el



ciclo de normalización de la política monetaria, llevando su tasa de interés a 2,50%, desde un mínimo histórico de 1,75%. **Esperamos que en la reunión de diciembre BanRep aumente en 50 puntos básicos (pbs) la tasa de intervención, a 3,0%**.

### El despegue de la inflación

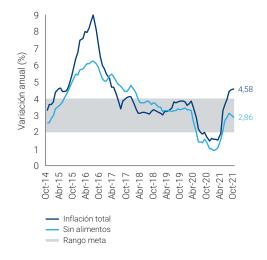
Luego de alcanzar un mínimo histórico de 1,50% en marzo, la inflación anual repuntó más rápido de lo esperado impulsada principalmente por el notable incremento en los precios de los alimentos tras el Paro Nacional. A lo anterior se sumó la reversión del efecto desinflacionario sobre los regulados y, en menor medida, el aporte proveniente de la recuperación de la demanda -especialmente durante el segundo semestre-. Así, la inflación aumentó a 4,58% en octubre, 3,0 puntos porcentuales (p.p.) por encima de su nivel de cierre de 2020, ubicándose por fuera del rango meta por tercer mes consecutivo y alcanzando un nivel no visto desde 2017 (Gráfico 1).

En particular, los precios de los **alimentos** se vieron fuertemente afectados por el Paro Nacional, suceso que ocasionó un incremento mensual récord en mayo (de 5,37%), concentrado en el rubro de perecederos. Durante el segundo semestre del año, los crecientes costos de insumos, transporte y las lluvias han contribuido a la persistencia de la inflación de alimentos, originada en mayor medida por el rubro de procesados. De esta manera, los precios de los alimentos explican cerca del 50% de la inflación en lo corrido del año.

Entre tanto, el segmento de bienes y servicios **regulados** explicó alrededor del 30% del incremento de la inflación en los primeros 10 meses del año, en línea con la baja base estadística de 2020 producto de las medidas de alivio implementadas por el Gobierno Nacional. En efecto, la normalización de las tarifas de servicios públicos, junto con el aumento gradual en los precios de los combustibles fueron los principales determinantes durante el año.

Por su parte, la inflación de los **bienes** acumulaba hasta octubre un incremento de 2,0 p.p. impulsada por los precios de los vehículos. Este rubro se vio particularmente afectado por la disrupción en la

**Gráfico 1**INFLACIÓN ANUAL TOTAL Y SIN ALIMENTOS



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

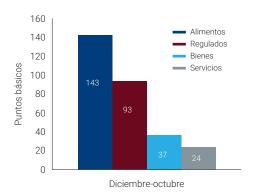


**Gráfico 2**INFLACIÓN ANUAL POR COMPONENTE



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 3**CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN ANUAL
POR COMPONENTE (Año corrido)



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

cadena de suministros que, sumado al incremento en la disposición a comprar bienes durables y el efecto rezagado de la depreciación, impulsaron un traspaso mayor sobre los precios finales. Otros bienes relacionados con el cuidado personal también contribuyeron al avance de los precios. Algunos elementos que impulsaron a la baja este rubro durante 2020 -como vestuario y calzado, así como equipos de telefonía móvil- no se habían normalizado y continuaban mitigando el incremento de los precios. Creemos que este fenómeno va a persistir -de manera más gradual- durante los últimos dos meses del año, en línea con la temporada de descuentos y los días sin IVA.

A lo anterior se sumaron presiones moderadas de los **servicios**, provenientes de la normalización de la actividad de los restaurantes -en línea con una demanda creciente y un mayor costo de alimentos- y del subcomponente de arrendamiento. Al respecto, aunque el ajuste de los cánones se dio gradualmente, la inflación anual de este componente ascendió a 2,1% en octubre, superando por 0,5 p.p. el límite regulatorio que define la inflación causada el año anterior (1,6%). Cabe resaltar que la inflación de servicios presentó el menor aumento entre todos los grupos de gasto, principalmente debido a descuentos persistentes en servicios de telefonía y una normalización aun rezagada en tarifas de educación superior.

Bajo este contexto, y debido al cierre acelerado de la brecha del producto, la Junta Directiva del Banco de la República inició en septiembre su ciclo de normalización de la política monetaria. Aunque hubo consenso entre los miembros de la Junta sobre la necesidad de incrementar la tasa de referencia, no hubo unanimidad respecto a la magnitud de los incrementos. Así, luego de dos aumentos acumulados de 75 pbs, la tasa de intervención pasó desde el mínimo histórico de 1,75% hasta 2,50%. La aceleración en el ritmo de normalización -con un incremento de 50 pbs en la reunión de octubre- fue consistente con la fuerte recuperación económica y los persistentes riesgos en materia de inflación, en particular, relacionados con las disrupciones de las cadenas de suministro.

En el escenario base, estimamos que la inflación cerrará el año en de 4,9%, aunque la composición del incremento cambiará paulatinamen-



te, con presiones persistentes en el rubro de alimentos y regulados -principalmente por la baja base estadística- y un protagonismo creciente del segmento de servicios. Con este resultado, la inflación completaría cinco meses consecutivos por encima del rango meta al cierre del año. En esta línea, la Junta del BanRep continuará con el ciclo de aumentos y elevaría en 50 pbs su tasa de referencia en la reunión de diciembre.



## I.5. POSICIÓN FISCAL EN 2021: OPORTUNIDAD PERDIDA

#### Julio César Romero

Hace un año advertimos que en 2021 el país tendría que adoptar acciones para proteger la credibilidad en el manejo de sus finanzas públicas luego del fuerte deterioro fiscal que generó la pandemia. Por esta razón, considerábamos inaplazable la implementación de una reforma fiscal que redujera estructuralmente el déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) y garantizara una corrección de la senda de deuda a mediano plazo. En caso contrario, anticipábamos que Colombia sufriría un fuerte incremento en el costo de financiamiento del Gobierno y del sector privado, acompañado de la pérdida del grado de inversión.

Según las estimaciones que realizamos en su momento, no hacer una reforma fiscal llevaría la deuda bruta del GNC desde 65% del PIB en 2020 hasta 79% del PIB en 2031, lo que aumentaría el pago de intereses del Gobierno en 0,3% del PIB durante la próxima década. También contemplamos un escenario de ajuste fiscal de 1% del PIB, la mitad del requerido, encontrando que la deuda se estabilizaría alrededor de 68% del PIB y el Gobierno tendría que pagar intereses adicionales equivalentes a 0,1% del PIB en la próxima década. Nuestra conclusión fue que no hacer el ajuste fiscal requerido implicaría destinar más recursos al servicio de la deuda y menos a la inversión en proyectos que impulsaran el crecimiento (ver "Posición fiscal: proteger la credibilidad" en Informe Anual - Diciembre 3 de 2020).

Desafortunadamente, este año se materializó un escenario adverso similar al que contemplábamos y, aunque el Gobierno logró sacar adelante una reforma fiscal en medio de un entorno político complejo, el ajuste será de 1,2% del PIB y no ocurrirá el próximo año, sino a partir de 2023. En efecto, el país vivió un estallido social violento que impidió hacer cambios estructurales al sistema tributario y dejó en evidencia una profunda crisis de gobernabilidad. El Paro Nacional convocado por centrales obreras y sindicales para el 28 de abril -fecha que se había definido desde hacía varios meses- tomó como bandera la oposición radical al proyecto de reforma fiscal que acababa de radicar



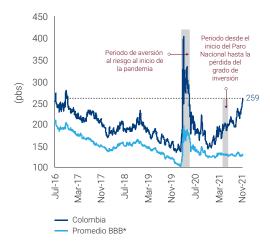
el Gobierno. El escalamiento de la violencia y las vías de hecho-como los bloqueos de vías que generaron desabastecimiento de productos básicos, especialmente en el suroccidente del país- obligaron a que pocos días después se retirara la iniciativa y el Ministro de Hacienda Alberto Carrasquilla presentara su renuncia.

Lo que vino luego fue un incremento de las primas de riesgo a niveles que no se observaban desde el inicio de la pandemia, acompañado de la pérdida del grado de inversión. El CDS a 10 años pasó de 165 puntos básicos (pbs) a mediados de abril (cuando se dio a conocer el proyecto de reforma) a 203 pbs a finales de mayo, esto es 72 pbs por encima del promedio de los países con calificación BBB. Desde entonces, la prima de riesgo siguió aumentando al punto que a finales de noviembre los CDS a 10 años estaban en 259 pbs, su nivel más alto desde finales de 2016, excluyendo el episodio de pánico al inicio de la pandemia (Gráfico 1).

Por su parte, la tasa del TES de referencia a 10 años aumentó más de 130 pbs, al pasar de 6,05% a mediados de abril hasta 7,36% a finales de mayo. De esta forma, por primera vez desde finales de 2016 el costo de financiamiento en moneda local del gobierno de Colombia superó el de México, país que sí mantuvo el grado de inversión. En los siguientes meses, la desvalorización de los TES continuó al punto que al cierre de este informe la referencia a 10 años registraba una tasa de 8,32%, solo por debajo de los niveles registrados en marzo de 2020 y superior en 360 pbs al promedio en países BBB (Gráfico 2). Vale la pena señalar que el deterioro del mercado de deuda local también obedeció al inicio de la normalización monetaria en Colombia y EEUU, ante los crecientes temores por el surgimiento de la inflación (ver "I.7. Mercado de deuda: tiempos difíciles").

En medio de la crisis sociopolítica, la calificación crediticia de Colombia fue rebajada de BBB- a BB+, con perspectiva estable, por parte de las agencias Standard & Poor's (S&P) y Fitch Ratings, con lo cual el país perdió la categoría de grado de inversión que había alcanzado 10 años atrás. La decisión de las calificadoras -S&P en la tercera semana de mayo y Fitch a comienzos de julio- sucedió antes de que el Gobierno presentara una nueva reforma tributaria, en el inicio de la segunda legislatura del año.

**Gráfico 1**CDS A 10 AÑOS DE COLOMBIA Y PROMEDIO
DE PAÍSES BBB\*

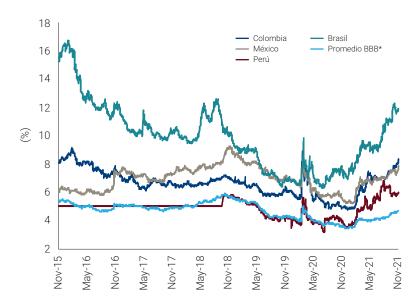


\* Calificación de S&P para Croacia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Marruecos, México, Perú, Rumania, Rusia, Tailandia y Uruguay.

Fuente: Eikon.



**Gráfico 2**TASA DEL BONO A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL



<sup>\*</sup> Calificación de S&P para Croacia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Marruecos, México, Perú, Rumania, Rusia, Tailandia y Uruguay.
Fuente: Eikon.

El Congreso aprobó la Ley de Inversión Social -el nombre que se le dio a la reforma- de manera relativamente expedita, pues antes de radicarla el Ministerio de Hacienda liderado ahora por Jose Manuel Restrepo logró consensos con diferentes sectores sociales y políticos bajo la condición de no modificar el IVA ni el impuesto de renta a personas naturales. No obstante, la reforma aprobada es mucho menos ambiciosa que la que se tuvo que retirar y logrará un ajuste fiscal de 1,2% del PIB solo a partir de 2023. La Ley de Inversión Social incluyó varias de las medidas de gasto social planteadas en la reforma fallida e incluyó otras que surgieron en las negociaciones del Gobierno con el comité del Paro, de manera que para 2021 y 2022 la reforma terminó siendo más una de estímulo al crecimiento que una de ajuste fiscal.

De esta forma, consideramos que el país perdió la oportunidad de hacer un ajuste estructural y necesario de su estatuto tributario, en donde la carga recaiga más en las personas naturales y menos en las empresas, en línea con la estructura de los sistemas impositivos de países de la OCDE. Una reforma en este sentido está ampliamente



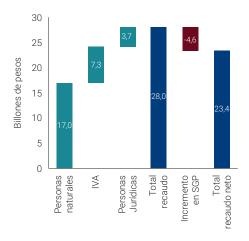
diagnosticada desde hace varios años, en la medida que aumentaría la competitividad del país y fomentaría inversiones productivas que eleven el crecimiento potencial de la economía colombiana.

### La reforma que no fue

El denominado Proyecto de Ley de Solidaridad Sostenible -en el que trabajó durante varios meses el equipo técnico del Ministerio de Hacienda en cabeza de Alberto Carrasquilla-, no sólo realizaba ajustes al estatuto tributario que atendían el grueso de las recomendaciones de la Comisión de Expertos Tributarios, sino que pretendía financiar la ampliación y permanencia del paquete de gasto social más grande en la historia del país. En efecto, la propuesta contemplaba extender los programas de Ingreso Solidario y compensación del IVA para beneficiar al 40% de la población de menores ingresos, para compensar parte de los efectos de la crisis sobre la pobreza y la desigualdad.

Para financiarlo, buscaba aumentar el recaudo en 28 billones de pesos (23,4 billones netos de giros al Sistema General de Participaciones), de los cuales un 60% vendría de impuestos directos a personas naturales, una cuarta parte de ajustar tarifas del IVA y un 13% de mayores impuestos corporativos, en línea con recomendaciones de la Comisión de Expertos (Gráfico 3). Además, contemplaba reducir las tarifas de renta corporativa a 27% en 2022 y 2023 y a 24% a partir de 2024 para empresas con ingresos anuales menores a 500 millones de pesos, mientras que para empresas de ingresos mayores mantenía la tarifa general de 30%, si bien incluía una sobretasa de 3 puntos para 2022 y 2023 (Tabla 1).

**Gráfico 3**FUENTES DE INGRESOS PROYECTO DE SOLIDARIDAD SOSTENIBLE



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

**Tabla 1**TARIFA DE RENTA A PERSONAS JURÍDICAS EN PROYECTO LEY DE SOLIDARIDAD SOSTENIBLE

	Renta líquida gravable anual	2022	2023	2024 en adelante
Antes	Tarifa general	30%	30%	30%
Propuesta	Menores a 13.770 UVT	27%	27%	24%
	De 13.770 UVT o más	33%	33%	30%

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.



Aunque la propuesta de reforma tenía varias oportunidades de mejora, creemos que buena parte de su fracaso fue resultado de un manejo político desafortunado. El Gobierno no logró el apoyo del Congreso ni de la opinión pública a pesar de que proponía ampliar de forma permanente el paquete de gasto social más ambicioso en la historia del país y de que los ajustes tributarios eran graduales, no inmediatos. Lo cierto es que la discusión de la reforma se politizó, perdiendo de vista los intereses del país y priorizando los electorales.

### La reforma que fue posible deja tareas pendientes

La primera semana de septiembre el Congreso aprobó los 65 artículos de la Ley de Inversión Social o reforma fiscal, luego de un trámite de mes y medio. Aunque en su paso por el legislativo se incluyeron algunas medidas relacionadas con la reactivación económica, la Ley mantuvo la esencia de la propuesta tributaria del Gobierno: aumentar la carga a las empresas y mantener inalterados el IVA y los impuestos a personas naturales. Este enfoque contrasta con el del proyecto de Ley de Solidaridad Sostenible, cuyo contenido explicamos previamente.

En particular, la reforma aprobada aumentará el recaudo tributario en alrededor de 15 billones de pesos (1,2% del PIB) a partir de 2023, es decir, 9 billones (0,8% del PIB) menos que la propuesta fallida. El grueso de los ingresos fiscales vendrá de: i) el aumento en la tarifa de impuesto de renta corporativo de 30% a 35%; ii) la sobretasa de impo-renta de 3 puntos porcentuales (p.p.) a las instituciones financieras entre 2022 y 2025; iii) el desmonte de los beneficios de la Ley de Crecimiento de 2019 (descuento de ICA en impuesto de renta se mantiene en 50% en 2022); y iv) las medidas de austeridad y lucha contra la evasión, las cuales nos parecen muy ambiciosas (Tabla 2). Vale la pena destacar que durante el trámite en el Legislativo se eliminó la reducción a 0% de la tarifa de retención en la fuente para inversionistas extranjeros en el mercado local de renta fija, una medida que habría tenido un efecto positivo sobre los TES.

En materia de gasto, la reforma extendió los programas sociales, si bien buena parte de estas medidas estaban contempladas en el Proyecto de Solidaridad Sostenible (Tabla 3). En este sentido, a corto



plazo (2021-2022) la Ley de Inversión Social es más un programa de estímulo económico y al empleo que uno de ajuste fiscal: extiende el Programa Ingreso Solidario hasta diciembre de 2022, amplía la vigencia de los subsidios a las nóminas formales (PAEF) hasta diciembre de 2021 e incorpora medidas adoptadas por el Gobierno en respuesta al Paro Nacional.

En particular, la reforma reduce el costo de generar empleo formal con un subsidio de 25% del salario mínimo para las ofertas laborales a jóvenes entre 18 y 28 años, de 10% para trabajadores que devenguen hasta tres salarios mínimos -con 5% adicional si se trata de mujeres mayores de 28 años- por un periodo máximo de 12 meses por empleador y hasta agosto de 2023. Además, mantiene el programa matrícula cero y acceso a educación superior.

En el balance, lo positivo de la Ley de Inversión Social es que responde a las necesidades sociales que dejó la pandemia, impulsa un ajuste fiscal a partir de 2023 para evitar un mayor incremento de la deuda pública y adopta una nueva regla fiscal que tiene en cuenta un ancla y un límite de deuda. Lo preocupante es que aumenta la carga sobre las empresas, lo cual puede afectar el crecimiento potencial de la

**Tabla 2**RECAUDO DE LA REFORMA APROBADA (Billones COP)

	2021	2022	2023
Usos (gasto social)	4,1	7,9	0,7
Ingreso solidario	2,1	6,6	0
PAEF	1,1	0	0
Matrícula cero	0,7	0,7	0,7
Subsidio a la nómina	0,2	0,6	0
Fuentes (recaudo tributario)	0,3	0,8	15,6
Descuento ICA 50%	0	0	3,9
Renta Corporativa	0	0	7,7
Sobretasa sector financiero	0	0,4	0,4
Normalización tributaria	0,3	0,4	0
Austeridad	0	0	1,9
Lucha contra la evasión	0	0	2,7
Recaudo neto	-3,8	-7,1	14,9

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Corficolombiana.



Tabla 3 COMPARACIÓN DE LA LEY DE INVERSIÓN SOCIAL CON EL PROYECTO DE LEY DE SOLIDARIDAD SOSTENIBLE

	Proyecto de Ley Solidaridad Sostenible abril 2021	Ley de Inversión Social septiembre 2021
Medidas de gasto (usos) Programa Ingreso Solidario	Programa permanente y en coordinación con otros programas sociales como Familias en Acción	Programa transitorio hasta Diciembre de 2022, cuando el Gobierno podrá extenderlo conforme a los resultados de uan evaluación del programa. Se abre la posibilidad de giros extraordinarios y a la modificación de los criterios de focalización por parte de la Mesa de Equidad
Incentivos creación nuevos empleos	Exención aportes salud, pensiones, aportes parafiscales y afiliación cajas de compensación de jóvenes menores de 28 años, personas en edad de jubilación sin pensión, personas en discapacidad y mujeres mayores de 40 años cuya remuneración fuera inferior a 3 salarios mínimos contratados durante 5 años posterior a la Ley	Subsidio de 25% del salario mínimo para las ofertas laborales a jóvenes entre 18 y 28 años, del 10% para trabajadores que devenguen hasta tres salarios mínimos -con un 5% adicional si se trata de mujeres mayores de 28 años- por un periodo máximo de 12 meses por empleador y hasta agosto de 2023
Programa de Apoyo al Empleo Forma (PAEF)	Extensión hasta junio de 2021	Extensión hasta diciembre de 2021 para un máximo de 50 empleados
Acceso Educación superior	Extensión programa Generación E, basado en puntaje SISBEN y pruebas Saber 11	Matrícula cero de las instituciones de educación superior públicas de estratos 1,2 y 3
Austeridad y lucha contra la evasión Medidas de Austeridad	Límite de gasto público a nivel nacional entre 2022 y 2026 dado por la inflación esperada y facultades extraordinarias al Presidente para la supresión de entidades	Planes anuales de austeridad buscando ahorro de 1,9 billones, limitando gasto en viajes,papelería y otros gastos de funcionamiento y un recorte de transferencias de más de 5% diferentes a aquellas de rango Constitucional y del SGR
Lucha contra la evasión	Modificaciones relacionadas con la obligación de facturar, los sistemas de facturación, el intercambio automático de información, la definición del beneficiarion final y sanciones aplicables	Incluye modificaciones a la inscripción al RUT, los sistema de facturación, intercambio de información y la definición del beneficiario final
Sobretasa a la gasolina	Incluía modificaciones a la tarifa de la sobretasa de la gasolina y el ACPM, así como las condiciones de distribución de los ingresos recaudados por este concepto. La contribución nacional a la sobretasa del ACPM, cobrada por la Nación será distribuida un 50% para mantener la red vial nacional y un 50% para mantener la red vial en cada uno de los departamentos, incluido Bogotá. Estas condiciones entrarán en vigor desde 2022.	NA
Impuestos y medidas verdes	Creación Fondo de Cambio Climático y Desarrollo Sostenible. Modificación impuesto al carbono, e introducción impuesto plástico de un solo uso, impuesto nacional de plaguicidas e impuesto nacional a vehículos incluyendo un factor de contaminación.	NA
Otros	Peajes urbanos; creación fondo único de soluciones energéticas; modificación del presupuesto y un número importante de medidas derogatorias que eliminaban o modfiican beneficios tributarios.	<ul> <li>Apoyo empresas afectadas por Paro Nacional de 20% de SMLV para pago de obigaciones laborales de mayo y junio a empresas con reducción de más de 20% de sus ingresos.</li> <li>Apoyo a sistemas de transporte masivo con co-financiamiento de máximo 50% del déficit operacional.</li> <li>Criterios más laxos para contratación créditos por parte de entidades territoriales hasta 2023.</li> <li>Aumenta límite de inversión regalías hasta 90% de apropiaciones.</li> <li>Aumento umbral para acceder a régimen SIMPLE y cambios rangos y tarifas de dicho régimen.</li> <li>Por 2022, contribuyentes régimen SIMPLE en actividades de expendio de comidas y bedidas no serán responsables del IVA o el impo-consumo.</li> <li>Otras disposiciones relacionadas con sanciones y obligaciones frente a la DIAN.*</li> </ul>

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Elaboración Corficolombiana.



economía colombiana. En este sentido, la Ley de Inversión Social es la reforma fiscal que fue políticamente posible, pero está lejos de lograr el ajuste estructural que necesita el país.

Finalmente, es importante mencionar que la Regla Fiscal que empezará a operar desde 2022 deja la mayor parte del ajuste fiscal al siguiente Gobierno. La Ley de Inversión Social estableció una transición del ajuste fiscal para los próximos cuatro años, indicando que el Balance Primario Neto Estructural (BPNE) del GNC no podrá ser menor a -4,7% del PIB en 2022, -1,4% del PIB en 2023, -0,2% del PIB en 2024 y +0,5% del PIB en 2025. Lo anterior supone una reducción del déficit en 2023 de 3,3 p.p., una meta difícil de cumplir sin un ajuste adicional en los ingresos o gastos del Gobierno. En este sentido, creemos que será necesaria otra reforma tributaria, dado que con la Ley de Inversión Social el ajuste fiscal es de solo 1,2% del PIB a partir de 2023.

### Expectativa del cierre fiscal 2021

De acuerdo con el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2021 (MFMP 2021), el déficit fiscal del GNC aumentaría de 7,8% del PIB en 2020 a 8,6% del PIB en 2021. Sin embargo, nuestras estimaciones indican que el desbalance de este año será menor al proyectado por el Gobierno, principalmente porque la economía creció a una tasa mucho mayor a las estimaciones oficiales, lo que favoreció el recaudo tributario y elevó el denominador de las métricas fiscales.

En efecto, el MFMP 2021 contemplaba un crecimiento del PIB de 6% en 2021, pero las sorpresas en este sentido fueron positivas y creemos que la cifra será cercana a 10% (ver "I.2. Actividad económica local: recuperación en V"). En efecto, la rápida recuperación de la actividad productiva y el hecho de que los precios del petróleo registrarán un promedio superior a 70 dólares por barril este año, explicarían que el recaudo tributario bruto hasta septiembre registrara un crecimiento de 16,2%, superior al 15,5% que proyectaba el Gobierno.

Teniendo en cuenta que este año las devoluciones de impuestos vía TIDIS serían menores que en 2020, estimamos que el recaudo neto de la DIAN superará los 153 billones de pesos, lo que significaría



dos billones más que lo contemplado en el MFMP 2021. Por otra parte, la venta a Ecopetrol de la participación estatal en ISA por 3,600 millones de dólares permitió que el Gobierno cumpliera la meta de enajenaciones para este año, de 14 billones de pesos. De esta forma, los ingresos totales del GNC aumentarían de 15,2% del PIB en 2020 a 15.7% en 2021.

En materia de gasto, creemos que las cifras van a estar relativamente en línea con las proyecciones oficiales, en la medida que la extensión de los programas sociales ya estaba incorporada en el MFMP 2021. De esta forma, el gasto total del GNC ascendería a 24% del PIB este año, desde 23% del PIB en 2020, con lo cual estimamos un déficit fiscal levemente superior a 8,2% del PIB. En consecuencia, la deuda bruta del GNC registraría un incremento de 1,6 puntos del PIB este año, al pasar de 64,7% en 2020 a 66,3% en 2021.

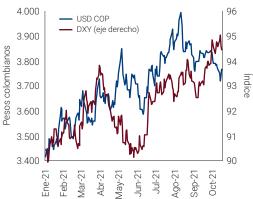


### I.6. MERCADO CAMBIARIO EN 2021: INCORPORANDO RIESGOS

José Luis Mojica Julio César Romero

La tasa de cambio en Colombia registró una alta volatilidad en 2021 y confirmó que es la variable que mejor captura los eventos de riesgo locales y externos. Con corte al 26 de octubre, el peso colombiano registraba una devaluación año corrido de 10,4% respecto al dólar estadounidense, lo cual la ubica como una de las divisas de países emergentes que más perdió valor en 2021.

### Gráfico 1 PESO COLOMBIANO Y DXY



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana

El desempeño del tipo de cambio durante este año estuvo explicado principalmente por tres factores: i) el fortalecimiento global del dólar estadounidense ante la expectativa de una reducción anticipada del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal (Fed) en EEUU (Gráfico 1); ii) el aumento de la prima de riesgo país a nivel local -en medio de la incertidumbre sociopolítica que generaron las protestas, la violencia y las vías de hecho en el marco del paro nacional durante 2T21-, el deterioro fiscal y la consecuente pérdida del grado de inversión; y iii) el fortalecimiento de la caja en dólares del Gobierno en el segundo semestre del año, asociado a la venta de su participación en ISA y a la operación con los Derechos Especiales de Giro (DEG) que realizó en coordinación con BanRep.

Todo lo anterior ocurrió en un contexto internacional muy favorable en materia de precios del petróleo, los cuales se ubicaron por encima de nuestra expectativa. Al cierre de este informe, la referencia Brent estaba alrededor de 85 dólares por barril, su nivel más alto de los últimos 3 años. Sin embargo, este factor tuvo una influencia mucho más baja en 2021 en comparación con años anteriores, en la medida que predominó la incertidumbre tanto global -reflejada en los mayores niveles del índice DXY- como local, reflejada en la mayor prima de riesgo soberano.

Bajo este contexto, proyectamos que la tasa de cambio cierre 2021 alrededor de 3.830 pesos por dólar, en línea con las monetizaciones que



seguirá haciendo el Gobierno y con el incremento en la tasa de política de BanRep. Con esto el promedio se ubicaría en 3.759 pesos en 2021, lo cual implica una devaluación de 0,8% frente al promedio de 2020.

### Un año de dólar fuerte

El dólar estadounidense mantuvo su fortaleza en 2021, en un contexto en el que la economía de EEUU rebotó con fuerza y amplió su ventaja sobre otros países desarrollados. En particular, EEUU recuperó sus niveles pre-pandemia en 2T21 y para este año el crecimiento podría ubicarse sobre el 5,9%, impulsado por el fuerte estímulo fiscal, la política expansiva de la Fed y el avance en el proceso de vacunación.

A lo anterior se sumó el surgimiento de la inflación a nivel global, impulsado por una reactivación económica más rápida de lo previsto, así como el choque de oferta generado por las dificultades en el comercio internacional y por el incremento en el precio de los commodities, particularmente los energéticos. Bajo este contexto, el comportamiento global del dólar en 2021 estuvo explicado en buena medida por la expectativa de que la Fed anticiparía el retiro del estímulo monetario, empezando con la reducción del programa de compras de activos (*Tapering*) a partir de noviembre y finalizándolo probablemente a mediados de 2022.

Lo anterior supuso una gran volatilidad en los mercados financieros del mundo, con fuertes desvalorizaciones en los activos de renta fija ante el incremento en las tasas de interés tanto de corto como de largo plazo, y un alto apetito por dólar. Así, la mayoría de las divisas de economías emergentes registraron devaluaciones durante este año, y el peso colombiano no fue la excepción. En los primeros 10 meses de 2021, el índice DXY -que mide la fortaleza relativa del dólar frente a monedas de economías avanzadas- aumentó 4,4%, mientras que las monedas emergentes registraron una devaluación promedio de 5,1%, que para el caso de América Latina ascendió a 9,1% (Gráfico 2).

**Gráfico 2**DEVALUACIÓN EN EMERGENTES
(SIN CHINA) Y LATINOAMÉRICA

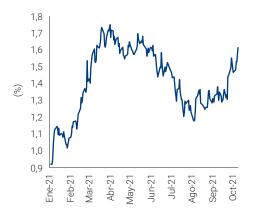


Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana

Devaluación promedio del peso colombiano, el real brasilero, el peso chileno, el peso mexicano, el peso argentino y el sol peruano.



**Gráfico 3**RENDIMIENTO DE LOS TESOROS
A 10 AÑOS



Fuente: Eikon, Cálculos Corficolombiana.

La expectativa de un inicio anticipado del *Tapering* apresuró el aumento de las tasas de los Tesoros a 10 años en EEUU, que entre enero y octubre pasaron del 0,9% al 1,6% (Gráfico 3). Lo anterior fortaleció las posiciones largas en dólar y limitó los flujos de inversión hacia economías emergentes.

### Eventos externos de incertidumbre afectaron la tasa de cambio

Además de la fortaleza global del dólar estadounidense asociada a la recuperación económica y al surgimiento de la inflación, este año se registraron varios episodios que exacerbaron la aversión al riesgo y redujeron el apetito de los inversionistas por monedas emergentes. Uno de los más recientes fue el rebrote mundial de casos de coronavirus en 3T21 como resultado de la variante Delta. Lo anterior reveló riesgos a la baja para el crecimiento, en la medida que varias economías en Europa y Asia tuvieron que tomar nuevamente medidas de distanciamiento social. Si bien el proceso de vacunación limitó las nuevas muertes a pesar del repunte en los casos, la inmunización ha sido menos efectiva ante las nuevas variantes, al punto que la pandemia volvió a tomar fuerza en Israel.

Por otro lado, los contratiempos que enfrentó el comercio a nivel global, la desincronización de las cadenas de suministro y el efecto al alza sobre los costos de transporte configuraron, sin lugar a duda, uno de los eventos de riesgo más importantes de 2021. La escasez de contenedores para el transporte marítimo en Asia, a raíz de la recuperación desigual y más marcada de las exportaciones chinas frente al resto del mundo, derivó en un incremento inusitado en los fletes. Esto se sumó a la menor producción en China ante las restricciones para limitar un nuevo repunte en los casos de coronavirus.

