

Nº12

Abril

2021

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

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



Contenido

Resumen ejecutivo	1
Capítulo 1	4
Entorno internacional	4
Jesús Botero García.....	4
Anexo 1.....	11
Los precios del petróleo	11
Miguel González Albisser	11
Daniel Márquez Muskus.....	11
Anexo 2.....	16
La relación entre Estados Unidos y China.....	16
Jesús Botero García.....	16
Juan Fernando López.....	16
Capítulo 2	21
La perspectiva interna.....	21
Jesús Botero García.....	21
Capítulo 3	26
Nowcast de la actividad económica en 2021 Q1 a partir de indicadores líderes y Google (Trends & Mobility)	26
Alejandra Arteaga.....	26
Isaac Hurtado.....	26
Sara Gómez.....	26
Diego Montañez-Herrera	26
Capítulo 4	33
Inflación y política monetaria.....	33
Carlos Esteban Posada P.....	33
Liz Londoño-Sierra	33
Anexo 3.....	42
Resultados de un examen econométrico.....	42
Capítulo 5	43
Informe de coyuntura laboral.....	43
María José Bernal Gaviria.....	43
Capítulo 6	47
Balanza de pagos al cierre del 2020	47
Humberto Franco González	47
Capítulo 7	53
Resultados del sistema financiero colombiano y mercados financieros al cierre del 2020.....	53
Jaime Alberto Ospina Mejía.....	53
Capítulo 8	68
Cuentas fiscales: cierre preliminar 2020 y proyecciones para el 2021.....	68
Álvaro Hurtado Rendón.....	68

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Nº 12. Abril de 2021.

Universidad EAFIT

Claudia Patricia Restrepo Montoya

Rectora

César Eduardo Tamayo Tobón

Decano Escuela de Economía y Finanzas

Mery Patricia Tamayo Plata

Jefe Departamento de Economía

Andrés Mora Cuartas

Jefe Departamento de Finanzas

Santiago Tobón Zapata

Director Centro de Investigaciones
Económicas y Financieras (CIEF)

Grupo de Coyuntura Económica

Coordinador

Jesús Botero García

Autores en esta edición

Jesús Botero García

Alejandra Arteaga Arango

Isaac Hurtado Rivera

Sara Gómez Montoya

Diego Montañez-Herrera

Carlos Esteban Posada

Liz Londoño-Sierra

María José Bernal Gaviria

Humberto Franco González

Jaime Alberto Ospina Mejía

Álvaro Hurtado Rendón

Juan Fernando López

Miguel González Albisser

Daniel Márquez Muskus

Edición y corrección de estilo

María Paola Aguilar Rojas

Diagramación y diseño

María Paola Aguilar Rojas

Gabriela Fuentes Arias

**UNIVERSIDAD
EAFIT®**

Vigilada Mineducación

Resumen ejecutivo

El avance del **proceso de vacunación en el mundo** ha generado optimismo, aún a pesar de las nuevas cepas del virus que han aparecido en Brasil y Sudáfrica y del leve **aumento de nuevos casos de contagio en algunas regiones del mundo**. Las proyecciones globales de entidades multilaterales apuntan a tasas de crecimiento superiores al **5 %**, como lo ilustra el reciente informe de La Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OECD por sus siglas en inglés), que pronostica un crecimiento **del 5,6 % para 2021**.

Además, en este contexto, hay un claro **consenso mundial** acerca de la necesidad de mantener políticas fiscales y monetarias expansivas, que eviten los riesgos de que la recuperación no se concrete o se interrumpa su proceso, y el reciente paquete de estímulo fiscal de **1.9 billones de dólares** en Estados Unidos es una buena muestra de ello. Pero cada vez más se oyen voces de advertencia, acerca de que pueden estar gestándose presiones inflacionarias futuras, que podrían afectar los mercados financieros mundiales, generando riesgos sistémicos por el alto endeudamiento de agentes públicos y privados, y afectando especialmente los flujos de capital a los mercados emergentes. Son riesgos de mediano y largo plazo que imponen límites efectivos a la discrecionalidad de las políticas públicas en esos países, observados permanentemente por agentes financieros y calificadoras de riesgos, que evalúan con especial cuidado la sostenibilidad de sus finanzas públicas.

Tras un decrecimiento en 2020 de **6,8 %**, nuestro modelo de Nowcast pronostica un crecimiento del **-0,45 %** en el primer trimestre del año. **La economía se irá recuperando**, sin embargo, a mayor ritmo a partir del segundo trimestre, para alcanzar un crecimiento entre el **4 %** y el **6 %**, con un valor probable del **5,1 %**, en 2021. **El empleo irá aumentando**, conforme avanza el año, pero es posible que se hayan perdido de manera permanente cerca de 1 millón de empleos, debido a **la destrucción parcial de estructura productiva y de tejido empresarial** en sectores muy sensibles al contacto humano y, de manera primordial, a la adopción de nuevas prácticas productivas con motivo de **la virtualización del trabajo**, adoptada como respuesta a la crisis. Consecuentemente, el desempleo (que ha empezado el año en **17,3 %** en enero) irá cediendo, pero estará probablemente a fin de año en niveles del orden del **12 %**, una tasa de desempleo sin duda muy compleja para un país agobiado por la informalidad y caracterizado ya por problemas estructurales en la generación de empleo. Ello representa un problema de máxima importancia para el país, porque refleja **cambios estructurales en los mercados laborales**, asociados a las consecuencias de la crisis, pero también, a la transformación disruptiva de oficios y trabajos en el mundo de la Cuarta Revolución Industrial.

La inflación prevemos que estará en un rango **entre 2,3 % y 3,3 %**, con un valor probable del **2,8 %**. La política monetaria difícilmente se tornará restrictiva, a menos que la inflación se aproximase al límite superior del rango meta **4 %**, o se endureciese la **política monetaria en Estados Unidos**.

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, que cerró **en 3,3 % del Producto Interno Bruto (PIB)**, se elevará de nuevo en 2021, por efecto del impacto de la **reactivación en las importaciones** y de la recuperación de la rentabilidad de las empresas de capital foráneo. Pero ese efecto podría amortiguarse en alguna medida, si se da una recuperación importante en los países que demandan nuestros productos, impulsando así las exportaciones. No prevemos presiones cambiarias importantes en el horizonte inmediato, pero sin duda, **la tasa de cambio** sería la primera afectada, si se concretaran las presiones inflacionarias y las reducciones de flujos de capital a las que nos referimos anteriormente.

El sector financiero, por su parte, no tuvo los resultados negativos que pudieran haberse esperado **en una crisis como la observada**. Los niveles de solvencia están por encima de los mínimos requeridos, y aunque se den deterioros adicionales de cartera en el primer semestre, las condiciones mejorarán en el segundo, conforme **se recupera la dinámica de crecimiento**. En este sentido, el sector será parte de la solución más que del problema, y aportará condiciones propicias a la recuperación de la economía.

Los temas fiscales hacen **imperativa una reforma profunda**, que nos blinde como país ante los riesgos que podrían concretarse en los mercados financieros internacionales, si se generasen presiones inflacionarias y se endureciesen las políticas monetarias, en los países desarrollados. Esa reforma debe abordar tanto ingresos como gastos del gobierno. Sus lineamientos son claros: será necesario implementar una senda de ajuste que, a partir de 2022, corrija un déficit fiscal que puede llegar a representar el **8,3 % del PIB** en 2021 y que llevaría la deuda bruta del Gobierno Nacional Central al **65,2 %** en este año. La reforma debe permitir que esa deuda retorne a niveles inferiores al **60 %** al final de la década, haciéndola sostenible.

La reforma debe racionalizar el gasto, **priorizando los objetivos distributivos** y su adecuada focalización; redefinir los esquemas de protección social, que han mostrado su precariedad en la **crisis del COVID-19**; preservar el crecimiento económico, propiciando la necesaria transformación productiva que nos permita aprovechar las disrupciones de las cadenas globales del valor para integrarnos de manera **renovada en la economía global**; y generar una transformación profunda de la estructura tributaria, apoyada en **cuatro principios fundamentales**: el rebalanceo entre impuestos a las empresas y a las personas, que grave el disfrute de la renta, más que su generación en los procesos productivos; la simplificación de gravámenes, eliminando exenciones y prebendas, para buscar mayor transparencia y equidad, especialmente entre empresas y sectores productivos; la ampliación de la base tributaria, para cubrir un universo mayor de personas, con la debida progresividad de los gravámenes; y la potenciación del IVA, a través de una extensión y generalización de las tarifas, aprovechando la posibilidad de devolver su pago a los grupos más pobres de la población y evitando de esa manera exenciones y exclusiones inequitativas, que bajo el pretexto de "proteger" a los más pobres, extiende subsidios implícitos a la población más rica.

La crisis del COVID-19 debería ser una magnífica oportunidad para repensarnos como sociedad, para **eliminar el complejo entramado de exenciones** y excepciones en que se ha apoderado del sistema, como consecuencia de la gestión individual de los agentes en un gigantesco juego del "sálvese quien pueda" ante gravámenes excesivos y mal diseñados. Debemos **reemplazar el sistema de financiación de la protección social** a través de gravámenes a la producción y a los factores productivos, para orientarnos a un sistema de

tributos justos y equitativos a quienes, disfrutando de un nivel de bienestar razonable, se beneficiarán también de la prosperidad que se genere. Y debemos hacerlo, en un entorno propicio para el crecimiento y el desarrollo, que **genere empleo de calidad** para la población y oportunidades de bienestar a todos los niveles. Si no aprovechamos este momento para concitar voluntades difícilmente podremos en el futuro aunar esfuerzos para **construir una sociedad mejor para todos**.

Capítulo 1

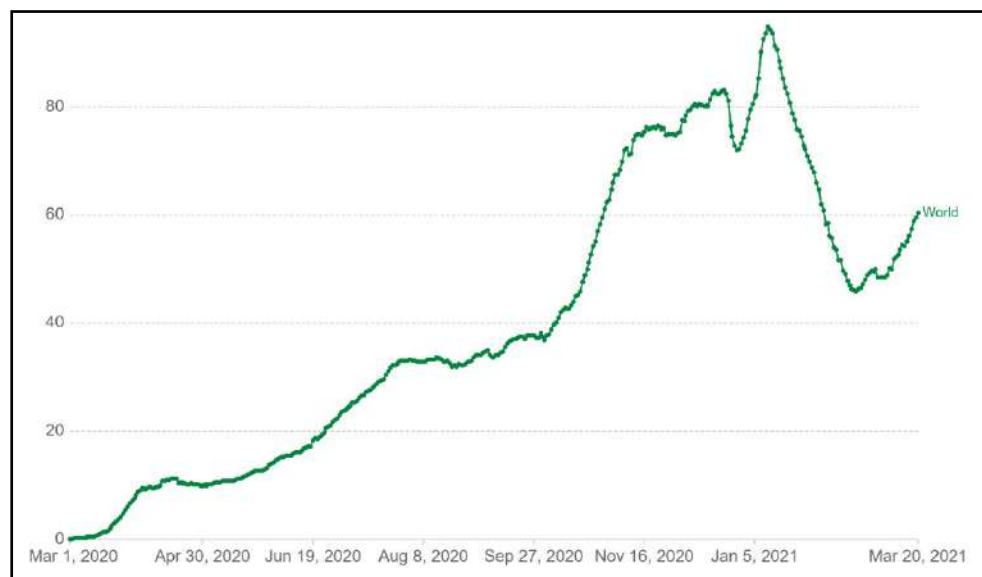
Entorno internacional

Jesús Botero García¹

La progresiva recuperación de la actividad económica sigue su curso en el mundo, aunque ahora, a la incertidumbre que todavía subsiste acerca de la evolución de la enfermedad, se suman nuevas dudas y discusiones, relacionadas esta vez con el ritmo al cual se deben retirar los estímulos, y los impactos que tendría una eventual normalización de las políticas fiscales y tributarias.

Los nuevos casos de COVID-19 empezaron a caer de manera significativa a principios del año, como lo muestra el **Gráfico 1**, que presenta los nuevos casos confirmados por millón de habitantes. Sin embargo, desde la última semana de febrero, se observa un significativo repunte del indicador, que puede estar asociado a la emergencia de nuevas cepas del virus, detectadas inicialmente en Sudáfrica y Brasil, pero posteriormente también en diversos países del mundo desarrollado. De acuerdo con ello, una tercera ola del contagio parece estar gestándose en algunos lugares del mundo.

Gráfico 1. Nuevos casos diarios confirmados, por millón de habitantes. Promedio móvil siete días.



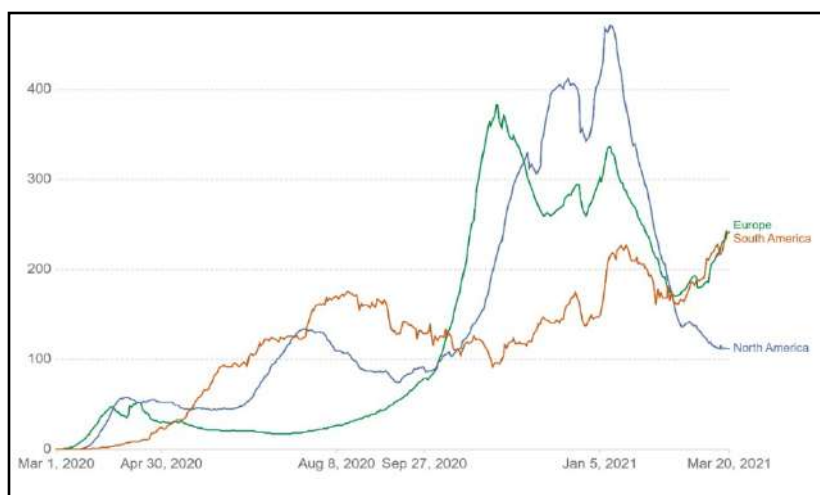
Fuente: Our World in Data (OWID). *Statistics and Research Coronavirus (COVID-19) Cases*. A partir de Johns Hopkins University CSSE COVID Data. Recuperado el 21 de marzo de 2021 de <https://ourworldindata.org/covid-cases>.

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

Pero el comportamiento del contagio ha sido muy desigual: mientras la caída es clara en Norteamérica, en Europa y en Suramérica se observan repuntes relativamente importantes, especialmente en este último subcontinente, en el que los nuevos casos por millón superan ya el número de Norteamérica y Europa (ver **Gráfico 2**). La solución del problema será global, o no será solución, y de ahí, la importancia del despliegue del proceso de vacunación en todo el mundo.

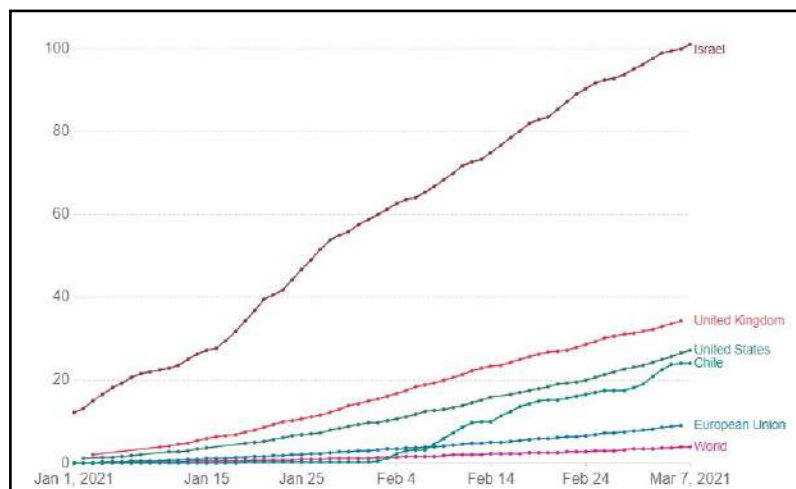
Sin embargo, el proceso de vacunación muestra también un progreso desigual: a marzo 20 del presente año, se habían administrado **436.4 millones** de dosis de vacunas, pero con una muy variada cobertura. Israel ya había aplicado 101,09 dosis por cada 100 personas, en tanto que Estados Unidos había aplicado 27,30 dosis, Chile 24,19 y Sudamérica en conjunto apenas 4,06. Sin duda, un reto importante en el momento actual, el de extender el despliegue de la vacuna por todo el mundo.

Gráfico 2. Nuevos casos confirmados por millón de personas. Promedio móvil siete días.



Fuente: Our World in Data (OWID). *Statistics and Research Coronavirus (COVID-19) Cases*. A partir de Johns Hopkins University CSSE COVID Data. Recuperado el 21 de marzo de 2021 de <https://ourworldindata.org/covid-cases>.

Gráfico 3. Dosis por cada 100 personas.



Fuente: Our World in Data (OWID). *Coronavirus (COVID-19) Vaccinations*. Recuperado el 21 de marzo de 2021 de <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>.

El cierre del año 2020, desde el punto de vista del PIB, muestra también comportamientos diferenciales, pero sin duda refleja un paulatino restablecimiento de las condiciones económicas, como lo ilustra la

Tabla 1. De manera sistemática, la caída del PIB observada en el segundo trimestre se fue moderando en los trimestres subsiguientes, para cerrar el año con caídas del PIB de un solo dígito, e incluso, con cifras positivas en China, que experimentó la parte más aguda de la crisis en el primer trimestre del año. Así, los países de la OECD, que decrecieron en el segundo trimestre el **11,6 %**, cerraron el año con una contracción del **3,4 %**, para un registro promedio anual del **-4,9 %**.

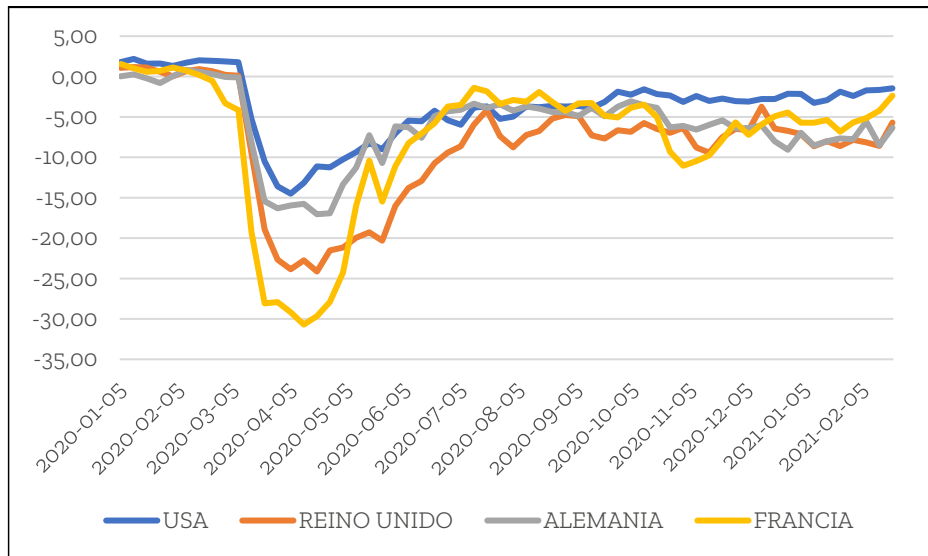
Tabla 1. Tasa de variación del PIB trimestral. Comparación con igual período del año anterior.

PAÍS	2019 - Q1	2019 - Q2	2019 - Q3	2019 - Q4	2019	2020 -Q1	2020 -Q2	2020 -Q3	2020 -Q4	2020
Brasil	1,4	1,9	0,8	1,6	1,1	-1,4	-10,9	-3,9	-1,2	-6,0
Canadá	1,7	2,1	1,9	1,7	1,7	-0,3	-12,7	-5,3	-3,2	-5,4
China	6,3	6,0	5,9	5,8	6,1	-6,8	3,2	4,9	6,5	1,8
Colombia	3,1	3,5	3,2	3,3	3,3	0,1	-15,6	-8,3	-3,5	-6,8
Alemania	1,1	0,1	0,8	0,4	0,6	-2,2	-11,3	-4,0	-3,6	-5,3
Zona euro (19)	1,5	1,3	1,4	1,0	1,3	-3,2	-14,7	-4,3	-5,0	-6,8
Unión Europea (27)	1,8	1,5	1,6	1,3	1,6	-2,6	-13,9	-4,2	-4,8	-6,4
Francia	1,8	1,8	1,6	0,8	1,5	-5,6	-18,6	-3,7	-4,9	-8,2
Reino Unido	1,7	1,5	1,4	1,2	1,3	-2,2	-21,0	-8,7	-7,8	-9,9
India	5,5	5,0	4,6	3,3	4,6	3,2	-24,1	-7,0	0,1	-6,9
Italia	0,4	0,5	0,5	-0,2	0,3	-5,8	-18,2	-5,2	-6,6	-8,9
Japón	0,4	0,4	1,3	-1,0	0,3	-2,1	-10,3	-5,8	-1,1	-4,8
Corea	1,7	2,1	1,9	2,4	2,0	1,4	-2,8	-1,1	-1,3	-0,9
México	0,3	0,3	0,0	-0,8	-0,3	-2,2	-18,6	-8,5	-4,5	-8,5
OECD	1,6	1,5	1,7	1,6	1,6	-0,9	-11,6	-3,8	-3,4	-4,9
Estados Unidos	2,3	2,0	2,1	2,3	2,2	0,3	-9,0	-2,8	-2,4	-3,5

Fuente: OECD. Quarterly GDP. Recuperado el 8 de marzo de 2021 de <https://data.oecd.org/gdp/quarterly-gdp.htm#indicator-chart>.

En 2021 son todavía escasas las cifras, pero el sistema de seguimiento del PIB implementado por la OECD, a partir de técnicas de *Machine Learning* y de información de *Google Trends*, parecía indicar que el ritmo de mejora se había ralentizado en la última semana de febrero, como lo ilustra el **Gráfico 4**, para cuatro países representativos del mundo desarrollado: Estados Unidos, con un registro del **-1,5 %**; Reino Unido, con un registro del **-5,7%**; Alemania, con un registro del **-6,4 %**; y Francia, con una caída del **-2,4 %**. Cifras todas negativas, que mostraban la lentitud de la recuperación, y que llevaron a que, en la mayor economía del mundo, la de los Estados Unidos, se aprobará un paquete de estímulos por **1.9 billones** de dólares, que incluye un pago por **US\$1.400** por persona a quienes tengan ingresos inferiores a **US\$75.000** al año, o a los integrantes de parejas con menos de **US\$150.000**.

Gráfico 4. Tracker semanal de la actividad económica. OECD.



Fuente: OECD. *Tracking GDP growth in real time*. Recuperado el 8 de marzo de 2021 de <http://www.oecd.org/economy/weekly-tracker-of-gdp-growth/>.

Así las cosas, y aunque las proyecciones de crecimiento mundial se mantienen en el entorno del 5,5 % que había proyectado en enero del Fondo Monetario Internacional, como lo ilustra la actualización de proyecciones del OECD el marzo 9 (ver

Tabla 2, el consenso general apunta hoy a mantener estímulos fiscales vigorosos y políticas monetarias expansivas, que apoyen la recuperación económica.

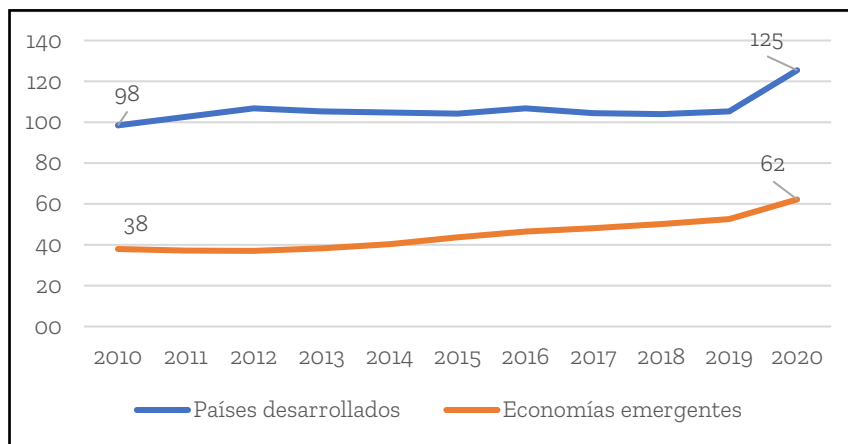
Tabla 2. Proyección crecimiento del PIB. OECD.

	2020	2021	2022
Mundo	-3,4	5,6	4,0
Australia	-2,5	4,5	3,1
Canadá	-5,4	4,7	4,0
Área Euro	-6,8	3,9	3,8
Alemania	-5,3	3,0	3,7
Francia	-8,2	5,9	3,8
Italia	-8,9	4,1	4,0
España	-11,0	5,7	4,8
Japón	-4,8	2,7	1,8
Corea	-1,0	3,3	3,1
Reino Unido	-9,9	5,1	4,7
Estados Unidos	-3,5	6,5	4,0
China	2,3	7,8	4,9
India*	-7,4	12,6	5,4

Fuente: OECD. *Se vislumbra una recuperación económica mundial*. Recuperado el 8 de marzo de 2021 de <http://oecd.org/perspectivas-economicas/>.

Como consecuencia de esas políticas expansivas, la deuda pública del mundo, que el Fondo Monetario Internacional estimaba en su informe Monitor Fiscal había pasado de **98,5 %** del PIB en 2010 a **125,5 %** en 2020 en países desarrollados, y de **38 %** en 2010 a **62,2 %** en economía emergentes, crecerá aún más en 2021 a niveles inéditos en la historia reciente.

Gráfico 5. Deuda pública como % del PIB.



Fuente: IMF. *World Economic Outlook Update*. Recuperado el 8 de marzo de 2021 de <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/01/26/2021-world-economic-outlook-update>.

La expansión monetaria alcanza igualmente niveles sin precedente, como lo ilustra el **Gráfico 6**, para el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED por sus siglas en inglés). Los activos totales en el Balance de la Reserva Federal alcanzan en marzo 3 un nivel de **7.6 billones**, cuando antes de la crisis del **COVID-19**, en febrero 12 de 2020, su nivel estaba en **4.2 billones**. Un colosal incremento, que ha sido acompañado por declaraciones del presidente del banco central, en febrero 23, de que la FED continuará apoyando la economía con tasas de interés cercanas a cero, y compras de activos en gran escala hasta que se produzca en sustancial mejora en la economía, lo que, según sus palabras, "es probable que tome algún tiempo".

Gráfico 6. Total de activos.



Fuente: FRED. *Total Assets*. Recuperado el 8 de marzo de 2021 de <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>.