Asimismo, la escasez de carbón en el país asiático ocasionó cortes de luz tanto para hogares como para industrias, en la medida que más de la mitad de la demanda de energía depende de este *commodity*. Esto obligó a varias fábricas de los sectores de aluminio, siderurgia, cemento, fertilizantes y tecnología a detener o reducir sus operaciones.



En el último trimestre, a estos factores en China se han sumado riesgos adicionales en el sector inmobiliario que podrían tener efectos sistémicos para la economía asiática y desacelerar su crecimiento, con posibles repercusiones a nivel global. El posible colapso del gigante inmobiliario Evergrande, ante los problemas de liquidez para honrar sus obligaciones financieras, amenaza con generar una crisis en el sistema financiero, en tanto esta compañía es el segundo promotor inmobiliario más grande de China y sus pasivos ascienden al 2% del PIB.

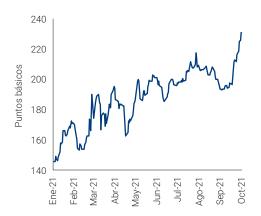
Finalmente, la inestabilidad política y social que enfrentaron este año varios países de América Latina fue un factor adicional de presiones alcistas sobre la tasa de cambio local. Dentro de los eventos de riesgo más importantes resaltamos:

- O En Perú, la llegada del líder de izquierda Pedro Sánchez a la presidencia, luego de un proceso electoral altamente polarizado, se reflejó en un incremento importante de la prima de riesgo y en una devaluación histórica del sol peruano.
- O En Chile, la elección de una Asamblea Constituyente en la cual la representatividad de la coalición de Gobierno (derecha) es menor a la de partidos de centro y oposición, sugiere que la nueva constitución aumentaría el tamaño del Estado e impulsaría un deterioro fiscal en los próximos años².
- O En Brasil, el Gobierno de Jair Bolsonaro ha sido señalado como el principal responsable de que los contagios y las muertes por coronavirus hayan alcanzado niveles elevados este año. Además, el Gobierno mostró intenciones de abandonar el techo en el gasto social, lo que implicaría un deterioro adicional en términos fiscales, generando mayor incertidumbre sociopolítica.

Buena parte de la atención está en los ajustes al sistema pensional. Desde el inicio de la pandemia, el Congreso chileno ha aprobado en tres oportunidades que los ciudadanos realicen retiros de su cuenta de ahorro individual en los fondos privados de pensiones, y está en proceso la aprobación de un cuarto retiro. La nueva constitución definirá la magnitud del gasto pensional que recaerá sobre el Estado y la velocidad de la transición hacia ese nuevo sistema.

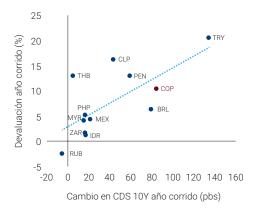


### **Gráfico 4** CDS A 10 AÑOS PARA COLOMBIA



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana

## **Gráfico 5**DEVALUACIÓN EN EMERGENTES Y PRIMAS DE RIESGO 2021



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana.

## Factores domésticos: riesgo país, normalización monetaria y monetizaciones

El marcado deterioro de las finanzas públicas como consecuencia de la pandemia, el estallido de la crisis sociopolítica en el marco del paro nacional y la posterior pérdida del grado de inversión son un resumen elocuente de lo difícil que fue este año para los activos financieros locales. El mercado fue incorporando estos eventos a través de una mayor prima de riesgo, lo cual generó presiones devaluacionistas sobre el peso colombiano que lo llevaron a máximos de 3.993 pesos por dólar en el mes de julio. Por un lado, las agencias calificadoras S&P y Fitch redujeron la calificación soberana para Colombia un nodo por debajo del grado de inversión, ante la falta de un ajuste fiscal más pronunciado que moderara el crecimiento de la deuda y el déficit fiscal.

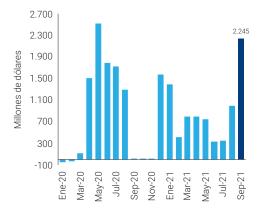
Anticipando la rebaja, las primas de riesgo empezaron sucesivos incrementos desde inicios de año que estuvieron jalonados además por las manifestaciones del 2T21 en rechazo de la primera propuesta de reforma tributaria. Este escenario de inestabilidad sociopolítica presionó los CDS a 10 años, que pasaron de 146 a 210 puntos básicos en los primeros siete meses del año (Gráfico 4). En particular, parte de la heterogeneidad de las devaluaciones en monedas emergentes se explica por el incremento en las primas de riesgo a lo largo del 2021 (Gráfico 5).

Ahora bien, desde octubre las presiones sobre la moneda se han moderado por las monetizaciones del gobierno en el mercado spot y la expectativa de una normalización de la política monetaria del BanRep más acelerada de lo anticipado por los analistas. En el segundo semestre el Ministerio de Hacienda, a través de la Dirección del Tesoro Nacional, ha acelerado las ventas de dólares en el mercado cambiario, monetizando las disponibilidades de caja en dólares (Gráfico 6). En particular, las ventas mensuales en septiembre llegaron a 2.245 millones, el nivel más alto desde mayo de 2020.

Además, la reunión de septiembre del BanRep aumentó las expectativas de un incremento de la tasa de política monetaria más acelerado.

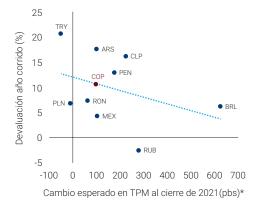


**Gráfico 6**VENTAS NETAS DE DÓLARES DE LA
DIRECCIÓN DEL TESORO NACIONAL



Fuente: MinHacienda. Cálculos Corficolombiana.

# **Gráfico 7**DEVALUACIÓN EN EMERGENTES Y POLÍTICA MONETARIA



\* TPM: Tasa de Política Monetaria. Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana. La dividida decisión sobre la magnitud del aumento de la tasa de política abrió la posibilidad de que la velocidad de normalización se acelere en los próximos meses; nuestra expectativa es que la tasa de intervención cierre este año en 2,75%. Según hemos advertido, las monedas emergentes en donde iniciaron más rápido y de forma más pronunciada los incrementos de tasas han registrado devaluaciones menos acentuadas (Gráfico 7) (ver "El tipo de cambio volando alto" en Informe Especial - Julio 2021 y "El tipo de cambio contra la corriente" en Informe Semanal - Octubre 2021).

Finalmente, destacamos que, si bien las cotizaciones de crudo han aumentado, la correlación del peso colombiano con el Brent se ha debilitado en 2021, fenómeno que de hecho ha sucedido con la mayoría de los países petroleros. Los Betas de la sensibilidad de las variaciones diarias del rublo ruso, el peso colombiano, el real brasilero y el peso mexicano este año están por debajo del promedio de la última década, lo que revela que el incremento en los precios del crudo ha tenido un efecto limitado sobre las devaluaciones de las divisas de países exportadores de hidrocarburos (Gráfico 8).

#### BALANZA DE PAGOS: recuperación con apertura

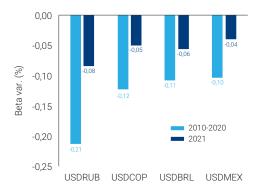
Durante 2021 el déficit en cuenta corriente se amplió hasta el 5,4% del PIB en el 1S21, impulsado por un mayor desbalance comercial de bienes y un incremento en los egresos factoriales netos (Gráfico 9). Anticipamos un desbalance externo de 5,3% del PIB que representa una apertura de 1,7 puntos porcentuales (p.p.) desde el 3,6% del 2020.

En primer lugar, el desbalance comercial en la primera parte del año ascendió a los 9.330 millones de dólares, un incremento de 3.473 millones de dólares de los cuales el 71% se debe a un mayor déficit de bienes y el 29% restante a un mayor desbalance en servicios. En efecto, las importaciones han incrementado más rápido de la mano de la recuperación de la economía, mientras que las exportaciones han estado rezagadas por la lenta recuperación de la producción petrolera.

En términos de importaciones de bienes, entre enero y julio registraron un crecimiento de 3,4% frente al nivel de 2019. Por tipo de bien,



**Gráfico 8**BETAS DE MONEDAS PETROLERAS AL BRENT\*



 \* Sensibilidad de los tipos de cambio a variaciones d/d del Brent.

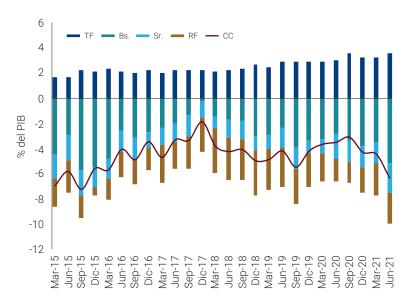
Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana

el repunte ha estado jalonado por las compras al exterior de bienes intermedios para la industria y la agricultura, que han contribuido a la variación con 7,2 p.p. y 1,4 p.p. respectivamente.

En contraste, las exportaciones de bienes han exhibido una recuperación heterogénea por una mejor dinámica de las no tradicionales, que contrasta con los retrocesos de las ventas al exterior de crudo y carbón. Las exportaciones entre enero y agosto están un 8,5% por debajo de los niveles de 2019. Si bien los bienes no tradicionales, de la mano de los productos químicos y el oro, han contribuido con 7,2 p.p. a la variación, el petróleo y el carbón restaron 12,7 p.p. y 4,1 p.p. respectivamente.

En términos de servicios, la mayor parte del ajuste se ha dado por un incremento más pronunciado de los viajes al exterior de colombianos, que superó el aumento de los extranjeros a Colombia, presionando un incremento más acentuado de las importaciones frente a las exportaciones. Además, las importaciones de los servicios de transporte también han ayudado en la apertura del desbalance.

**Gráfico 9**CUENTA CORRIENTE POR COMPONENTES



<sup>\*</sup> TF: Transferencias; Bs.: Desbalance comercial, bienes; Sr: Desbalance comerial, servicios; RF: Rentas factoriales; CC: Déficit cuenta corriente.

Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana.

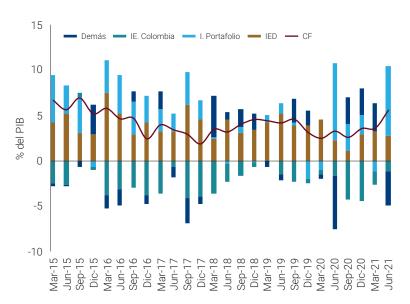


Por su parte, los egresos factoriales aumentaron en 1.110 millones de dólares y presionaron el déficit en cuenta corriente. Esto estuvo en línea con el incremento en las utilidades de empresas con relación de IED, lo que generó salidas netas por 1.132 millones de dólares. El aumento más pronunciado en las ganancias se registró para las empresas del sector explotación petrolera (779 millones de dólares), establecimientos financieros (251 millones de dólares) y transporte y comunicaciones (213 millones de dólares).

Finalmente, los ingresos netos por transferencias aumentaron 1.187 millones de dólares y limitaron el avance en el déficit en cuenta corriente. La recuperación de las remesas de EEUU ha sido muy acelerada y los estímulos fiscales en la mayor economía del mundo generaron un incremento sostenido en las transferencias desde el exterior. Entre enero y agosto las remesas avanzaron un 29,1% a/a y un 19% frente al mismo periodo de 2019.

La buena noticia es que la apertura del desbalance ha estado casi completamente financiada con entradas netas de capital por el 4,7% del PIB en la cuenta financiera (Gráfico 10). En particular, la Inversión

**Gráfico 10**CUENTA FINANCIERA POR COMPONENTES



Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana.



Extranjera Directa (IED) ha exhibido una recuperación moderada y los flujos entrantes de inversión de portafolio siguen siendo importantes por las emisiones del Gobierno en mercados internacionales y las compras de Tes por parte de extranjeros en el mercado local.

En términos de IED, en la primera mitad de 2021 se registraron flujos entrantes por 4.576 millones de dólares, lo que da cuenta de una recuperación del 50,6% frente al 2S20, pero todavía lo ubica un 38,9% por debajo de los niveles de 2019. En particular, los sectores que más contribuyen a la caída bianual son el petrolero, la industria y el de explotación de minas y canteras con 13,5 p.p., 10,4 p.p. y 10,2 p.p. respectivamente.

Por su parte, la inversión de portafolio ha exhibido entradas de capital por 4.697 millones de dólares en 1S21, lo que representa un incremento de 18% a/a. En la primera mitad del año se registraron flujos entrantes por emisiones de bonos de deuda pública en mercados internacionales por 2.641 millones de dólares y compras netas de Tes en el mercado local por parte de no residentes por 2.370 millones de dólares. Además, los no residentes han comprado 252 millones de dólares en títulos de deuda privada, aunque han liquidado posiciones en el mercado de renta variable por 566 millones de dólares.



Luego de la notable recuperación registrada en 2021, la economía global enfrentará un panorama complejo en 2022. Aunque la actividad ya regresó los niveles previos a la llegada del COVID-19, el aumento de la inflación y de las tasas de interés constituye un riesgo importante para la actividad productiva, especialmente en el contexto de alto endeudamiento que dejó la pandemia.

Esperamos que la pandemia tenga una menor relevancia el próximo año, a pesar de que se seguirán registrando brotes de contagios en algunos países. El avance con la vacunación, aunque heterogéneo, debería evitar que se adopten confinamientos estrictos como los observados hasta mediados de 2021. En este sentido, durante el primer semestre de 2022 la situación generada por el COVID podría bajar a categoría de endemia.

De esta forma, anticipamos una moderación del crecimiento global en 2022 como resultado de: i) el efecto de una base estadística más alta y la convergencia de la actividad a una nueva tendencia de expansión acorde con la nueva normalidad; ii) el impacto adverso de la mayor inflación sobre la demanda; iii) la reducción del estímulo monetario y el endurecimiento de las condiciones financieras globales; iv) el menor gasto público y, en algunos casos, el aumento de la carga tributaria, debido a la necesidad de ajustar las finanzas públicas luego del fuerte deterioro registrado en 2020 y 2021; v) alta volatilidad en los mercados financieros, con mayores costos de financiación y devaluación de las monedas en los países emergentes, especialmente durante el primer semestre; y vi) incertidumbre política en Latinoamérica.



### II.1. CONTEXTO EXTERNO EN 2022: VIENTOS EN CONTRA PARA EL CRECIMIENTO

Julio César Romero Maria Paula González

Si 2021 fue el año de la recuperación a la crisis que generó la pandemia -en el cual se evidenció una transición más rápida de lo previsto a la nueva normalidad acompañada de un repunte acelerado en la inflación-, el 2022 será un año de moderación en la velocidad de crecimiento en el que la economía global enfrentará varios obstáculos, entre los cuales destacamos:

- La persistencia de la inflación en niveles superiores a los objetivos de los bancos centrales, en un contexto en el que las materias primas mantendrán elevados los costos de producción (ver "Recuadro II.1. Inflación de costos: la tormenta perfecta" y "Materias primas e inflación: el choque aún no termina" en Informe Semanal Noviembre 22 de 2021);
- La reducción del estímulo monetario, ante la terminación de los programas de compra de activos en varios países desarrollados y el aumento en las tasas de interés de la mayoría de los bancos centrales, lo cual llevará a un endurecimiento en las condiciones financieras globales;
- La disminución del estímulo fiscal vía un menor gasto público y, en algunos casos, el aumento de la carga tributaria, debido a la necesidad de ajustar las finanzas públicas luego del fuerte aumento del endeudamiento como consecuencia de la pandemia;
- Los episodios de aversión al riesgo a nivel global como resultado de la incertidumbre por la velocidad del retiro del estímulo monetario en países desarrollados, especialmente en EEUU, así como de los temores por la inestabilidad del sector inmobiliario chino. Los países emergentes serán especialmente vulnerables a estos episodios -especialmente aquellos con desbalances más altos en sus cuentas fiscales y externas- y pueden sufrir incrementos

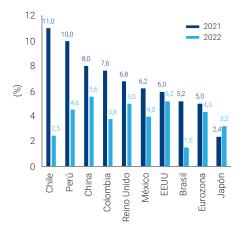


importantes en las primas de riesgo y devaluaciones pronunciadas de sus monedas frente al dólar estadounidense.

Ahora bien, dentro de los aspectos positivos para el próximo año está el hecho de que la pandemia perderá relevancia frente a lo observado en 2021, lo que no significa que dejen de presentarse brotes localizados de contagios en algunas regiones. En efecto, a pesar del avance desigual en el proceso de vacunación durante 2021, hacia finales del año las brechas entre países habían disminuido y es probable que durante el primer semestre de 2022 la situación generada por el COVID-19 pase a categoría de endemia por parte de la Organización Mundial de la Salud (OMS).

Otro factor que favorecerá la recuperación económica en 2022 tiene que ver con los progresos acumulados en el mercado laboral. En la medida que el rezago en la recuperación del empleo siga disminuyendo, esperamos que el consumo privado pueda dar un mayor soporte al crecimiento económico.

# **Gráfico 1**PROYECCIONES DE CRECIMIENTO 2021-2022



Fuente: World Economic Outlook. FMI (Octubre 2021) y Corficolombiana.

#### Moderación del crecimiento

La economía mundial seguiría recuperándose en 2022, aunque a una velocidad menor que en 2021 debido a la mayor base estadística y al hecho de que la actividad convergería a una nueva tendencia de crecimiento acorde con las condiciones post-pandemia. En línea con lo observado en 2021, prevemos que el crecimiento seguirá siendo dispar entre regiones. De esta forma, los países más rezagados en su recuperación -dentro de los cuales se destacan México y Reino Unido-, tendrían un crecimiento mayor en 2022 frente a aquellos que repuntaron más rápido en 2021, debido al efecto de la base estadística (Gráfico 1).

En esta línea, el FMI proyecta que EEUU desacelerará su crecimiento a 5,2% el próximo año, desde 6,0% en 2021, en un contexto de incertidumbre por el posible impacto de la mayor inflación sobre el consumo y la inversión, el menor estímulo fiscal y monetario, y el efecto de la inestabilidad financiera de China. Adicionalmente, el desenvolvimiento de la discusión en torno al techo de la deuda constituye otro factor



de riesgo, ya que un resultado negativo afectaría el presupuesto de gasto del gobierno estadounidense en 2022. Por otra parte, el plan bipartidista de infraestructura aprobado en 2021 por 1,2 billones de dólares y que estará vigente en los próximos cinco años, apoyará la creación de empleo en sectores que incluyen la manufactura, la construcción y el transporte<sup>1</sup>. Llama la atención que la Reserva Federal es menos optimista que el FMI y estima un crecimiento de 3,8% en 2022, con una tasa de desempleo que disminuiría a 3,8% (Tabla 1).

En la Zona Euro, el FMI estima que el crecimiento pase de 5,0% en 2021 a 4,3% en 2022, ante un escenario de menores restricciones a la actividad y una disminución de la incertidumbre asociada a la pandemia. Adicionalmente, se espera que el programa *Next Generation EU* (NGEU) incentive la inversión en algunos países de la Unión Europea. Entre tanto, los países emergentes y en desarrollo crecerían 5,1% en 2022, luego del repunte de 6,4% en 2021, mientras que América Latina experimentaría una ralentización mayor, al pasar de crecer 6,3% en 2021 a 3,0% en 2022. Esta situación respondería en gran parte al mayor endurecimiento de la política fiscal y monetaria

Tabla 1
PROYECCIONES DEL FOMC

Indicador	2021	2022	2023	2024	Largo plazo
Crecimiento del PIB (%)	5,9	3,8	2,5	2,0	1,8
Proyección en junio 2021	7,0	3,3	2,4		1,8
Cambio	-1,1	0,5	0,1		0,0
Tasa de desempleo (%)	4,8	3,8	3,5	3,5	4,0
Proyección en junio 2021	4,5	3,8	3,5		4,0
Cambio	0,3	0,0	0,0		0,0
Inflación PCE (%)	4,2	2,2	2,2	2,1	2,0
Proyección en junio 2021	3,4	2,1	2,2		2,0
Cambio	0,8	0,1	0,0		0,0
Inflación PCE núcleo (%)	3,7	2,3	2,2	2,1	
Proyección en junio 2021	3,0	2,1	2,1		
Cambio	0,7	0,2	0,1		

Fuente: Reserva Federal.

El plan bipartidista de infraestructura contempla la financiación de carreteras, autopistas y puentes, la modernización del transporte público, infraestructura portuaria y mejora de aeropuertos, mejoras en el sistema de banda ancha, los sistemas de agua y electricidad, así como la inversión en vehículos eléctricos y reparación ambiental.



en comparación con las economías avanzadas, en un contexto de incertidumbre política y deterioro de la percepción de riesgo.

Un aspecto importante del próximo año es que la pandemia disminuiría su relevancia sobre el crecimiento económico mundial, si bien persisten riesgos asociados a la extensión de confinamientos en algunos países ante rebrotes del virus, aparición de nuevas variantes más contagiosas o letales o esquemas de tolerancia cero frente al coronavirus. Al cierre de este informe, países como China, Nueva Zelanda, Australia y algunos europeos estaban adoptando restricciones a la movilidad ante el repunte en los casos de coronavirus. En este sentido, creemos que el foco estará en la aplicación de terceras dosis de las vacunas y el desarrollo de tratamientos, al punto que posiblemente la Organización Mundial de la Salud OMS cambie la categoría de pandemia a endemia.

**Tabla 2**BALANCE DE RIESGOS SOBRE EL CRECIMIENTO 2022

Riesgos negativos	Riesgos positivos				
Persistencia de la inflación	Corrección de la inflación				
Elevados precios de los insumos.  Traslado del incremento de costos de producción sobre los precios al consumidor.  Persistencia de la inflación de materias primas impulsada por unos mercados de energía ajustados, fletes elevados y precios de los alimentos que siguen al alza.  Presiones al alza sobre los salarios y desanclaje de expectativas pueden llevar a una espiral inflacionaria.	Corrección de la inflación en el primer semestre del año, ante la normalización de las cadenas de suministro, la resolución pronta de los cuellos de botella y la moderación en los precios de las materias primas.				
Persistencia de la pandemia	Resolución de la pandemia				
Aparición de nuevas variantes más contagiosas o letales, sobre las cuales las vacunas aprobadas no tengan la misma efectividad.	Aplicación generalizada de la tercera dosis de refuerzo y paso a la categoría de endemia.				
Menor estímulo fiscal	Consolidación fiscal				
Menor gasto público y, en algunos casos, aumento de la carga tributaria pueden acentuar la desaceleración económica.  Sector inmobiliario en China  El traspaso de las tensiones en el sector inmobiliario de China y la deuda corporativa sobre su sistema financiero.	El ajuste del déficit fiscal podría reducir la percepción de riesgo y aliviar el costo del endeudamiento en países emergentes.				

Fuente: Elaboración Corficolombiana.



#### Inflación persistente

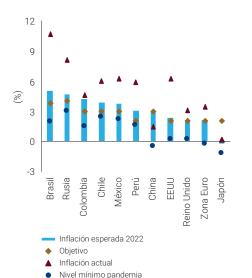
En las economías a las que hacemos seguimiento<sup>2</sup>, Oxford Economics proyecta que la inflación total se desacelerará en 2022 pero continuará por encima de los niveles objetivo de los bancos centrales, excepto en Japón y China. Este hecho reforzaría el proceso de normalización de la política monetaria y podría anticipar la subida de tasas de interés en las economías avanzadas (Gráfico 2).

Por su parte, las proyecciones de los principales bancos centrales señalan que la inflación núcleo -medida que excluye rubros volátiles como alimentos y/o energía y, por lo tanto, refleja las presiones sobre los precios por el lado de la demanda y no las generadas por choques de oferta- seguiría aumentando el próximo año, excepto en EEUU. Ahora bien, mientras el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BoJ) esperan niveles de inflación básica inferiores a su objetivo, la Fed en EEUU y el Banco de Inglaterra (BoE) proyectan que esta medida se ubicará por encima de su meta en los próximos dos años (Gráfico 3).

No obstante, el balance de riesgos sobre la inflación global nos motiva a tener sesgos al alza. En la medida que la actividad económica mantenga su fortaleza, los productores irán trasladando a los consumidores una mayor parte del incremento acumulado en sus costos, generando presiones adicionales sobre la inflación básica. Incluso si se logran resolver pronto los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro, los precios de un conjunto amplio de materias primas vienen registrando incrementos atípicamente altos como consecuencia de factores que van más allá de los problemas de transporte (ver "Recuadro II.1. Inflación de costos: la tormenta perfecta" y "Materias primas e inflación: el choque aún no termina" en Informe Semanal - Noviembre 22 de 2021).

Dentro de los factores que podrían desacelerar la inflación en 2022 destacamos las menores presiones provenientes del grupo de bie-

Gráfico 2
INFLACIÓN IPC OBSERVADA YPROYECTADA



Inflación actual: al cierre de este informe. Fuente: Oxford Economics, Eikon y Corficolombiana.

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> En conjunto Brasil, Chile, México, Perú, la Zona Euro, Reino Unido y Estados Unidos representaron el 47% del PIB mundial en 2019.



nes, ante el aumento en el consumo de servicios, y la reducción de estímulo monetario y fiscal.

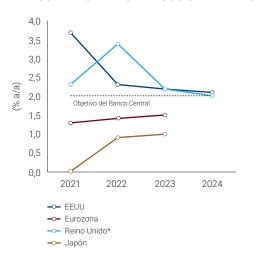
Vale la pena señalar que la economía estadounidense enfrentará presiones adicionales sobre la inflación asociadas al acelerado incremento de los salarios y al aumento en los precios de la vivienda. Durante 2021, la tasa global de participación registró un promedio de 61,6%, es decir, 1,5 p.p por debajo del promedio observado en 2019, aun cuando expiraron los beneficios adicionales al subsidio de desempleo por COVID-19 en septiembre y las escuelas retornaron a la presencialidad. Lo anterior sugiere que los efectos de la pandemia sobre la fuerza laboral estarían siendo más prolongados, añadiendo una presión relevante sobre el incremento de los salarios y el poder de negociación de los trabajadores, en un contexto de reapertura y creciente demanda de mano de obra.

Al respecto, Goldman Sachs estima que el agotamiento del colchón financiero, la reapertura de escuelas y la reducción de los riesgos de contagio deberían llevar a una mayor reincorporación de la fuerza de laboral. Sin embargo, esperan que alrededor de un millón de personas jubiladas de manera temprana y dos millones de trabajadores más jóvenes que abandonaron la fuerza laboral, permanecerían inactivos, y muchos de ellos afirman hacerlo por razones no económicas que pueden perdurar por más tiempo.

En esta misma línea, las expectativas de inflación en América Latina aumentaron durante el último año, aunque de forma mucho más marcada desde mediados de 2021. En términos generales, la inflación permanecería por encima del objetivo puntual de los bancos centrales durante 2022, aunque por debajo del nivel de 2021. En particular, en Brasil, Perú y Chile el consenso en las encuestas a analistas registró incrementos de entre 500 y 600 puntos básicos en tan solo dos meses (Tabla 3).

De esta forma, aunque esperamos que la inflación se modere el próximo año en los países analizados, lo cierto es que la tendencia alcista de los costos de los insumos y la complejidad del choque sobre la cadena de suministros pueden llevar a un escenario inflacionario más

**Gráfico 3**PROYECCIONES DE INFLACIÓN NÚCLEO
DE LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES



 Inflación núcleo de acuerdo con las proyecciones de Goldman Sachs.

Definiciones particulares de inflación núcleo: PCE sin alimentos ni energía en EEUU, inflación sin alimentos ni energía en la Zona Euro e inflación total sin alimentos frescos en Japón. Fuente: Fed, BCE, BoJ, Goldman Sachs y Corficolombiana.



**Tabla 3**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE EXPERTOS

País	Observado			Expectativas 2021			Expectativas 2022		
	Dic 2019	Dic 2020	Sep 2021	1 año atrás	2 meses atrás	Último*	1 año atrás	2 meses atrás	Último*
Chile	3,0	3,0	5,3	2,8	4,2	5,8	3,0	3,3	3,8
México	2,8	3,2	6,0	3,6	6,1	6,6	3,5	3,8	3,8
Perú	1,9	2,0	5,2	2,0	3,7	5,1	2,1	2,6	3,2
Brasil	4,3	4,5	10,3	3,1	7,6	9,3	3,5	4,0	4,6
Colombia	3,8	1,6	4,5	2,9	4,2	4,9	3,0	3,3	3,5

<sup>\*</sup> De acuerdo con la periodicidad y a disponibilidad de las Encuestas de Expectativas Económicas de cada Banco Central. Perú, México, Chile y Colombia: octubre. Brasil: 5 de noviembre.

Expectativas 2022 un año atrás en Chile corresponden a noviembre de 2020 y en Colombia a diciembre de 2020.

Fuente: Bancos Centrales y Corficolombiana.

persistente de lo previsto. Al respecto, el FMI prevé que la inflación invierta su tendencia alcista a mediados de 2022, destacando que i) el aumento de los costos de la vivienda, ii) la persistencia de las disrupciones en la cadena de suministro, iii) mayores presiones sobre el precio de los alimentos y de las materias primas, y iv) la depreciación en mercados emergentes; son riesgos que podrán mantener la inflación elevada durante un tiempo más prolongado.

#### Reducción del estímulo monetario

La Reserva Federal de EEUU anunció en noviembre que empezará a reducir el estímulo monetario, mediante una disminución de 15 mil millones de dólares en la compra de activos para los meses de noviembre y diciembre de 2021. El Comité de Mercado Abierto (FOMC) indicó también que en el futuro reducciones similares serán apropiadas, sin embargo, el ritmo de compras podrá ajustarse de ser necesario en línea con la evolución de la actividad económica. Nuestro escenario base contempla que la Fed mantenga el ritmo de disminución de las compras (*tapering*) en ese monto, de manera que el programa de expansión cuantitativa finalizaría a mediados de 2022<sup>3</sup>.

El programa de compras de activos mantenía un ritmo de compras mensuales por 120 mil millones de dólares, de los cuales 80 mil millones se destinaban a valores del Tesoro y 40 mil a valores respaldados por hipotecas (MBS).



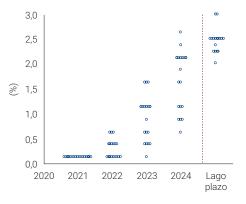
No obstante, no descartamos que haya sorpresas tanto de inflación como de creación de empleo y la Fed acelere el ritmo del tapering.

Ahora bien, el criterio de "avance sustancial" por el cual el FOMC decidió iniciar el tapering es distinto a los criterios que rigen su orientación sobre la política de tasas de interés. En la reunión de noviembre, el presidente de la Fed, Jerome Powell, señaló que la política monetaria se ajustará a la evolución de la actividad económica. En esta línea, las proyecciones de los miembros de la Fed reflejan una división sobre cuándo sería el primer incremento de la tasa de interés (Gráfico 4), aunque la mediana de estas proyecciones viene acercándose al 2022 y probablemente en la reunión de diciembre sea más claro que la mayoría espera que ocurra en el segundo semestre del año.

Nuestro escenario base contempla que la Fed empiece a subir su tasa de interés en junio de 2022, pero no descartamos que pueda anticiparse al mes de marzo, dependiendo de los datos macroeconómicos que vayan conociéndose en el primer semestre y de que se anuncien reducciones al ritmo de compras de activos más elevadas que puedan llevar a concluir el programa en marzo del próximo año. En cualquier caso, creemos que la respuesta de los mercados al aumento de tasas en EEUU debería ser más ordenada que en 2013, cuando los rendimientos de los Tesoros reaccionaron fuertemente al alza (taper tantrum) al anuncio de Ben Bernanke, entonces presidente de la Fed, de empezar a retirar el estímulo monetario.

Esta expectativa se basa en: i) la estrategia de toma de decisiones de la Fed desde 2020 contempla una meta de inflación promedio de 2%, en vez de un objetivo fijo como antes, lo cual le está permitiendo ser más paciente para reducir el estímulo y tolerar niveles de inflación "levemente" superiores a 2% durante cierto periodo, dependiendo de la evolución de la actividad económica y la condición de máximo empleo; y ii) la estrategia de comunicación de la Fed da mayor claridad sobre los determinantes de las decisiones futuras (sin ser un *forward guidance*) para evitar sorprender al mercado, una de las razones del taper tantrum de hace ocho años. Vale la pena señalar que el argumento de tolerar niveles de inflación "levemente" superiores a 2% viene debilitándose, teniendo en cuenta que tanto la inflación

**Gráfico 4**PROYECCIONES DE TASA DE INTERÉS DE LOS MIEMBROS DEL COMITÉ DE LA FED (DOT PLOT)



Fuente: Reserva Federal y Corficolombiana.



total como la núcleo en EEUU superaban por un amplio margen ese objetivo, según explicamos previamente.

En la Zona Euro, el BCE está dando señales de que mantendrá sus tasas de interés estables el próximo año. En particular, Christine Lagarde, Presidenta de la entidad, señaló que las condiciones de *Forward Guidance* para la subida de tasas no se cumplirían en un futuro próximo<sup>4</sup>. Ahora bien, las presiones políticas en Europa para empezar a normalizar la política monetaria no son menores (especialmente desde Alemania), en un contexto de inflación alta que se está extendiendo más allá de lo esperado. En este sentido, vemos una probabilidad importante de que el BCE termine subiendo tasas en el segundo semestre de 2022. Por su parte, en Reino Unido es más claro que viene un incremento de tasas próximamente (en la reunión de noviembre hubo dos votos por aumentarla), incluso antes de que finalice el programa de compras de activos, en buena parte como resultado de las presiones inflacionarias que están generando los mayores costos salariales en medio de un mercado laboral ajustado.

En términos generales, la inflación se desaceleraría el próximo año en la gran mayoría de países, pero permanecería por encima de los niveles objetivo de política monetaria. En efecto, tomando proyecciones de Oxford Economics para una muestra de 22 países desarrollados y emergentes encontramos que, en promedio, la inflación al cierre de 2022 estaría casi 1 punto porcentual (p.p.) por encima de la meta de los bancos centrales (0,50 p.p. si se excluye a Turquía). Vale la pena señalar que la brecha proyectada de inflación es mucho mayor en países emergentes (1,03 p.p.) que en economías avanzadas (0,16 p.p.) (Gráfico 5).

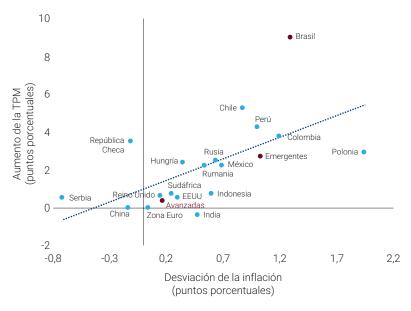
Las preocupaciones por el aumento de precios motivarían a los bancos centrales a continuar aumentando las tasas de política monetaria el

<sup>4</sup> i) la inflación alcanza el objetivo del 2%, mucho antes del final del horizonte de proyección ii) la inflación se mantiene en 2%, durante el resto del horizonte de proyección, que es aproximadamente de tres años; y iii) un avance suficientemente de la inflación subyacente para que la inflación general se estabilice en 2% en el mediano plazo.



próximo año, principalmente en economías emergentes. En la muestra analizada de países, encontramos que 18 habrán aumentado su tasa de interés frente al nivel mínimo del periodo 2020-2021 (India sería el único país que tendría una tasa más baja). En promedio, el aumento de tasas en países emergentes ascendería a 2,7 p.p., en varios casos por encima de sus niveles neutrales, mientras que en países desarrollados el incremento sería de 0,4 p.p. (Gráfico 5).

**Gráfico 5**AUMENTO PROYECTADO DE TASA DE POLÍTICA MONETARIA Y DESVIACIÓN PROYECTADA DE LA INFLACIÓN EN 2022



Aumento proyectado de tasa de política monetaria para 2022 frente al mínimo registrado durante la pandemia. Brecha de la inflación IPC proyectada para 2022 frente al objetivo del banco central Emergentes: TUR, BRA, COL, PER, CHL, MEX, RUS, CHN, IND, IDN, POL, ZAF, HUN, ISR, ROU, SRB, UKR, THA y CZE. Avanzadas: USA, EZ y GBR.

Fuente: Goldman Sachs, Oxford Economics, Eikon y Corficolombiana.

#### Disminución del estímulo fiscal y alta carga de la deuda

Entre 2020 y 2021 tuvo lugar un esfuerzo fiscal generalizado, aunque heterogéneo entre países, para mitigar los impactos de la pandemia, lo cual elevó los niveles de endeudamiento público a niveles históricamente altos. Para 2022 esperamos una reducción de los paquetes de gasto público y, en algunos casos, el aumento de la carga tributaria, debido a la necesidad de ajustar las finanzas públicas.



De acuerdo con el FMI, el déficit fiscal promedio de los países disminuyó 2 p.p. del PIB en 2021, pero se mantuvo muy por encima de los niveles pre-pandemia, principalmente en economías avanzadas. Aunque en 2022 el déficit promedio descendería otros 3 p.p., solo hasta 2026 se proyecta que vuelva a estar en niveles similares a los de 2019. En el caso de los mercados emergentes y los países en desarrollo, los ingresos no volverían a la trayectoria previa a la pandemia y el déficit disminuiría principalmente por un menor gasto del gobierno (Gráfico 6).

La alta carga de deuda pública -una de las herencias de la pandem-

ia- supone una situación de vulnerabilidad para muchos países, especialmente los de bajos ingresos, los cuales "requerirán nuevas CONSOLIDACIÓN FISCAL 2022-2021 ayudas internacionales y, en algunos casos, una reestructuración de 2.0 Colombia la deuda"5. Aquellos con desbalances fiscales y en sus cuentas exter-1,5 FFUU 1,0 nas estarán más expuestos a los choques internacionales y pueden 0,5 Reino Unido Perú 🌑 enfrentar un mayor deterioro en las condiciones de financiamiento. El Japón China 0,0 FMI estima que volver a los niveles de deuda de 2019 requeriría que Zona Euro -0,5 Brasil durante una década el balance fiscal primario fuera mayor al obser-México • -1,0 vado antes de la pandemia. Este escenario es poco probable, no solo -1,5 por la dificultad política que implica retirar el gasto adoptado durante -2,0 0'9 la crisis, "sino también por las presiones preexistentes derivadas del

> Finalmente, algunos países emergentes han hecho o están en proceso de realizar reformas a sus regímenes tributarios con el fin de garantizar su sostenibilidad fiscal a mediano plazo. En Perú, el Ministro de Economía y Finanzas anunció que el país recibiría asesoría del FMI y del Banco Mundial para la reforma tributaria que busca realizar en el sector minero. El Ministro explicó que los cambios incluirían elevar

envejecimiento de la población o las necesidades de desarrollo, así

como por la resistencia a aumentar el ingreso"6.

Gráfico 6



El tamaño de las burbujas hace referencia a la reducción del déficit primario como % del PIB.

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Corficolombiana.

Fondo Monetario Internacional (2021). "Capítulo 1: Políticas en una recuperación incierta - Resumen" en "Monitor fiscal: Afianzar la credibilidad de las finanzas públicas.". Washington, Octubre.

Fondo Monetario Internacional (2021). "Capítulo 2: Resumen ejecutivo" en "Monitor fiscal: Afianzar la credibilidad de las finanzas públicas.". Washington, Octubre.



las tasas en los altos márgenes de ganancias, sin afectar la competitividad del sector minero. Por su parte, en Brasil, Ecuador y Bolivia se discuten reformas que buscan incrementar la carga tributaria, mientras que en Colombia se presentó la Ley de Inversión Social de 2021 que lograría estabilizar la deuda del Gobierno Nacional Central en 2024 y lograr una disminución leve a partir de entonces.



#### RECUADRO II.1. INFLACIÓN DE COSTOS: LA TORMENTA PERFECTA

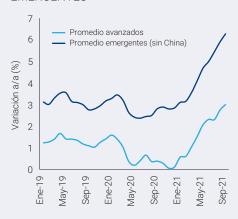
Jose Luis Mojica Juan Camilo Pardo Julio César Romero

En 2021 tuvo lugar un fenómeno inflacionario global que sorprendió a las autoridades económicas y a la gran mayoría de analistas. El incremento de los precios fue resultado de la coincidencia de varios eventos, una especie de "tormenta perfecta" que configura una seria amenaza para la recuperación de la economía mundial post-pandemia. Según estimaciones del FMI, la inflación en economías avanzadas marcará un 3,6% en el 2021, antes de desacelerarse y volver a niveles de 2% el próximo año. Por su parte, las economías emergentes y en desarrollo registrarán este año una inflación de 6,8% y en 2022 retornarían a niveles alrededor del 4%. En

particular, los datos hasta septiembre revelan que el promedio de inflación anual en países avanzados se aceleró hasta 3% y en economías emergentes (excluyendo a China) llegó a 6,3% (Gráfico 1).

En particular, los mayores precios de la energía y los alimentos en el mundo se sumaron al incremento inusitado en los fletes marítimos. Después de la fuerte disrupción en el comercio internacional por el inicio de la pandemia por COVID-19 en el 2020, la demanda mundial de materias primas registró una recuperación más rápida que la oferta, lo cual dio lugar a un desbalance en el mercado mundial que presionó al alza los precios de los commodities. Adicionalmente, el comercio mundial continúa presentando problemas en términos logísticos que profundizan el proceso inflacionario por la escasez de algunos insumos.

**Gráfico 1**INFLACIÓN EN DESARROLLADOS Y EMERGENTES



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana

A finales de 2020 y comienzos de 2021, el incremento del precio de los insumos a nivel global fue asumido en mayor medida por los productores vía una reducción en su margen de rentabilidad. En efecto, las empresas evitaron trasladar la inflación de costos a los precios finales al consumidor, teniendo en cuenta que la economía aún estaba frágil por el impacto negativo de la pandemia. Sin embargo, en la medida que la actividad económica se recuperó más rápido y el choque de oferta resultó más persistente de lo previsto, los riesgos inflacionarios para los próximos meses han aumentado de forma importante.

En Colombia, la información disponible al cierre de este informe indicaba que el choque de oferta global estaba siendo incorporado rápidamente por los precios al productor, los cuales aceleraron su variación anual de



-0,9% al cierre de 2020 a +21,9% en octubre de 2021. Sin embargo, el efecto sobre los precios al consumidor estaba siendo mucho más gradual, por lo cual esperamos que las presiones inflacionarias por este concepto continúen durante buena parte de 2022. En particular, estimamos que el Índice de Precios al Consumidor (IPC) incorporaría cerca de una quinta parte del incremento del Índice de Precios al Productor (IPP) durante los próximos meses. Lo anterior constituye uno de los principales riesgos a la baja para la dinámica de crecimiento del próximo año, pues encontramos que existe una relación negativa de la inflación de costos con el desempeño de las ventas minoristas, el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE), y el desempeño de sectores importantes como la construcción.

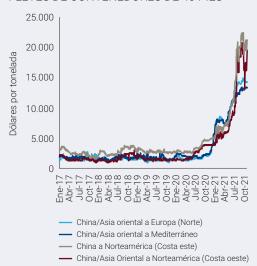
#### 1. La crisis de contenedores en el mundo

Los fletes marítimos aumentaron de forma pronunciada en 2021 (Gráfico 2). En las rutas de Asia Oriental a Europa, el costo de transportar un contenedor de 40 pies pasó de 5.650 dólares a más de 13.800 dólares, mientras que para las rutas de Asia Oriental a Norteamérica pasó de 4.800 a 20.300 dólares en promedio.

Este fenómeno fue resultado de la confluencia de varios factores. En primer lugar, desde 2T20 hubo un detenimiento súbito en la producción de contenedores a causa de la disrupción que supuso la pandemia para el comercio internacional. Los fabricantes chinos, que construyen cerca del 95% de la flota mundial, redujeron sustancialmente su producción durante la primera etapa de la pandemia para evitar una caída de los precios.

En segundo lugar, miles de contenedores vacíos se quedaron varados en Europa y EEUU en el primer semestre de 2020, a causa de las restricciones, y regresaron a Asia de forma muy lenta. En la primera mitad del año pasado, las líneas navieras cancelaron viajes masivamente porque los bloqueos para detener el coronavirus provocaron una repentina desaceleración en el comercio mundial.

**Gráfico 2**FLETES DE CONTENEDORES DE 40 PIES



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Un agravante fue la recuperación desigual de las exportaciones de China frente al resto del mundo, en un contexto en donde el comercio internacional se recuperó más rápido que en la Gran Crisis Financiera. El crecimiento de las exportaciones en 2021 frente al 2019 fue de 25,2% en China, el más alto frente a otras regiones del mundo, aumentando su necesidad relativa de contenedores (Gráfico 3). Así, el tiempo de regreso de los contenedores desde Europa se elevó de 60 días antes del coronavirus hasta 100 días en promedio.



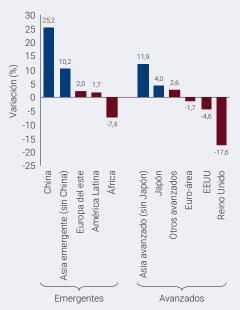
Por otro lado, la productividad en los puertos disminuyó por los procesos en la recepción de contenedores a causa de los protocolos de desinfección por la pandemia, lo que dilató aún más el tiempo de los envíos y desordenó los itinerarios de los buques. Además, la falta de disponibilidad llevó a los usuarios a hacer reservas dobles para un mismo envío, generando más problemas por un incremento artificial de la demanda.

### 2. "Greenflation": inflación de materias primas en medio de la transición energética

Los desbalances en la recuperación de oferta y demanda global de energía presionaron al alza los precios del gas, el petróleo y el carbón (Gráfico 4). En términos de generación, la transición energética está revelando nuevos riesgos de abastecimiento por la intermitencia de la energía eólica, solar e hidráulica, por lo que la fuerte demanda por combustibles fósiles de respaldo ha presionado al alza los precios de estos *commodities*, dando origen al término "greenflation" (ver Recuadro "La crisis energética mundial y el último baile del petróleo").

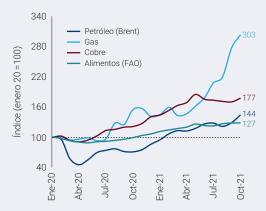
Por su parte los metales como el oro y la plata se mantuvieron en niveles elevados y frente a 2019 registraban crecimientos cercanos a 18% y 37%, respectivamente. Las cotizaciones de cobre exhibieron un repunte de 29% hasta mediados de octubre, en línea con una mayor demanda global y la recuperación lenta de la producción en Chile y Perú. Los precios del hierro y el acero aumentaron más de 90% en lo corrido de año por la menor producción de China ante las restricciones para contener la pandemia y en línea con sus objetivos de reducir las emisiones de carbono.

**Gráfico 3**CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES
DE 2021 VS 2019



Fuente: World Trade Monitor CPB Netherlands Bureau for Economic policy Analysis.

**Gráfico 4**INCREMENTO DE LOS PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana

Además, el precio de los alimentos registró un crecimiento atípico en 2021. El índice de precios internacionales al que le hace seguimiento la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por sus siglas en inglés) registraba una variación año corrido de 28,5% hasta mediados de octubre. A pesar de que en septiembre corrigió levemente con respecto a julio -cuando registró su máximo crecimiento anual-, el índice



sigue reportando variaciones anuales superiores a 30%, cifras que no se veían desde hace 10 años. En términos desagregados, la división de aceites vegetales registró en mayo una variación anual de 124,8%, el máximo dato desde que se tiene registro. Por su parte, los cereales y las carnes llegaron a niveles no vistos desde hace más de una década, y los azucares y lácteos alcanzaron sus máximos niveles en 4 años. Así, los cuellos de botella en la producción y el encarecimiento de insumos terminaron impulsando al alza los precios de los alimentos.

Bajo este contexto, la FAO advirtió que el aumento en las cotizaciones del petróleo es uno de los impulsores del precio de los productos alimenticios, al subir los costos de producción y de transporte. De igual manera, destacó que la escasez de mano de obra como resultado de la pandemia redujo la disponibilidad de trabajadores para cultivar, cosechar, procesar y distribuir alimentos.

Adicionalmente, los imprevistos climáticos impulsaron al alza los precios de los alimentos durante 2021. Las condiciones desfavorables (sequías, huracanes, incendios) tuvieron un impacto directo sobre la producción de cosechas en varios países del mundo como Brasil, Canadá, entre otros.

#### 3. Efectos en Colombia

El aumento en los costos de producción a nivel mundial no solo está generando presiones inflacionarias a nivel local, sino que constituye un riesgo adverso para la recuperación económica. En particular, encontramos que el incremento en los precios al productor en Colombia ocasiona aumentos en los precios de los consumidores, lo que incide negativamente en la demanda privada y ralentiza el crecimiento de la actividad productiva. Además, los mayores precios del acero y el hierro han desembocado en interrupciones para la recuperación de la construcción de edificaciones y obras civiles.

#### Presiones inflacionarias y escasez de insumos pueden ralentizar la recuperación

Debido al incremento en los precios de materias primas en el mundo, la inflación al productor exhibió un aumento pronunciado en 2021. En lo corrido de año hasta octubre, el aumento del IPP ascendía a 14,6%, mientras que en el caso del IPP de bienes importados llegaba a 9,3%, los niveles más altos en el último lustro (Gráfico 5).

En primer lugar, encontramos que durante los últimos cinco años los incrementos en los precios del productor estuvieron asociados con aumentos en los precios del consumidor (Gráfico 6.1). Para aproximar los efectos planteamos un modelo de vectores autoregresivos (VAR) con datos mensuales entre 2014 y 2019, encontrando que un aumento de 1 punto porcentual (p.p.) en el IPP genera un incremento de hasta 0,5 p.p. en el IPC (Gráfico 6.2). Este efecto es persistente en el tiempo, toda vez que dura cerca de dos años, y alcanza su nivel más alto en el mes 14 después del choque.



Este resultado tiene dos implicaciones. Por un lado, los mayores costos que enfrentan actualmente los productores están generando presiones alcistas sobre los precios al consumidor que se mantendrían en 2022. Por otra parte, la transmisión del choque no es completa hacia el IPC, por lo que cerca de la mitad del choque de costos es absorbido por las empresas vía un menor margen de utilidad. Esto último sugiere que la recuperación de las empresas podría enfrentar riesgos a la baja, en la medida que persista o se agudice la inflación de costos en el mundo.

En segundo lugar, el incremento de precios puede desacelerar el crecimiento del consumo privado y la actividad económica. En los últimos cinco años los incrementos en el IPC estuvieron asociados con caídas en el crecimiento de las ventas minoristas reales

**Gráfico 5**PRECIOS AL PRODUCTOR TOTALES E IMPORTADOS EN COLOMBIA



Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana.

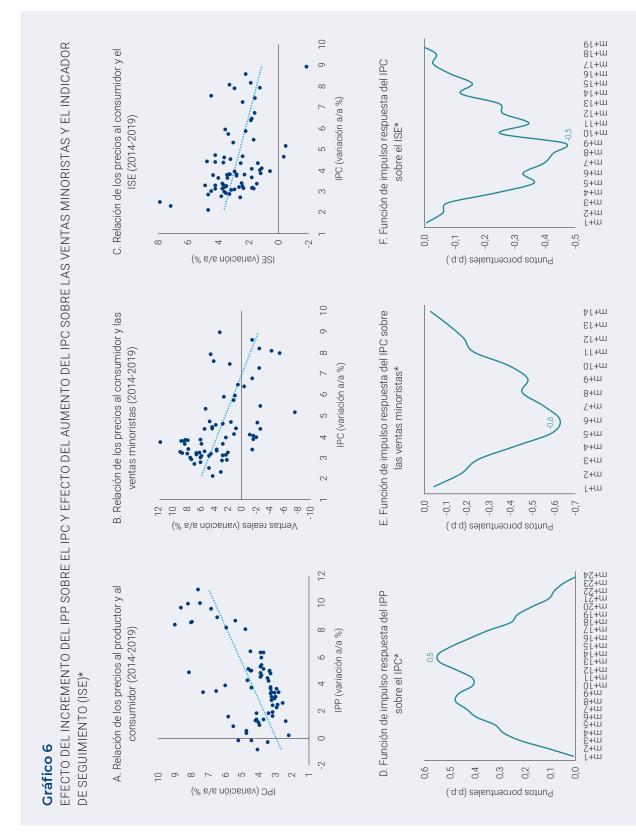
(Gráfico 6.3). Nuestra aproximación por medio del VAR encuentra que un choque de 1 p.p. en el IPC reduce el crecimiento de las ventas minoristas hasta en 0,6 p.p. al cabo de seis meses después y el efecto permanece por catorce meses antes de desaparecer completamente (Gráfico 6.4).

Como consecuencia de los menores márgenes de utilidad para las empresas y la desaceleración en el consumo privado, la actividad económica también se ve afectada negativamente. Entre el 2014 y el 2019 encontramos que aceleraciones en la inflación implicaron un menor crecimiento del Indicador de Seguimiento de la Economía - ISE (Gráfico 6.5). Nuestro modelo arroja que un incremento de 1 p.p. en el IPC reduce el crecimiento del ISE hasta en 0,5 p.p. nueve meses después, aunque se empiezan a ver efectos marcados desde el cuarto mes después del choque (Gráfico 6.6). Esta incidencia persiste por al menos 19 meses, lo que sugiere que en 2022 la economía seguirá incorporando riesgos a la baja en este frente.

#### Costos de producción y retos del sector construcción en Colombia

En términos sectoriales encontramos efectos negativos sobre el sector de la construcción que podrían interrumpir su recuperación. En línea con el incremento en los precios internacionales del acero y los fletes, los costos de la construcción en el país registraron en 2021 los registros más elevados desde 2012 tanto para vivienda como para infraestructura vial, con un crecimiento anual en septiembre de 7,7% y 5,9%, respectivamente (Gráfico 7). En efecto, una buena parte del movimiento fue jalonado por el aumento del precio de los materiales. Para el caso de la vivienda, el hierro y el acero registraron una variación anual de 39,6% y en la infraestructura vial el acero explicó un 60% del crecimiento en los costos de la construcción (variación anual de 35,2%).





\* Respuestas sobre el crecimiento anual del IPC, las ventas minoristas reales y el ISE de un choque de 1 p.p. en el crecimiento anual del IPC. Los resultados son significativos al 10% Fuente: DANE y BanRep. Cálculos Corficolombiana.



## **Gráfico 7**ÍNDICE DE COSTOS DE LA CONSTRUCCIÓN PESADA (ICCP) E ÍNDICE DE COSTOS DE LA



Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana.

Nuestros estimativos señalan que el incremento de los costos puede tener dos efectos: incrementa los precios de vivienda y reduce las cantidades lanzadas al mercado, especialmente en el segmento VIS. En general, los movimientos del ICCV tienden a anteceder con ocho o nueve meses movimientos positivos en los precios de vivienda nueva (IPVN del BanRep) y movimientos negativos en los lanzamientos de vivienda.

En términos de precio, nuestra aproximación por medio de un ejercicio de impulso respuesta en un modelo VAR muestra que el impacto de un incremento en los costos parece ser positivo y el efecto persiste entre dos y cuatro años hacia adelante. Un choque de 1 punto porcentual (p.p.) en el ICCV incrementa el IPVN hasta en 0,4 p.p. año y medio después (Gráfico 8A).

#### Gráfico 8

EFECTOS DEL AUMENTO DE COSTOS DE CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA

A. Efecto en precios de vivienda nueva (IPVN)



B. Efecto en lanzamientos de vivienda nueva



\* Choque de 1 p.p. en el crecimiento del ICCV. Fuente: Cálculos Corficolombiana.

Aunque no es posible identificar un efecto diferenciado en precios por segmento VIS y No VIS (indisponibilidad de las series desagregadas), la intuición en este sentido sugiere que el impacto en el precio debería ser más limitado en el segmento subsidiado. Buena parte de los proyectos VIS se ubican muy cerca del tope superior de 135-150 SMMLV y esto limita la transmisión en términos de precio de vivienda nueva al consumidor final. En términos de cantidades lanzadas, el impacto de mayores costos es negativo y persiste aproximadamente dos años después. En general, un incremento de 1 p.p. en el ICCV reduce hasta en 2 p.p. el crecimiento de las unidades lanzadas un año y medio después (Gráfico 8B).



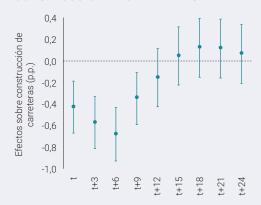
Identificamos además un efecto diferenciado, más inmediato y pronunciado para el segmento VIS, en línea con nuestra intuición. Mientras que para el segmento No VIS, el aumento de 1 p.p. en los costos reduce las

cantidades lanzadas en 1,8 p.p. dos años y medio después, para el segmento VIS se observa una reducción de 2,5 p.p. un año y medio después del choque.

En cuanto a la construcción de obras viales, encontramos una relación negativa entre el aumento de los costos y la construcción de carreteras. Según nuestras estimaciones, el incremento en los costos de la construcción pesada sobre la ejecución de carreteras tarda seis meses en tener su mayor impacto y a partir del noveno mes el efecto se empieza a diluir.

En este sentido, a partir de un ejercicio econométrico de ventanas cambiantes en el tiempo encontramos que un aumento de 1 p.p. en el ICCP reduce en 0,7 p.p. el crecimiento de la

**Gráfico 9**EFECTO DE LOS COSTOS SOBRE LA
CONSTRUCCIÓN DE CARRETERAS



Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana

construcción de carreteras seis meses después (Gráfico 9). A pesar de la coyuntura actual, somos optimistas en que el sector de edificaciones pueda crecer cerca de 12,5% en 2021, sin embargo, el de infraestructura se contraerá 7,4% (ver Sección "Actividad sectorial: A diferentes velocidades"). Ahora bien, los costos seguirán siendo un riesgo latente y sus perspectivas sugieren que en 2022 la corrección de los precios de los insumos sería muy moderada (ver "Capítulo II.3. Actividad sectorial en 2022").



#### RECUADRO II.2. CRISIS ENERGÉTICA MUNDIAL Y EL ÚLTIMO BAILE DEL PETRÓLEO

Jose Luis Mojica Julio César Romero

En 2021 los precios del petróleo aumentaron más de 60% en lo corrido de 2021 hasta octubre (Gráfico 1), como resultado de: i) una mayor demanda por la reactivación de la economía global; y ii) una oferta limitada por las disrupciones en el suministro del Golfo de México y un lento aumento en el suministro de la OPEP y los países aliados (OPEP+). Este fenómeno se sumó al de los precios del gas y el carbón, que aumentaron de forma inusitada durante 2021, configurando una crisis energética global que amenaza la recuperación económica post pandemia.

En particular, Europa ha experimentado una desaceleración inusual en la velocidad del viento marino, lo que redujo la capacidad de generación de energía eólica y presionó al alza la demanda de gas como combustible de respaldo para la generación ad-portas del invierno. En línea con esto, las cotizaciones de gas se triplicaron entre agosto y octubre, lo que llevó a algunos productores de industrias como la de fertilizantes a detener su actividad (Gráfico 2). Por su parte, la escasez de electricidad en China por los mayores precios del carbón llevó a varias empresas a reducir las horas laborales en algunas fábricas, lo que afectó la producción de semiconductores y otras exportaciones clave (Gráfico 3).

Para el caso del crudo, el mercado mundial enfrentó un déficit que redujo sustancialmente los inventarios (Gráfico 4). La Energy Information Administration (EIA) estima que una demanda promedio de 97,5 millones de barriles día (mbd) en 2021, mientras que la oferta llegaría a 95,8 mbd, lo que marca un desbalance de 1,7 mbd. Si bien la OPEP+ viene incrementado el suministro de forma gradual, la disrupción por el Huracán Ida en el Golfo de México tuvo una fuerte afectación en el suministro y compensó más que proporcionalmente el mayor aporte del cartel. Por lo demás, el consumo mundial tuvo una recuperación por encima de las expectativas, soportada en el proceso de vacunación y la reapertura de las economías y los vuelos internacionales.

Gráfico 1
PRECIOS INTERNACIONALES DEL
CRUDO BRENT



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 2**PRECIOS INTERNACIONALES DEL CARBÓN



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana.



Así las cosas, el constante desbalance entre la demanda y la oferta generó una desacumulación récord de inventarios de crudo (Gráfico 5). Para diciembre de 2021, las existencias comerciales de EEUU llegarían a 1.198 millones de barriles, un mínimo de los últimos dos años, mientras que las de la OECD serían de 2.749 millones de barriles, el registro más bajo desde inicios de 2015. Como consecuencia de un mercado más ajustado, los precios fueron incorporando de forma más marcada las presiones alcistas tanto de demanda como de oferta.

Ahora bien, desde mediados de 2021 la situación del mercado energético escaló a un nivel más crítico. El incremento en los precios del carbón y el gas llevó a que algunos operadores y fabricantes de centrales eléctricas quemaran petróleo como alternativa, lo cual podría llevar las cotizaciones del crudo por encima de 90 dólares por barril (dpb) antes del cierre de 2021.

La suma de estos eventos está configurando lo que sería la primera crisis energética global desde que la gran mayoría de países se comprometieron a llevar a cero las emisiones de carbono para 2050. En efecto, la falta de sincronía entre la generación de energías renovables y la rápida caída en la inversión para la producción de combustibles fósiles está ocasionando un ajuste desordenado en la matriz energética y evidenciando desafíos más complejos de lo que se esperaba.

Para el caso del crudo, el repunte de precios este año inicialmente se creía transitorio, pero hoy deja entrever factores más estruc-

Gráfico 3
PRECIOS INTERNACIONALES DEL GAS



Fuente: Eikon, Cálculos Corficolombiana

Gráfico 4
BALANCE MUNDIAL DEL MERCADO DE CRUDO



Fuente: EIA. Cálculos Corficolombiana.

turales. Mientras las energías renovables no sean más confiables y sostenibles, el mundo no podrá cerrar la página de los combustibles fósiles y, en este orden de ideas, el "último baile" del petróleo podría durar más de lo previsto.

#### ¿Cuánto durará el auge de precios del petróleo?

Los precios del crudo pueden mantenerse altos en los próximos cinco años, pero su dinámica a largo plazo dependerá del compromiso y la coordinación mundial para aumentar el peso de las fuentes renovables en la matriz energética. Aunque esto último determinará la evolución de la demanda, lo cierto es que la menor



inversión en exploración petrolera de los últimos cinco años es suficiente para augurar que la oferta seguirá limitada y evitará una disminución de los precios del petróleo por debajo de 60 dpb al menos hasta 2025 (Gráfico 6).