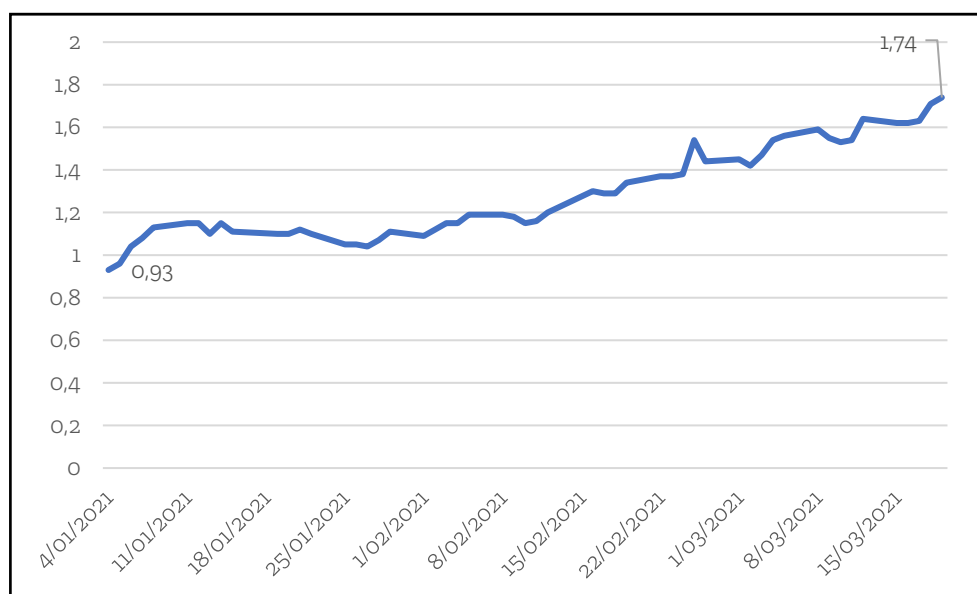
El marco general en el que se han dado las políticas expansivas es el de bajas tasas de inflación, que se mantienen persistentemente por debajo de las metas convencionales de la política monetaria, y que parecen no responder al aumento de la liquidez. Pero la pregunta que empiezan a hacerse los analistas es qué tanto durará ello, y cuánto deben empezar a preocuparse los banqueros centrales por la inflación en el mediano y largo plazo:

“En vez de mostrar ansiedad debido a que la inflación en la actualidad se encuentra por debajo del objetivo (escribía Robert Barro a finales de febrero), la Reserva Federal debería preocuparse más por la posibilidad de un fuerte incremento de la inflación esperada a largo plazo”². (Barro, 2021)

Esa preocupación podría parecer justificada, si se observa la evolución reciente del rendimiento de los bonos del tesoro de los Estados Unidos a 10 años, que se ilustra en el **Gráfico 7**. Ese rendimiento ha pasado de niveles de **0,93 %** a principios de año, a **1,59 %** el 8 de marzo. Ello resulta relevante para los países emergentes, porque podría llevar a reducciones futuras en los flujos de capitales, que pudieran hacer muy complejo el manejo económico de los déficits públicos que se han venido acumulando a lo largo de la lucha contra la pandemia.

Surgen también riesgos de burbujas en los mercados financieros, en medio de la liquidez imperante. Y aunque el rango actual en Estados Unidos de un indicador como el CAPE (la relación precio ganancia ajustada por la inflación) está todavía lejos de los máximos alcanzados en 2000, como lo indica un reciente artículo del premio Nobel Robert Schiller, su nivel actual es el segundo más alto desde 1981. Altos endeudamientos de los agentes públicos y privados, excesos de liquidez en el mercado y altos precios en los mercados de valores, podrían configurar un panorama complejo ante aumentos de la tasa de interés y de la inflación.

Gráfico 7. Rentabilidad bonos del tesoro a 10 años. Estados Unidos.



Fuente: Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>.

² Barro, R. (25 febrero de 2021). *Pulling Up the Inflation Anchor*. Recuperado el 22 de marzo de 2021 de <https://www.project-syndicate.org/commentary/inflation-threat-us-fed-ignoring-long-term-inflation-expectations-by-robert-j-barro-2021-02>

Así pues, entre una recuperación todavía incipiente en Occidente, y los riesgos crecientes de que las expansiones fiscales y monetarias llevan a situaciones complejas en los flujos de capitales y las tasas de interés, debe imperar la prudencia en países como el nuestro, especialmente en los temas fiscales. Los precios del petróleo, alentados por la recuperación China, afectan positivamente a los países exportadores, como lo muestra se muestra en el [Anexo 1](#) de este capítulo. Pero la prudencia debe imperar en un mundo complejo, en el que parecen anunciar cambios profundos en el funcionamiento de los mercados y las economías.

Una visión alternativa del momento tiene que ver con las oportunidades implícitas en la coyuntura actual: la compleja relación entre Estados Unidos y China, que se analiza en el [Anexo 2](#) de este capítulo, seguirá propiciando el reacomodo de las cadenas globales de valor en el mundo, abriendo oportunidades únicas de integración a la economía global a países ricos en recursos naturales como el nuestro. Esas oportunidades se analizarán en el [Capítulo 2](#) del informe, pero exigen también, un adecuado manejo de los temas fiscales, y la preservación de las calificaciones internacionales en los mercados de crédito.

Anexo 1

Los precios del petróleo

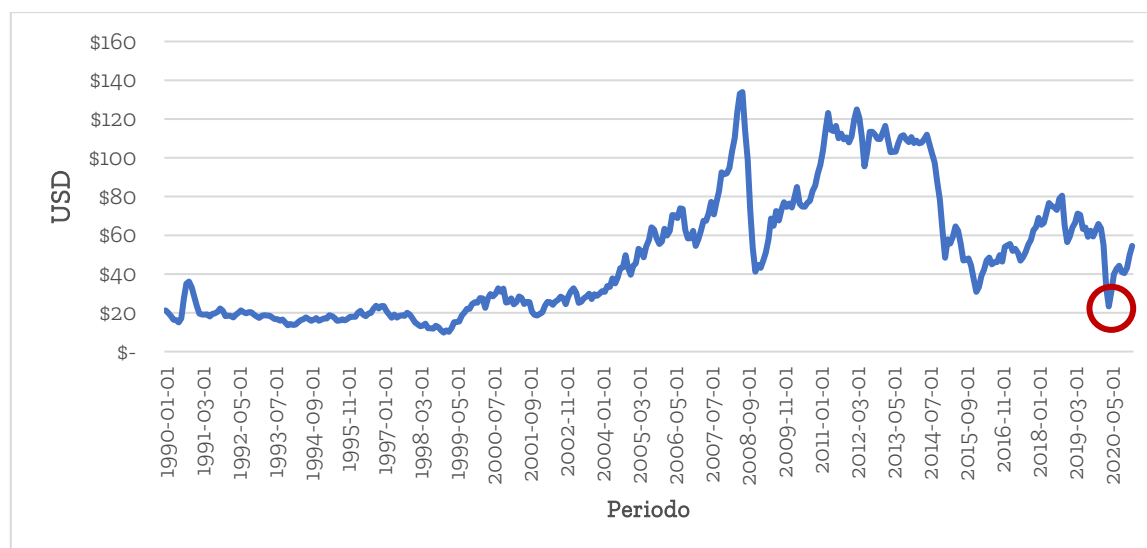
Miguel González Albisser³

Daniel Márquez Muskus⁴

1. Breve contexto histórico

El petróleo ha sido uno de los principales *commodities* en los últimos tiempos, debido a su gran cantidad de usos y productos derivados, principalmente la gasolina. Es entonces por su relevancia y la conducta estratégica de algunos grandes productores mundiales, que a finales del siglo pasado pudimos observar un incremento más o menos sostenido en su nivel de precios. No obstante, en los últimos años y principalmente en el 2020, se sufrieron fuertes caídas y recuperaciones, evidenciando una gran volatilidad en los precios del crudo.

Gráfico 8. Evolución de los precios del petróleo BRENT desde enero de 1990 hasta enero de 2021.



Fuente: Cálculos propios con datos de FRED.

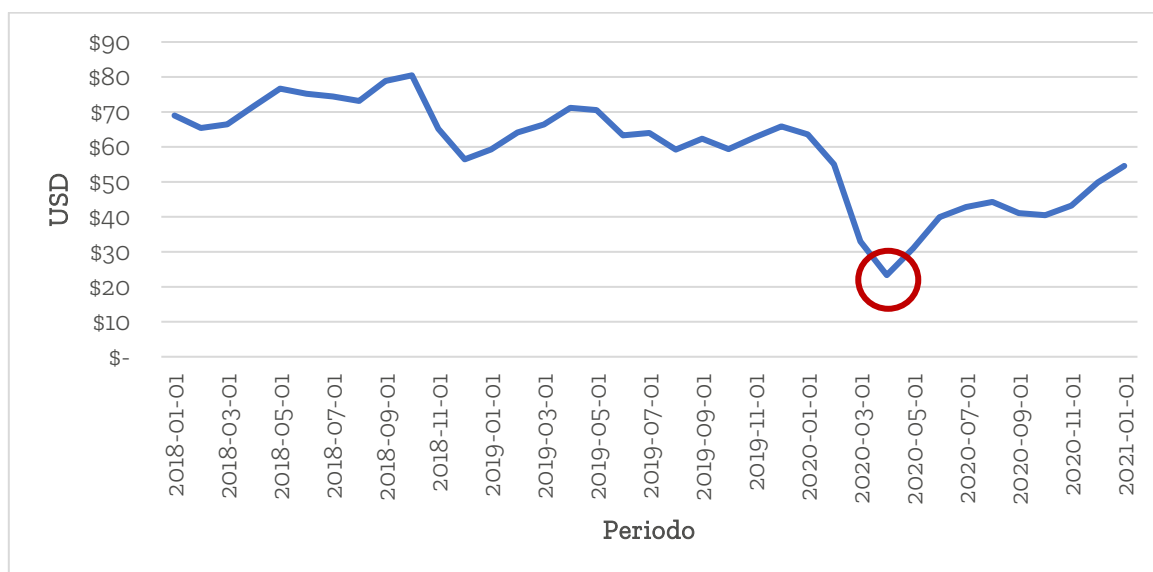
³ Miguel González Albisser, estudiante de pregrado en Economía e integrante del Grupo de Coyuntura, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: mgonzalez5.eafit.edu.co.

⁴ Daniel Márquez Muskus, estudiante de pregrado en Economía e integrante del Grupo de Coyuntura, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: dmarquezm@eafit.edu.co.

2. Años recientes

La caída más reciente se debe a los cierres de las líneas de producción a inicios de la pandemia, lo que generó una sobreoferta en el mercado mundial. Como consecuencia de ello, los precios llegaron a niveles de los años 90, marcando mínimos por debajo de los **30 dólares** (ver **Gráfico 9**) y registrando precios negativos en el mercado de futuros (BBC, 2020). Adicionalmente, de acuerdo con la Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA por sus siglas en inglés) (2021), EE. UU. presentó una caída en la producción de petróleo, un evento que no ocurría desde el 2016.

Gráfico 9. Evolución de los precios del petróleo BRENT desde enero de 2018 hasta enero de 2021.



Fuente: Cálculos propios con datos de FRED.

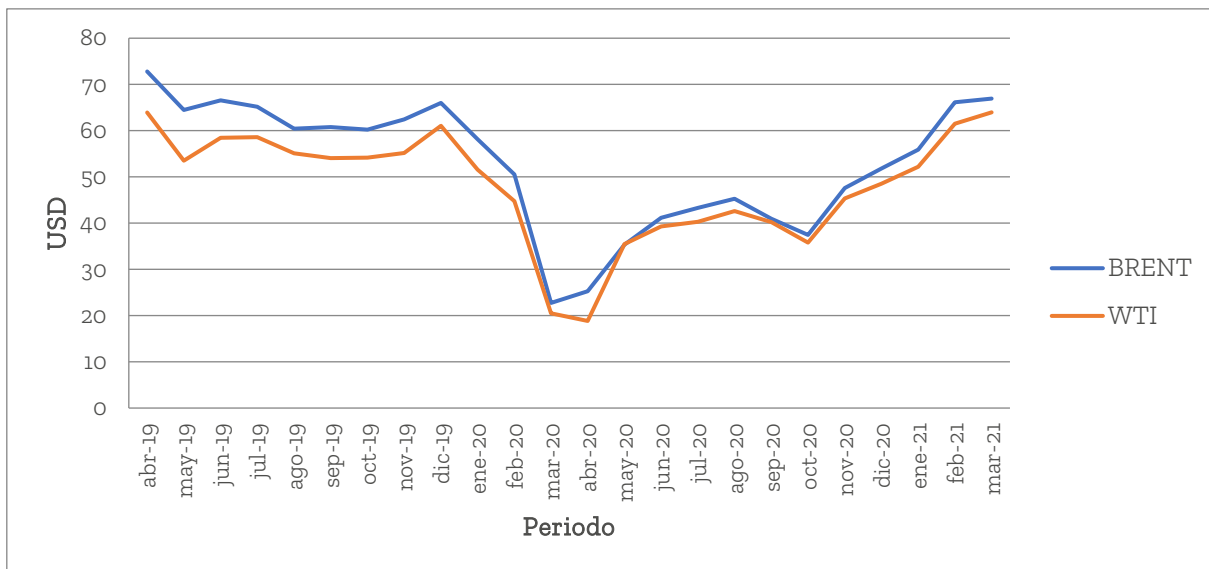
En cierta medida, esta caída también se vio acentuada por las expectativas de los inversionistas frente al panorama económico mundial a inicios del año pasado. El cese de la actividad industrial y el comercio tuvo cierta relación con este aspecto. Sin embargo, los confinamientos particularmente fueron un factor clave en el deterioro de las expectativas sobre el precio de los combustibles, lo que llevó al conocido *crash* de abril en el 2020 (La República, 2020).

Como se puede observar más claramente en el **Gráfico 9**, el precio subió a partir de entonces, aunque sufrió un leve retroceso en el tercer trimestre, dado que se terminó el efecto rebote generado por la caída de abril. Sin embargo, desde mediados de noviembre hubo una mejoría en las expectativas del mercado gracias a los avances en la vacuna del virus y la recuperación gradual de la económica a nivel mundial. En síntesis, esta mejora en las expectativas ha sido una de las principales razones por las que se ha generado un incremento sostenido en los precios del crudo, que ha llevado el precio de la referencia Brent a niveles superiores a USD \$60 el barril desde principios de febrero.

3. Forecast

A continuación, se revisará una predicción del precio de la referencia *West Texas Intermediate (WTI)* en el corto y mediano plazo. Dado que esta referencia tiene una correlación bastante significativa con el BRENT (ver [Gráfico 10](#)), se decidió tener en consideración estas estimaciones para el análisis de los precios de cara a los próximos meses.

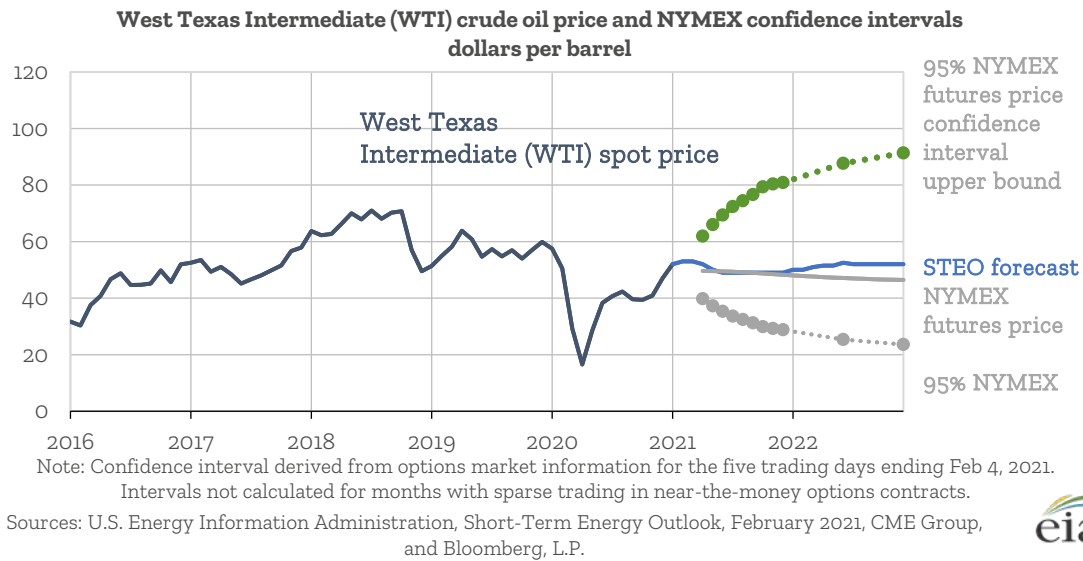
Gráfico 10. Correlación entre los precios de las referencias BRENT y WTI.



Fuente: Cálculos propios con datos de Investing, 2021.

Las estimaciones de febrero de la **EIA** de los precios del crudo **WTI** (ver [Gráfico 11](#)) indicaban que, con una confianza del **95 %**, los precios se situarían entre **USD \$39.77 y USD \$61.9**. Sin embargo, dado los recientes sucesos que se vienen presentando a raíz de las reuniones de la OPEP y aliados (**OPEP+**), el precio del crudo para el presente mes de marzo ya se sitúa por encima de los **USD \$60**, e incluso ha estado en algunos días por encima del límite superior de la proyección. Consecuentemente, en su actualización de marzo, el precio pronosticado por la EIA para 2021 del crudo WTI es USD \$57.24 por barril, en tanto que el precio Brent se proyecta en USD \$60.67.

Gráfico 11. Predicción de febrero de la EIA para la referencia WTI.



Fuente: Datos de EIA, 2021.

La fuerza impulsora de este cambio fue la reunión del 4 de marzo de 2021 de la OPEP+, en la que se decide continuar con las reducciones en las cantidades siendo Arabia Saudita el país con un mayor sacrificio dejando de producir un millón de barriles diarios. Por otro lado, la OPEP+ complació las demandas generadas por Rusia y Kazajistán los cuales aumentaron su cuota **130 mil y 20 mil barriles** respectivamente. Este hecho de reducción en la oferta se viene presentando desde el mes de febrero y tomó por sorpresa a los inversionistas, quienes esperaban un aumento en la producción en por lo menos **500 mil barriles diarios**, lo que aumentó el precio del crudo en un **5 %** este día. Este recorte comparado con la época anterior a la pandemia representa una producción diaria de 7.2 millones de barriles diarios menos. Adicionalmente, Arabia Saudita anunció que estas políticas de reducción se mantendrán hasta abril, lo que podría aumentar aún más los precios del crudo en el corto plazo (El Economista, 2021). El motivo detrás de estas reducciones en las cantidades de producción es poder "reequilibrar" los precios del petróleo en el mercado (Portafolio, 2021). La próxima teleconferencia de la OPEP+ será el primero de abril.

Referencias

- BBC. (2021). *3 razones por las que el petróleo estadounidense se vendió a precio negativo y cómo afecta a América Latina* - BBC News Mundo. Recuperado el 5 de marzo de 2021 de <https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362340>
- El Tiempo. (2021). *El futuro del carro particular después del confinamiento*. Recuperado el 5 de marzo de 2021 de <https://www.eltiempo.com/economia/sectores/coronavirus-en-colombia-el-futuro-del-carro-particular-despues-del-confinamiento-495932>
- El Tiempo. (2021). *El futuro del carro particular después del confinamiento*. Recuperado el 5 de marzo de 2021 de <https://www.eltiempo.com/economia/sectores/coronavirus-en-colombia-el-futuro-del-carro-particular-despues-del-confinamiento-495932>

- FRED. (2021). *Global price of Brent Crude*. Recuperado el 5 de marzo de 2021 de <https://fred.stlouisfed.org/series/POILBREUSDM>
- Investing. (2021). *Histórico del precio de Petróleo crudo WTI - Investing.com*. Recuperado el 5 de marzo de 2021 de <https://es.investing.com/commodities/crude-oil-historical-data>
- Investing. (2021). *Precio del petróleo Brent | Cotización del Brent - Investing.com*. Recuperado el 5 de marzo de 2021 de <https://es.investing.com/commodities/brent-oil>
- Portafolio. (2021). *La OPEP mantendrá recorte en su oferta petrolera*. Recuperado el 4 de marzo de 2021 de <https://www.portafolio.co/internacional/la-opec-mantiene-recorte-en-su-oferta-petrolera-549730>
- Portafolio. (2021). *Petróleo cierra al alza ante nuevas noticias sobre vacunas anticovid*. Recuperado el 5 de marzo de 2021 de <https://www.portafolio.co/internacional/precio-del-petroleo-hoy-23-de-noviembre-de-2020-546889>

Anexo 2

La relación entre Estados Unidos y China

*Jesús Botero García*⁵

*Juan Fernando López*⁶

La relación entre Estados Unidos y China está cambiando de manera fundamental. Actualmente, ambos países están inmersos en una guerra comercial intensa y costosa que, incluso si se resuelve mediante negociaciones, probablemente no proporcionará la base para la estabilidad a largo plazo. De hecho, puede llevar las semillas de una confrontación futura. En términos más generales, muchas de las ideas fundamentales que alguna vez guiaron la relación están siendo cuestionadas, como el compromiso, la cooperación y la convergencia. También se está probando la estructura institucional de la relación. Se ha dejado que los canales de comunicación bien desarrollados y desgastados se atrofien. En ambos lados, y especialmente en China, los procesos burocráticos se esfuerzan por mantenerse al día con la creciente diversidad y complejidad de una relación que es global en alcance y consecuencias.

Sin embargo, Estados Unidos y China han llegado a un punto —quizás un punto de inflexión— que requiere que hagamos e intentemos responder algunas preguntas fundamentales sobre cómo llegamos aquí y hacia dónde podría ir la relación: ¿Cuáles son las fuentes de las tensiones actuales? ¿Cuáles persistirán y cuáles pueden cambiar debido a cambios políticos y / o económicos en cualquiera de los países? ¿Cuánto de esto es una función de las decisiones del presidente Joe Biden? ¿Cuáles son las posibles trayectorias de las relaciones entre Estados Unidos y China y qué debería hacer Estados Unidos al respecto?

A medida que esta relación entra en su quinta década y China emerge como una potencia mundial, muchos de los impulsores de esta relación están evolucionando y empujándola en una dirección mucho más competitiva, mientras que algunas de las fortalezas tradicionales de la relación están menguando. Si hemos sido testigos de algo sobre las relaciones entre Estados Unidos y China durante los últimos 40 años, es que la relación es tanto competitiva como cíclica, pasando de períodos de relativa estabilidad y cooperación a períodos de frustración y antagonismo. La antipatía, la desconfianza, la competencia y la volatilidad no son nuevas en la relación entre Estados Unidos y China, pero sus roles relativos en ella pueden estar cambiando.

Al hacer un recorrido cronológico de esta guerra comercial, podemos ubicar su inicio en marzo de 2018, cuando Trump impone aranceles por **50 mil millones de dólares** a productos chinos, argumentando que en el pasado China empleó prácticas desleales que tenían en

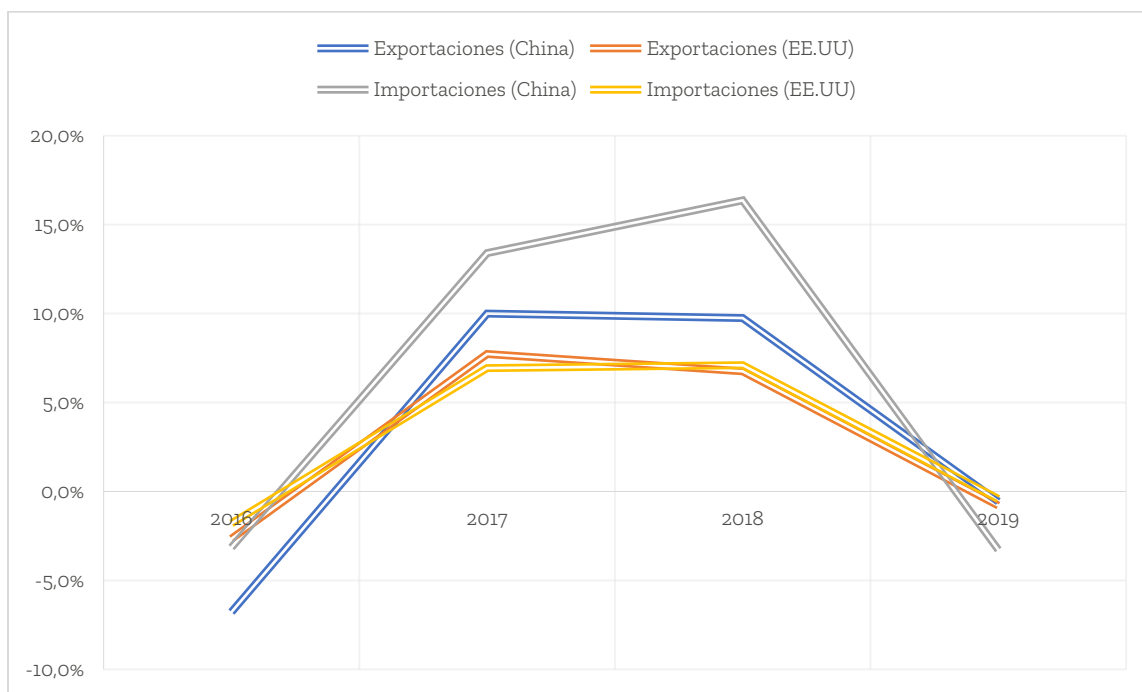
⁵ Jesús Botero García, profesor del Departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: jabotero@eafit.edu.co.

⁶ Juan Fernando López, profesor del Departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: jlopez@eafit.edu.co.

desventaja a los Estados Unidos; como respuesta, China impone aranceles a más de 128 productos estadounidenses (Price, 2018).

Cómo se observa en el **Gráfico 12**, en el 2019, la tasa de crecimiento de las exportaciones y de las importaciones cayeron abruptamente, llegando a ser casi cero para ambos países; a pesar de que estas variables venían creciendo a tasas aproximadas a los dos dígitos, para ambos países.

Gráfico 12. Tasa de crecimiento comercial EE.UU. y China (2016-2019).



Fuente: Elaboración propia con datos de (Banco Mundial, 2021).

En China durante el periodo 2018 - 2019 se tuvo la menor tasa de crecimiento económico de los últimos treinta años; en Estados Unidos los efectos han sido evidentes en el alza de precios de los productos importados y en la contracción del sector agrícola principalmente, ya que, de productos como la soja, gran parte eran exportados a China (Orgaz, 2019).

A inicios del 2019, después de haberse dado múltiples negociaciones a lo largo del 2018, Google, siguiendo las órdenes del gobierno estadounidense deja de proporcionarle actualizaciones a los sistemas operativos de la marca china Huawei, con lo cual, al finalizar el 2019, esta marca dejó de ser la empresa de tecnología que más celulares vendía a nivel mundial, dejándole el primer puesto a Samsung (Plazas, 2020).

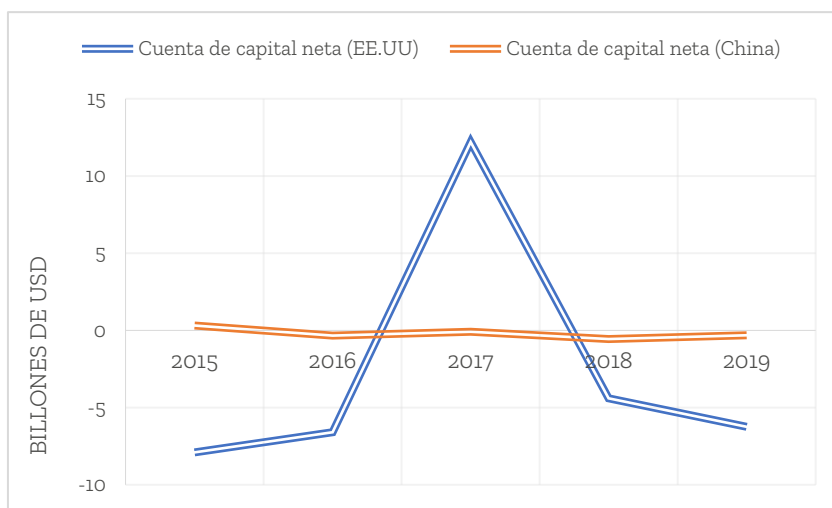
En diciembre del 2019, la agencia de noticias Reuters informó que el sector manufacturero estadounidense había tenido el mayor declive en producción y ventas de la última década (Montes, 2018); sin embargo, a manera de logro, el Departamento de Comercio de los Estados Unidos anunciaba que, por primera vez en 6 años, el déficit comercial había caído en el marco de la guerra comercial con China.