En primer lugar, el gasto mundial en exploración de petróleo y gas, sin esquisto, bajó desde 100 mil millones de dólares anuales entre 2006 y 2016 hasta 50 mil millones de dólares en el último lustro. En efecto, desde 2015 varios gobiernos vienen desincentivando la inversión en combustibles fósiles, lo que llevó a una declinación de 40% en la inversión total desde entonces. Para 2021 se prevé una reducción de 26% desde los niveles pre pandemia (Gráfico 7).

Cumplir con los objetivos del acuerdo de París pasa también por dejar la inversión en combustibles fósiles en los bajos niveles actuales. Esto limitaría estructuralmente la oferta y daría soporte a las cotizaciones en el mediano plazo. Varias de las empresas llamadas "Big oil" (BP, Chevron, ExxonMobil, Royal Dutch Shell y Total) vienen modificando sus intereses de inversión hacia fuentes de energía más limpias que el crudo, principalmente en el sector gasífero. Según Goldman Sachs, la producción de gas dentro del total combinado de las "supermajors" pasó de 39% al 44% entre 2007 y 2019.

### **Gráfico 5**INVENTARIOS COMERCIALES DE CRUDO



Fuente: EIA. Cálculos Corficolombiana

## **Gráfico 6**PROYECCIÓN PROMEDIO DE PRECIOS INTERNACIONALES DEL CRUDO



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana.

En segundo lugar, los proyectos en yacimientos no con-

vencionales en EEUU serán incapaces de sostener el crecimiento de la producción de crudo. Los principales productores petroleros de ese país están más inclinados a mantener una producción plana y un menor Capex de 2021 en adelante, debido a los crecientes temores por regulaciones ambientales con miras a una transición hacia energías más limpias.

En términos de producción, en las regiones de Dakota del Norte y el sur de Texas ya se explotaron los campos más prolíficos y ahora hay limitaciones para extraer el petróleo de los campos maduros. En 2021, la mayoría de los 20 productores más grandes de esos campos mantuvo su producción por debajo de los niveles prepandemia. Inclusive en la Cuenca Pérmica, en el oeste de Texas y Nuevo México, la extracción no logra recuperarse por completo. Quienes están explotando en esas áreas son operadores privados pequeños sin el músculo para



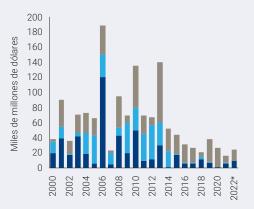
aumentar la producción de manera significativa. En contraste, los productores más grandes impusieron restricciones a la actividad en la región.

En Alaska ha sucedido algo similar y el año pasado la producción alcanzó un mínimo de los últimos 20 años. Aunque la región tiene amplias reservas de petróleo y gas, muchas compañías petroleras se retiraron por la falta de financiación, ante la negativa de los seis mayores bancos estadounidenses para prestarle a proyectos en el Ártico en medio de presiones de grupos ambientalistas.

Ante el desincentivo a la inversión en exploración de hidrocarburos, la gran mayoría de compañías estadounidenses optó reducir sus tasas de reinversión a un rango entre 50% y 60%, desde 70% y 80% antes de 2015. Así pues, la caja disponible se destinaría más a pagar la deuda y retribuir a los accionistas, y menos a invertir en exploración y desarrollo de nuevos proyectos que aumenten la producción en el futuro.

No obstante, la oferta podría registrar incrementos en el corto plazo, en la medida que los mejores precios incentiven una mayor producción de ciclo corto proveniente de la OPEP y Rusia (Gráfico 8). La OPEP volverá en 2022 a niveles de producción del cierre de 2019, cercanos a los 34 millones de barriles día, al tiempo que Rusia volvería a bombear 11,6 millones de barriles en promedio. Además, un acuerdo entre

**Gráfico 7**INVERSIÓN GLOBAL (CAPEX) EN EL SECTOR PETROLERO



Fuente: Goldman Sachs.

**Gráfico 8**PROYECCIÓN DE PRODUCCIÓN DE OPEP
Y RUSIA



Fuente: EIA. Cálculos Corficolombiana.

EEUU e Irán le permitiría a este último aumentar su suministro el próximo año. A pesar de estos riesgos a la baja, resaltamos que en el mediano plazo primarán los factores estructurales al alza relativos a la baja inversión.

#### ¿Está en riesgo la transición energética?

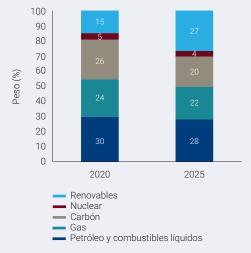
En el largo plazo, un ajuste ordenado en la matriz energética mundial requiere que la inversión en fuentes renovables aumente sustancialmente, al tiempo que se materializa la desaceleración en la inversión de combustibles fósiles. Actualmente, el proceso de transición energética enfrenta problemas en términos de inversión, factores geopolíticos y diseño defectuoso de los mercados energéticos.



Por un lado, la inversión de petróleo, gas y carbón está disminuyendo más rápido de lo que está incrementándose el capex en energías renovables. Hoy en día el consumo global de energía se abastece en un 80% a partir de combustibles fósiles y un 15% a partir de renovables, pero la inversión en los primeros ha caído un 40% en el último lustro (Gráfico 9). En tanto exista una demanda tan importante por combustibles fósiles, desalentar la inversión peligrosamente rápido puede tener efectos adversos sobre el crecimiento mundial que deriven en una crisis energética de mayores proporciones.

Para satisfacer la demanda mundial, la inversión anual en energía limpia debe crecer desde 1,1 billones de dólares en 2021 hasta 3,4 billones de dólares en 2030. Es importante resaltar que el gas tiene un rol clave para la transición entre combustibles fósiles y energías verdes. Sin embargo, actualmente hay pocos proyectos

### **Gráfico 9**PROYECCIÓN DE CONSUMO DE ENERGÍA POR COMBUSTIBLE



Fuente: IEA. Cálculos Corficolombiana.

en marcha de Gas Natural Licuado (GNL), lo cual puede llevar el déficit global de 2% este año a 14% en 2030. En este sentido, la transición energética debe no solo aumentar la inversión en renovables, sino alentar nuevos proyectos de gas.

En términos geopolíticos, a medida que los países avanzados abandonan la producción de crudo, Rusia y la OPEP aumentarán su participación en el suministro global. En la próxima década, la OPEP+ puede elevar su peso en el suministro global a 50%, desde 46% actualmente, lo que generaría una fuerte dependencia de Europa y Asia, en tanto que el 41% de sus importaciones de gas provienen de Rusia.

Finalmente, desde 1990 muchos países pasaron de industrias energéticas estatales a sistemas de libre competencia en donde los precios se fijan por el mercado. Las empresas proveedoras de energía se están enfrentando a una nueva realidad de menor producción de combustibles fósiles y una proporción creciente de energía solar y eólica intermitente, por lo que suelen garantizar el suministro de energía con un mercado al contado, más costoso y poco fiable.

Como consecuencia de estos factores, la transición energética podría retrasarse y la demanda de crudo podría no caer tan rápido como se anticipaba, en la medida que los tiempos para cumplir con el objetivo de cero emisiones netas de carbono a 2050 parecen muy ajustados. La crisis energética del 2021 reveló que hace falta un esfuerzo más grande para materializar una transición ordenada a una matriz de generación más limpia y los combustibles fósiles seguirán jugando un papel preponderante en el proceso.



### II.2. ACTIVIDAD ECONÓMICA EN 2022: TURBULENCIA EN EL DESPEGUE

Laura Daniela Parra Julio César Romero

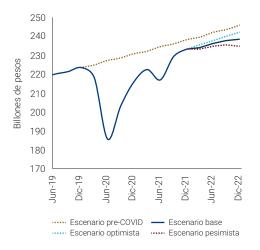
Anticipamos una desaceleración del crecimiento económico desde 9,7% hasta 5,0% en 2022, en línea con el **agotamiento del efecto** base y con la convergencia de la economía hacia una tendencia de expansión económica más alineada con su capacidad estructural (Gráfico 1). Aunque nuestra proyección luce optimista, pues implica una cifra muy superior al crecimiento potencial de la economía (que estimamos está entre 3,0% y 3,5%), lo cierto es que se debe en gran medida a la baja base estadística del primer semestre de 2021 (por el impacto adverso del Paro Nacional y del tercer y más fuerte pico de contagios en el país). Vale la pena señalar que solo por el "efecto arrastre", el crecimiento económico de 2022 sería de 3,4%.

Ahora bien, es importante advertir que nuestra proyección no contempla nuevas medidas de confinamiento estricto, a pesar de la posibilidad de nuevas olas de contagio a nivel nacional, ni tampoco episodios de violencia y bloqueos de vías como los observados en mayo de 2021. En este sentido, la posibilidad de que haya un nuevo estallido social en 2022 es un riesgo a la baja para nuestro pronóstico.

#### Nubarrones en el horizonte

La continuación del proceso de recuperación económica durante el próximo año se dará en medio de circunstancias desafiantes. En materia externa, las condiciones financieras internacionales serán menos expansivas -con un menor incremento de liquidez y tasas de interés de referencia al alza-, en un contexto de inflación elevada y volatilidad alta en los mercados financieros, especialmente durante el primer semestre (ver "II.1. Contexto externo: vientos en contra para

**Gráfico 1**PIB REAL EN NIVELES OBSERVADO Y
ESTIMADO

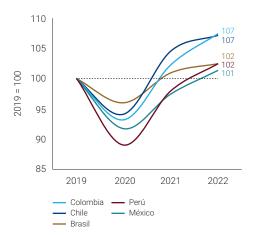


Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> Parte del PIB proyectado para 4T21 y supone una tasa de crecimiento trimestral nula durante todo 2022.



Gráfico 2
COMPARATIVO DEL PIB EN NIVELES



Fuente: FMI. Cálculos Corficolombiana.

# **Gráfico 3**ESTIMACIONES TASA DE DESEMPLEO PROMEDIO



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

el crecimiento"). En un contexto en el que los excesos de capacidad productiva serán mucho menores que en 2021, BanRep continuará avanzando en el proceso de normalización de la política monetaria para mantener ancladas las expectativas de inflación y mitigar los riesgos asociados al creciente desbalance externo (ver "II.4. Inflación y política monetaria: volando alto" y "II.6. Mercado cambiario: incertidumbre garantizada").

Entre tanto, las decisiones de consumo de bienes durables e inversión locales incorporarán la incertidumbre relacionada con las elecciones legislativas y presidenciales, lo cual implicaría un menor dinamismo de la actividad durante el primer trimestre del año. A esto se sumarían el menor ingreso real disponible para el sector privado por cuenta de la inflación, los elevados niveles de la tasa de cambio y su efecto adverso sobre la inversión y, en alguna medida, el aumento en el servicio de la deuda ante el ciclo de incrementos de tasas de BanRep.

Pese a estos retos, somos optimistas frente a las perspectivas de la economía colombiana. En primer lugar, porque la actividad productiva local ya demostró su resiliencia a eventos adversos, al registrar una de las menores contracciones durante 2020 y una recuperación sobresaliente en comparación con sus pares regionales (Gráfico 2).

En segundo lugar, anticipamos que 2022 será un año de recomposición de las fuentes de crecimiento local, en el que la formación bruta de capital fijo y las exportaciones ganarán protagonismo, en línea con la mejor dinámica de los sectores primario y secundario (ver "II.3 Perspectivas sectoriales 2022: cambio de motores de crecimiento"). Por su parte, si bien el aumento de la tasa de interés de BanRep reducirá la magnitud del estímulo monetario, no creemos que sea suficiente para llevar la tasa real a niveles contractivos (ver "II.4 Inflación y política monetaria"). Finalmente, el avance de la actividad productiva seguirá impulsando la recuperación del mercado laboral y debería reflejarse en un descenso de la tasa promedio de desempleo desde 13,8% en 2021 hasta 12,0% en 2022 (Gráfico 3).

En particular, anticipamos una desaceleración en el ritmo del crecimiento del consumo privado desde 13,8% en 2020 hasta 4,1% en

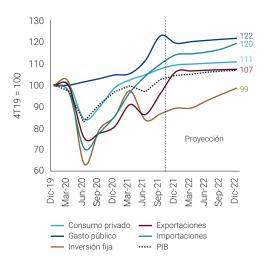


**Gráfico 4**PROYECCIONES PIB POR EL LADO DE LA
DEMANDA



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

# **Gráfico 5**ÍNDICE DEL PIB Y SUS COMPONENTES DE DEMANDA



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

2022, de forma que la contribución de este rubro continuaría siendo positiva, pero mucho más baja que en 2021. Además de tener una base estadística más alta, la moderación en la dinámica del gasto de los hogares sería consistente con: i) un menor ingreso disponible como consecuencia de la inflación; ii) un "colchón" de ahorro menos holgado; y iii) el incremento en el costo del endeudamiento. Así, proyectamos que al cierre del año el consumo privado estará un 11% por encima de su nivel pre pandemia (Gráfico 5) y que su peso en el PIB habrá aumentado a 72,1%, desde 69,5% en 4T19.

Entre tanto, la inversión ganaría protagonismo en 2022, a pesar de que su crecimiento se moderaría a 5,8% desde 11% en 2021. De esta forma, la formación bruta de capital fijo terminaría el próximo año prácticamente en su nivel previo al COVID-19 (Gráfico 5). Nuestro escenario base contempla que la inversión moderará su dinámica en la antesala de las elecciones en Colombia, pero retomará la senda positiva una vez se disipe la incertidumbre política². Bajo este contexto, la inversión habría disminuido su peso relativo en la economía, de 21,2% del PIB a finales de 2019 a 20,1% al cierre de 2022, un nivel que luce insuficiente para elevar el crecimiento potencial.

En materia de gasto público, anticipamos una dinámica mucho más lenta el próximo año como resultado del menor espacio para mantener el estímulo fiscal contra cíclico. Así, proyectamos que el consumo del Gobierno pasaría de crecer 12,1% en 2021 -la cifra más alta desde que hay información- a 5,4% en 2022. Ahora bien, la suspensión de la Ley de Garantías aprobada recientemente podría impulsar un mejor desempeño de este rubro en el periodo pre electoral.

Respecto a las cuentas externas, anticipamos un incremento más acelerado de la demanda de nuestros socios comerciales que de la demanda interna, lo cual se reflejaría en un crecimiento más acelerado de las exportaciones relativo a las importaciones. En efecto, nuestro escenario base contempla un crecimiento real de las exportaciones

Nuestra expectativa parte del supuesto de que el nuevo Gobierno plantea un manejo ortodoxo de la política económica.



de alrededor de 13% en 2022, favorecidas por el buen comportamiento de los precios de los commodities y la superación de los obstáculos a la producción del sector minero energético. Entre tanto, la desaceleración de la demanda interna se reflejaría en un menor desempeño de las importaciones, que aumentarían 9,7% de acuerdo con nuestras estimaciones. Así las cosas, prevemos una reducción en el desbalance comercial principalmente por un menor déficit en bienes, lo cual contribuiría a una disminución del déficit en cuenta corriente a 4,4% del PIB (ver "II.6. Perspectivas tasa de cambio en 2022: volatilidad garantizada").



#### RECUADRO II.3. CAMBIO EN PATRONES DE COMERCIO EXTERIOR Y OPORTUNIDADES SECTORIALES

#### Jose Luis Mojica Gabriela Bautista

La disrupción por la pandemia ha generado cambios en los patrones de comercio internacional y la composición de las compras y ventas de Colombia en el exterior. Después del detenimiento súbito de las cadenas de suministro en el 2T20, la dependencia del mundo frente a las exportaciones asiáticas obligó a repensar las relaciones comerciales con miras hacia una mayor diversificación.

Como lo mencionamos en el informe de "La economía en el nuevo normal" en <u>Informe Especial - Junio de</u> 2020, la globalización podría virar hacia una reconfiguración de las cadenas de suministro que fortalezca las relaciones comerciales con pares regionales y la producción local. Sin embargo, durante el 2021, las exportaciones asiáticas al resto del mundo han repuntado de forma más acelerada que en otras regiones, lo que ha hecho imperceptibles estos cambios en el agregado.

Para el caso de Colombia, las importaciones desde China han avanzado de forma pronunciada y las oportunidades que rescatamos para el sector industrial no se han materializado, en la medida que las condiciones para lograr avances en productividad y desarrollo de capital humano son procesos de largo aliento. Sin embargo, en las exportaciones industriales se registran crecimientos importantes en productos químicos y plásticos, lo que ha permitido una recuperación más marcada. En términos de socios comerciales Brasil y Perú han ganado peso en lo corrido de 2021, sugiriendo nuevos patrones regionales en la zona de América Latina.

### Oportunidades en el nuevo normal del comercio internacional

La crisis por el COVID-19 generó una disrupción en el flujo normal del comercio internacional haciendo explícito los riesgos del mundo al tener sus cadenas de suministro tan concentradas en Asia. El choque reciente fue un golpe contundente para la globalización, que ya venía tambaleándose desde la Gran Crisis Financiera y la guerra comercial entre EEUU y China en el 2018 (Gráfico 1).

En el 2020 mencionamos que en un mundo postpandemia puede haber un cambio importante en los patrones de comercio internacional, en la medida que los países prioricen políticas de promoción

Gráfico 1 CRECIMIENTO DEL VOLUMEN DEL COMERCIO INTERNACIONAL



Fuente: World Trade Monitor. CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.



regional y desarrollo doméstico para disminuir su dependencia del comercio internacional y su exposición a Asia (ver "La Economía en el Nuevo Normal" en <u>Informe Especial - Junio 2020</u>).

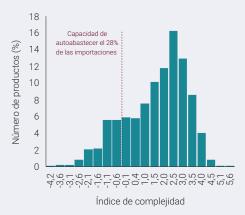
En un mundo menos globalizado en el que las cadenas de suministro se reconfiguran, economías con baja diversificación productiva como la colombiana tienen grandes oportunidades. Por un lado, la promoción de sectores industriales, en donde las ventajas comparativas permitan reemplazar parte de las compras que se

hacen al exterior, tendría réditos en términos de crecimiento de largo plazo. Además, otras oportunidades están relacionadas con un mayor grado de inserción del país en las cadenas de suministro globales, hoy en día especialmente concentradas en Asia.

Así las cosas, nuestro análisis arrojó que cerca del 28% de las compras que hace Colombia desde el exterior son susceptibles de ser producidas localmente (Gráfico 2). Esto se explica porque una parte de nuestras importaciones son de una complejidad menor a la que en promedio tienen los bienes que produce localmente la economía y lleva al exterior. Estas oportunidades se concentran en combustibles y lubricantes, productos intermedios para la agricultura y la industria y bienes de consumo no duradero.

No obstante, en lo corrido de 2021 difícilmente estos nuevos patrones han sido evidentes por el rápido repunte de la economía China. La amplia liquidez y la expansión del gasto fiscal en las economías avanzadas coincidió con la recuperación acelerada de China y configuró un avance heterogéneo de las exportaciones a nivel global, lo que a la postre elevó la cuota de Asia en el comercio internacional. A diferencia de la Gran Crisis Financiera, esta vez el volumen del comercio internacional ha repuntado con mayor velocidad y actualmente está un 5% por encima de los niveles prepandemia. El salto en las exportaciones ha estado especialmente concentrado en China, al punto que a septiembre las exportaciones y el superávit comercial estaban un 41% y un 67% por encima del registro de 2019 (Gráfico 3).

**Gráfico 2**COMPLEJIDAD ECONÓMICA DE LAS IMPORTACIONES DE COLOMBIA



Fuente: DANE y Datlas. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 3**BALANCE ANUAL COMERCIAL DE CHINA



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Para Colombia no ha sido diferente y China ha ganado un peso importante en las importaciones. Desde el segundo semestre del 2020 la economía asiática desbancó a EEUU y se ha mantenido como el socio comer-



cial con mayor peso en nuestras compras al exterior. En particular, con datos a agosto, las importaciones desde China representaron el 23% mientras que las de EEUU fueron el 19%.

Adicionalmente, la recuperación de la economía ha traído consigo un repunte acelerado de la demanda que no ha podido ser correspondido completamente por la oferta local, lo que presionó un mayor desbalance comercial. En línea con esto, las importaciones registran un crecimiento de 4,2% en lo corrido de 2021 frente al mismo periodo de 2019. Este repunte está concentrado en los bienes intermedios (19,4% a/a) y particularmente los plásticos, el hierro, el acero, el alambre de cobre, el aluminio, el maíz, el trigo, los aceites de soya y los reactivos químicos de diagnóstico de pruebas de laboratorio explican el 85% del avance.

**Gráfico 4**PESO DE CHINA Y EEUU EN LAS
IMPORTACIONES DE COLOMBIA



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana

Así pues, la materialización de las oportunidades en términos de importaciones que señalamos parece poco plausible en el corto plazo. Alcanzar una mayor diversificación del aparato productivo pasa por generar las condiciones necesarias para que se revelen las oportunidades en términos de ventajas comparativas en la industria. En efecto, las mejoras en productividad requeridas se alcanzan con procesos de largo aliento y en medio de los cuales el país tiene que sacar adelante iniciativas particulares que cierren la brecha tecnológica y desarrollen el talento humano.

#### Recomendaciones de la Misión de Internacionalización

En efecto, la Misión de Internacionalización dejó algunas propuestas en este frente que trazan la hoja de ruta a seguir para materializar las oportunidades de integración de la economía nacional en las cadenas globales de valor, con el objetivo de que aumente y perdure su relevancia en el comercio internacional en el largo plazo.

De un lado, la pandemia del 2020 puso en evidencia la fragilidad de la economía nacional frente a los procesos coyunturales de nuestros principales socios comerciales, por lo que resultará relevante diversificar especialmente el origen de las importaciones para la sostenibilidad económica en el largo plazo. Por esta línea, resulta prioritario generar y afianzar alianzas estratégicas fomentando el comercio con los países de la región, que actualmente representa cerca del 15% y 21% de nuestras compras y ventas externas, pero pueden significar una gran oportunidad para la economía nacional.

Entonces, aterrizando las recomendaciones de la misión, consideramos óptimo reducir los costos transfronterizos arancelarios y no arancelarios que representan barreras comerciales implícitas a las ventas externas por cuenta de las restricciones a importaciones de insumos de los productos de exportación, especialmente en los sectores agropecuario y manufacturero. Además, la inversión también deberá dirigirse al mejoramiento



de la infraestructura y logística de las fronteras terrestres y marítimas para reducir los costos y el tiempo del transporte de mercancías, y así incrementar su viabilidad.

Por otra parte, resulta menester la inversión en la tecnología necesaria para añadir valor agregado de los productos de exportación. Las exportaciones nacionales se basan en gran medida en productos tradicionales como el petróleo y sus derivados, el carbón, café, oro, y demás bienes del sector primario, cuyos niveles de complejidad son relativamente bajos y cuya volatilidad en precios fragiliza la economía ante la coyuntura internacional. No obstante, el cierre de estas brechas tecnológicas significaría para el país una ventaja comparativa dada su abundancia en materias y su cercanía con demás proveedores de insumos como Brasil, Chile y Venezuela.

Por esta línea, uno de los métodos sugeridos para la aprehensión de tecnologías es la importación de mano de obra calificada y alta en conocimientos tecnológicos. La promoción de beneficios laborales, salariales y académicos a los migrantes, focalizada especialmente en áreas que promuevan la internacionalización como las relacionadas con la tecnología, lenguas y áreas comerciales y de negocios, podría incrementar la migración -que históricamente ha sido relativamente baja- y perpetrar el desarrollo de estas habilidades en el territorio nacional.

De otro lado, es necesario apostar a la promoción de la iniciativa privada como promotor de la internacionalización para buscar una mejora en el aparato productivo para nuestras exportaciones. Siendo el país de la región con mayor número de zonas francas, es posible redirigir el objetivo de estas hacia la promoción del comercio exterior, y así poder explotar el potencial que significaría brindar estos beneficios tributarios a las empresas. Así las cosas, entre los componentes clave está focalizar las zonas francas en aquellas empresas con aportes a las cadenas globales de suministro, no sólo como reconocimiento a la iniciativa empresarial sino como incentivo para que las empresas dirijan su producción al fomento del comercio exterior. Asimismo, la distribución y creación de las zonas francas en las regiones con menor capacidad de negocios podría fomentar la diversificación del aparato productivo, toda vez que explote las ventajas comparativas propias de la zona.

La implementación de las recomendaciones requerirá de un amplio periodo transicional en términos económicos, y su correcta efectuación requiere de monitoreo constante a los diferentes proyectos que se efectúen. Además, para conseguir no solo la recuperación económica sino para mantener un crecimiento sostenido en el largo plazo, es necesario diversificar el aparato productivo nacional vía, especialmente apostando al abastecimiento de la demanda local vía sustitución de las importaciones.

#### En el corto plazo, las exportaciones han revelado nuevos patrones sectoriales

A pesar de que las oportunidades en importaciones siguen rezagadas, en exportaciones la historia ha sido levemente diferente y la coyuntura actual ha revelado crecimientos pronunciados en las ventas al exterior de algunos productos manufactureros de baja complejidad.



Si bien las exportaciones totales entre enero y agosto registran una caída de 8,5% frente al 2019, las exportaciones no tradicionales han alcanzado los niveles más elevados para este periodo desde que se tiene registro (Gráfico 5). En lo corrido del 2021, las ventas al exterior no tradicionales registran un avance de 19,4% frente al 2019 y han contrarrestado la caída bienal de las exportaciones de petróleo y carbón, aportando 7,2 puntos porcentuales (p.p.) al crecimiento.

En primer lugar, el repunte en las exportaciones ha aumentado la cuota de algunos socios comerciales de la región, revelando nuevos patrones en las relaciones comerciales. En el total de exportaciones industriales, EEUU y Brasil explican la mayor parte del incremento, aunque en Perú también hubo un avance. Brasil pasó de representar el 3,6% al 5% del total, mientras que Perú pasó del 2,5% al 2,8%.

En particular, los bienes de la industria han aumentado un 11,6% y los bienes agropecuarios un 16,5% frente al registro del mismo periodo de 2019. Para los bienes industriales, el incremento ha estado soportado especialmente en los productos derivados del café, plásticos, aceites de palma y carnes frías. Estos bienes representan el 62% del incremento bienal del año corrido en el rubro de exportaciones manufactureras. Otra parte importante la ha dado el incremento en la producción de oro que, debido a las particularidades del proceso de preparación para exportación, es clasificado como producto industrial. En términos de bienes del sector agrícola, el avance se ha dado gracias al incremento en las ventas al exterior de flores, banano y bovinos domésticos.

Si bien se exhibe una mayor diversificación de las exportaciones no tradicionales, en el corto plazo el aparato productivo ha aumentado sus ventas al exterior en bienes de baja complejidad.

## Gráfico 5 EYDODTACIONIES NO TDADICIONIALE

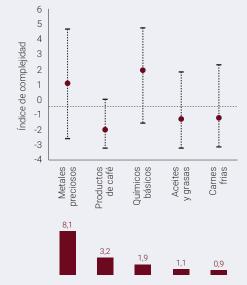
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES DE COLOMBIA



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana

#### Gráfico 6

COMPLEJIDAD DE LOS GRUPOS INDUSTRIALES QUE EXPLICAN EL INCREMENTO DE LAS EXPORTACIONES



Contribución al crecimiento de las exportaciones industriales (p.p.)

Fuente: DANE y Datlas. Cálculos Corficolombiana.

El Gráfico 6 muestra el índice de complejidad económica promedio y la dispersión, para los cinco grupos industriales que están explicando en mayor medida el repunte de las exportaciones manufactureras, y los compara con la complejidad promedio de las exportaciones de Colombia. En general, se evidencia que no hay



mejoras sustanciales en la complejidad económica de las ventas al exterior de este sector.

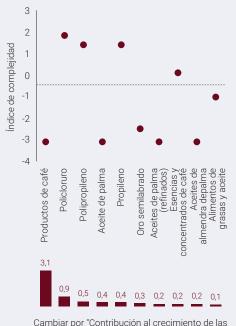
Un análisis más detallado a nivel de productos llega a un resultado similar (Gráfico 7). Los diez productos que más explicaron el avance de las exportaciones industriales año corrido en promedio tienen complejidades más bajas que el umbral promedio de las ventas totales al exterior. No obstante, el grupo de plásticos (policloruro, polipropileno y propileno) registra oportunidades interesantes por el avance que han tenido en el 2021 y la alta complejidad en comparación con el umbral. Caso similar sucede con las esencias y concentrados de café.

Finalmente, este incremento en las exportaciones industriales se ha materializado en una recuperación más marcada de algunos sectores (Gráfico 8). En lo corrido de 2021, los sectores que registran los crecimientos bienales en exportaciones más elevados son también aquellos que se han recuperado a tasas más elevadas. El sector de metalúrgicos, alimentos, equipo eléctrico y químicos registra incrementos de dos dígitos en sus exportaciones y crecimientos positivos en el PIB.

Ahora bien, está diversificación de las exportaciones no tradicionales responde parcialmente a las dinámicas de los precios internacionales en 2021. Desde el año pasado la mayor aversión al riesgo llevó el precio del oro a máximos históricos y durante 2021 los mercados ajustados de materias primas han incrementado los precios de todos los alimentos. Esto pone de manifiesto que el mayor dinamismo de estas ventas al exterior es coyuntural y mantenerlo pasa por avanzar en políticas estructurales de aumento en la productividad que mantenga y revele las ventajas comparativas para Colombia.

Gráfico 7

COMPLEJIDAD DE LOS BIENES INDUSTRIALES QUE EXPLICAN EL INCREMENTO DE LAS EXPORTACIONES



Cambiar por "Contribución al crecimiento de las exportaciones industriales (p.p.)

Fuente: DANE y Datlas. Cálculos Corficolombiana.

#### Gráfico 8

CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES Y EL PIB DE LOS SECTORES INDUSTRIALES



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.



# II.3. PERSPECTIVAS SECTORIALES 2022: CAMBIO DE MOTORES DE CRECIMIENTO

Juan Camilo Pardo José Luis Mojica

Proyectamos que todas las actividades sectoriales registrarán crecimientos positivos en 2022, no obstante, su ritmo de expansión será desigual. El sector terciario -que para 3T21 se encontraba por encima de niveles pre pandemia- registrará un menor ritmo de expansión que los sectores primario y secundario, los cuales aún estaban por debajo de sus niveles de 2019.

En efecto, la rápida recuperación del sector de servicios en 2021 implicaría que empiece a moderar su velocidad de expansión el próximo año, debido a la mayor base estadística y a la convergencia a tasas de crecimiento más acordes a su capacidad de largo plazo. Por su parte, los sectores primario y secundario estuvieron rezagados durante 2021 y tienen potencial para crecer a mayor velocidad en 2022, al punto que serán los principales motores de crecimiento. En la medida que no haya nuevos bloqueos en las vías ni restricciones a la movilidad, proyectamos un repunte en estos dos sectores hasta alcanzar sus niveles pre-pandemia a mediados de año.

En particular, la construcción de edificaciones y el sector mineroenergético serán los principales dinamizadores de la economía colombiana en 2022, en donde el segmento de edificaciones residenciales seguirá reportando crecimientos de dos dígitos y la producción de petróleo y carbón superará los niveles de 2021. Por su parte, el comercio minorista reportará un crecimiento positivo aunque mucho menor que en 2021, muy en línea con el desempeño del consumo privado. Este último estará impulsado por las mejoras graduales en el mercado laboral pero limitado por el contexto de alta inflación -que proyectamos estará por encima del rango meta de BanRep durante todo el año- y por tasas de interés al alza (ver Capítulo II.4. Inflación y política monetaria en 2022").