Cuando, a inicios del 2020, se había logrado mediante múltiples negociaciones entre ambos gobiernos reducir el número de aranceles bilaterales, estos procesos cesan a causa de la

emergencia sanitaria desencadenada por la expansión del **COVID-19**, con lo cual se crean altas distorsiones en la información sobre el comercio internacional entre ambos países y se opaca el tema de la crisis comercial entre el impacto que generó las medidas gubernamentales de contención del virus sobre el crecimiento de ambas economías.

Al analizar la cuenta de capitales de estas dos economías en los años previos y posteriores a la guerra comercial, se observa una fuerte variabilidad entre un año y otro.

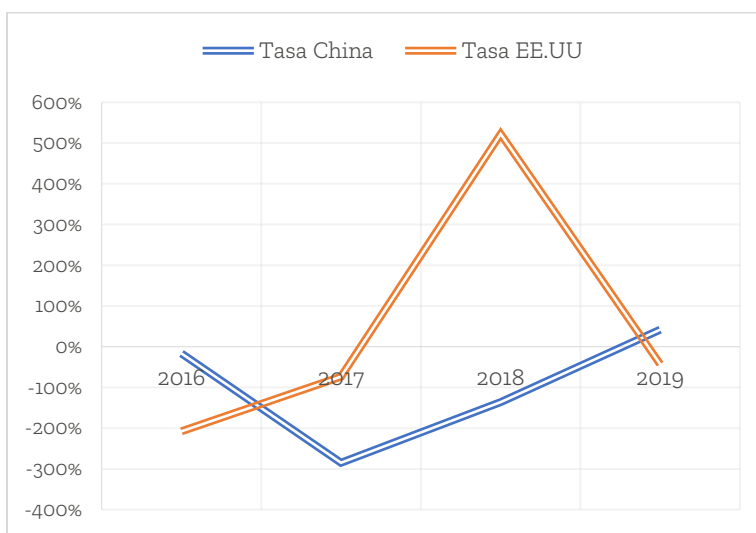
Gráfico 13. Saldo en cuenta de capital EE. UU. y China (2015 - 2019).



Fuente: Elaboración propia con datos de (Banco Mundial, 2021).

Como se observa en el **Gráfico 13**, Estados Unidos pasó de tener una cuenta de capital neta negativa en el 2016 equivalente a **-6.6 billones**, a tener en el 2017 un saldo positivo de **12.2 billones**, el cual sufre una fuerte caída tras los anuncios del recién posicionado presidente Trump, de **-4.4 y -6.2 billones** en el 2018 y 2019 respectivamente, años en los cuales se dieron de manera más aguda las medidas arancelarias de ambos países.

Gráfico 14. Tasa de crecimiento de la cuenta de capital EE. UU y China (2016-2019).

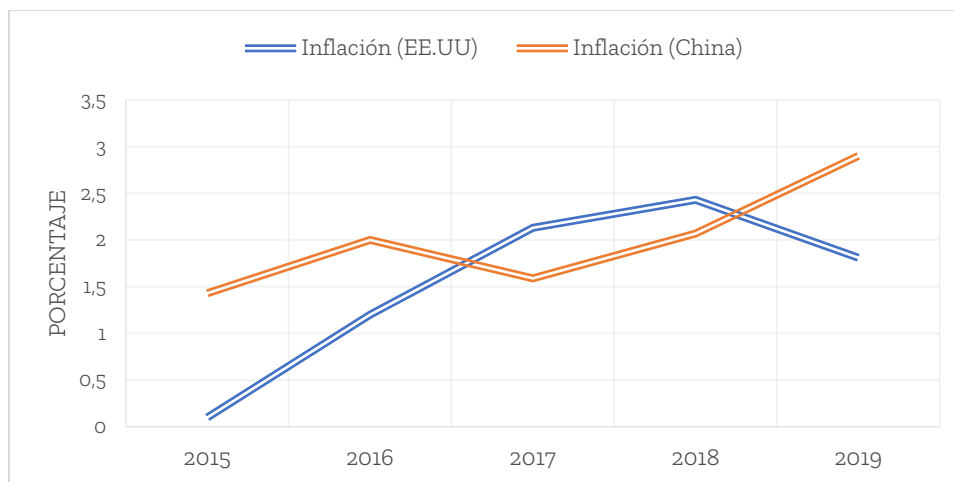


Fuente: Elaboración propia con datos de (Banco Mundial, 2021).

En China, por su parte, la cuenta de capital ha estado con tasas de crecimiento negativas en los años 2017 y 2018, pero inició una rápida recuperación en el año 2019. Tal como se observa en el **Gráfico 14**.

Por otro lado, al analizar la inflación, se observa que esta creció en mayor medida en China, para los años posteriores a la guerra comercial, mientras que, para Estados Unidos, si bien creció en el 2018 situándose en cifras cercanas a **2,5 %**, para el año 2019 se redujo hasta un **2 %** aproximadamente; mientras que en el país asiático se pasó de tener un **2,07 %** a un **2,9 %** en el 2018 y 2019 consecutivamente, tal como se observa en el **Gráfico 15**.

Gráfico 15. Inflación en EE.UU. y China (2015-2019).



Fuente: Elaboración propia con datos de (Banco Mundial, 2021).

Después de la derrota en las urnas del expresidente Donald Trump y de la posesión del recién elegido presidente Joe Biden, las relaciones entre Estados Unidos y China podrían tomar un rumbo diferente, pues el nuevo presidente estadounidense ha mencionado que desmantelaría algunas de las medidas propuestas por su antecesor.

A la fecha, sin embargo, Biden no ha desmantelado los aranceles, y es posible que se mantengan las tensiones entre ambos países, enfrentados sin duda en una profunda disputa por el liderazgo mundial. Incluso si se desmantelen las medidas arancelarias, muchos de los daños que causó la guerra comercial difícilmente podrán ser resarcidos, en especial es sectores como el agrícola y el manufacturero, los más afectados, que demorarán algunos años en recuperar el ritmo de crecimiento que venían alcanzando.

Referencias

Banco Mundial. (07 de marzo de 2021). *Estadísticas del Banco Mundial*. Recuperado en marzo de 2021 <https://www.bancomundial.org/es/home>

Gil, T. (01 de febrero de 2021). *Estados Unidos vs. China: ¿Puede la relación entre Pekín y Washington recuperarse tras cuatro años de Donald Trump?* Recuperado en marzo de 2021 <https://www.bbc.com/mundo/noticias-internacional-55805132>

- Montes, S. (4 de agosto de 2018). *La guerra comercial de Estados Unidos afecta a empresas como BMW y General Electric*. Recuperado en marzo de 2021 <https://www.larepublica.co/globoeconomia/la-guerra-comercial-de-estados-unidos-afecta-a-empresas-como-bmw-y-general-electric-2756498>
- Orgaz, C. (27 de septiembre de 2019). *Guerra comercial: por qué a Estados Unidos y a China les interesa poner fin a la disputa*. Recuperado en marzo de 2021 <https://www.bbc.com/mundo/noticias-internacional-49784510>
- Plazas, N. (17 de agosto de 2020). *EE.UU. endurece las medidas que dificultan el acceso de Huawei a chips nacionales*. Recuperado en marzo de 2021 <https://www.france24.com/es/20200817-eeuu-china-huawei-guerra-comercial>
- Price, E. (2 de abril de 2018). *These are the 128 U.S. products China is enacting tariffs on*. Recuperado en marzo de 2021 de <https://fortune.com/2018/04/02/china-tariffs-128-us-products/>

Capítulo 2

La perspectiva interna

Jesús Botero García⁷

Tras generar la violenta caída del **15,8 %** en el PIB del segundo trimestre de 2020, los efectos de la crisis del COVID-19 se fueron atenuando, para cerrar el año con un decrecimiento del **3,6 %** en el cuarto trimestre, y un resultado acumulado del **-6,8 %** en el año.

Tabla 3. Evolución del PIB por gasto. Tasa de crecimiento porcentual.

	2020				
	TRIM 1	TRIM 2	TRIM 3	TRIM 4	TOTAL
Consumo final	3,1	-11,9	-6,7	-0,8	-4,1
Hogares	3,2	-15,4	-9,0	-2,2	-5,8
Bienes durables	4,6	-29,9	-3,5	8,6	-4,3
Bienes no durables	12,9	4,1	3,9	3,4	6,0
Bienes semi durables	-4,5	-38,8	-19,6	-8,6	-16,8
Servicios	-0,9	-20,0	-13,8	-4,9	-9,9
Gobierno	2,5	3,9	3,8	4,0	3,7
Formación Bruta Capital	-9,8	-38,9	-19,1	-17,1	-21,2
FBKF	-8,8	-39,6	-20,0	-16,1	-21,1
Vivienda	-17,8	-40,1	-28,9	-26,0	-28,2
Otros edificios y estructuras	-10,6	-45,8	-31,5	-28,1	-29,1
Maquinaria y equipo	-2,6	-38,2	-2,9	0,5	-10,5
Recursos biológicos cultivados	0,4	1,8	-4,3	2,6	0,1
Productos de propiedad intelectual	0,2	-16,8	-10,5	-7,2	-8,6
Exportaciones	0,2	-25,8	-22,1	-20,9	-17,4
Importaciones	-2,0	-30,9	-22,4	-15,6	-18,0
PIB	0,7	-15,8	-8,5	-3,6	-6,8

Fuente: DANE. Cálculos propios.

La mayor contracción se dio en la Formación Bruta de Capital, que se redujo un **21,2 %**, con profundas caídas en la construcción de vivienda y de otras obras e infraestructura (**-28,2 %** y **-29,1 %**, respectivamente) y con una reducción importante también en la inversión en maquinaria y equipo, del **-10,5 %**.

⁷ Jesús Botero García, profesor del Departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: jabotero@eafit.edu.co.

El consumo privado se contrajo en un **5,8 %**, jalonado por el consumo de bienes semi durables (con un registro negativo del **16,8 %**), en tanto que el gasto público compensó parcialmente la caída en el consumo total, mostrando una tasa de crecimiento positiva del **3,7%**.

Las exportaciones se vieron fuertemente afectadas, cayendo el **17,4 %**, pero las importaciones se contrajeron también en un **18 %**, mitigando el impacto sobre el equilibrio externo del país.

Las ramas productivas más afectadas fueron, en su orden, la construcción, el comercio y la minería, las primeras por la caída de la demanda interna, en tanto que la tercera, afectada primordialmente por una contracción del comercio mundial de bienes y servicios, que el Fondo Monetario Internacional estimaba en el **9,6 %** en su actualización de perspectivas económicas de enero pasado⁸.

Tabla 4. Tasas de crecimiento PIB trimestral. Por ramas. Porcentajes.

	TRIM 1	TRIM 2	TRIM 3	TRIM 4	TOTAL
Producción agropecuaria	6,4	-0,4	2,0	3,4	2,8
Minería	-3,0	-21,6	-18,7	-19,3	-15,7
Industria	-0,2	-23,9	-6,9	-0,3	-7,7
Electricidad, gas y agua	3,4	-8,5	-4,2	-0,9	-2,6
Construcción	-15,1	-40,6	-27,3	-27,7	-27,7
Comercio	1,0	-34,8	-22,1	-7,3	-15,8
Información y comunicaciones	1,1	-5,6	-2,4	-3,9	-2,7
Actividades financieras	2,3	1,1	2,1	2,9	2,1
Actividades inmobiliarias	2,4	1,7	1,8	1,8	1,9
Actividades profesionales y administrativas	2,5	-10,5	-5,7	-2,5	-4,1
Administración pública	2,2	-1,9	-0,2	3,3	1,0
Otras actividades	5,0	-33,4	-11,2	-7,3	-11,7
Valor agregado	0,6	-15,9	-8,6	-3,7	-6,9
Impuestos	1,3	-15,0	-8,0	-3,0	-6,1
PIB	0,7	-15,8	-8,5	-3,6	-6,8

Fuentes: DANE. Cuentas trimestrales.

La industria, que se contrajo fuertemente en el segundo trimestre, había recuperado casi un nivel anterior en el último trimestre del año, con una contracción del **0,3 %**, para un acumulado en el año del **-7,7 %**. Las actividades inmobiliarias y financieras mantuvieron registros positivos (**2,1 % y 1,9 %**), pero por supuesto, inferiores a los que exhibían antes de la crisis, cuando habían crecido **6,3 % y 3,3 %** respectivamente.

Fue sin duda un año complejo, tremendamente exigente con todos los sectores, en el que se afectaron tanto el bienestar de la población, por la vía del ingreso y del consumo, como

⁸ IMF (2021). World Economic Outlook Update. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/01/26/2021-world-economic-outlook-update>.

el potencial futuro de crecimiento, por la vía de la reducción en la inversión y el probable deterioro de la productividad, asociado a los daños experimentados por el aparato productivo.

Los resultados de 2021 dependerán fundamentalmente de tres factores: De la evolución de la pandemia, y de la respuesta pública en medidas de contención; del éxito en el despliegue de las vacunas; y del acceso a los mercados financieros internacionales, en el entorno de progresiva recuperación que se vaya presentando en el mundo, y en la igualmente progresiva normalización de las políticas expansivas.

El número de nuevos casos diarios se había venido reduciéndose desde finales de enero, aunque se observa un repunte a partir de marzo 9, que ha llevado a superar de nuevo del nivel de los 4.000 nuevos casos diarios. El proceso de vacunación avanza con lentitud, pero se ha llegado ya al primer millón de vacunados Y se esperan sustanciales avances en las próximas semanas.

Las políticas públicas se han ido adaptando a tales trayectorias, y en este sentido, no parece probable que se implementen de nuevo restricciones generales estrictas a la movilidad que afecten la progresiva recuperación de los sectores productivos más golpeados por la pandemia, aunque probablemente, en algunas ciudades, se implementen restricciones parciales.

En ese orden de ideas nuestros pronósticos indican que el crecimiento en 2021 podría estar entre el **4 %** y el **6 %**, con un valor de referencia de **5,1 %** en lo relativo a la tasa de crecimiento del PIB, como lo muestra la **Tabla 4**.

El modelo de Nowcast prevé todavía un crecimiento negativo en el primer trimestre, pero en el segundo semestre la tasa será seguramente positiva, por el efecto combinado de la recuperación en curso y la bajas base comparación. Para el segundo semestre, la tasa de crecimiento se nivelaría en torno al **5 %**, para cerrar el año en una tasa del **5,1 %**.

Tabla 5. Crecimiento PIB trimestral proyectado.

	2020	2021		
		BASE	OPTIMISTA	PESIMISTA
Trimestre 1	0,7	-0,5	0,5	-1,0
Trimestre 2	-15,8	10,9	13,0	8,5
Trimestre 3	-8,5	5,9	6,5	5,0
Trimestre 4	-3,6	5,0	5,1	4,0
Total año	-6,8	5,1	6,0	4,0

Fuente: cálculos propios. Modelo de equilibrio general.

El crecimiento deberá estar jalonado por el sector de la construcción, pero seguirá siendo importante el crecimiento del sector agropecuario, que tiene en los momentos actuales una magnífica ventana de oportunidades, que deberá ser aprovechada. La recuperación será visible también para el comercio, y la industria recuperará parte de caída experimentada en 2020, alcanzado tasas de crecimiento superiores al **5 %** en el año en curso. Un escenario plausible de crecimiento sectorial se presenta en la **Tabla 6**.

Tabla 6. PIB por ramas de actividad económica.

RAMA	2019	2020	2021
Producción agropecuaria	2.3	2.8	7.7
Minería	1.7	-15.7	-2.1
Industria	1.1	-7.7	5.4
Electricidad, gas y agua	2.5	-2.6	3.8
Construcción	-1.8	-27.7	19.6
Comercio	3.7	-15.8	9.0
Información y comunicaciones	1.1	-2.7	3.0
Actividades financieras	6.3	2.1	2.6
Actividades inmobiliarias	3.3	1.9	2.8
Actividades profesionales y administrativas	3.4	-4.1	2.9
Administración pública	5.1	1.0	3.4
Otras actividades	13.1	-11.7	6.8
Valor agregado	3.2	-6.9	5.3
Impuestos	4.4	-6.1	3.4
PIB	3.3	-6.8	5.1

Fuente: Datos históricos DANE, proyecciones Grupo de Coyuntura.

Fundamentalmente, el crecimiento dependerá, de la inversión, que tras la caída del **21,1%** en 2020, deberá mostrar un crecimiento de dos dígitos, propiciado tanto por la inversión en vivienda y en infraestructura, como por la inversión en maquinaria y equipo, en la que siguen vigentes estímulos importantes, como el descuento del IVA en la compra de activos fijos. El consumo privado recuperará su dinamismo, y las importaciones crecerán de nuevo, conforme se dinamice la demanda interna. La **Tabla 7** resume nuestras proyecciones del **PIB** desde el punto de vista de gasto.

Tabla 7. PIB por tipo de gasto.

	2019	2020	2021
Consumo final	4,2	-4,1	4,9
Hogares	3,9	-5,8	5,1
Gobierno	5,3	3,7	4,0
Formación Bruta Capital	3,8	-21,2	15,2
FBKF	3,1	-21,1	15,6
Vivienda	-8,4	-28,2	13,1
Otros edificios y estructuras	2,9	-29,1	12,7
Maquinaria y equipo	12,3	-10,5	21,3
Recursos biológicos cultivados	4,9	0,1	0,9
Productos de propiedad intelectual	1,6	-8,6	5,6
Exportaciones	3,1	-17,4	-8,6
Importaciones	7,3	-18,0	5,0
PIB	3,3	-6,8	5,1
Demanda interna	4,1	-7,6	6,7

Fuente: cálculos propios. Datos de DANE

Pero hay tres temas que resultarán cruciales para el futuro, y que deberán ocupar la atención de las autoridades económicas:

1. El ajuste de las finanzas públicas: Aunque la regla fiscal está suspendida por dos años, 2020 y 2021, para 2022 será necesario tener un panorama claro de la evolución del endeudamiento público, ajustando los gastos a niveles sostenibles y generando rentas fiscales adecuadas, para impedir el desborde de la deuda. Las reformas que se implementen en tal sentido deben ser percibidas de manera adecuada en los mercados financieros internacionales, y deben garantizar que el país mantenga el grado de inversión en la evaluación que hagan las agencias calificadoras de riesgo.
2. Debe avanzarse de manera decidida en un proceso de transformación productiva, que aproveche las condiciones excepcionales de reacomodo en la globalización, generadas a partir de la disrupción profunda de las cadenas de valor globales. Esas disrupciones, generadas por el efecto combinado de la pandemia, de las tensiones comerciales entre China y Estado Unidos, y del despliegue de nuevas tecnologías propiciado por la Cuarta Revolución Industrial, significan una oportunidad única para países como Colombia, débilmente integrados a la globalización, y dependiente por ello de exportaciones de *commodities*.
3. Por último, el país tiene una oportunidad única para repensar sus sistemas de aseguramiento colectivo y de protección social a los ciudadanos ante los riesgos de enfermedad, vejez y precariedad económica. La pandemia ha hecho visibles grandes debilidades de esos sistemas de aseguramiento, y ha puesto de presente situaciones de pobreza y de exclusión social, que harían inviable el acuerdo social. La conciencia colectiva que se ha generado debería ser el punto de partida de reformas futuras que viabilicen nuestro futuro como sociedad.

Capítulo 3

Nowcast de la actividad económica en 2021 Q1 a partir de indicadores líderes y Google (*Trends & Mobility*)

Alejandra Arteaga⁹

Isaac Hurtado¹⁰

Sara Gómez¹¹

Diego Montañez-Herrera¹²

El retraso en la publicación de datos de variables macroeconómicas clave presenta una limitación para los tomadores de decisiones al restringir su capacidad para evaluar con precisión las condiciones actuales. Estos lapsos de tiempo hacen que el *Nowcast* (predicción inmediata) sea de vital importancia para evaluar el estado de la economía en tiempo real. El problema es de mayor importancia en los mercados emergentes (Colombia), donde los retrasos en la publicación suelen ser más largos que en los países desarrollados.

La disponibilidad de datos permitiría a los responsables de la toma de decisiones observar las tendencias a medida que se desarrollan, puede mejorar la calidad de las evaluaciones económicas y, a su vez, las decisiones que informan. A lo anterior, se suma que una de las grandes lecciones de la pandemia a nivel mundial es la necesidad de contar con información oportuna, detallada y de alta frecuencia para la rápida respuesta por parte de las autoridades económicas y gobiernos.

En consecuencia, se presenta la forma de estimar el estado actual de la economía colombiana usando datos convencionales, como los indicadores líderes (venta de autos, despachos de cementos, índices de confianza, entre otros con frecuencia mensual), y datos no convencionales, como *Google Trends* y *Google Mobility* (con frecuencia semanal y diaria respectivamente) que son el complemento ideal de nuestro *Nowcast* EAFIT¹³ bajo un enfoque de *Machine Learning*.

⁹ Alejandra Arteaga, estudiante de pregrado en Economía e integrante del Grupo de Coyuntura, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: aarteagaa@eafit.edu.co.

¹⁰ Isaac Hurtado, magíster en Economía e integrante del Grupo de Coyuntura, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: ihurtado@eafit.edu.co.

¹¹ Sara Gómez, estudiante de pregrado en Economía e integrante del Grupo de Coyuntura, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: sgomez10@eafit.edu.co.

¹² Diego Montañez-Herrera, magíster en Economía de la Universidad EAFIT e integrante del Grupo de Coyuntura, adscrito a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. dfmontaneh@eafit.edu.co.

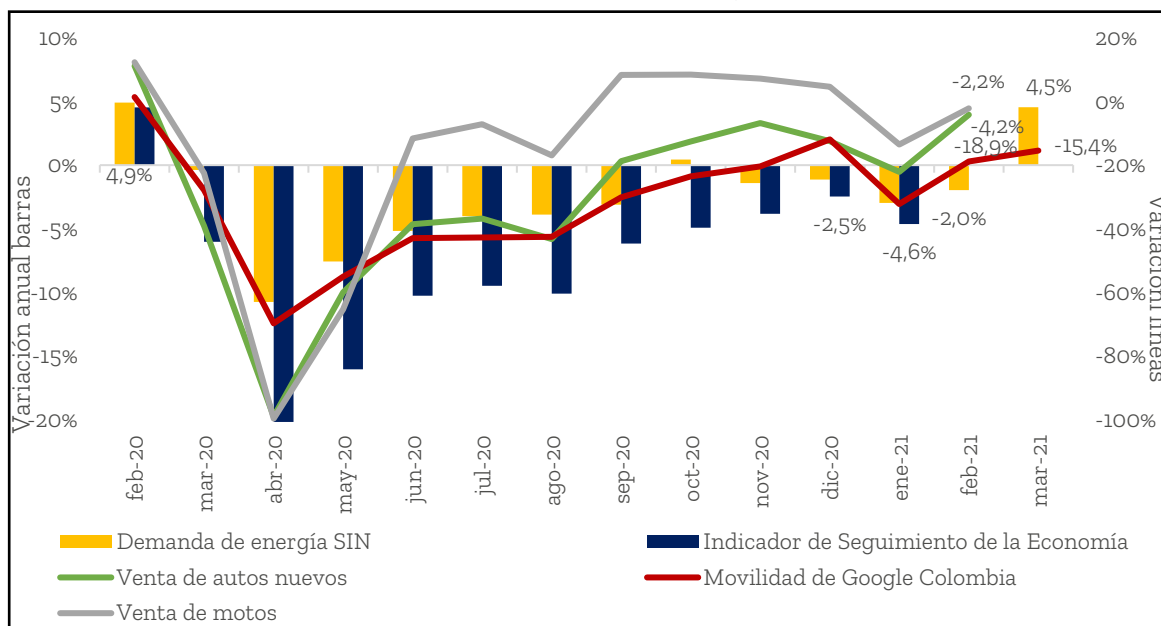
¹³ El *Nowcasting* EAFIT se entenderá como el conjunto de indicadores y variables económicas y financieras (actualmente 90 predictores) de alta frecuencia para pronosticar el PIB trimestral en Colombia de forma rápida, precisa y oportuna, que se alimenta de la información publicada por las entidades competentes.

Para ello, es de vital importancia conocer de forma oportuna la evolución de la actividad económica en el país. Así pues, se presentan los predictores de mayor importancia en el modelo que, a su vez, son indicadores líderes del PIB en el país, y cuentan con una publicación más oportuna, siendo esta, frecuencia mensual y/o diaria. El **Gráfico 16** muestra la evolución de cinco principales indicadores líderes que cuentan con altas correlaciones dinámicas con el PIB.

El eje izquierdo muestra el conjunto de predictores con menor variabilidad (las barras) como el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) y la demanda del Sistema Interconectado Nacional (SIN); mientras que en el eje derecho se observan las de mayor variación (líneas) como los nuevos autos y motos vendidos a nivel nacional y el índice de movilidad de Google Colombia.

Para las series mensuales del ISE: Autos, motos y demanda de energía, se toma la variación anual (mes 2021 vs. mismo mes de 2020). Mientras que la serie de movilidad se construye a partir de los reportes de Google Mobility para Colombia (línea azul), tomando el promedio mensual de la movilidad: *Retail, grocery and pharmacy, station* y *workplaces*.

Gráfico 16. Evolución de los principales predictores mensuales del PIB en tiempos de vacunación del COVID-19.



Fuente: Cálculos propios con datos del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), Google Mobility (con datos hasta el 03 de marzo 2021), Andemos, Portal BI de XM (con datos hasta el 6 de marzo 2021).

La mayoría de los indicadores líderes muestran un importante repunte en febrero del 2021, lo que implica que la economía colombiana se recuperó de forma rápida de las nuevas medidas restrictivas implementadas en el país por la última gran ola de contagios y fallecimientos por la nueva cepa de SARS CoV 2 (más conocido como Coronavirus) en el primer mes del año. Esto enseña una clara evidencia de la resiliencia que desarrolló la economía el año anterior y la adaptación que debieron hacer las diferentes empresas e industrias para afrontar nuevos posibles escenarios de cuarentenas y restricciones de movilidad. En lo corrido de marzo de 2021, se experimenta una consolidación del repunte en materia económica, que, en parte, es un fenómeno estadístico por las fuertes caídas en el mismo período del año inmediatamente anterior.