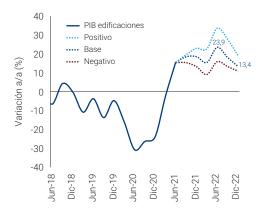


A continuación, profundizamos en las perspectivas para 2022 de los sectores de construcción de infraestructura y de edificaciones, hotelería, minero-energético y financiero.

#### Edificaciones: recuperación desigual

- Esperamos un crecimiento de 17,6% del subsector de edificaciones en 2022 (Gráfico 1). En línea con una recuperación sostenida del segmento residencial, anticipamos que las iniciaciones de nuevos proyectos mantengan su dinámica el próximo año. Sin embargo, la recuperación seguirá limitada por una lenta reactivación del área causada para edificaciones no residenciales.
- O La vivienda seguirá siendo un aliciente para el crecimiento. Nuestros argumentos en favor de la recuperación del sector de edificaciones se concentran en la buena dinámica de las ventas de vivienda, que han sido un impulso para los proyectos constructivos del segmento residencial, especialmente para las unidades de interés social (VIS). Como lo destacamos hace un año, el impulso en ventas, aunque no incide directamente en un mayor valor agregado, tiene un efecto positivo sobre las iniciaciones de vivienda con un rezago aproximado de seis meses.
- Las iniciaciones seguirán creciendo, especialmente en el segmento VIS, lo que tendrá réditos en empleo. El ritmo actual de ventas sugiere que el próximo año las iniciaciones en el sector residencial tendrán un crecimiento de 24,4% en promedio, lo que tendrá efectos positivos sobre el valor agregado y el empleo. En particular, este último tendrá un impulso adicional en la medida que el mercado de vivienda nueva se está volcando hacia una mayor participación de la vivienda de interés social, la cual es más intensiva en mano de obra por metro cuadrado.
- O El incremento en los precios del acero podría persistir en 2022. La dinámica del sector residencial podría verse contrarrestada por el incremento en los costos de construcción. Nuestros estimativos señalan que el incremento de los costos puede tener dos efectos: incrementa los precios de vivienda y reduce las cantidades

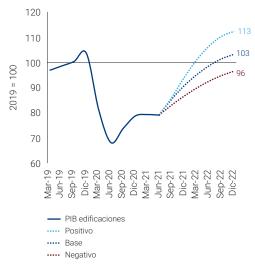
**Gráfico 1**PROYECCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB
DE EDIFICACIONES



Fuente: Cálculos Corficolombiana

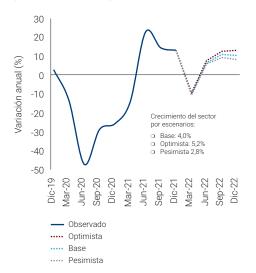


**Gráfico 2**PROYECCIÓN DE LA RECUPERACIÓN DEL PIB DE EDIFICACIONES



Fuente: Cálculos Corficolombiana

**Gráfico 3**PRONÓSTICO OBRAS CIVILES (Variación anual, %)



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

lanzadas al mercado, especialmente en el segmento VIS con un rezago de ocho o nueve meses (ver "Recuadro III.1. Inflación de costos: la tormenta perfecta").

Otro lastre para la recuperación es el poco dinamismo del segmento no residencial. En términos de oficinas, la pandemia reveló una gran cantidad de labores que es posible retomarlas en modalidades de trabajo hibrido o teletrabajo, lo que ha deprimido la demanda y supone una muy lenta convergencia a los niveles de ocupación pre pandemia. Así, anticipamos que el subsector de edificaciones alcance los niveles de 2019 en 3T22 (Gráfico 2).

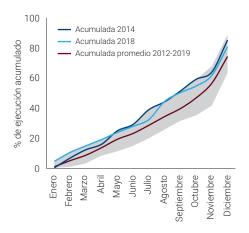
#### Infraestructura vial: recuperando lo perdido

- O Proyectamos un crecimiento de 4,0% para el sector de obras civiles en 2022: el buen desempeño de los proyectos 4G y el leve repunte en la ejecución de obras públicas y territoriales jalonarán la recuperación de las obras civiles. Bajo este escenario, el sector todavía se ubicaría un 29% por debajo de niveles pre pandemia (Gráfico 3).
- O Se mantendrá el impulso de las concesiones viales de cuarta generación (4G): estimamos que para 2022 su ejecución en CAPEX crezca un 4,5% frente a 2021 (ejecución 2021: 6,5 billones de pesos, 2022: 6,8 billones de pesos). A pesar de que el ritmo de ejecución se irá ralentizando -cuatro obras ya finalizaron construcción en 2021, seis culminarán este año y tres proyectos registrarán un avance de obra mayor al 90% a finales de 2022-, el aporte de estas concesiones al crecimiento del sector será importante.
- O La obra pública despegará: los años de elecciones presidenciales están asociados con una ejecución más acelerada de los proyectos a cargo del Invias, como se evidenció en los períodos 2014 y 2018 (Gráfico 4). Así, esperamos que la adjudicación entre 2020 y 2021 de 46 de los 50 proyectos que reúnen los programas Vías para la legalidad y Concluir, concluir y concluir por un monto total de 11,5 billones de pesos en inversión, empuje el ritmo de ejecución.



#### Gráfico 4

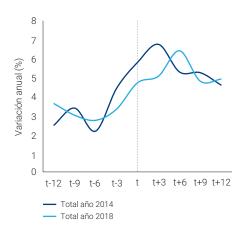
EJECUCIÓN PRESUPÚESTAL ACUMULADA INVIAS



Fuente: Portal de transparencia Económica. Cálculos Corficolombiana.

#### Gráfico 5

INVERSIÓN TERRITORIAL EN OBRAS CIVILES\*



 t representa el primer trimestre del año de elecciones presidenciales

Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana.

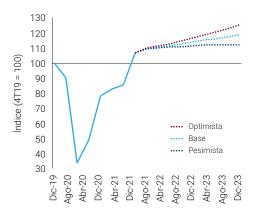
- O Repunte de las obras territoriales: después de haber definido los planes de inversión en obras públicas y enfocar sus esfuerzos en atender temas de la pandemia durante los dos primeros años de mandato, la ejecución territorial registrará avances importantes durante 2022. Adicionalmente, las cifras también evidencian que en períodos presidenciales su ritmo de construcción es mayor (Gráfico 5).
- Megaobras de infraestructura tendrán que esperar hasta el 2023: estimamos que cuatro concesiones 5G (Malla Vial del Meta, IP ALO Sur, Troncal del Magdalena y Acceso Norte Fase II), el Metro de Bogotá y Regiotram inicien su fase de construcción sólo hasta 2023. Para 2022 estos proyectos se encontrarán en etapa de pre-construcción por lo que aún no aportarán al valor agregado de la economía.
- O Riesgos a la baja: persistencia de altos precios del acero y gerencia pública que retrase el avance de las obras públicas y territoriales.

#### Hotelería: buenos vientos

- Para el sector de hoteles y restaurantes anticipamos un crecimiento de 16% en 2022: esta actividad se ubicaría en niveles 14% superiores a los registrados previos a la pandemia, en línea con la fortaleza de la demanda y en ausencia de restricciones a la movilidad; no obstante, destacamos que el aumento de la inflación y las mayores tasas de interés son un importante riesgo a la baja para este sector. La expansión estará jalonada por los servicios de comidas, mientras que la industria hotelera recuperaría sus niveles pre pandemia después de mediados de año incluso a comienzos de 2023 (Gráfico 6).
- O La ocupación del sector hotelero alcanzará un promedio de 47%: la actividad turística seguirá impulsada por los viajes con motivo de vacaciones, los cuales representarán un 65% de la ocupación total (vs pre-pandemia 55%). Igualmente, luego de que el aparato productivo adoptara la virtualización de conferencias y reuniones presenciales, la ocupación con motivo de trabajo pasará a representar un 25%, inferior al 35% de 2019.



**Gráfico 6**PROYECCIÓN: PIB DE ALOJAMIENTO Y
RESTAURANTES



Fuente: DANE, Elaboración Corficolombiana.

- O Los ingresos hoteleros cerrarán un 3% por debajo de niveles prepandemia: el mayor gasto por parte de los viajeros y el aumento gradual de las tarifas en línea con una mayor demanda permitirá mejorar los niveles de ingreso de los establecimientos.
- O Los viajes domésticos registrarán una recuperación más rápida que los viajes internacionales: de acuerdo con la tendencia mundial, el flujo de viajeros domésticos sería muy similar al de 2019, mientras que el flujo de viajeros internacionales estaría un 23% por debajo del nivel pre pandemia. Lo anterior se sustenta en la incertidumbre de los viajeros no residentes sobre la imposición de medidas de restricción y la preferencia por recorrer cortas trayectorias (Tabla 1).
- O Continúan las medidas que apoyan la recuperación del sector: se extendió la exención del IVA en servicios hoteleros y turísticos y se amplió la reducción del IVA a los tiquetes aéreos del 19% al 5% hasta diciembre de 2022.

#### Minero-energético: con los precios a favor

Anticipamos un crecimiento de 13,2% en 2022, con lo cual alcanzaría los niveles pre pandemia en el 3T22 (Gráfico 7). Esperamos que el sector de hidrocarburos continúe su recuperación y avance un 9,6%, mientras que la producción del carbón seguirá impulsada por los precios internacionales y, si bien permanecerá por debajo de los niveles de 2019, registrará un crecimiento de 15,6%.

**Tabla 1**VARIABLES DEL SECTOR DE ALOJAMIENTO Y RESTAURANTES

Variables	2021*	2022*	2023*	2024*
PIB alojamiento y restaurantes (vs pre-pandemia)	90%	114%	118%	-
Ingresos (vs pre-pandemia)	89%	97%	103%	-
Viaje doméstico (vs pre-pandemia)	90%	98%	104%	-
Viaje internacional (vs pre-pandemia)	64%	77%	98%	105%
Promedio ocupación (%)	38	47	49	-

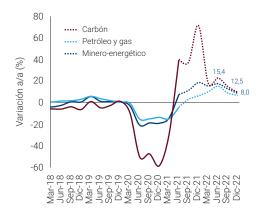
<sup>\*</sup> Último trimestre

Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.



#### **Gráfico 7**

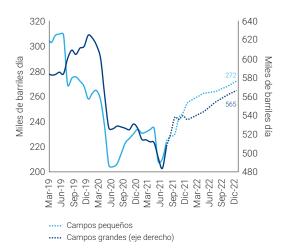
PROYECCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB MINERO-ENERGÉTICO



Fuente: Cálculos Corficolombiana.

#### Gráfico 8

PROYECCIÓN DE PRODUCCIÓN DE CRUDO POR TIPO DE CAMPOS



Fuente: Cálculos Corficolombiana.

- La producción de crudo aumentará un 9% en 2022. Con esto llegaría a un promedio de 815 mil barriles día, cerrando el año alrededor de 840 mil barriles día. Nuestra expectativa incorpora una mayor inversión en producción por el repunte de las cotizaciones internacionales y una mayor recuperación de los campos grandes.
- O Los precios internacionales del crudo seguirán altos. Anticipamos que el Brent se cotice entre 65 y 77 dólares por barril, lo que mantendría los incentivos a aumentar la inversión en exploración y producción. Nuestros estimativos señalan que la producción refleja con un rezago de ocho meses los movimientos en los precios internacionales.
- La recuperación de la inversión en producción en 2021 ayudaría a la recuperación. Aunque el repunte ha sido heterogéneo y más marcado en los campos pequeños, la producción de los campos grandes empezaría una convergencia paulatina a los niveles de 2019. Eso permitiría cerrar la brecha frente a niveles pre pandemia y terminar 2022 con un volumen de producción 5,5% inferior al de 2019 (Gráfico 8).
- O El Programa Permanente de Asignación de Áreas (PPAA) y los precios internacionales favorables favorecerán la actividad exploratoria. La inversión en exploración de hidrocarburos podría tener un repunte importante el próximo año, lo cual es positivo para la producción del país en el mediano plazo. A través del PPAA, la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) ha adjudicado cerca de 53 áreas y en la ronda 2021 existen 28 bloques adicionales que serán ofrecidos tanto en áreas continentales de cuencas maduras y emergentes como en áreas frontera de la zona pacífico en el Chocó.
- O La extracción de oro y otros metales continuará dando un impulso positivo. El crecimiento en los precios de los metales en 2021, y las perspectivas favorables de demanda global por su importancia en la transición energética, ha impulsado las inversiones en extracción de oro y cobre, especialmente en el departamento de Antioquia.



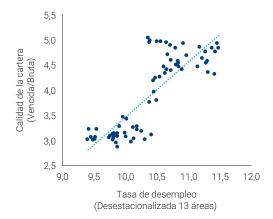
**Gráfico 9**PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO NOMINAL

DE LA CARTERA

Fuente: Cálculos Corficolombiana.

#### Gráfico 10

RELACIÓN ENTRE LA CALIDAD DE LA CARTERA Y EL DESEMPLEO (2014-2019)



Fuente: DANE y SuperFinanciera.

#### Financiero

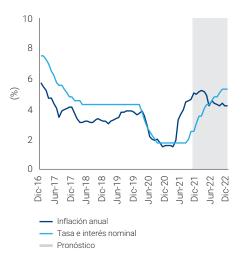
- O Anticipamos un crecimiento nominal de la cartera de 6,7% al cierre del 2022 (Gráfico 9). Si bien la desaceleración en el consumo y una postura menos expansiva de la política monetaria desacelerarán la modalidad de consumo, proyectamos un repunte en la cartera comercial una vez se resuelva la incertidumbre electoral de las elecciones del próximo año.
- O La cartera comercial se acelerará de la mano de una mayor inversión. Pronosticamos un cierre de año con un crecimiento nominal de 6,1%, que se acelerará en la segunda parte del año, una vez se resuelva satisfactoriamente la incertidumbre electoral y siempre y cuando no se materialicen riesgos a la baja que depriman la inversión, como los asociados a la violencia y los bloqueos de vías que se observaron en el Paro Nacional de 2021.
- La cartera de vivienda seguirá registrando crecimientos nominales de dos dígitos. El crédito hipotecario registrará un crecimiento de 10,2% al término del 2022. Su avance seguirá soportado en el incremento en las ventas de vivienda nueva, especialmente en el segmento VIS. No obstante, en la medida que se agotan los cupos de los subsidios del Gobierno, esperamos una desaceleración gradual en el crecimiento.
- O El crédito de consumo se desacelerará, de la mano de una postura menos expansiva de la política monetaria. Esperamos que los incrementos en la tasa de política monetaria en el 2022 se transmitan rápidamente a las tasas de colocación, lo que desacelerará el crecimiento de la demanda de crédito de consumo hasta el 6% nominal al cierre del 2022.
- O El deterioro de la cartera tendrá una convergencia gradual a los niveles de 2019, jalonado por una recuperación en el empleo. En la medida que desaparezcan las medidas extraordinarias de alivios y prórrogas que la SuperFinanciera permitió por la pandemia, el indicador de calidad retomará la relación histórica que ha tenido con los niveles de desempleo (Gráfico 10). Una recuperación



paulatina en el empleo permitirá una convergencia ordenada de la calidad del deterioro de la cartera a niveles pre pandemia.



**Gráfico 1**INFLACIÓN ANUAL Y TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA



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

**Gráfico 2**INFLACIÓN ANUAL POR COMPONENTE



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

# II.4. INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: VOLANDO ALTO

Laura Daniela Parra Julio César Romero

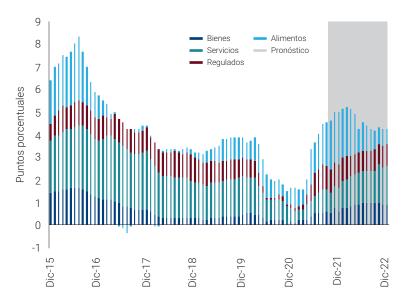
Luego del fuerte incremento registrado en 2021, la inflación se mantendrá por encima del límite superior del rango meta de BanRep durante todo 2022 y se consolidará como la variable más determinante para las decisiones de política monetaria. Nuestras estimaciones indican que la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) aumentará de 4,9% al cierre de 2021 a un máximo de 5,2% en febrero, descendiendo gradualmente hasta llegar a 4,2% en diciembre de 2022 (Gráfico 1).

La persistencia de la inflación en niveles elevados sería resultado de múltiples factores, entre los que destacamos: i) el cierre de la brecha del producto a partir de 1T22 y el consecuente aumento de las presiones inflacionarias por el lado de la demanda; ii) la transmisión paulatina y rezagada del incremento de los costos sobre los precios finales (ver "Recuadro II.1. Inflación de costos: la tormenta perfecta"); y iii) la alta indexación de componentes importantes del IPC, especialmente el arrendamiento, y un aumento del salario mínimo para 2022que proyectamos será cercano a 7%. El grado de incertidumbre sobre este pronóstico es elevado, en la medida que dependerá de la persistencia del choque global de oferta y del efecto de los días sin IVA.

Durante los primeros tres meses de 2022, la inflación anual alcanzaría máximos de los últimos cinco años (Gráfico 1), principalmente por presiones provenientes del grupo de **alimentos**. Estos últimos moderarían su dinámica de forma importante el próximo año, pero los elevados costos de los insumos les impedirían registrar variaciones anuales negativas e impulsar una corrección más pronunciada de la inflación total, como sucedió en 2017 (Gráficos 2 y 3). Adicionalmente, una temporada invernal más intensa de lo previsto, así como la importante dinámica que presentan los commodities agrícolas suponen riesgos al alza. Así, **proyectamos que la inflación de alimentos disminuiría de 14,4% en 2021 a 3,8% en 2022**.



**Gráfico 3**CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN ANUAL



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

En contraste, anticipamos una tendencia alcista del grupo de bienes y servicios, es decir, de los componentes de la inflación básica (Gráficos 2 y 3). Por un lado, los precios de los **bienes** irán incorporando paulatinamente el incremento en los costos de producción observado durante 2021 y que prevemos se extienda al menos hasta mediados de 2022. Los datos a octubre señalaban que el efecto del choque global de oferta sobre el IPC local solo se había reflejado parcialmente en los precios de los vehículos, por lo cual anticipamos que otros productos durables y semidurables irán incorporando los mayores costos al productor durante 2022 (ver "Recuadro II.1. Inflación de costos: la tormenta perfecta").

Aunque al cierre de este informe algunas materias primas y costos de fletes estaban corrigiendo parte del incremento previo, lo cierto es que la mayoría de los insumos seguían registrando precios elevados (ver "Materias primas e inflación: el ajuste aun no termina" en Informe Semanal - Noviembre 22 de 2020). Además, es importante advertir que los precios al consumidor en Colombia incorporan con rezago el aumento de los costos, por lo cual estimamos que las presiones actuales por el lado de la oferta seguirán siendo incorporadas en



el IPC incluso hasta finales de 2022 (ver "Recuadro II.1. Inflación de costos: la tormenta perfecta"). A lo anterior se podría sumar la reversión del proceso desinflacionario de 4T21 como consecuencia de los días sin IVA, especialmente sobre los rubros de vestuario y equipos informáticos, aunque esto dependerá de cuándo se realicen estos eventos el próximo año. Así las cosas, la inflación anual de bienes se aceleraría de 3,3% en 2021 a 4,8% en 2022, la más alta desde 2017.

**Gráfico 4**TASA DE POLÍTICA MONETARIA REAL



<sup>\*</sup> La línea punteada indica la tasa real descontando nuestro pronóstico de inflación.

Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana.

Respecto a los **servicios**, prevemos un mayor protagonismo de este componente en línea con la indexación a la inflación de este año en el subcomponente de arrendamientos, cuya participación dentro del IPC asciende a una cuarta parte. Bajo un escenario de indexación elevada, estimamos que este rubro podría aportar 10 pbs en promedio a la inflación mensual -el aporte promedio es de 7 pbs-, ajuste que estaría concentrado en el primer semestre del año. A lo anterior se sumaría la eventual reversión de la tendencia desinflacionaria en las tarifas de educación superior, así como el incremento en curso de los precios de actividades fuertemente afectadas por la pandemia, como los servicios de restaurantes y otras actividades de entretenimiento fuera del hogar. De esta manera, **la inflación anual de este componente ascendería de 2,0% en 2021 a 3,6% en 2022, el nivel más alto desde 2018**.

Por último, la inflación del grupo de **regulados** continuaría elevada en línea con la indexación de las tarifas de servicios públicos al Índice de Precios del Productor (IPP) así como el eventual incremento en los precios de los combustibles. Lo anterior teniendo en cuenta que el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) viene aumentando su déficit en los últimos años como resultado de la creciente brecha negativa del precio local de los combustibles versus su cotización internacional, al punto que en 2021 el desbalance podría superar los 9 billones de pesos. Ante la insostenibilidad fiscal para que el Gobierno siga asumiendo este diferencial, prevemos que una vez resuelta la incertidumbre electoral tendrá lugar un ajuste gradual en los precios de los combustibles (ver ¿Un barril sin fondo nuevamente? en <u>Informe Semanal - Agosto 9 de 2021</u>).



En este contexto de presiones inflacionarias persistentes, anticipamos que BanRep elevará su tasa de intervención en 225 puntos básicos, con aumentos de 50 pbs en las reuniones de enero y marzo, y cinco incrementos adicionales en las reuniones siguientes, de forma que la tasa de referencia cerraría el año en 5,25%, el nivel más alto desde 2017 (Gráfico 1).

La normalización de la política monetaria respondería a la necesidad de anclar las expectativas de inflación a corto y mediano plazo en un escenario de riesgos alcistas, cierre de la brecha del producto a partir de 1T22, y mitigación de los desequilibrios macroeconómicos -fiscales y externos-. Bajo este escenario, la tasa real ex-post (descontando la inflación que proyectamos) alcanzaría terreno positivo a partir de mayo y ascendería a 1,0% al cierre de 2022, su máximo desde 2019, si bien seguiría en niveles expansivos (Gráfico 4).



#### RECUADRO II.4. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN E IBR: MERCADOS VS ANALISTAS

#### Jose Ignacio López

Los pronósticos de inflación y tasas de interés de intervención deberían, en el mediano y largo plazo, ser consistentes con los objetivos de la autoridad monetaria, en particular cuando la política monetaria opera bajo el esquema de inflación objetivo. No obstante, en horizontes de tiempo de menor corto plazo, y teniendo en cuenta la volatilidad de los fundamentales económicos asociada a economías pequeñas y abiertas, como la de Colombia, las expectativas de inflación y de tasas de interés depende de un número significativo de variables.

Motivados por la coyuntura, donde tanto los analistas como los mercados financieros intentan precisar la magnitud y persistencia del actual choque inflacionario, este recuadro discute la capacidad de predicción de dichos pronósticos. ¿Qué tan acertado son los analistas a la hora de pronosticar la inflación un año adelante? ¿Son los analistas económicos mejores predictores de la inflación y las tasas de interés que los mercados financieros?

Para responder estas preguntamos comparamos las proyecciones de inflación y tasas de interés de los analistas económicos, usando el historial disponible de la Encuesta Mensual de Expectativas de Analistas Económicos del Banco de la República, la inflación implícita derivada de la curva de títulos a tasa fija e indexados UVR, y la curva swap del indicador básico de referencia (IBR), donde el mercado financiero pacta tasas de interés de corto plazo a fechas futuras. Recordemos que el IBR refleja el precio que los bancos están dispuestos a ofrecer por recursos de corto plazo en el mercado monetario, y es precisamente la tasa que el Banco de la República busca controlar al fijar las tasas de interés de referencia.

El resultado de este ejercicio muestra que tanto analistas como mercados financieros no logran predecir buena parte de los movimientos futuros de la inflación y de las tasas de interés, lo cual no es del todo sorprendente, dada la magnitud de los choques no anticipados, propios de una economía pequeña y abierta, que desvían la inflación de la meta de política monetaria. Adicionalmente, este ejercicio muestra que, con excepción del pronóstico de las tasas de política a un mes, los mercados financieros han sido más precisos a la hora de proyectar tanto la inflación como las tasas de interés.

Este ejercicio también encuentra que los analistas más precisos (ex-ante), son más acertados a la hora de pronosticar la inflación que el promedio de los participantes en la encuesta, lo cual sugiere una heterogeneidad importante en la capacidad de analizar la persistencia y naturaleza de los choques a los precios de los consumidores dentro de los analistas que contribuyen a dicha encuesta. Aun así, los pronósticos de los 5 mejores analistas ex-ante, tienen un menor predictivo que el de los mercados financieros para el período analizado.



#### Pronósticos de inflación

Para evaluar los pronósticos de inflación utilizamos la Encuesta Mensual de Expectativas de Analistas Económicos del Banco de la República con datos mensuales desde octubre de 2003 hasta agosto de 2021. Las proyecciones de inflación de los mercados financieros se construyen con base en la cotización de los TES tasa fija y los TES UVR, que permiten encontrar la inflación implícita que se deriva de los precios de dichos activos.

El Gráfico 1 muestra las proyecciones de los analistas y la inflación implícita derivada de los títulos de deuda pública a un horizonte de un año, frente a la inflación observada un año después. Como muestra la gráfica, la inflación realizada es mucho más volátil que la proyectada, tanto por los analistas como por los mercados financieros. La volatilidad de la inflación observada para el período de estudio es de 1,7%, mientras la volatilidad de las proyecciones de analistas es de 0,8% y la del mercado es de 1,3%. Al hacer una regresión de los datos observados, frente a las respectivas proyecciones, se ve que el error de pronóstico es menor para el caso de los mercados financieros con un R² de 18,3%, frente al 5,8% de los analistas. De hecho, un modelo inercial donde la inflación futura se proyecta con base en la inflación observada tiene incluso un mejor ajuste (R² de 10,9%) que las proyecciones de los analistas.

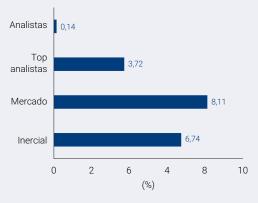
El Gráfico 2 compara el poder de predicción del promedio de los analistas con una sub-muestra de los 5 analistas más acertados ex-ante, las proyecciones derivadas de los mercados financieros y un modelo inercial donde la inflación futura se pronostica con base en la inflación observada. Este ejercicio se hace para el período enero 2015-agosto 2021, donde el inicio de la muestra corresponde al comienzo del reporte de las proyecciones de los analistas más acertados ex - ante. Si los analistas más precisos ex-ante lo fueran por razones de suerte, esperaríamos que en las proyecciones futuras tuvieron un poder de predicción similar o inferior al consenso de mercado. No obstante, los analistas más precisos ex-ante, lo son también ex-post, por lo menos frente al promedio de los encuestados, lo que sugiere que hay una heterogeneidad importante de los participantes de la encuesta a la hora

**Gráfico 1**PROYECCIONES DE INFLACIÓN A UN
AÑO DE ANALISTAS Y MERCADOS E
INFLACIÓN OBSERVADA



Fuente: Corficolombiana.

**Gráfico 2**R<sup>2</sup> DIFERENTES MODELOS DE PRONÓSTICO
DE INFLACIÓN



Fuente: Corficolombiana



de predecir la inflación. Este grupo de analistas "top", sin embargo, tiene un poder de predicción menor al de las proyecciones derivadas de los mercados financieros y al modelo inercial.

#### Pronósticos de tasas de política

El Gráfico 3 muestra las proyecciones de las tasas de interés de política monetaria de los participantes de la Encuesta Mensual de Expectativas, la tasa derivada de la curva *swap* IBR y la tasa efectivamente observada para el período junio 2015-agosto 2021. En línea con el análisis de la sección anterior sobre la inflación, las tasas de interés de política han sido históricamente más volátiles que las anticipadas por analistas o mercados. La tabla 1 muestra los resultados del ejercicio de hacer una regresión de las tasas de interés de política monetaria frente a las proyecciones de analistas y mercado para el horizonte de 1 mes y 11 meses. El ejercicio a 11 meses es preferible al de un horizonte de un año debido a la disponibilidad de datos, dado que la Encuesta Mensual de Expectativas solo reporta las proyecciones de analistas con horizonte a 1 año desde octubre de 2019.

Tanto los mercados como los analistas son bastante acertados a la hora de predecir los movimientos de la tasa de interés con un mes de adelanto, aunque los analistas tienen un mayor poder de predicción. A un horizonte de 11 meses, el orden se invierte y son los mercados financieros los que predicen de manera más precisa los cambios en tasas con un R2 de 55% frente a uno de 37,5% de los analistas.

#### Gráfico 3

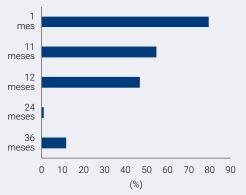
PROYECCIONES DE INFLACIÓN A UN AÑO DE ANALISTAS Y MERCADOS E INFLACIÓN OBSERVADA



Fuente: Corficolombiana.

#### Gráfico 4

R<sup>2</sup> AJUSTADO DE MODELOS DE PRONÓSTICO DE TASAS A DIFERENTES HORIZONTES



Fuente: Corficolombiana.

El Gráfico 4 muestra el R<sup>2</sup> ajustado de diferentes regresiones donde se compara el poder de predicción de los mercados financieros a diferentes horizontes: 1, 11, 12, 24 y 36 meses. Se observa que el poder de predicción cae con el horizonte de pronóstico, y es particularmente bajo para el caso de 2 años.



### II.5. POSICIÓN FISCAL EN 2022: INICIA EL AJUSTE

#### Julio César Romero

Luego del deterioro fiscal generado por la pandemia y de la pérdida del grado de inversión, el próximo año entrará en vigencia la nueva Regla Fiscal y el país iniciará un proceso de ajuste gradual de sus finanzas públicas con una menor presión por parte de las calificadoras. No obstante, la deuda del Gobierno Nacional Central (GNC) mantendrá una tendencia alcista en medio de desbalances que, aunque menores a los de 2021, seguirán siendo elevados en términos históricos.

En particular, para 2022 proyectamos que el déficit fiscal del GNC se moderaría a 6,7% del PIB, desde 8,2% del PIB en 2021, mientras que el déficit primario bajaría a 3,8% del PIB, desde 4,9% en 2021. La disminución del déficit no debe llamar a engaños. Su magnitud sigue siendo alta e insostenible, al punto que elevaría la deuda bruta del GNC de 66,3% del PIB en 2021 a 67,0% del PIB el próximo año, el nivel más alto de la historia.

En este sentido, el Gobierno tendrá que maniobrar con cuidado en medio de la agitación de los mercados de deuda, buscando ventanas de oportunidad para acceder a financiamiento en condiciones favorables, en la medida de lo posible. El contexto externo será especialmente complejo en los primeros meses del año, con la atención centrada en lo que pase con la inflación global y en si la Reserva Federal (Fed) acelera la reducción del programa compra de activos y empieza a subir sus tasas de interés antes de mitad de año (ver "II.1. Contexto externo: vientos en contra para el crecimiento").

Por lo anterior, anticipamos un primer trimestre de alta volatilidad, en el que las tasas de interés a las que se financia el Gobierno permanecerán elevadas y la tasa de cambio oscilará alrededor de los 4.000 pesos. Los procesos electorales en Colombia y en la región pueden generar incertidumbre adicional y presionar al alza las primas de riesgo. Sin embargo, una vez la Fed dé mayor claridad sobre sus decisiones de política monetaria, creemos que los mercados se tranquilizarán y volverá el apetito por activos de países emergentes.



#### El ajuste fiscal de 2022

En un contexto de agitación en los mercados financieros, el Gobierno de Iván Duque empezará la recta final de su mandato con retos en materia económica que no son menores. Aunque haber perdido el grado de inversión puede reducir la presión por parte de las calificadoras, lo cierto es que Colombia debe seguir protegiendo la credibilidad en el manejo responsable de su economía para evitar un mayor incremento del costo de financiamiento; tomar como espejo a Brasil puede resultar útil para comprender el camino que Colombia debe evitar.

El ajuste fiscal que iniciará el país en 2022 será clave en ese objetivo. En primer lugar, hay que recordar que la Ley de Inversión Social no contribuirá al ajuste en 2022 sino que, por el contrario, tendrá un efecto negativo sobre el balance fiscal. En particular, la extensión del Programa Ingreso Solidario hasta diciembre del próximo año, los incentivos para la creación de empleo (enfocados en jóvenes y mujeres) y la adopción del programa Matrícula Cero para el acceso a la educación superior de estratos 1, 2 y 3, costarán aproximadamente 7,9 billones de pesos (0,6% del PIB). Por su parte, la reforma contempla un aumento de 2,3 billones de pesos (0,2% del PIB) en los ingresos tributarios del próximo año por concepto de anticipos en las retenciones en la fuente previstas para 2023. Así, en el balance la Ley de Inversión Social aumenta el déficit del GNC en 5,6 billones de pesos (0,4% del PIB) en 2022.

Ahora bien, el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2021 (MFMP 2021) proyectaba que el déficit del GNC disminuiría de 8,6% del PIB en 2021 a 7,0% en 2022, como resultado de la reducción del gasto en 2,6 puntos porcentuales (p.p.) del PIB. Sin embargo, estas proyecciones no incorporaban del todo las medidas adoptadas en la reforma fiscal ni el efecto sobre los intereses de las operaciones de manejo de deuda del Ministerio de Hacienda.

Nuestras estimaciones basadas en supuestos macroeconómicos propios, diferentes a los del MFMP (Tabla 1), indican que el déficit del GNC disminuirá a 6,7% del PIB el próximo año, desde 8,2% del PIB en 2021. Esto se debe en parte a que nuestra proyección para 2022 del



**Tabla 1**SUPUESTOS MACROECONÓMICOS DE LAS CUENTAS FISCALES

	MF	MP	Corficol	ombiana
	2021	2022	2021	2022
Crecimiento del PIB	6,0%	4,3%	9,7%	5,0%
Inflación	3,0%	2,8%	4,9%	4,2%
TRM (USDCOP)	3.738	3.744	3.829	3.711

Fuente: Minhacienda. Proyecciones Corficolombiana.

PIB nominal -el denominador en las métricas fiscales- es 5,5% más alta que la del MFMP, pero también a que prevemos una reducción de 1,9 p.p. del PIB en el gasto total como resultado de:

- La finalización del gasto de emergencia para atender la pandemia, que estaba a cargo del Fondo de Mitigación de la Emergencia Económica (FOME) y en 2021 ascendió a 1,8% del PIB;
- O La terminación de los subsidios del Plan de Apoyo al Empleo Formal (PAEF), que finalizará en diciembre de 2021 y significa un alivio cercano a 0,3% del PIB, si bien se mantienen las ayudas de Ingreso Solidario y otras dispuestas en la Ley de Inversión Social (ver "I.5. Situación fiscal: oportunidad perdida");
- O Una reducción de 5,1 billones de pesos (0,5% del PIB) en el pago de intereses gracias a los canjes de deuda que realizó el Ministerio de Hacienda en 2021.

De esta forma, estimamos que el gasto total del GNC se reduciría a 22,1% del PIB en 2022, desde 24,0% en 2021, configurándose como el principal factor de ajuste fiscal el próximo año (Tabla 2). A pesar de lo anterior, el ratio gasto/PIB seguiría siendo muy superior al 18,7% de antes de la pandemia y lo más probable es que se mantenga por encima de ese nivel de forma permanente.

En efecto, mientras el esfuerzo fiscal implementado durante 2020 y 2021 aumentó el tamaño del Estado en 5,1 p.p. del PIB, la disminución en los próximos años sería de solo 4,5 p.p., es decir, se corregiría solo el 85% del choque inicial. En este sentido, la pandemia habría



Tabla 2 GASTO DEL GNC (% del PIB)

			202	1p	202	2p
	2019	2020	MFMP	CFC	MFMP	CFC
Gasto total	18,7	23,0	24,8	24,0	23,2	22,1
Intereses	2,9	2,8	3,3	3,3	3,5	2,9
Funcionamiento	14,0	16,3	15,9	15,3	17,1	16,4
Inversión	1,7	2,0	2,7	2,6	2,1	2,2
Emergencia económica*	0,0	1,8	1,8	1,8	0,0	0,0
Ley de Inversión Social	0,0	0,0	1,0	1,0	0,5	0,6

<sup>\*</sup> FOME y FNG

Fuente: Minhacienda. Cálculos Corficolombiana.

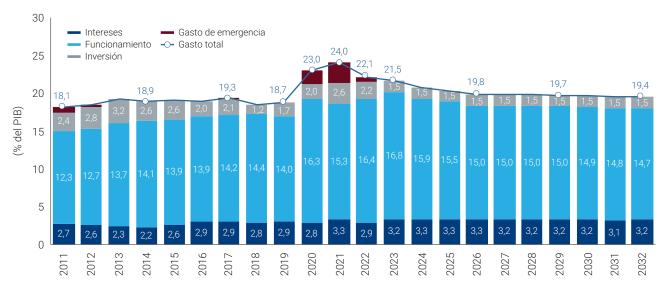
generado un aumento permanente del ratio gasto/PIB cercano a 0,8 p.p. del PIB (Gráfico 1).

Ahora bien, la crisis del COVID-19 también está cambiando la composición del gasto, en la medida que el Gobierno tiene que destinar una mayor proporción de su presupuesto al pago de intereses, a costa de reducir el rubro de inversión. Lo anterior es en buena medida una consecuencia del deterioro sociopolítico y fiscal del país, lo cual incrementó la prima de riesgo y encareció el costo de fondeo del Gobierno (ver "I.5. Posición fiscal 2021: oportunidad perdida").

Efectivamente, el pago de intereses de la deuda pasó de representar el 2,9% del PIB en 2019 al 3,3% en 2021. Hacia adelante, estimamos que este rubro se mantendrá alrededor del 3,2% del PIB, con excepción de 2022 debido a las razones que explicamos previamente. Por su parte, el rubro de funcionamiento -el de mayor peso dentro del gasto del GNC- registró un incremento importante durante la pandemia y en 2022 se ubicaría en 16,4% del PIB, esto es 3 p.p. más que su promedio entre 2005 y 2019, mientras que en el largo plazo convergería a niveles de 15% del PIB. Vale la pena recordar que este componente es altamente inflexible, pues incluye las obligaciones de gasto público en salud, pensiones y transferencias a los entes territoriales. En contraste, la inversión irá perdiendo peso en el gasto y pasaría a representar solo el 1,5% del PIB a partir de 2023, muy por debajo del 2,2% del PIB que registró entre 2005 y 2019 (Gráfico 1).



## **Gráfico 1**GASTO DEL GNC POR COMPONENTES



Fuente: Minhacienda. Estimaciones Corficolombiana a partir de 2021.

Por otra parte, anticipamos una caída en los ingresos totales del GNC del orden de 0,3 p.p. del PIB entre 2021 y 2022, explicada por un aumento en los ingresos tributarios de 0,9 p.p. del PIB que sería contrarrestado por una disminución en los recursos de capital de 1,2 p.p. del PIB.

En primer lugar, los ingresos tributarios aumentarían de 13,3% a 14,1% del PIB, como resultado de: i) la modernización de la DIAN, con un incremento de 0,6 p.p. del PIB; ii) el aumento de 0,2 p.p. del PIB en los ingresos tributarios del sector petrolero, como resultado de los altos precios del petróleo en 2021; y iii) el recaudo de 2,3 billones de pesos (0,2% del PIB) proveniente de los anticipos que solicitará la DIAN de las retenciones en la fuente de 2023 (Tabla 3).

En contraste, esperamos que los ingresos por recursos de capital disminuyan en 1,2 p.p. del PIB respecto a 2021, principalmente porque suponemos como escenario base que el Gobierno no logra llevar a cabo su plan de enajenaciones por 7,1 billones de pesos (0,6% del PIB). Lo anterior implicaría una reducción de 1,1 p.p. del PIB frente al registro de 2021, cuando se materializó la venta de ISA a Ecopetrol



por 14 billones de pesos (1,4% del PIB). Ahora bien, como escenario alterno contemplamos que el Estado obtiene a lo sumo 3,6 billones de pesos por la venta de seis distribuidoras eléctricas en los departamentos de Meta, Huila, Nariño, Caquetá, Chocó y Cauca. En ese caso, el déficit fiscal del GNC sería de 6,2%, y no de 6,7% del PIB.

En cuanto a las utilidades que recibirá el Gobierno de entidades estatales, por concepto de dividendos de Ecopetrol proyectamos 7,3 billones de pesos (0,6% del PIB) asumiendo que la empresa distribuye el 50% de sus ganancias de 2021. En contraste, BanRep no entregaría utilidades el próximo año, pues su portafolio de inversiones está concentrado en activos de renta fija, principalmente en bonos del Tesoro de EEUU, que registraron fuertes desvalorizaciones en 2021. De esta forma, estimamos que los ingresos totales del GNC caerán a 15,4% del PIB en 2022, desde 15,7% del PIB en 2021 (Tabla 3).

Con base en lo anterior, para 2022 proyectamos una moderación del déficit del GNC a 6,7% del PIB, desde 8,2% del PIB en 2021, mientras que el déficit primario bajaría a 3,8% del PIB, desde 4,9% en 2021 (Gráfico 2). Este nivel de desbalance fiscal sigue siendo alto e insos-

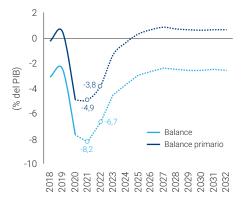
**Tabla 3**INGRESOS DEL GNC (% del PIB)

			202	1p	202	2p
	2019	2020	MFMP	CFC	MFMP	CFC
Ingresos totales	16,2	15,2	16,2	15,7	16,2	15,4
Tributarios	14,0	13,0	13,6	13,3	14,2	14,1
No petroleros	13,6	12,7	13,2	13,2	12,9	12,9
Petroleros	0,4	0,3	0,1	0,1	0,3	0,3
Modernización DIAN			0,2	0,2	0,8	0,8
Proyecto de Inversión Social			0,1	0,1	0,3	0,2
No tributarios	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Fondos Especiales	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Recursos de Capital	1,9	1,9	2,3	2,2	1,7	1,0
Rendimientos financieros	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Excedentes financieros	1,4	1,6	0,8	0,7	0,7	0,7
Ecopetrol	1,1	0,7	0,1	0,1	0,6	0,6
BanRep	0,2	0,7	0,6	0,6	0,0	0,0
Resto	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros (inc optimización activos)	0,1	0,2	1,5	1,4	0,9	0,3

Fuente: Minhacienda. Cálculos Corficolombiana.

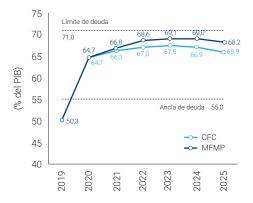


**Gráfico 2**BALANCE TOTAL Y BALANCE PRIMARIO
DEL GNC



Fuente: Minhacienda. Estimaciones Corficolombiana

## **Gráfico 3**DEUDA BRUTA DEL GNC



Fuente: Minhacienda. Estimaciones Corficolombiana.

tenible, al punto que llevaría la deuda bruta del GNC a 67,0% del PIB el próximo año, el nivel más alto de la historia, aunque inferior al 68,6% que proyecta el MFMP 2021 y dentro de los límites que establece la Regla Fiscal que entrará en vigencia el próximo año (Gráfico 3). Gráfico 2. Balance total y balance primario del GNC

#### Estimación del Plan Financiero 2022

De acuerdo con nuestros cálculos, las necesidades de financiamiento del Gobierno el próximo año ascenderían a 115 billones de pesos, lo que representa una disminución de 14,3% frente a 2021 y un 10% menos de lo previsto en el Plan Financiero para 2022 contenido en el MFMP. La diferencia frente a las cifras oficiales se explica principalmente porque ajustamos las amortizaciones del próximo año teniendo en cuenta: i) los seis canjes de deuda interna que había hecho el Ministerio de Hacienda al cierre de este informe; y ii) la información oficial sobre amortizaciones externas contenida en el informe de perfil de deuda actualizado a septiembre.

Por otra parte, nuestra estimación del déficit a financiar en pesos el próximo año, de 84,4 billones de pesos (6,7% del PIB), resultó muy similar a la del Plan Financiero para 2022, de 83,6 billones de pesos, de manera que terminó teniendo un efecto marginal sobre nuestras cuentas.

Con respecto a las amortizaciones internas para 2022, encontramos que las operaciones de manejo de deuda las redujeron en cerca de 13,5 billones de pesos, de manera que bajarían a 10,3 billones de pesos, frente a los 23,8 billones contemplados en el Plan Financiero. Por su parte, las amortizaciones externas del próximo año serían de 3,7 billones de pesos, muy similares a los 3,9 billones del Plan Financiero.

Manteniendo constantes la disponibilidad final (10 billones) y los otros usos (6,4 billones) previstos en el Plan Financiero, llegamos a un total de usos por 114,9 billones de pesos en 2022, es decir, 12,8 billones menos que en el Plan Financiero y 19 billones menos que en 2021. Para estimar las fuentes, asumimos que las menores necesidades de financiamiento se reflejarían completamente en una reducción de



los desembolsos, y además mantuvimos la estructura contemplada en el Plan Financiero entre externos (38,5%) e internos (61,5%).

Esta aproximación al Plan Financiero de 2022 -que no ha sido actualizado desde el mes de junio- indica que los desembolsos totales ascenderían a 89,4 billones de pesos, de los cuales 55 billones serían internos (un monto idéntico al de 2021) y 34,4 billones externos (frente a 36,3 billones en 2021). Lo anterior indica que en 2022 el mercado de TES continuará presionado por el lado de la mayor oferta de deuda, en la medida que el monto de los desembolsos se mantendría en niveles históricamente altos (Tabla 4).

**Tabla 4**ESTMACIÓN DEL FUENTES Y USOS DE FINANCIAMIENTO DEL GNC 2022

	Fuentes		Usos			
Millones USD	Billones COP	% del PIB	Millones USD	Billones COP	% del PIB	
Total Fuentes	114,9	9,1	Total Usos	114,9	9,1	
Desembolsos	89,4	7,1	Déficit a financiar	84,4	6,7	
Externos	34,4	2,7	Intereses internos	27,1	2,1	
Internos	55,0	4,4	Intereses externos	9,1	0,7	
Otros recursos	14,8	1,2	Amortizaciones	14,1	1,1	
			Externas	3,7	0,3	
			Internas	10,3	0,8	
			Otros (sentencias, salud)	6,4	0,5	
Disponibilidad inicial	10,8	0,9	Disponibilidad final	10,0	0,8	

Fuente: Minhacienda. Cálculos Corficolombiana.



#### RECUADRO II.5. ENAJENACIONES 2022: CUESTA ARRIBA

#### Andrés Duarte Pérez

En este recuadro analizaremos las alternativas de las que dispone el gobierno para obtener recursos de capital mediante la enajenación de activos en 2022, partiendo de la gestión realizada durante el presente año.

#### Persiste la necesidad de ingresos no recurrentes

Durante 2021 el Gobierno recibió recursos por COP 14,2 billones, mediante la venta de la participación de Minhacienda de 51,4% sobre Interconexión Eléctrica (ISA). Tras la operación, la participación del Gobierno quedó en 45,5%, manteniendo el control indirecto de ISA a través de Ecopetrol (la participación del segundo mayor accionista de ISA es 8,8%). El beneficiario real de ISA continuó siendo el Gobierno y no se tenía el compromiso de lanzar una OPA por las acciones en manos de los minoritarios, por lo que la operación se realizó mediante un contrato interadministrativo entre Ecopetrol y Minhacienda, mediante el cual el Gobierno recibió caja de Ecopetrol (cash-out) sin perder el control sobre ISA, ni incrementar el endeudamiento calculado para la Regla Fiscal.

Para 2022, con el objetivo de ajustar el desbalance fiscal causado por el COVID-19, junto con la necesidad de continuar la inversión social en programas como Familias en Acción, Asistencia para la Primera Infancia, etc., además de la ampliación de programas como el Ingreso Solidario (+4 millones de hogares), persiste la necesidad de buscar fuentes de ingresos no recurrentes como la venta de empresas de la Nación, en procesos que estimamos más complejos frente a lo realizado en 2021, aun incorporando la reforma tributaria aprobada. 2022 presenta la complejidad adicional de las elecciones presidenciales en Colombia, evidenciada este año con la discusión de si la realización de convenios interadministrativos entre entidades territoriales y la Nación implican o no una modificación a la Ley de Garantías.

En el frente petrolero no se tiene prevista una venta adicional de participación del Gobierno sobre Ecopetrol. De hecho, el programa de emisión de acciones aprobado para la petrolera resulta en una dilución de la participación del Gobierno sin una entrada de caja para este. De acuerdo con Ecopetrol, una eventual emisión de acciones se utilizaría para ajustar la estructura de capital de la empresa, donde la participación de la deuda en el capital incrementó luego de la compra de ISA, pasando de 44,4% a 49,5% (deuda / deuda + patrimonio). En todo caso, la futura emisión está sujeta a que se presenten condiciones favorables de mercado. Adicionalmente, el Gobierno ya anunció que no se realizará la subasta de redes 5G en lo que queda del mandato de Iván Duque. Toda una encrucijada, pero lo cierto es que, para la viabilidad fiscal del país se requiere de recursos diferentes al endeudamiento, toda vez que los ingresos asociados a la reforma tributaria serán insuficientes para financiar las crecientes presiones de gasto público. En este sentido, el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) publicado



en junio que contaba con la aprobación de la Ley de Inversión Social o Reforma Fiscal (aprobada en septiembre), proyecta un ingreso de COP 20,7 billones en 2022 por concepto de "Recursos de Capital", incluyendo 7,1 billones por concepto de "Optimización de activos", que corresponde a las enajenaciones y operaciones como la realizada entre Ecopetrol e ISA este año (Tabla 1). En línea con lo anterior, el Presupuesto General de la Nación para 2022 aprobado en octubre, asume un incremento del 17% en los recursos de capital frente a 2021.

#### Empresas del sector eléctrico a la venta

Así las cosas, lo más probable es que la continuación del proceso de venta de Empresas de la Nación en 2022 se presente en el sector eléctrico, teniendo en cuenta la resolución 2775 de 2021 (11 de noviembre) del Ministerio de Hacienda, que busca contratar una asesoría integral para la valoración de las empresas, junto con el análisis, diseño, elaboración e implementación del plan o programa de enajenación de la participación accionaria de la Nación en empresas del sector eléctrico.

De acuerdo con el Reporte Anual de Empresas de la Nación de 2020, su portafolio eléctrico cuenta con una capacidad instalada de 1.239 MW (7,1% de la capacidad efectiva neta nacional). Por su parte, las empresas distribuidoras y comercializadoras de electricidad les prestaron servicio a 1,7 millones de usuarios (11,3% de

**Tabla 1**BALANCE GNC 2022 CON OPTIMIZACIÓN DE ACTIVOS COMO INGRESO (Montos en miles de millones de pesos)

Concepto	2021	2022	(%) PIB 2021	(%) PIB 2022
Ingresos totales	179.231	193.694	16,2	16,2
Tributarios	151.065	170.246	13,6	14,2
No tributarios	1.376	1.485	0,1	0,1
Fondos especiales	1.443	1.483	0,1	0,1
Recursos de Capital	25.346	20.748	2,3	0,7
De los cuales, Optimización de activos ***	14.000	7.100	1,3	0,6
Gastos totales	274.980	277.537	24,8	23,2
Intereses	36.771	41.331	3,3	3,5
Funcionamiento más inversión	238.209	236.206	21,5	19,7
Funcionamiento **	197.007	204.497	17,8	17,1
Inversión **	30.083	25.361	2,7	2,1
Proyecto de inversión social	11.119	6.348	1,0	0,5
Préstamo Neto	-	-	-	-
Balance primario	-58.978	-42.243	-5,3	-3,5
Balance total	-95.749	-83.574	-8,6	-7,0

<sup>\*</sup> Cifras proyectadas. \*\* Incluye pagos y deuda flotante. \*\*\* Venta de ISA (fueron 14,2 Bn) en 2021, otras enajenaciones en 2022. Fuente: MHCP-DGPM.



los usuarios a nivel nacional). El 96,5% de los usuarios atendidos pertenecen a los estratos 1,2 y 3. Los 1,7 millones de usuarios mencionados anteriormente corresponden al Sistema Interconectado Nacional (SIN), pero las distribuidoras de la Nación también actúan en las Zonas No interconectadas (ZNI). Recordemos que en Colombia la prestación del servicio eléctrico y su expansión se realiza mediante la conexión física de los usuarios al SIN, o a las ZNI, atendidas por sistemas independientes del SIN.

Excluyendo al control indirecto del Gobierno sobre ISA, el portafolio de la Nación en el sector eléctrico consta de con una participación mayoritaria en 10 empresas; tres empresas de generación, cuatro distribuidoras y comercializadoras y tres empresas con administración especial (contratos de arriendo de activos de generación, operación de activos de distribución y administración). El paquete de empresas que entrarían a ser enajenadas consta de seis distribuidoras eléctricas ubicadas en los departamentos de Meta, Huila, Nariño, Caquetá, Chocó y Cauca; además de una generadora hídrica ubicada en el departamento de Córdoba (Tabla 2). El valor patrimonial total de estas empresas asciende a COP 2,7 billones (2,3 billones del Gobierno). Nuestro ejercicio de valoración ubica al valor de mercado de estas participaciones en COP 3,6 billones. De las 10 empresas del sector eléctrico del Gobierno, se están excluyendo únicamente tres; dos generadoras térmicas (Gecelca y Gensa) y una distribuidora/comercializadora (EDDAS).

**Tabla 2**EMPRESAS DEL PORTAFOLIO ENERGÉTICO DE LA NACIÓN QUE PODRÍAN VENDERSE

Nombre	% Nación	Capacidad (MW)	BRA (COP mm)	Actividades	Varios
Empresa Multipropósito Urrá S.A.	99,98%	340	n/a	G + C	Generación hídrica.
Centrales Eléctricas del Cauca S.A. E.S.P. (CEDELCA)	55,15%	31,37	667.766	G + D + C	Constituída en 1955*, Administración especial.
Centrales Eléctricas de Nariño S.A. E.S.P. (CEDELCA)	99,98%	n/a	918.770	D + C	Cerca de medio millón de usuarios, recaudo superior al 80%, compra de energía eólica y solar (2022).
Empresa Distribuidora del Pacífico S.A. E.S.P. (DISPAC)	99,99%	n/a	206.579	D + C	Administración especial (privada), 95% de clientes son estrato 1, 2 y 3, fortaleza en ZNI.
Electrificadora del Caquetá S.A. E.S.P. ) (ELECTROCAQUETÁ)	72,35%	n/a	277.343	D + C	SAIFI y SAIDI elevados, Interés en Zonas Rurales Interconectadas.
Electrificadora del Huila S.A. E.S.P. (ELECTROHUILA)	83,05%	n/a	1.081.881	T + D + C	Constituida en 1947*, busca proyectos de FRNC** fortaleza en ZNI.
Electrificadora del Meta S.A. E.S.P. (EMSA)	55,68%	n/a	835.139	T + D + C	Funciona en 23 de los 29 municipios, cerca de 350 mil clientes constituida en 1981*.
Total		371	3.987.478		

<sup>\*</sup> No las afecta la regulación de los 90s relacionada con la integración vertical en el sector.

Fuentes: MinHacienda, Creg y Estados financieros de las empresas. Cálculos Corficolombiana.

<sup>\*\*</sup> Fuentes Renovables No Convencionales.



En todo caso, junto con las consideraciones específicas a cada una de las empresas que podrían llegar a venderse, recalcamos que el año 2020 fue especialmente adverso para las compañías dedicadas a la distribución eléctrica y la transmisión de baja tensión (Tabla 3). Estas compañías recaudan lo que le corresponde a toda la cadena de la energía eléctrica; Generación (G) + Transmisión (T) + Distribución (D) + Comercialización (C), soportando el impacto del incremento del no-pago por parte de los usuarios finales. A estas compañías las afecta el volumen de energía consumido -a diferencia de las transmisoras eléctricas a las que se le reconoce la capacidad instalada independientemente del volumen transportado-.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, buscamos obtener un rango de valoración para el portafolio de empresas en venta. Realizamos ejercicios con las cifras financieras a 2020, 2019 e inclusive mezclando las dos (EBITDA a 2019, caja y deuda financiera a 2020). El ejercicio utilizó los múltiplos bursátiles y transaccionales de Valor Empresarial contra EBITDA (EV / EBITDA), así como el múltiplo de Valor de Mercado / Valor en Libros (P / BV). Obtuvimos un rango de valoración patrimonial que va de COP 2,9 billones a 4,1 billones, con un valor promedio de 3,6 billones, solamente 0,2 billones inferior a los 3,8 billones que estimó el Gobierno hace unos meses (Tabla 4). A 2020, esta valoración implica un EV / EBITDA de 14,9x y un P / BV de 1,5x. En el caso del EV / EBITDA -que luce alto- recalcamos que los resultados de ese año fueron atípicamente bajos (Tabla 4).

El empaquetamiento de la oferta será clave, dado que el objetivo es la venta de la totalidad del portafolio, teniendo en cuenta la necesidad de recursos por parte del Gobierno. Un factor discriminante debería ser la actividad dentro de la cadena eléctrica, por lo que esperamos que la generadora Urrá sea vendida por separado de las distribuidoras. Si se venden las empresas por separado, además de la complejidad de manejar múlti-

**Tabla 3**VARIACIÓN PORCENTUAL DE 2020 RESPECTO A 2019

	Urrá (%)	CEDELCA (%)	CEDENAR (%)	DISPAC (%)	Electrocaquetá (%)	Electrohuila (%)	EMSA (%)
PyG - variación							
Ingresos	-4,38	4,44	12,40	2,69	6,21	1,31	-4,26
Utilidad Operacional	-23,21	764,54	-161,97	-63,19	-83,01	-60,71	-48,29
EBITDA*	-16,30	10,49	75,80	-30,73	-74,17	-58,88	-40,83
Utilidad Neta	-25,53	-49,11	-309,76	-31,39	-51,53	-59,00	-51,05
Indicadores - diferencia							
Margen EBITDA	-5,08	4,30	4,87	-4,25	-6,79	-9,54	-7,91
ROA	-0,84	1,51	-2,61	-0,82	-2,21	-3,22	-5,25
ROE	-1,18	3,72	-5,50	-0,70	-3,50	-6,63	-10,75

<sup>\*</sup> Calculado para 2019 y 2020, no coincide con el cálculo que presentan las empresas en el informe de Empresas de la Nación de MinHacienda con corte de información a 2019.

Fuentes: Estados financieros de las empresas. Cálculos Corficolombiana.



ples procesos de privatización, el Gobierno corre el riesgo de quedarse con un inventario de activos menos atractivos (o tener que venderlos a un descuento elevado). Mientras tanto, el empaquetamiento de empresas distribuidoras por criterios de demanda, geografía u otros, puede reducir al número de interesados, y en todo caso requerir de descuentos en los precios.

Tabla 4 VALORACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN PATRIMONIAL POR EMPRESA (Cifras en millones de pesos)

	Urrá	CEDELCA	CEDENAR	DISPAC	Electrocaquetá	Electrohuila	EMSA
EEFF a 2020							
EV/EBITDA - Bursátil	1.448.731	128.012	564.708	195.927	39.077	197.454	345.449
P/VL - Bursátil	1.685.415	231.528	451.562	189.719	80.813	429.166	219.494
EV/EBITDA - Transaccional	1.564.125	138.405	612.870	204.819	40.896	221.357	375.674
P/VL (T) - Transaccional	1.926.189	264.603	516.071	216.822	92.358	490.475	250.850
EEFF a 2019							
EV/EBITDA - Bursátil	1.733.604	128.863	280.073	195.517	106.336	699.824	639.830
P/VL - Bursátil	1.695.791	239.484	448.652	210.661	83.879	455.377	238.576
EV/EBITDA - Transaccional	1.871.466	138.269	307.469	208.353	113.378	757.953	690.912
P/VL (T) - Transaccional	1.938.047	273.696	512.746	240.756	95.861	520.431	272.658
Balance 2020 y EBITDA 2019							
EV/EBITDA - Bursátil	1.763.275	114.326	276.577	250.651	111.544	672.338	634.830
EV/EBITDA - Transaccional	1.901.137	123.733	303.972	263.487	118.586	730.467	685.911
Máximo	1.938.047	273.696	612.870	263.487	118.586	757.953	690.912
Mínimo	1.448.731	114.326	276.577	189.719	39.077	197.454	219.494
Promedio	1.752.778	178.092	427.470	217.671	88.273	517.484	435.418

Fuentes: Estados financieros de las empresas. Construcción: Corficolombiana.

Finalmente, nuestra estimación de 3,6 billones implica un faltante de 3,5 billones en el rubro de "Optimización de Activos" en el MFMP, por lo que debemos buscar más alternativas

#### Qué más hay?

Lo primero es recordar que el requerimiento de enajenar activos de la Nación va a variar de acuerdo con el desempeño del ingreso de los demás recursos de capital, y el resto de ingresos y gastos que componen al balance del Gobierno Nacional Central.

Por el lado de Ecopetrol, estimamos una utilidad neta consolidada de 14,5 billones de pesos. Con un pay-out de 60%, Minhacienda, que participa del 88,49%, recibiría 7,7 billones, en línea con lo esperado por el Gobierno. Al notable aporte esperado de Ecopetrol en 2022 (dividendos correspondientes al resultado del año en curso),



se podría sumar la utilidad correspondiente a la venta de Internexa por parte de ISA, que adicionaría hasta COP 0,29 billones en dividendos para el Gobierno (dado el control indirecto sobre ISA a través de Ecopetrol). Sin embargo, la evolución de la posición de la caja de Ecopetrol no ha sido tan espectacular como la del negocio, especialmente por el incremento de las cuentas por cobrar por concepto del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles en Colombia, cuya cuenta por cobrar ya asciende a 7,2 billones. Lo anterior podría resultar en un menor payout (50%), o -idealmente- en el pago de dividendos repartido a lo largo del año.

Mientras tanto, la continuación de un nivel elevado de precios del petróleo durante 2022 resulta en un mayor ingreso en impuestos vía retenciones correspondientes al año en curso (3% del ingreso bruto). Si esto no alcanza los COP 3,5 billones faltantes mencionados anteriormente, o si no prospera la venta del portafolio en el sector eléctrico, se podría recurrir a Cenit, alternativa que ha sido estudiada en el pasado, si bien vemos poco probable que esto se pueda realizar en un año de elección presidencial.