Es importante destacar que, aunque la mayoría de las variables a febrero siguen en terreno negativo, como los autos vendidos (-4,2 %), motos vendidas (-2,2 %), la demanda de energía (-2,0 %) y el índice de movilidad Google (-18,9 %); son los mejores registros presentados desde marzo del 2020, lo que muestra que se volvió a retomar la senda de recuperación de la actividad económica hacia niveles de 2019, cuestión reflejada en la estimación del Nowcast EAFIT.

Hoy en día, existen diversas formas de recolectar datos para conocer el estado actual de la economía. En 2009, Google comenzó a publicar las consultas de búsqueda de sus usuarios a través de una interfaz de acceso público. La rápida expansión de Internet en todos los aspectos de la vida moderna, junto con el dominio de Google en el mercado de los motores de búsqueda, se convierten en un actor vital. Cuando Internet se convierte en una parte indispensable de la vida diaria moderna, la indicación de la búsqueda de palabras clave se ha convertido en un indicador importante para que todos se den cuenta de la evolución social, económica y tecnológica.

En este orden de ideas, seleccionamos un conjunto de palabras clave, 13 en total, para construir un modelo estándar dinámico de factores con frecuencia semanal. Para ello, calculamos las correlaciones dinámicas con el ISE, teniendo en cuenta que este tiene una correlación dinámica con el PIB mayor del 98 %. Se toma el promedio mensual y se usa el tradicional filtro de *Holdrick-Prescott*. A continuación, se presentan los resultados:

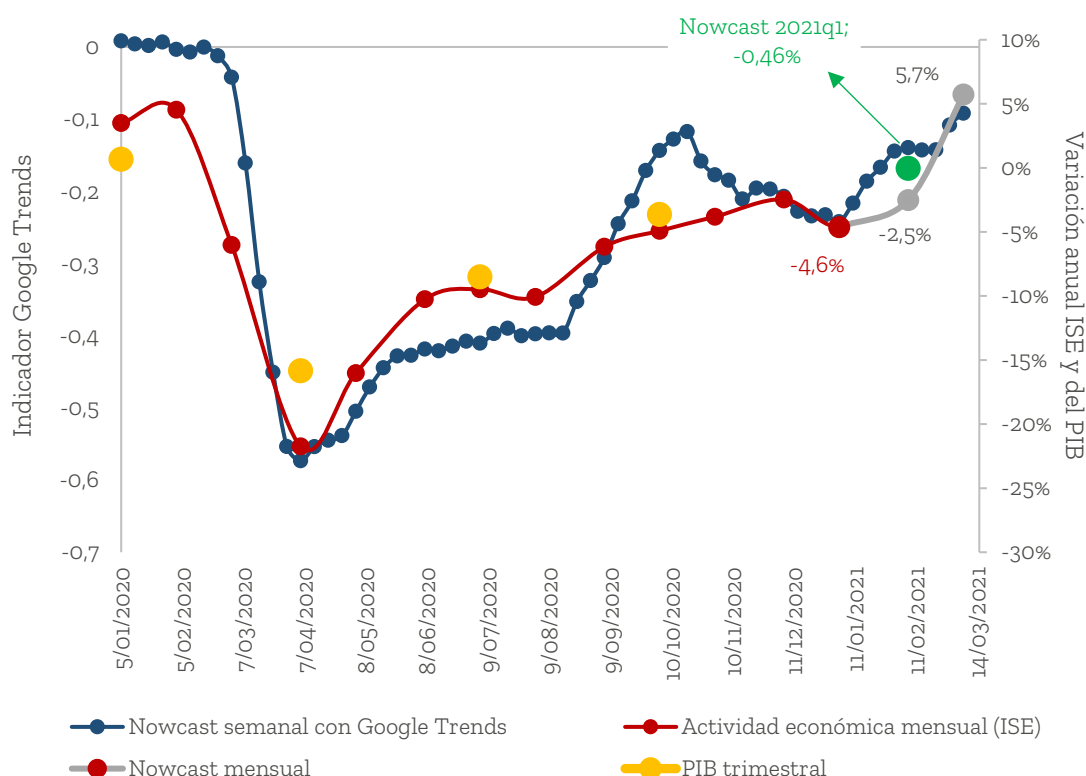
Tabla 8. Correlaciones dinámicas de las condiciones cíclicas de la economía respecto a palabras claves de Google Trends Colombia.

Correlaciones dinámicas más altas del conjunto de información respecto al ISE, enero 2016 - febrero 2021											
Variables	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
Hotel	-0,27	-0,19	0,05	0,37	0,69	0,89	0,78	0,52	0,28	0,06	-0,17
Restaurante	-0,18	-0,13	0,11	0,42	0,73	0,84	0,64	0,43	0,28	0,03	-0,22
Visa	-0,09	-0,03	0,01	0,28	0,65	0,83	0,74	0,51	0,32	0,15	-0,02
Vuelos	-0,38	-0,27	0,04	0,34	0,60	0,82	0,75	0,53	0,29	0,00	-0,18
Domicilios	0,06	-0,09	-0,14	-0,33	-0,69	-0,77	-0,54	-0,28	-0,13	0,07	0,20
Apartamento	0,10	0,08	0,05	0,36	0,69	0,62	0,22	-0,13	-0,24	-0,26	-0,25
Usados	0,03	0,03	0,03	0,32	0,66	0,63	0,21	-0,18	-0,30	-0,32	-0,36
Carro	-0,02	-0,07	0,00	0,25	0,57	0,66	0,36	0,00	-0,11	-0,16	-0,28
Automóvil	-0,11	-0,19	-0,04	0,24	0,54	0,64	0,40	0,11	0,01	-0,07	-0,20
Motocicleta	-0,07	-0,20	-0,20	0,06	0,39	0,59	0,31	-0,07	-0,12	-0,08	-0,14
Moto	-0,01	-0,07	0,02	0,28	0,57	0,58	0,18	-0,19	-0,19	-0,13	-0,16
Empleo	0,04	0,00	-0,18	0,02	0,39	0,51	0,37	0,18	0,07	-0,01	-0,10
Ropa	-0,11	-0,04	0,23	0,39	0,39	0,21	-0,08	-0,29	-0,27	-0,18	-0,18
SOAT	-0,07	-0,21	-0,06	0,19	0,35	0,33	0,12	0,00	0,01	0,06	0,06
Procíclica y contemporánea				Procíclica y adelantada				Anticíclica y contemporánea			

Fuente: Estimación de los autores realizada en Stata.

Con el fin de conocer el estado actual de la economía, construimos un Índice de la Actividad Económica de Tendencias de Google (IAEG) utilizando consultas de búsqueda para Colombia (ver **Tabla 8**), incluyéndose como regresores en una familia de modelos simples de dinámica de factores (de orden 2) de predicción inmediata (Nowcast). Nuestros resultados muestran que los modelos que incorporan la búsqueda de Google superan las especificaciones de referencia de la competencia en ejercicios de predicción inmediata tanto dentro como fuera de la muestra. En este sentido, a continuación, se muestra el primer cálculo del **IAEG** para Colombia (siendo la línea de color azul) y el **ISE** total (línea roja) y su proyección los puntos grises.

Gráfico 17. Nowcast semanal a partir de Google Trends.



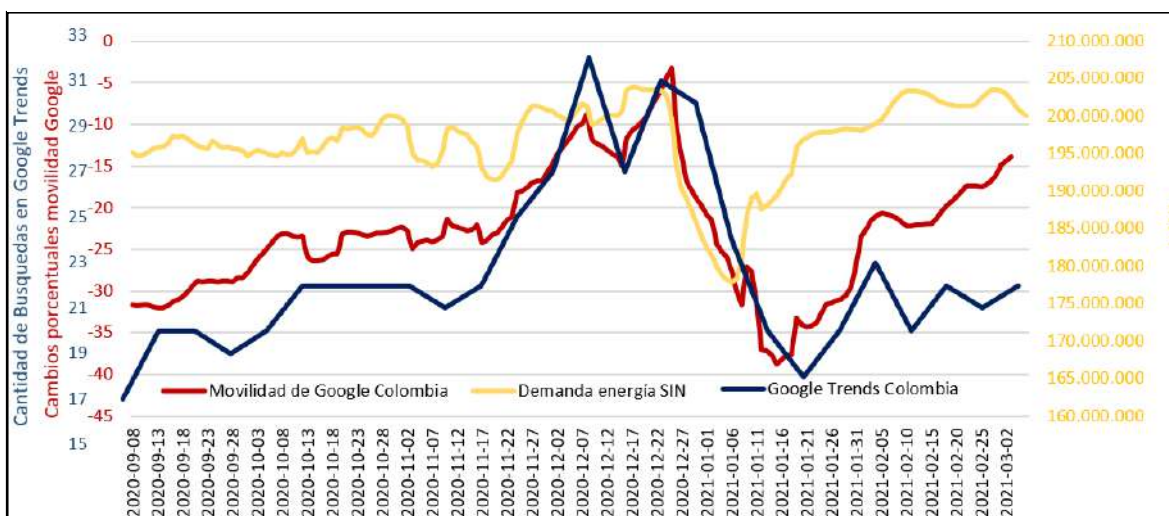
Fuente: Cálculos propios con datos de DANE & Google Trends (con datos hasta el 7 de marzo 2021). Estimación propia en Python.

Como se puede observar, las palabras claves son importantes para la predicción del **ISE** en Colombia, puesto que son buenos indicios de los intereses y expectativas de los hogares y personas naturales, quienes son los principales agentes determinantes de la dinámica económica. Al ser una primera aproximación, es posible ajustar el modelo con criterios bayesianos y con la incorporación de otras palabras claves, lo que sugiere que los datos de Google son una fuente prometedora de información para los componentes de Nowcast del **PIB** en modelos a corto plazo, un ejercicio que lo dejamos para futuros informes. Finalmente, presentamos los altos de alta frecuencia que reflejan el estado más actual de la economía (ver

Gráfico 18), por un lado, tenemos los de frecuencia diaria el promedio móvil de la movilidad de Google Colombia (línea roja medida en cambios porcentuales respecto a enero 2020) y la demanda de energía SIN de Colombia (línea amarilla medida en KWH); mientras por frecuencia semanal tenemos el promedio de las palabras clave de Google Trends (línea verde).

Se evidencia la importante recuperación que venía presentando las tres series a partir de septiembre en consonancia con la recuperación económica hasta diciembre, donde se experimentaron los más altos niveles de movilidad por las festividades navideñas y las mayores búsquedas en Google por parte de los hogares; fenómeno fuertemente revertido por las nuevas medidas implementadas a principio del año 2021, pero a medida que se iban flexibilizando dichas medidas, se recuperaba rápidamente la movilidad de Google, las búsquedas y la demanda de energía. En este orden de ideas, en febrero y lo corrido de marzo la caída de la actividad económica se sigue corrigiendo, en gran parte debido en gran parte al optimismo y el aumento en la confianza del consumidor y la industria, que se refleja en nuestro Nowcast más favorable desde el inicio de la

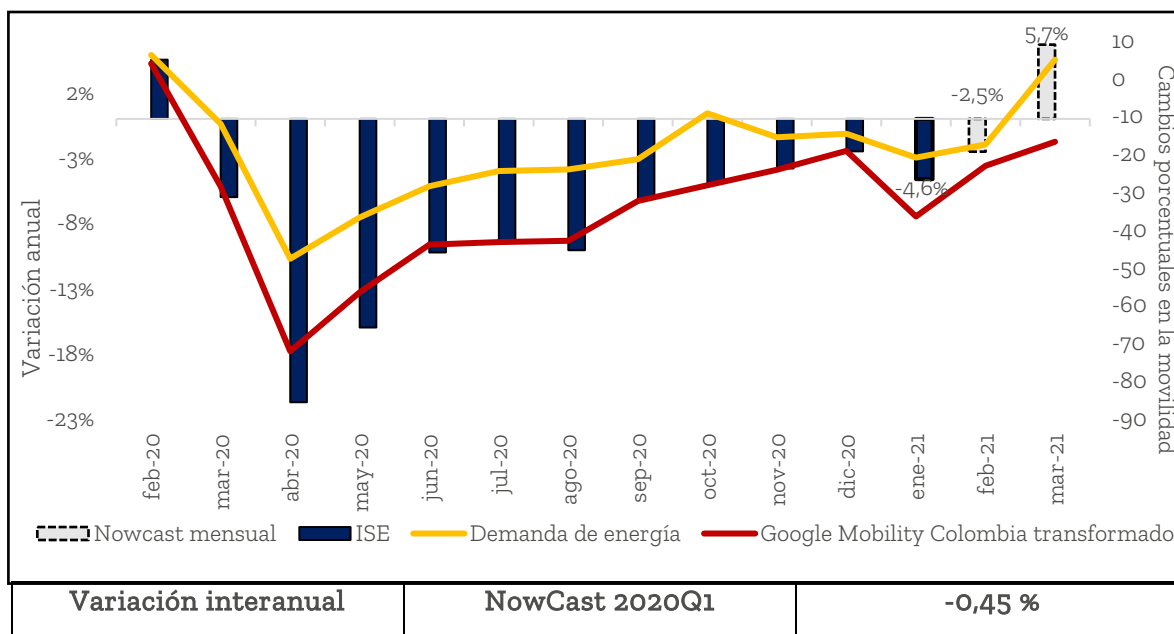
Gráfico 18. Datos de alta frecuencia: Movilidad de Google, demanda de energía y búsquedas de Google Trends Colombia.



Fuente: Cálculos propios con datos de Google Mobility (con datos hasta el 03 de marzo 2021), Google Trends (con datos hasta el 7 de marzo 2021) & Portal BI de XM (con datos hasta el 9 de marzo 2021).