Bastaría con vender el 25,25% de Cenit para que vía dividendos extraordinarios el Gobierno recibiera 7,2 billones de pesos (la totalidad del rubro de optimización de activos del MFMP para 2022). Le asignamos el 56.8% del EBITDA del segmento de transporte a Cenit (de acuerdo con el peso de sus activos contables frente a Ocensa,

Bicentenario, Llanos y Oleoducto Colombia), usamos un múltiplo bursátil EBITDA de 6,4x (mediana de los pares, no el transaccional pues no se está vendiendo el control).

Sin embargo, la venta de parte de Cenit para la obtención de recursos para el Gobierno no tendría presentación de cara a los accionistas minoritarios más allá del dividendo extraordinario. Adicionalmente, debemos recordar que el segmento de transporte y logística (*midstream*) le ha dado estabilidad a Ecopetrol durante los periodos de "barriles flacos", además de compensar las pérdidas que usualmente arroja el segmento de refinación (*downstream*). De no tratarse de una empresa integrada, la historia de Ecopetrol en 2016 y 2020 habría sido bien diferente (Gráfico 1).

Finalmente, y con una menor probabilidad de éxito, se podría optar por la venta de empresas con participa-

Gráfico 1
UTILIDAD POR SEGMENTO DE NEGOCIO EN ECOPETROL



\* Resultado acumulado al 3T21 anualizado. Fuente: Ecopetrol. Elaboración Corficolombiana.

ción directa minoritaria del Gobierno Nacional superior al 10% e inferior al 50%, en empresas de los sectores transporte, agricultura, telecomunicaciones, financiero y otros, cuyo patrimonio contable total ajustado por la participación de la Nación asciende a COP 2,73 billlones (cifra de 2019 ajustada por inflación). En general,



el portafolio está compuesto por participaciones sin control sobre empresas pequeñas, salvo por la participación del 32,5% de Minhacienda sobre COLTEL (Colombia de Telecomunicaciones), cuyo valor patrimonial asciende a 2,21 billones. La venta de participaciones minoritarias no es fácil y puede requerir de descuentos, dado el mayor nivel de exigencia de los compradores, lo cual es especialmente cierto cuando la participación sin control requiere de una inversión alta, como en el caso de COLTEL. Para la venta de estas empresas, persisten las dificultades planteadas en el portafolio del sector eléctrico, con el agravante de que hay más sectores involucrados y resulta aún más complicado el empaquetamiento de participaciones sin control para la venta.

#### Otros frentes

La labor de "Optimización de Activos" va a ser especialmente difícil en 2022. Creemos que en el mejor de los casos se puede concretar la venta del portafolio en el sector eléctrico de la Nación. Mientras tanto, creemos que el gobierno va a procurar finiquitar los ajustes planteados al sistema financiero asociados con estas operaciones.

La implementación de la "Política Pública para un mayor desarrollo del sistema financiero" publicada el año pasado, a través de la "Ley de pagos y del mercado de capitales" incluye la modificación a la ley 226 de 1995, que trata sobre la enajenación de la propiedad estatal y la democratización. De acuerdo con el gobierno, se quiere reducir el plazo para presentar ofertas una vez fijado el precio mínimo de venta. Mientras que esta modificación no sea aprobada, las privatizaciones/democratizaciones que se realicen en bolsa pueden caerse durante el extenso plazo de mínimo 60 días que se da actualmente para que los beneficiarios con condiciones especiales presenten sus ofertas.

Específicamente, en los procesos de enajenación de acciones de la Nación en sociedades listadas y en el marco de ofertas públicas iniciales, se busca que el Gobierno Nacional pueda enajenar las acciones por su precio de mercado de acuerdo con las ofertas recibidas en la respectiva operación de subasta o martillo, pudiendo también realizar una construcción de libro de ofertas. El Gobierno podría fijar un precio mínimo y mantenerlo en reserva, mientras se mantiene la categoría de destinatarios de condiciones especiales (economía solidaria, etc.) y su trato preferencial, adjudicándoles las acciones ofertadas, pero ofreciéndolas de manera simultánea a estos destinatarios y al resto de interesados, sin la necesidad de cumplir con el plazo mínimo de 60 días (artículo 25 de la Ley 226 de 1995).

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. Creemos que lo dispuesto en relación con las enajenaciones de la propiedad accionaria estatal en empresas listadas, así como en las ofertas públicas iniciales en un contexto de precariedad fiscal, pueden incentivar este tipo de operaciones.



En conclusión: El requerimiento de recursos de capital vía enajenación de activos persiste en 2022, y dadas las dificultades planteadas por las características de los activos que podrían enajenarse, sumado al hecho de que se trata de un año de elección presidencial, estimamos que por concepto de enajenaciones se obtendrá aproximadamente la mitad de lo que el gobierno proyectó en el MFMP publicado en junio.



### II.6. PERSPECTIVAS TASA DE CAMBIO EN 2022: **VOLATILIDAD GARANTIZADA**

Jose Luis Mojica Julio César Romero

La tasa de cambio en Colombia seguirá registrando altos niveles de volatilidad en 2022, como resultado de los eventos de incertidumbre que tendrá que afrontar el país tanto en el plano doméstico como en el internacional. A nivel local, el proceso electoral generará presiones devaluacionistas durante el primer semestre -asociadas con la incertidumbre política y el aumento en las primas de riesgo país-, pero en la medida que se resuelva satisfactoriamente esta situación anticipamos que la tasa de cambio se apreciará en respuesta a sus fundamentales.

A nivel externo, el destino de la tasa de cambio el próximo año dependerá de lo que pase con la inflación en EEUU. Esta variable determinará el ritmo de reducción de la compra de activos (tapering) por parte de la Fed y el momento en que empezará a incrementar sus tasas de interés.

Si la inflación estadounidense muestra señales de desaceleración durante el primer semestre de 2022, prevemos que el mercado de bonos del Tesoro tendrá un ajuste ordenado al tapering y la Fed podrá comunicar con suficiente antelación el inicio del ciclo de incrementos de su tasa de interés para el segundo semestre; este es nuestro escenario base, consistente con una menor fortaleza global del dólar (índice DXY alrededor o por debajo de 93 puntos) y una tasa de cambio alrededor de 3.900 pesos.

Si, por el contrario, la inflación en EEUU se mantiene en niveles similares o superiores a los actuales, lejos del objetivo de 2% que tiene la Fed, seguramente veremos un fortalecimiento global del dólar (DXY por encima de 95 puntos) y una volatilidad aún mayor en los mercados financieros. Lo anterior configuraría un escenario negativo en el que la tasa de cambio superaría los 4.000 pesos en el primer semestre.



De esta forma, anticipamos que el peso colombiano afrontará las situaciones de mayor estrés durante la primera mitad del año, mientras que en la segunda parte prevemos una menor volatilidad y una tendencia revaluacionista. En el escenario base proyectamos un tipo de cambio de 3.850 pesos para el promedio y de 3.710 pesos para el cierre del año, lo que implica una devaluación de 2,4% frente a 2021 (Gráfico 1).

# **Gráfico 1**ESCENARIOS DE PROYECCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO



Fuente: Cálculos Corficolombiana.

# Un primer semestre con turbulencia

De acuerdo con el comunicado del Comité de la Fed en noviembre, el programa de compras de activos finalizaría hacia mediados de 2022 y solo después de que esto haya sucedido contemplaría empezar a subir su tasa de interés. De materializarse este escenario, creemos que las tasas de los Tesoros van a enfrentar presiones al alza, aunque moderadas. En efecto, a pesar de las menores compras de la Fed, la emisión de deuda del gobierno estadounidense está desacelerándose (menor crecimiento en la oferta de Tesoros) y limitando un incremento más acelerado de las tasas de los bonos de largo plazo. Bajo este contexto, es previsible un aumento gradual del apetito por dólares que limite en alguna medida los flujos hacia activos en economías emergentes.

Algunos estudios académicos estiman que el efecto de las compras de activos por parte de la Fed sobre las tasas de largo plazo de los Tesoros es de al menos 15 puntos básicos (pbs) por cada punto porcentual del PIB que aumenta la hoja de balance del banco central<sup>1</sup>. Hasta mediados de 2022 las compras de activos de la Fed habrán llegado a representar el 15% del PIB estadounidense, lo que significaría cerca de 80 pbs de incremento en el rendimiento de los Tesoros a 10 años. Esto nos lleva a pronosticar un DXY promedio de 93 para el próximo año.

Ver Williams (2014) en "Monetary Policy at the zero lower bound. Putting Theory into Practice" en <a href="https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/16-monetary-policy-zero-lower-bound-williams.pdf">https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/16-monetary-policy-zero-lower-bound-williams.pdf</a>



Ahora bien, si la inflación estadounidense no se modera durante el primer semestre, los inversionistas empezarán a descontar que la Fed anticipará el retiro del estímulo monetario, lo cual llevaría a un episodio de alta inestabilidad en los mercados financieros en donde el apetito por dólar aumentaría de forma significativa. En este caso, anticipamos que el índice DXY podría mantenerse por encima de 95 puntos. Adicionalmente, no descartamos que eventos de aversión al riesgo en países emergentes generen presiones alcistas adicionales sobre la tasa de cambio local.

**Gráfico 2**DEVALUACIÓN DEL PESO COLOMBIANO EN ELECCIONES PRESIDENCIALES



- \* Abstrae impacto del dólar en el mundo y Brent.
- \* El mes t es junio de cada año Fuente: Cálculos Corficolombiana.

A nivel local, la principal fuente de incertidumbre tiene que ver con las elecciones presidenciales. Un contexto polarizado generará volatilidad y presiones devaluacionistas sobre el tipo de cambio, especialmente ante los temores por la posibilidad de que candidatos con propuestas anti mercado lleguen al poder. En línea con lo anterior, la incertidumbre electoral podría impulsar un aumento en la prima de riesgo y una devaluación de entre 1,6% y 7,2% durante el primer semestre.

Al analizar los años electorales, identificamos que en promedio las últimas cuatro elecciones presidenciales han sido precedidas por una devaluación del tipo de cambio, más allá de lo que sugieren otros factores estructurales como el DXY y el Brent. En el Gráfico 2 se exhibe la devaluación promedio desde junio del año anterior a elecciones para los últimos cuatro episodios, así como la exhibido para el 2014 y el 2018, abstrayendo los movimientos del dólar a nivel global y el petróleo². En particular, en los últimos dos años electorales las presiones alcistas en el tipo de cambio se vieron acentuadas por la incertidumbre política y alcanzaron su punto máximo entre 4 y 5 meses antes de la segunda vuelta en cada año electoral (para junio la devaluación anual promedió un 5%).

Así las cosas, nuestro escenario base asume que se resuelve la incertidumbre electoral de forma satisfactoria, en la medida que el

Por medio de una regresión por OLS se estimó la parte de la volatilidad del tipo de cambio que está explicada por el DXY y el Brent, de tal forma que los residuales del modelo capturan el resto de los factores idiosincráticos que están afectados por la incertidumbre previo a las elecciones presidenciales.



candidato ganador incorpora en su plan de gobierno un manejo ortodoxo de la política económica. Bajo este panorama, las primas de riesgo medidas a través de los CDS a 10 años alcanzarían un punto máximo de 260 puntos básicos a mediados de 2022 y posteriormente corregirían hacia niveles de 210 al cierre del año.

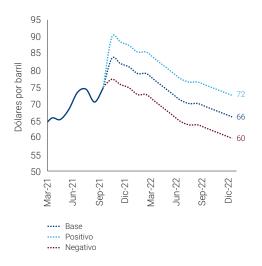
#### Los fundamentales de la tasa de cambio

Más allá de los eventos de riesgo para la tasa de cambio mencionados previamente, creemos que los fundamentales subyacentes son consistentes con una revaluación de la tasa de cambio en el segundo semestre. Nuestros argumentos principales son: i) los altos niveles de precios del crudo que fortalecerán los términos de intercambio y favorecerán las entradas de divisas vía exportaciones e inversión extranjera directa, ii) los incrementos en la tasa de política monetaria de BanRep, que incentivarán los flujos de dólares por parte de inversionistas extranjeros; y iii) las monetizaciones que podría seguir realizando el Gobierno en el mercado spot con parte de la caja en dólares que dejó como disponibilidades iniciales para 2022. **De esta forma, proyectamos una revaluación del peso colombiano de 3,1% en la segunda parte de 2022**.

En primer lugar, las perspectivas para los precios del petróleo sugieren que las cotizaciones del Brent se mantendrán por encima de 60 dólares por barril en los próximos cinco años (ver "Recuadro II.2. La crisis energética y el último baile del petróleo"). Particularmente para 2022, esperamos que el Brent registre un promedio de 72 dólares por barril (Gráfico 3). Además, el sector petrolero continuará su recuperación y una mayor producción de crudo significará mayores flujos de dólares al interior de la economía.

En segundo lugar, esperamos que BanRep continúe con el ciclo de normalización de la política monetaria, llevando su tasa de interés a 5,25%, lo que significaría un incremento de 225 puntos básicos durante 2022 (ver "II.4. Inflación y política monetaria: volando alto"). Lo anterior favorecería las entradas de capital extranjero a través de una mayor inversión de portafolio.

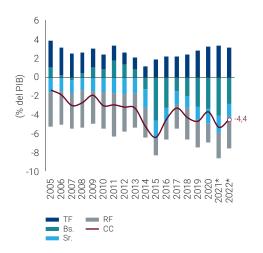
**Gráfico 3**ESCENARIOS DE PROYECCIÓN DEL BRENT



Fuente: Cálculos Corficolombiana.



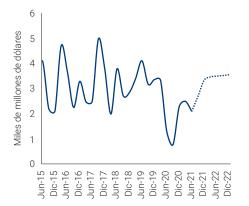
# **Gráfico 4**PROYECCIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE



 \* CC: Déficit en cuenta corriente, Bs: Desbalance comercial bienes, Sr: Debalance comercial servicios, RF: Rentas factoriales, TF: Transferencias corrientes

Fuente: BanRep. Proyecciones Corficolombiana.

# **Gráfico 5**PROYECCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA



Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana.

Vale la pena señalar que los altos niveles de inflación, el aumento de tasas de interés por parte de los bancos centrales de países emergentes, y el posible surgimiento de nuevas variantes más contagiosas de COVID-19 constituyen riesgos adicionales que pueden afectar negativamente la tasa de cambio en Colombia.

## Un menor desbalance externo

En términos de balanza de pagos, proyectamos un déficit en cuenta corriente de 4,4% del PIB en 2022, por un menor desbalance comercial en la medida que las exportaciones petroleras permitan un repunte en las ventas al exterior de bienes, al tiempo que se modera el crecimiento de las importaciones (Gráfico 4). Además, aunque prevemos que las remesas seguirán mostrando una buena dinámica, la recuperación económica traerá consigo unos mayores egresos factoriales que limitarán la corrección del desbalance externo.

En primer lugar, anticipamos un crecimiento de 21,7% en las exportaciones de bienes en dólares, soportado en la mejoría de la producción y las ventas al exterior de crudo y carbón, a la vez que se mantiene la dinámica en las exportaciones de bienes no tradicionales. Por su parte, las importaciones de bienes en dólares desacelerarán su crecimiento a 10,9% en 2022. En términos de servicios, la recuperación gradual en el turismo traería consigo una reducción de 1.058 millones de dólares en el déficit comercial.

En segundo lugar, las transferencias corrientes desacelerarían su crecimiento desde 20,6% de 2021 hasta 4,1% en 2022, en la medida que se agota el impulso del crecimiento global y la recuperación del empleo. En línea con esto, las transferencias disminuirían de 10.379 millones de dólares en 2021 hasta 10.800 millones en 2022.

Finalmente, la recuperación de la economía traerá consigo unos mayores egresos factoriales por el repunte en las utilidades de las empresas con relación de Inversión Extranjera Directa (IED). Esperamos que el próximo año aumenten 38% hasta 11.500 millones de dólares, desde 8.470 millones en 2021. Ahora bien, esta corrección de los egresos factoriales tiene efectos positivos sobre los flujos de



capital de la cuenta financiera, en tanto la IED puede verse favorecida por una mayor reinversión de utilidades. En consecuencia, esperamos que la IED sea de 4,1% del PIB en 2022, recuperándose desde 3,4% del PIB en 2021 (Gráfico 5).



# II.7. MERCADO DE DEUDA: TIEMPOS DIFÍCILES

#### Julio César Romero

El 2021 fue un año especialmente adverso para los activos de renta fija a nivel global y los TES no fueron la excepción. En lo corrido del año hasta la mitad de noviembre, el Índice de Deuda Pública (IDP) de Corficolombiana¹ registraba una caída de 8% con respecto al cierre de 2020, lo que significaba de lejos el peor desempeño en la historia del IDP (Gráfico 1).

Teniendo en cuenta que el mercado se vio afectado por varios eventos a lo largo del año, consideramos adecuado explicarlo en tres periodos diferenciados:

#### 1. Mini Tantrum de los Tesoros en EEUU

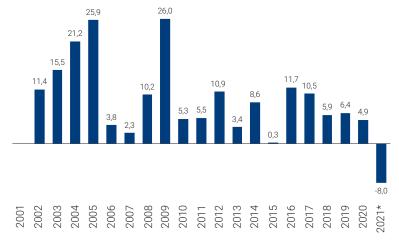
En los primeros tres meses de 2021 tuvo lugar un incremento acelerado en las tasas de los bonos del Tesoro de EEUU a 10 años que hizo recordar el episodio de Taper Tantrum de 2013. El rebote acelerado de la economía estadounidense y las primeras señales de un aumento en la inflación, alimentaron la expectativa de que la Fed empezaría a retirar anticipadamente el estímulo monetario y llevaron la tasa de los Tesoros a 10 años a 1,74% a finales de marzo, un aumento de 80 puntos básicos (pbs) frente al nivel en el que cerró 2020 (Gráfico 2).

Lo anterior impulsó la desvalorización generalizada de los mercados de renta fija mundial. En Colombia, la curva de rendimientos de los TES tasa fija registró un empinamiento importante, con aumentos promedio de 150 pbs en la parte larga y de 57 pbs en la parte corta durante el primer trimestre del año (Gráficos 3 y 4).

Índice que mide el desempeño de los TES más negociados en el mercado secundario local, con una canasta que se actualiza mensualmente. Se calcula con el precio sucio de los títulos para contabilizar en la rentabilidad el pago de cupones.







<sup>\*</sup> Cifras al 16 de noviembre. Fuente: Corficolombiana.

# 2. Deterioro sociopolítico en Colombia y pérdida del grado de inversión

Después de un primer trimestre convulsionado, a partir de abril los mercados internacionales empezaron a tranquilizarse. La Fed ratificó su compromiso de mantener las tasas bajas y continuar el programa de compra de activos tolerando una inflación por encima de 2% durante algún tiempo (ver "I.1. Contexto externo: crecimiento con inflación"). De esta forma, la tasa de los Tesoros a 10 años empezó a disminuir hasta llegar a 1,18% a comienzos de agosto (Gráfico 2).

Sinembargo, en Colombia la situación sociopolítica sufrió un deterioro importante durante el segundo trimestre. La radicación del proyecto de ley de Solidaridad Sostenible, con la cual se buscaba reducir los desequilibrios fiscales que generó la pandemia y financiar un ambicioso paquete de gasto social, y el errático manejo político que le dio el Gobierno, fueron el detonante de un estallido social violento. Este episodio impulsó un incremento pronunciado de las primas de riesgo y las tasas de los títulos de deuda pública del país, lo cual terminó llevando a que el país perdiera el grado de inversión (ver "I.5. Situación fiscal: oportunidad perdida").

**Gráfico 2**BONOS DEL TESORO DE EEUU A 10 AÑOS



Fuente: Eikon.

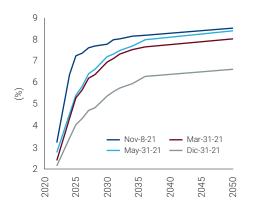


# **Gráfico 3**PENDIENTE DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS TES TASA FIJA ENTRE 1 Y 10 AÑOS



Fuente: Eikon.

# **Gráfico 4**CURVA DE RENDIMIENTOS TES TASA FIJA EN COLOMBIA



Fuente: Eikon.

De esta forma, los CDS a 10 años de Colombia aumentaron a 203 pbs a finales de mayo, desde 165 pbs a mediados de abril, ubicándose en niveles muy superiores al promedio de los países con calificación BBB (Gráfico 5). Por su parte, la tasa del TES de referencia a 10 años se incrementó en 130 pbs y generó un empinamiento adicional de la curva de rendimientos: la pendiente entre 1 y 10 años aumentó a 540 pbs en la primera semana de mayo, 91 pbs por encima de su registro antes del estallido social y casi 180 superior al nivel en el que finalizó 2020 (Gráficos 3 y 4).

# 3. Surgimiento de la inflación y normalización monetaria

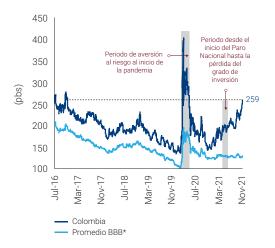
El retiro del proyecto de ley de Solidaridad Sostenible y la renuncia del Ministro de Hacienda, Alberto Carrasquilla, no calmaron inmediatamente los ánimos de las protestas, pero hacia mediados de año la situación de orden público ya había desescalado. Aunque el nuevo Ministro, Jose Manuel Restrepo, logró que el Congreso aprobara una nueva reforma tributaria a comienzos de septiembre, conocida como Ley de Inversión Social, el daño ya estaba hecho: el país había perdido el grado de inversión con dos agencias calificadoras y las primas de riesgo se mantenían altas.

Para entonces, los mercados internacionales habían empezado a incorporar el surgimiento de la inflación a nivel global. Los factores detrás de esto fueron varios, pero los más relevantes tuvieron que ver con la disrupción en las cadenas de suministro, el aumento en el precio de la energía y de un conjunto amplio de insumos. Lo que en un principio se consideró un choque de oferta transitorio, fue extendiéndose por más tiempo al punto de desencadenar una ola de incrementos en las tasas de interés por parte de los bancos centrales de países emergentes (ver "Recuadro II.1. Inflación de costos: la tormenta perfecta").

Bajo este contexto, la tasa de los Tesoros a 10 años -que había permanecido relativamente estable alrededor de 1,5% durante agosto y buena parte de septiembre- aumentó a 1,70% en la tercera semana de octubre (Gráfico 2). Nuevamente, los mercados empezaron a descontar que la Fed anticiparía el retiro del estímulo monetario.



**Gráfico 5**CDS A 10 AÑOS DE COLOMBIA Y
PROMEDIO DE PAÍSES BBB\*



\* Calificación de S&P para Croacia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Marruecos, México, Perú, Rumania, Rusia, Tailandia y Uruguay.

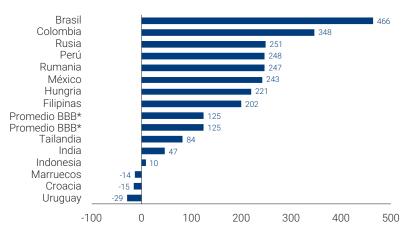
Fuente: Eikon.

A comienzos de noviembre, efectivamente se anunció el inicio del tapering con reducciones de 15 mil millones de dólares en el ritmo de compra de activos, dejando abierta la posibilidad de ajustarlo en el futuro en función de los datos que vayan saliendo. Al respecto, nuestro escenario base es que la Fed terminará su programa de compras antes de junio de 2022, y en ese mes empezará a subir sus tasas de interés. Sin embargo, si la inflación sigue persistiendo en niveles elevados, esto podría ocurrir tan pronto como en marzo (ver "II.1. Contexto externo: vientos en contra para el crecimiento").

Lo anterior llevó a que la curva de TES tasa fija empezar a aplanarse, como resultado del aumento en las tasas de corto plazo, que fueron incorporando la subida de tasas por parte de BanRep. Así, la pendiente entre 1 y 10 años disminuyó de un máximo de 574 pbs el 21 de septiembre a 457 pbs a finales de octubre (Gráficos 3 y 4).

De esta forma, el 2021 fue un año de condiciones muy adversas para los mercados de renta fija.. Vale la pena señalar que Colombia fue uno de los países con mayores pérdidas en su mercado de deuda pública en 2021 (Gráfico 6).

**Gráfico 6**CAMBIO EN TASA BONO A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL EN 2021\*
(PBS)



<sup>\*</sup> Cifras al 24 de noviembre. Fuente: Eikon.

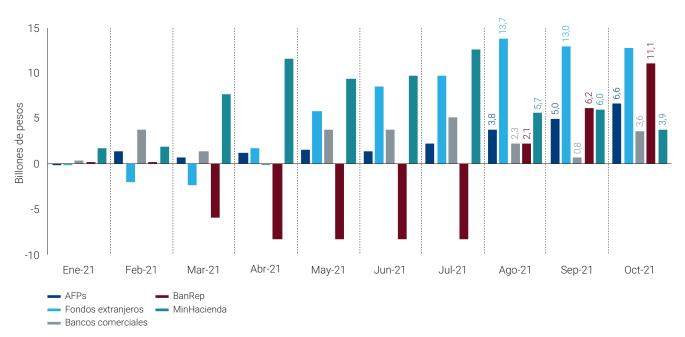


## Cambio en la estructura de inversionistas en TES

La turbulencia que tuvo que afrontar el mercado de deuda pública en 2021 generó movimientos en la estructura de tenedores de TES. Los inversionistas extranjeros fueron el principal agente comprador en lo corrido del año hasta octubre, a pesar de la pérdida del grado de inversión. En efecto, los agentes offshore aumentaron sus tenencias de TES entre marzo y agosto, por un monto que llegó a ser de 13,7 billones de pesos; desde entonces han venido reduciendo su portafolio y en octubre se ubicaba en 12,7 billones (Gráfico 7).

Lo más llamativo es que el segundo agente más activo este año fue BanRep, con compras netas de 11,1 billones de pesos a octubre, las cuales se acentuaron en septiembre y octubre, como reflejo de la operación con los Derechos Especiales de Giro (DEG) que realizó en conjunto con el Ministerio de Hacienda. En esta operación, BanRep le vendió al Gobierno el equivalente en dólares de los DEG que recibió el país del FMI, y a cambio recibió títulos de deuda pública (ver "in-

**Gráfico 7**COMPRAS NETAS DE TES EN LO CORRIDO DEL AÑO



Fuente: Minhacienda.

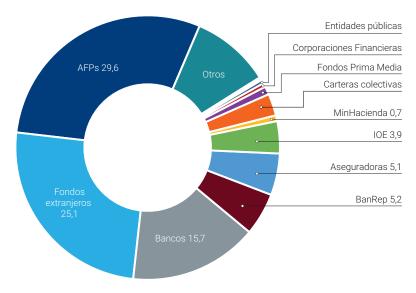


forme Especial: operación entre el Gobierno y BanRep con los DEG" en Informe Semanal - Agosto 31 de 2021).

En contraste, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) tuvieron un rol menos activo durante este año, lo cual se refleja en la disminución de su participación en las tenencias totales de TES, de 29,6% en diciembre de 2020 a 26,5% en octubre de 2021; no obstante, se mantienen como el principal tenedor de estos títulos. En contraste, BanRep y Minhacienda aumentaron su participación en las tenencias totales de TES a 7,4% y 1,6% en octubre (Gráficos 8 y 9).

La activa participación del Ministerio de Hacienda en el mercado de deuda pública amerita un comentario especial. La difícil situación fiscal que enfrenta el país como consecuencia de la pandemia hizo que el Ministerio realizara varios canjes de deuda con el objetivo de reducir el pago de amortizaciones a corto plazo y extender la vida media de la deuda. Al cierre de este informe se habían realizado seis operaciones de manejo de deuda, en las cuales el Ministerio recogió principalmente TES con vencimiento en 2022 y entregó títulos con vencimientos de 2028 en adelante. Esta intervención generó una presión adicional sobre las tasas de los TES y no contribuyó a que la formación de precios fuera clara.

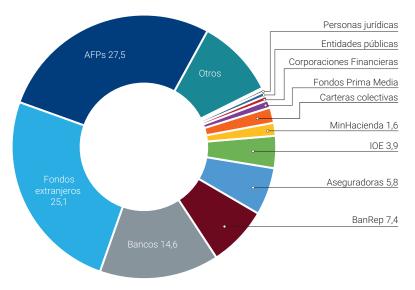
**Gráfico 8**ESTRUCTURA DE TENEDORES DE TES EN DICIEMBRE DE 2020



Fuente: MinHacienda



**Gráfico 9**ESTRUCTURA DE TENEDORES DE TES EN OCTUBRE DE 2021



Fuente: MinHacienda.

Por otro lado, la fuerte desvalorización de los títulos de la parte corta de la curva que tuvo lugar desde septiembre, impulsó un deterioro importante de las rentabilidades de los portafolios administrados por las Fiduciarias, particularmente los Fondos de Inversión en Carteras Colectivas (FICs). Ante el nerviosismo de los inversionistas por las valoraciones negativas que registraron durante varios días sus portafolios -caracterizados por tener una muy baja duración-, y en muchos casos por la activación de *stop* los, los administradores de FICs se vieron obligados a liquidar sus posiciones, lo cual presionó aun más la parte corta de la curva.

## Perspectivas 2022: se mantiene la presión

Las preocupaciones por la inflación a nivel global y la velocidad del retiro del estímulo monetario en EEUU serán el factor predominante en los primeros meses del próximo año. Durante el último trimestre de 2021, el mercado local de renta fija ya estaba reflejando los temores por un aumento temprano de las tasas de interés en EEUU. Sin embargo, la tasa de los Tesoros a 10 años se ubicaba por debajo de 1,6% al cierre de este informe, sugiriendo que los inversionistas estarían anticipando que la economía estadounidense perdería impulso como



consecuencia del incremento de tasas. Esta baja correlación entre los TES y los Tesoros sucede en momentos de alta aversión al riesgo, lo cual creemos que continuará por lo menos hasta marzo de 2022. En medio de unos mercados de deuda agitados, el Gobierno tendrá que actuar cuidadosamente en la búsqueda de financiamiento. En efecto, las necesidades para el próximo año van a seguir siendo altas, muy similares a 2021, lo que significa que el mercado de deuda pública también estará presionado por la alta oferta de títulos. En particular, estimamos que los desembolsos totales ascenderían a 89,4 billones de pesos, de los cuales 55 billones serían internos (igual que en 2021) y 34,4 billones externos (frente a 36,3 billones en 2021) (ver "II.5. Situación fiscal").

Adicionalmente, el proceso electoral en Colombia puede aumentar la incertidumbre y presionar al alza las primas de riesgo. De esta forma, anticipamos que la curva de TES seguiría presionada durante el primer trimestre del año, pero una vez se supere la turbulencia en los mercados globales y se disipe la incertidumbre electoral en el país, creemos que habrá espacio de valorización de los títulos de deuda pública. De esta forma, esperamos que las tasas de los TES 2024 cierren el año en 5,5%, las de los TES 2028 en 7,0% y las de la referencia 2032 en 7,5% (Tabla 1).

**Tabla 1**PROYECCIONES DE LA TASA DE TES TASA FIJA

	Dic-21	Dic-22
TES 2024	6,80%	5,80%
TES 2028	8,20%	7,00%
TES 2032	8,50%	7,50%

Estimaciones Corficolombiana



# II.8. ÍNDICES DE PONDERACIÓN ACCIONARIA POR **FACTORES FUNDAMENTALES - PAFF** CORFICOLOMBIANA

# VALOR ATRAPADO EN EL MERCADO **ACCIONARIO LOCAL**

Andrés Duarte Pérez Laura Gabriela Bautista Escobar

En esta sección realizamos un seguimiento al mercado accionario colombiano a partir de los índices Ponderación Accionaria por Factores Fundamentales - PAFF Corficolombiana®, contrastados con el índice COLCAP y otras variables, detallando los últimos dos años, periodo durante el cual se presentó una caída pronunciada en el mercado accionario, explicada por el COVID-19 y los precios del petróleo, seguida por una recuperación heterogénea en los precios de las acciones, que en nuestra opinión respondió a una evaluación discriminada por sector y por empresa sobre su capacidad real para prosperar a pesar de la pandemia. Así las cosas, los últimos dos años resultan ideales para evaluar el desempeño de nuestros índices. Asimismo, utilizamos nuestros índices para establecer (corroborar) la presencia de valor atrapado en el mercado accionario colombiano, e identificamos algunos eventos que podrían liberar parte de dicho valor.

# Marco conceptual

Los Índices de Ponderación Accionaria por Factores Fundamentales de Corficolombiana (PAFF Corficolombiana o PAFF), son una herramienta de gestión pasiva alternativa a los índices de capitalización, aplicada al mercado accionario colombiano. Construimos nuestros índices hace un año, basándonos en la metodología desarrollada por Arnott, HSU y West, en su libro "The Fundamental Index", calculándolos desde el año 2010.

Si bien creemos que los índices de capitalización (donde la participación de cada miembro depende de su capitalización bursátil) son el mejor resumen o abstracción del comportamiento de un mercado accionario,



identificamos una mejor estrategia de inversión pasiva, que logra mayores retornos mediante la ponderación por factores fundamentales.

De la familia de índices construidos, en esta sección mostramos los resultados de dos de estos:

- Índice PAFF Uniforme: utiliza las variables planteadas en el libro ya mencionado, así como en la descripción metodológica de los FTSE RAFI Index Series (Valor en libros, Ventas, Flujo de Caja y Dividendos). En esta versión, las cuatro variables de ponderación pesan lo mismo.
- Índice PAFF Ponderado: utiliza las mismas variables de ponderación del PAFF Uniforme, pero sobrepondera al patrimonio.
- El límite de inversión por emisor es 20% y el criterio de inclusión de las especies es el mismo que utiliza el índice de capitalización del mercado accionario colombiano (COLCAP), basado en métricas de liquidez.

Partiendo de que en un mercado cualquiera coexisten activos sobrevalorados, sub-valorados y valorados correctamente, la ponderación por capitalización tiene el sesgo de invertir más en los activos sobrevalorados y menos en los sub-valorados, perdiéndose de las valoraciones relacionadas con el ajuste de precios a sus valores fundamentales, limitando la rentabilidad futura del índice. Para evitar este problema, optamos por una ponderación que reemplaza al valor bursátil por el valor económico (flujo de caja operativo, ventas, patrimonio y dividendos). Así mismo, construimos y seguimos otros índices que utilizan indicadores de eficiencia como variables de ponderación.

De acuerdo con Harry Markowitz (Premio Nobel de economía), el éxito de esta metodología se entiende con un cambio de paradigma: en vez de asumir que los precios futuros se distribuyen aleatoriamente alrededor del precio actual, asumimos que el precio actual se distribuye aleatoriamente alrededor del precio justo o valor intrínseco. La reversión de los precios actuales a los precios justos se debería captar mejor a través de una ponderación fundamental (de eficiencia o tamaño económico). Este ha sido el caso de nuestros índices, dise-



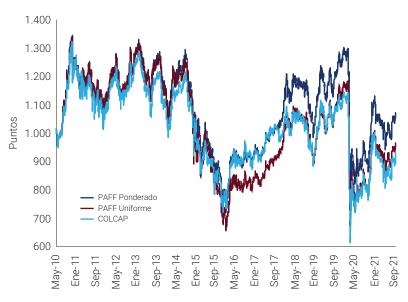
ñados el año pasado y calculados a partir del año 2010, manteniendo las mismas reglas de inclusión y ponderación.

No sobra recordar que el desempeño de los índices PAFF -tal como en el caso de los índices de capitalización- va a depender de la evolución de los precios de las acciones constitutivas. La diferenciación está en la metodología de asignación de los pesos en los periodos de rebalanceo. En este sentido, el objetivo de nuestros índices será lograr un desempeño que supere al de referencia (benckmark) de manera consistente (alpha).

## Resultados obtenidos

Logramos el objetivo principal de identificar y justificar mejores estrategias de inversión pasiva en el mercado accionario colombiano (tal como se ha realizado en mercados desarrollados como el estadounidense), frente a las metodologías de indexación por capitalización bursátil. Nuestros índices PAFF logran un alpha positivo de manera consistente, además de superar al índice de referencia en otras métricas de rentabilidad y riesgo (Gráfico 1 y Tabla 1). Teniendo

**Gráfico 1**DESEMPEÑO HISTÓRICO DE LOS ÍNDICES PAFF Y COLCAP



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



en cuenta que los índices de capitalización no utilizan criterios de optimización, riesgo, etc., más allá de limitar el porcentaje máximo de participación por emisor, lo que resaltamos de nuestros índices no es superar al retorno del "mercado" sino más bien hacerlo a partir de una estrategia de gestión pasiva que se revisa con la misma periodicidad del índice de referencia.

Sin embargo, como veremos más adelante, relativo a otros mercados y activos, e inclusive frente a sí mismos (ajustados por inflación y tasa

**Tabla 1**DESEMPEÑO HISTÓRICO DE LOS ÍNDICES PAFF Y COLCAP\*

	PAFF Ponderado	PAFF Uniforme	Optimización de retorno	Colcap
Retorno tenencia (% periodo de tenencia) - I				
2019 - 2020	-29,4%	-30,7%	-14,8%	-30,2%
2020 - 2021	17,6%	17,9%	10,4%	15,6%
2019 - 2021	-11,9%	-13,0%	-5,8%	-15,2%
2010 - 2021	6,7%	-4,2%	19,8%	-7,4%
Retorno diario promedio anualizado (% anual)	- II			
2019 - 2020	-24,6%	-25,5%	-13,2%	-25,1%
2020 - 2021	18,4%	18,7%	10,5%	16,1%
2019 - 2021	-5,6%	-6,0%	-2,8%	-7,0%
2010 - 2021	0,6%	-0,4%	1,7%	-0,6%
Riesgo - volatilidad anual (% anual) - III				
2019 - 2020	32,4%	31,7%	35,6%	34,9%
2020 - 2021	13,9%	13,4%	19,0%	16,1%
2019 - 2021	25,0%	24,4%	28,5%	27,2%
2010 - 2021	16,4%	16,4%	18,5%	16,9%
Coeficiente de variación - IV				
2019 - 2020	1,32	1,24	2,69	1,39
2020 - 2021	0,75	0,72	1,82	1,00
2019 - 2021	4,48	4,04	10,31	3,87
2010 - 2021	28,73	46,45	10,96	26,86
Spread promedio (puntos) - V				
2019 - 2020	125,2	27,6	287,0	
2020 - 2021	129,9	24,9	332,9	
2019 - 2021	127,6	26,3	309,9	
2010 - 2021	60,5	2,1	81,0	

<sup>\*</sup> El corte de 2019, 2020 y 2021 se hace en septiembre 30. 2010 es la fecha de introducción (Mayo 1 de 2010).

Fuente: BVC, Capital IQ y Emisores. Cálculos Corficolombiana.

I. Suma de los retornos logarítmicos diarios para el periodo especificado.

II. Promedio de los retornos logarítmicos diarios para el periodo especificado, anualizado utilizando 252 días de negociación.

III. Desviación estandar de los retornos logarítimicos diarios, anualizada utilizando raíz unitaria.

IV. Volatilidad (3.) dividodo en el valor absoluto del retorno (2.)

V. Diferencia entre el valor de los índices PAFF y el índice COLCAP (1000 = Mayo de 2010).



de cambio), nuestros índices no salen bien librados. Adicionalmente, como veremos más adelante, aun habiendo logrado un desempeño superior frente a la referencia, evidenciamos un inmenso valor atrapado en el mercado accionario colombiano.

# Diferencias a nivel de la composición

Revisamos las principales diferencias entre el índice de referencia, nuestros índices y el PIB, en términos de su composición sectorial. Para esto utilizamos la clasificación por emisor que aparece en la Tabla 2, donde se listan los emisores que han hecho parte de los índices en cuestión durante los últimos dos años.

Frente al índice de capitalización, nuestros índices tienen una menor exposición al sector financiero, compuesto por bancos básicamente; una mayor exposición a holdings financieras, que además de bancos también participan en otras actividades del sector (seguros, etc.); una mayor exposición al sector de petróleo y gas; una menor exposición

Tabla 2 CLASIFICACIÓN POR SECTORES DE LOS EMISORES

	Sector	Subsector
Almacenes Éxito	Consumo	Retail
Avianca Holdings	Transporte	Aerolíneas
Banco de Bogotá	Financiero	Bancos
Bancolombia	Financiero	Bancos
Bolsa de Valores de Colombia	Financiero	Bolsa
Canacol Energy	Petróleo y Gas	Extracción de Gas
Celsia	Energia - Servicios Públicos	Cadena
Cementos Argos	Industria	Cemento
Cemex Latam Holdings	Industria	Cemento
Corficolombiana	Holding Mixto	
Davivienda	Financiero	Bancos
Ecopetrol	Petróleo y Gas	
Empresa Teléfonos de Bogotá	Telecomunicaciones	
Grupo Argos	Holding Sector Real	
Grupo Aval	Holding Financiero	Bancos
Grupo Bolivar	Holding Financiero	
Grupo Energía Bogotá	Energia - Servicios Públicos	Cadena
Grupo Sura	Holding Financiero	Seguros e Inversiones
Interconexión Eléctrica	Energia - Servicios Públicos	Transmisión eléctrica
Mineros	Mineria	
Nutresa	Industria	Alimentos
Promgas	Energia - Servicios Públicos	Transporte de gas
Terpel	Consumo	Combustibles

Fuente: Corficolombiana.



industrial (Gráfico 2).

al sector energético no petrolero; y una menor exposición al sector

Creemos que parte del valor atrapado posterior a la caída causada por el COVID-19 está precisamente en los bancos, cuyas acciones se recuperaron solo parcialmente. Por su parte, el sector energético no petrolero ha permanecido con niveles de precios relativamente bajos, lo mismo ha ocurrido con el sector energético no petrolero, salvo en los momentos en los que ha habido ruido debido a una posible transacción. En cuanto a la industria, incluimos en el sector a las empresas de alimentos, así como las cementeras, cuyo deterioro regional ha sido evidente durante los últimos años, perdiendo el *upside* esperado antes del inicio de las 4Gs. El mejor desempeño de nuestros índices se explica en parte por la diferencia en la composición sectorial, y aún más por las participación de los emisores individuales al interior de cada sector.

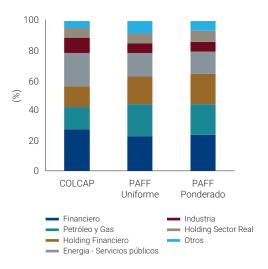
Asimismo la diferencia en la composición sectorial entre los índices PAFF (Uniforme y Ponderado) es menor. El mejor desempeño del PAFF Ponderado, que le da mayor peso al valor en libros, se relaciona más con la distribución de la inversión al interior de cada sector.

Teniendo en cuenta la discriminación sectorial del PIB anual desde la oferta (Tabla 3), nuestros índices lucen sobreexpuestos al sector petrolero, energético no petrolero, y actividades financieras y de seguros. No hay exposición -directa- al sector agrícola, ni a la economía de servicios; mientras que presentan una baja participación del sector comercio e industrial.

Es cierto que hacen falta emisores de varios sectores, como el agroindustrial, que participa del PIB de manera significativa. Asimismo, el sector tecnológico, tan determinante en el mercado accionario estadounidense, no tiene figuración acá.

Sin embargo, las empresas incluidas en nuestros índices participan de una porción importante de la totalidad de su sector (más del 70% de la cartera bancaria, de la producción petrolera, de la capacidad de transmisión eléctrica, del transporte de gas, etc.). En este sentido

**Gráfico 2**COMPOSICÓN SECTORIAL DE LOS ÍNDICES (2019-2021)



Fuente: Elkon, Capital IQ y DANE. Cálculos Corficolombiana.



**Tabla 3**PARTICIPACIÓN SECTORIAL EN EL PIB COLOMBIANO\*

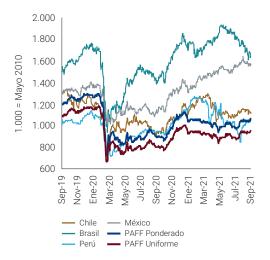
	3T2019	2T2020	3T2021
Con presencia en el índice			
Comercio	17,7%	16,5%	17,0%
Industrias manufactureras	11,0%	10,8%	11,7%
Construcción	6,3%	5,5%	4,9%
Explotación de minas y canteras	5,6%	4,5%	4,9%
Actividades financieras y de seguros	4,4%	4,8%	4,6%
Servicios públicos	3,4%	3,6%	3,5%
Información y comunicaciones	2,8%	2,9%	2,7%
Sin presencia en el índice			
Administración pública y defensa	15,0%	16,1%	15,4%
Actividades inmobiliarias	8,8%	9,5%	8,7%
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	6,3%	7,4%	7,8%
Actividades profesionales, científicas y técnicas	6,8%	7,0%	6,8%
Actividades de servicios	2,5%	2,5%	2,7%
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	9,3%	9,0%	9,3%

<sup>\*</sup> Dato anual, suma de los últimos cuatro trimestres.

Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

hay representatividad, otra cosa es que los sectores que sí están no crezcan en lo bursátil en línea con el crecimiento real de la economía.

**Gráfico 3**MERCADOS EMERGENTES



Fuente: Eikon y Capial IQ. Cálculos Corficolombiana.

# Desempeño relativo a otros mercados y variables

Habiendo probado que hay una mejor manera de indexar o invertir pasivamente en el mercado local, comparamos a nuestros índices con los pares latinoamericanos y de economías desarrolladas, estableciendo una base 1.000 en mayo de 2010, cuando iniciamos el cálculo de nuestros índices. El diagnóstico es decididamente negativo; al cierre de septiembre de 2021 el Índice PAFF Ponderado superaba levemente al índice peruano (Bolsa de Lima), pero los demás emergentes superan a nuestros índices, ampliamente en el caso de México y Brasil, donde superada la caída generalizada relacionada con el COVID-19 (marzo de 2020), sus mercados mantienen una dinámica positiva y diferente a la de Colombia. En el caso de México, su dinámica se puede asociar a EE.UU. y su recuperación, mientras que el mercado brasilero se viene recuperando desde su desplome en 2015. Por su parte, Chile (Índice IPSA) mantiene un spread positivo frente a nuestros índices desde 2015 (Gráfico 3).



**Gráfico 4**MERCADOS DESARROLLADOS



Fuente: Eikon y Capial IQ. Cálculos Corficolombiana.

La elevada participación del sector financiero bancario y no bancario en los índices colombianos (COLCAP y PAFFs) pueden explicar que la recuperación posterior a la caída de marzo de 2020 haya sido parcial. Los emisores de la industria aseguradora y especialmente la industria bancaria, recuperaron solo parcialmente sus precios, obedeciendo a que la recuperación de sus negocios será necesariamente paulatina, en la medida en que se normaliza la cartera de créditos y el inusual incremento en el pago de siniestros.

Al cierre de septiembre, los mercados accionarios de las economías desarrolladas acá analizados (incluyendo a China) se encuentran por encima de los niveles pre-pandemia (Gráfico 4), con EE.UU. (S&P 500) manteniendo una trayectoria ascendente constante, soportada por la publicación de resultados récord durante los últimos tres trimestres. El comportamiento de los Índices PAFF no guarda relación con lo que viene pasando en los mercados desarrollados; si se tomara al desempeño del mercado estadounidense como indicador de menor aversión al riesgo, esta menor aversión no beneficia a nuestras acciones, en un mercado en el que aproximadamente la tercera parte del volumen viene de las operaciones de los inversionistas extranjeros.

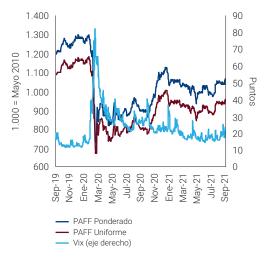
#### Contexto fundamental

El comportamiento del mercado accionario colombiano relativo a otros mercados normalmente conduce a la conclusión de que es un mercado "barato" en términos relativos, a partir de la comparación de múltiplos de valoración agregados por índice. En este punto revisamos algunos elementos de contexto que puedan justificar un desempeño adverso a nivel de precios. Luego revisaremos el desempeño de las variables fundamentales con las que se construyen nuestros índices para determinar la presencia de valor atrapado a partir de un nivel de precios que no guarda relación con la evolución fundamental.

Nuestros índices, al igual que el índice COLCAP, se miden en puntos. Estos cambian a partir de la variación en el nivel de precios de las acciones de los emisores que constituyen al índice. En esta medida, se trata de una unidad en pesos corrientes, razón por la cual contrastamos el comportamiento de nuestros índices en puntos, con la



**Gráfico 6**ÍNDICES PAFF Y AVERSIÓN AL RIESGO

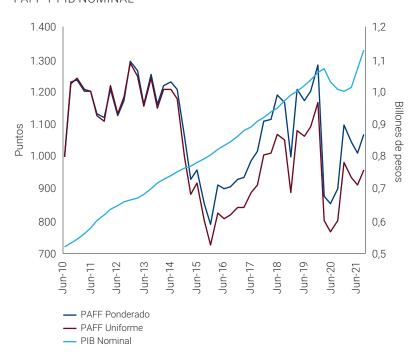


Fuente: Eikon y Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

evolución del PIB en pesos corrientes (Gráfico 5). Durante el periodo de medición, el PIB nominal anual de Colombia pasó de medio billón de pesos a 1,1 billones de pesos, con la medición al tercer trimestre del año en curso superando el valor obtenido antes de la pandemia (COVID-19). Mientras tanto, nuestros índices se ubican en un nivel similar al de partida, con el PAFF Ponderado superando levemente los 1.000 puntos y el PAFF Uniforme levemente por debajo, superando en ambos casos al COLCAP.

Desde el lanzamiento de los PAFF, la economía colombiana se dobló en pesos corrientes, mientras que los índices se ubican en un nivel similar al de partida, por lo que evidentemente el mercado no está reflejando a la economía del país. Por otro lado, al analizar el comportamiento de nuestros índices frente al índice de aversión al riesgo VIX (volatilidad implícita en los contratos de opciones sobre el mercado accionario estadounidense) es claro que los picos de aversión coinciden con caídas en el mercado accionario local (Gráfico 6), pero en los momentos de estabilidad en el nivel de aversión al riesgo no

**Gráfico 5**PAFF Y PIB NOMINAL



Fuente: Capital IQ y DANE. Cálculos Corficolombiana.



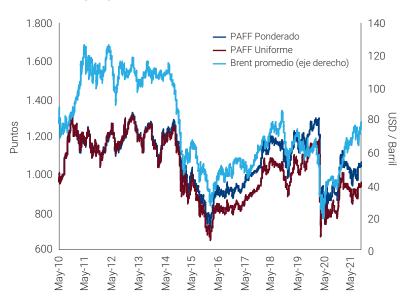
se registran crecimientos en nuestros índices, sino más bien cierta lateralidad, lo cual ha sido el caso de los últimos dos años.

En el largo plazo, es evidente la asociación entre el petróleo y el mercado accionario colombiano medido a través de índices de ponderación fundamental (Gráfico 7). Sin embargo, durante los últimos dos años se ha perdido la asociación, que se activó durante la caída estrepitosa de los precios en marzo y abril de 2020, pero en adelante la recuperación de los precios del petróleo no ha implicado una mejora correspondiente en el nivel de precio de los emisores del sector, ni en los índices.

Finalmente, contrastamos el comportamiento de nuestros índices con el Índice de Deuda Pública de Corficolombiana (IDP). Claramente no es un tema de nuestro mercado de capitales, sino específicamente del mercado accionario colombiano (Gráfico 8). Durante el periodo de análisis el Índice de Deuda Pública se duplicó.

Pasamos de destacar el logro de un índice superior en desempeño, a reconocer que -relativo a otros mercados, a la economía, al mercado de deuda, etc.- el desempeño no es bueno. Adicionalmente, si recordamos el hecho de que la variación en el valor de nuestros índices

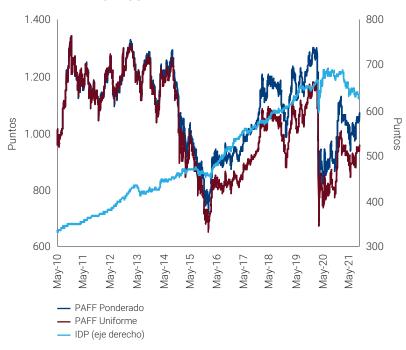
**Gráfico 7**PAFF Y PETRÓLEO



Fuente: Capital IQ y Eikon. Cálculos Corficolombiana.



**Gráfico 8**PAFF Y RENTA FIJA LOCAL



Fuente: Capital IQ y Eikon. Cálculos Corficolombiana.

refleja una variación en pesos corrientes, debemos verificar cuál es el valor de nuestro índice accionario en pesos constantes de la fecha de lanzamiento, así como su valor actual ajustado por la tasa de cambio (Gráfico 9). En pesos corrientes, nuestro índice PAFF Ponderado cerró en 1.070 puntos en septiembre. Sin embargo, en pesos constantes cerraría en 708 puntos, mientras que ajustado por la tasa de cambio se ubicaría en 544 puntos.

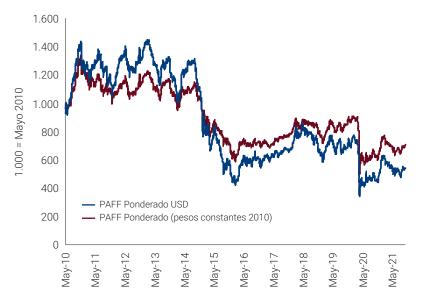
Lograr mejores maneras de invertir en nuestro mercado no nos libera del hecho de que sus precios reflejan un deterioro inmenso, una promesa incumplida, no solo relativa a otros mercados sino relativa a las cifras de las compañías y al desempeño económico en general.

# ¿Dónde está el valor atrapado? Que lecciones nos dan los Índices PAFF

Al revisar el crecimiento de las variables de ponderación utilizadas en los Índices PAFF (patrimonio, flujo de la operación, dividendos y ventas totales de los emisores incluidos), es evidente que en todos



**Gráfico 9**PAFF EN PESOS DE 2010 Y EN USD



Fuente: Capital IQ y Eikon. Cálculos Corficolombiana.

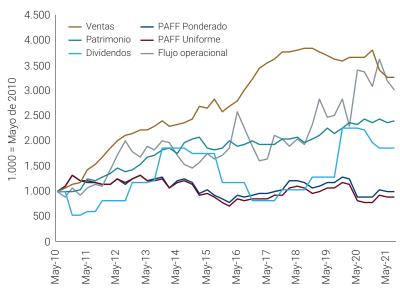
los aspectos ha crecido el valor económico, mientras que el valor de mercado (ambos en pesos corrientes) se mantiene estable (Gráfico 10). De acuerdo con nuestros índices, se está pagando lo mismo por más. Esto debería ser más evidente para un inversionista internacional.

Mantuvimos el rigor metodológico para la construcción de nuestros índices a nivel de variables y participación máxima por emisor, procurando verificar si el principio también funcionaba en Colombia, pero lo fundamental no se limita las ventas, el patrimonio, los dividendos y el flujo de caja operativo. Podemos utilizar medidas de eficiencia para determinar qué empresa merece una mayor ponderación. Con esto en mente, llegamos a que para el periodo en cuestión, la mejor estrategia de inversión pasiva se obtiene utilizando la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) como criterio de ponderación, sin limitar al 20% por emisor (Gráfico 11). El resultado de esta estrategia no es un portafolio de inversión, pero vale la pena tomarlo en cuenta pues se trata de una métrica fundamental que se asocia positivamente con un mejor desempeño bursátil, especialmente luego de iniciada la aplicación de las NIIF.



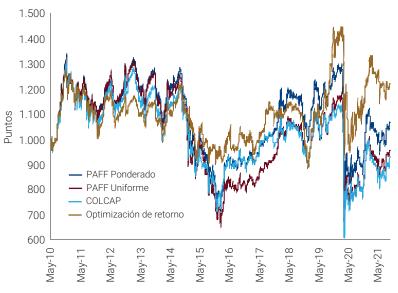
Seguiremos apostándole al desarrollo de nuestro mercado de capitales con valoraciones intrínsecas de los emisores locales. Ahora bien, partiendo del hecho de que hay valor atrapado en el mercado accionario colombiano, más que pronosticar el desempeño bursátil

**Gráfico 10**EVOLUCIÓN DE LOS FUNDAMENTALES PAFF



Fuente: Capital IQ y Eikon. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 11**ÍNDICES PAFF Y OPTIMIZACIÓN



Fuente: BVC, Capital IQ y Eikon. Cálculo Corficolombiana.



de los emisores y/o sectores, revisamos qué detonantes (en caso de haberlos) pueden ser lo suficientemente fuertes como para liberar parte del valor que no se viene reflejando en los precios. Destacamos los siguientes detonantes en 2022:

- O Más ofertas por posiciones controlantes sobre emisores locales. Como dijimos anteriormente, el valor de mercado de las empresas colombianas es bajo, especialmente para inversionistas internacionales. Como vimos durante 2021, las ofertas por el control implican un ejercicio de valoración más juicioso del cual se desprende la utilidad esperada de la transacción por parte del comprador.
- O La normalización de la cartera de créditos durante el año 2022 en términos de la calidad, y una posible retoma de dinamismo en la cartera comercial una vez surtidas las elecciones presidenciales en Colombia.
- O La certificación de reservas petroleras, que debería implicar un crecimiento importante en las reservas probadas del país, toda vez que el precio de referencia SEC de viabilidad económica es 66% superior al utilizado para la certificación anterior.
- O La democratización de otra porción de GEB debería estar acompañada por ejercicios de valoración robustos que involucran a buena parte de la cadena energética (electricidad y gas), e incorporando las transacciones recientes en el sector y la región.
- O Retomar la dinámica de la ejecución en obras públicas habiéndose definido el nuevo Presidente de la República.
- O El inicio en la construcción del gasoducto entre la costa y Medellín.



# Anexo metodológico

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

- O La selección de los emisores se realiza teniendo en cuenta aquellos pertenecientes al índice COLCAP para cada trimestre, incluyendo cambios realizados en su recomposición. De esta manera, las acciones de los emisores seleccionados corresponden a acciones clasificadas como instrumentos por "continuo" dada su presencia bursátil, lo cual implica una mayor liquidez de los emisores que componen el Índice PAFF.
- O La periodicidad corresponde a datos trimestrales desde el 2T10 hasta el 3T21, incluyendo a todos los emisores que han hecho parte del índice COLCAP durante este periodo.
- O 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 normalización en los precios de especies que hayan realizado "Split" o "Split Inverso" en sus acciones.
- O Se crearon dos índices 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. Todas las variables e indicadores se obtuvieron a partir de siete cuentas (activo, patrimonio, intangibles, ventas, flujo operacional, utilidades y dividendos), las cuales fueron recopiladas de forma trimestral.
- O 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 por emisor de 20%.
- O 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%.
- O El valor base con el cual inicia el índice PAFF corresponde a los 1.000 puntos el 1 de mayo de 2010.
- O La recomposición y rebalanceo del Índice PAFF se realizará teniendo en cuenta los emisores que sean incluidos en el índice COLCAP.
- O 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 acorde a factores fundamentales. Cada trimestre se realiza un enlace para cambiar los ponderadores manteniendo la continuidad de la serie.
- O En caso de presentarse eventos corporativos que generen cambios especiales en el índice COLCAP, mediante la inclusión y/o exclusión de emisores, se procederá a realizar un tratamiento similar en el índice PAFF.



# RESUMEN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS

	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p
ACTIVIDAD ECONÓMICA						
Crecimiento real						
PIB (%)	1,4	2,5	3,3	-6,8	9,7	5,0
Consumo Privado (%)	2,1	3,0	4,5	-5,6	13,8	4,1
Consumo Público (%)	3,8	7,0	4,3	3,7	12,1	5,4
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	1,9	1,5	4,3	-20,6	8,5	5,4
Exportaciones (%)	2,5	0,9	2,6	-18,3	13,8	12,7
Importaciones (%)	1,2	5,8	8,1	-17,3	28,2	9,7
Desempleo nacional, promedio año (%)	9,4	9,7	10,5	16,1	13,8	12,7
Precios						
Inflación, fin de año (%)	4,1	3,2	3,8	1,6	4,9	4,2
Inflación, promedio anual (%)	4,3	3,2	3,5	2,5	3,4	4,6
Tasas de Interés						
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	4,75	4,25	4,25	1,75	3,00	5,25
IBR E.A. (%)	4,75	4,25	4,25	1,75	3,00	5,25
DTF E.A., fin de año (%)	5,21	4,54	4,48	1,96	2,70	5,25
TES 2024			5,32	3,50	6,80	5,80
TES 2028			6,08	5,00	8,20	7,00
Finanzas Públicas						
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-3,6	-3,1	-2,5	-7,8	-8,2	-6,7
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	-0,7	-0,3	0,7	-4,9	-4,9	-3,8
Deuda bruta GNC (% PIB)*	47,0	49,8	50,2	64,7	66,3	67,0
Sector Externo						
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	2.984	3.249	3.297	3.433	3.830	3.712
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	2.951	2.958	3.282	3.731	3.759	3.852
Devaluación anual	-0,60	8,88	1,48	13,92	11,57	-3,08
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-3,3	-3,9	-4,3	-3,3	-5,1	-4,6
Exportaciones (USD bn)	39,8	44,4	42,4	33,5	40,0	46,8
Importaciones (USD bn)	44,2	49,5	50,8	41,4	52,7	55,7
Balanza comercial (USD bn)	-4,4	-5,1	-8,4	-7,9	12,7	8,9
Inversión extranjera directa (% PIB)	3,2	3,5	4,5	2,8	3,4	4,1
Reservas internacionales (USD bn)	47,6	48,4	53,2	59,0	59,3	59,5
Deuda externa (USD bn)	124,6	132,2	138,7	155,0	154,7	
PIB EEUU, fin de año (%)	2,3	3,0	2,2	-5,1	5,5	4,1
Inflación EEUU, fin de año (%)	2,1	1,9	2,3	1,1	4,9	3,2

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



# EQUIPO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

## José Ignacio López, PhD

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas Jose.lopez@corficolombiana.com

# ESTRATEGIA MACROECONÓMICA

#### Julio César Romero

Economista Jefe

<u>julio.romero@corficolombiana.com</u>

#### Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones

Juan.pardo@corficolombiana.com

#### Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

laura.parra@corficolombiana.com

## María Paula González

Analista de Investigaciones

maria.gonzalez@corficolombiana.com

# José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

jose.mojica@corficolombiana.com

## Gabriela Bautista Escobar

Practicante de Investigaciones Económicas laura.bautista@corficolombiana.com

# RENTA VARIABLE

#### Andrés Duarte Pérez

Gerente de Renta Variable

andres.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



#### -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.

# VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Turbulencia en el despegue

Perspectivas Económicas 2022





Descargue el informe aquí

investigaciones.corficolombiana.com

www.corficolombiana.com