En síntesis, la economía colombiana tocó fondo en el segundo trimestre 2020 con el -15,8 % y tuvo una importante recuperación en el tercer trimestre del -8,5 % que se completó con un mejor cuarto trimestre con apenas una caída del 3,5 %, para un total para el año del -6,8 %, la peor caída en la historia económica reciente. Teniendo en cuenta este resultado, y las medidas restrictivas implementadas en lo corrido del 2021, es fundamental conocer el estado actual del primer trimestre del 2021 para evidenciar si efectivamente la economía sigue la senda de recuperación. En este sentido, el Gráfico 19 presenta los resultados de estimación del NowCast del grupo coyuntura.

Gráfico 19. Resultados Nowcast del PIB Colombia en el primer trimestre del 2021.



Fuente: Estimación realizada en Python (Scikit-learn).

Se desarrolla un marco de predicción inmediata, basado en datos de macro y micro nivel con datos tanto convencionales como no convencionales, para proporcionar estimaciones más rápidas de la actividad económica real en Colombia. Se encuentra en nuestro Nowcast (marzo) una contracción estimada en el rango de **-1,5 % y 0,6 %**, con un valor más probable de **-0,464 %**, en el primer trimestre del 2021 en Colombia, debido a la importante y rápida recuperación de la mayoría del conjunto de predictores en febrero y lo corrido del mes de marzo, en consonancia con la recuperación económica.

En este primer ejercicio de integrar Nowcast EAFIT, *Machine Learning*, indicadores líderes del PIB de alta frecuencia y datos no convencionales (Google Trends y Google Mobility) se encuentran hallazgos interesantes para la construcción de un *tracker* semanal robusto, preciso y con información lo más anticipada posible para la economía colombiana. Lo que sugiere que el uso de Google Trends en el Nowcast podrían ser una parte importante del conjunto de herramientas de pronóstico macro de países emergentes, eliminando brechas de información que se presentan en la divulgación de información macroeconómica.

Referencias

- Asociación Nacional de Movilidad [ANDEMOS]. (2021). *Cifras y Estadísticas*. Recuperado en marzo de 2021 de <https://www.andemos.org/index.php/cifras-y-estadisticas-version-2/>
- Bolhuis, M. A., & Rayner, B. (2020). *Deus ex Machina? A Framework for Macro Forecasting with Machine Learning*. IMF Working Papers.

- Departamento Administrativo Nacional de Estadística [DANE]. (2021). *Estadísticas por Tema*. Recuperado en marzo de 2021 de <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema>
- Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo [Fedesarrollo]. (2021). *Encuestas de Opinión*. Recuperado en marzo de 2021 de <https://www.fedesarrollo.org.co/es/quienes-somos>
- Federal Reserve Economic Data [FRED]. (2021). *Economic data*. Recuperado en marzo de 2021 de https://www.google.com/search?q=fred+meaning+economics&rlz=1C1SQJL_esCO918CO918&oq=FRED+meani&aqs=chrome.5.69i57j0joi22i30l4joi10i22i30joi22i30l3.5335j0j4&sourceid=chrome&ie=UTF-8
- Fornaro, P., & Henri, L. (2020). Nowcasting Finnish Real Economic Activity: A Machine Learning approach. *Empirical Economics*, 58(1), 55–71.
- Google Mobility. (2021). *Informes de Movilidad Local*. Recuperado en marzo de 2021 de <https://www.google.com/covid19/mobility/>
- Google Trends. (2021). *Búsquedas de Consumo en Colombia*. Recuperado en marzo de 2021 de <https://trends.google.es/trends/explore?geo=CO&q=vehículos>
- Koop, G., McIntyre, S., Mitchell, J., & Poon, A. (2021). Nowcasting 'True' Monthly US GDP During the Pandemic. *Centre for Applied Macroeconomic Analysis [CAMA]*, 14. Recuperado en marzo de 2021 de <https://cama.crawford.anu.edu.au/publication/cama-working-paper-series/18361/nowcasting-true-monthly-us-gdp-during-pandemic>
- Portal BI Información Inteligente [XM]. (2021). *Históricos de demanda*. Recuperado en marzo de 2021 de <http://portalbissrs.xm.com.co/dmnd/Paginas/Historicos/Historicos.aspx>
- Sampi, J., & Jooste, C. (2020). *Nowcasting Economic Activity in Times of COVID-19: An Approximation from the Google Community Mobility Report* (No. 9247). Recuperado en marzo de 2021 de <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33794>
- Woloszko, N. (2020). *Tracking activity in real time with Google Trends* (No. 1634). Recuperado en marzo de 2021 de https://www.oecd-ilibrary.org/economics/tracking-activity-in-real-time-with-google-trends_6b9c7518-en

Capítulo 4

Inflación y política monetaria

Carlos Esteban Posada P.¹⁴

Liz Londoño-Sierra¹⁵

1. Inflación de febrero

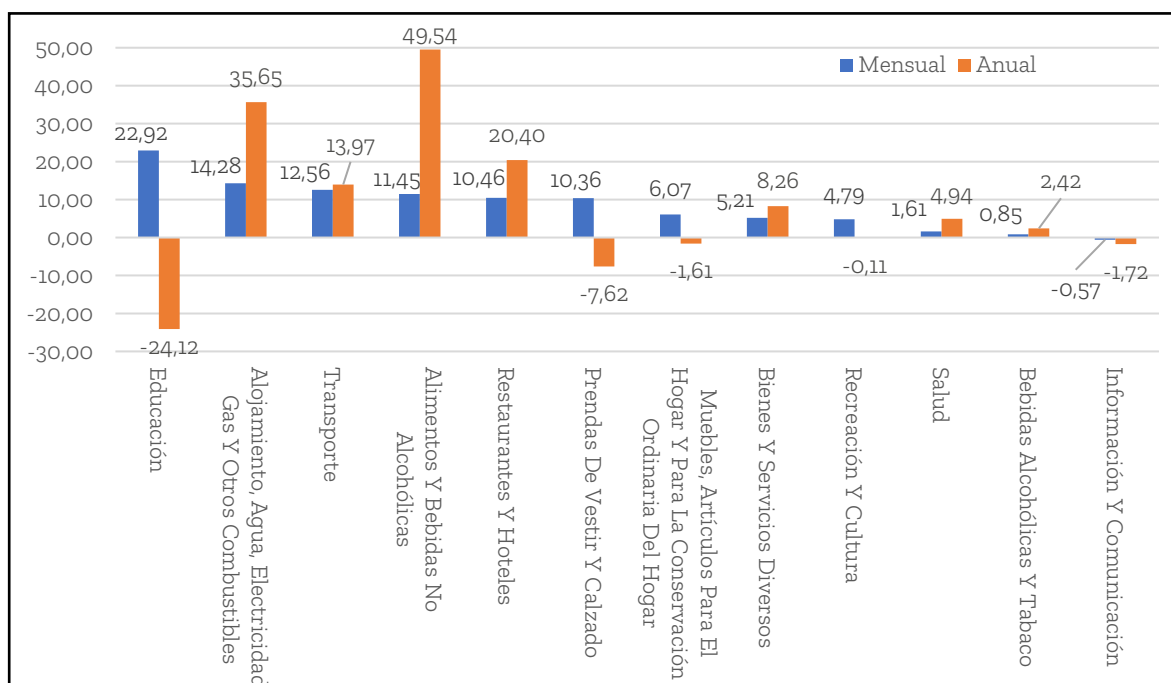
En el último año la inflación se redujo notablemente como consecuencia de la depresión ocasionada por la pandemia, pero también por las medidas tomadas por el Gobierno Nacional a raíz de ese extraordinario insuceso. La inflación anual en febrero fue **1,56 %** mientras que en el mismo mes del año anterior registraba **3,76 %**, **2,16 puntos** porcentuales por debajo. Sin embargo, a pesar de que la inflación de febrero estuvo por debajo del promedio histórico ya se observan los efectos de recuperación: en efecto, la inflación mensual fue **0,64 %** ligeramente inferior a la correspondiente al periodo comparable de 2020: **0,67 %**.

Se puede decir que hubo un retorno a la normalidad de un mes de febrero puesto que **82 %** de la contribución mensual a la inflación lo aportan: educación (**0,15 %**); alojamiento, agua, electricidad, gas y otros (**0,09 %**); transporte (**0,08 %**); y alimentos y bebidas no alcohólicas (**0,07 %**). Adicionalmente, es de anotar que los precios de los productos más icónicos en los días sin IVA, que en noviembre aportaron puntos negativos a la inflación, ya se corrigieron y aportaron puntos positivos en febrero; lo mismo puede decirse de los precios de rubros como las prendas de vestir y calzado, y restaurantes y hoteles. Como se puede observar en el **Gráfico 20**, la inflación en Colombia sigue siendo una inflación jalonada por alimentos y en lo que va corrido del año ya **alcanza 1,05 %**.

¹⁴ Carlos Esteban Posada, profesor del Departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: cposad25@eafit.edu.co.

¹⁵ Liz Londoño-Sierra, estudiante del doctorado en Economía, profesora del Departamento de Economía, miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: llondo11@eafit.edu.co.

Gráfico 20. Participación anual y mensual en la inflación de las divisiones del gasto para el mes de febrero.



Fuente: Departamento Nacional de Estadística – DANE- (Consultado 5 de marzo).

2. La coyuntura actual y una mirada al período 2005 - 2020

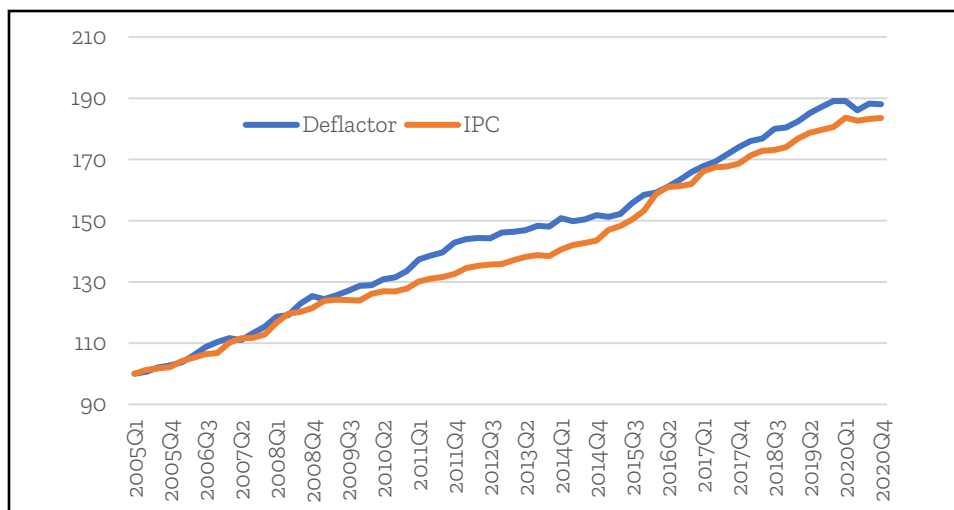
La inflación del año pasado, medida por la variación del índice de precios al consumidor, fue baja: **1,62 %**, bastante inferior al promedio de 2005 - 2020, que fue el **4,05 %** anual. Y medida por la variación del deflactor del **PIB**, la inflación colombiana fue **4,22 %**, ligeramente superior a aquella y también un poco más inestable (mayor variabilidad: [Tabla 9](#) y [Gráfico 21](#) y [Gráfico 22](#)).

Tabla 9. La inflación colombiana 2005 – 2020.

Indicador	Media	Desviación estándar
IPC	0,0405	0,0173
Deflactor del PIB	0,0422	0,0199

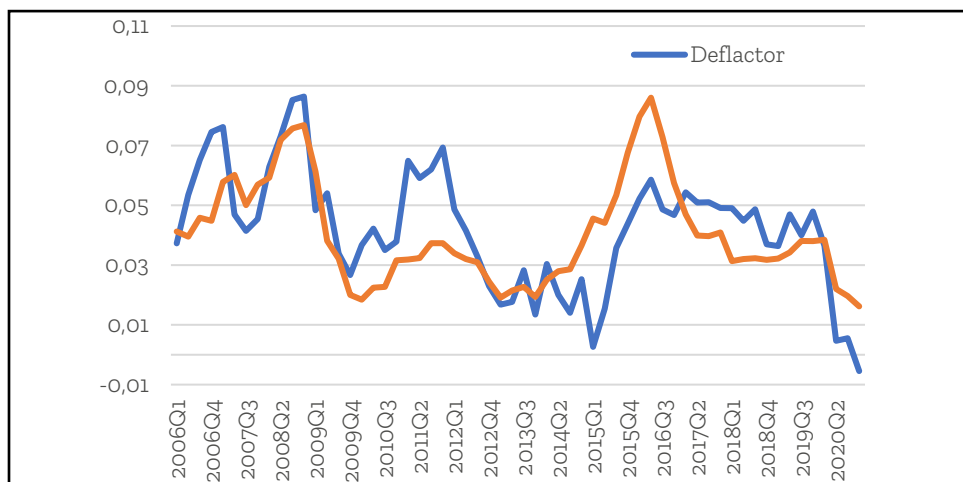
Fuente: DANE.

Gráfico 21. Dos indicadores del nivel general de precios de Colombia: el deflactor del PIB y el IPC. 2005: I – 2020: IV.



Fuente: DANE (Consultado 26 de febrero).

Gráfico 22. Dos tasas de inflación colombianas: según el deflactor del PIB y el IPC. Variaciones anuales 2006: Q1 – 2020: Q4.



Fuente: DANE (Consultado 26 de febrero).

Tanto en varios plazos cortos como en el largo plazo 2005 – 2020 los niveles generales de precios de Colombia han estado correlacionados positivamente con los correspondientes de Estados Unidos, corregidos estos con la tasa de cambio pesos/dólar (ver [Gráfico 23](#) y [Gráfico 24](#)). El sustento de esta afirmación puede entenderse mejor a partir de la siguiente identidad:

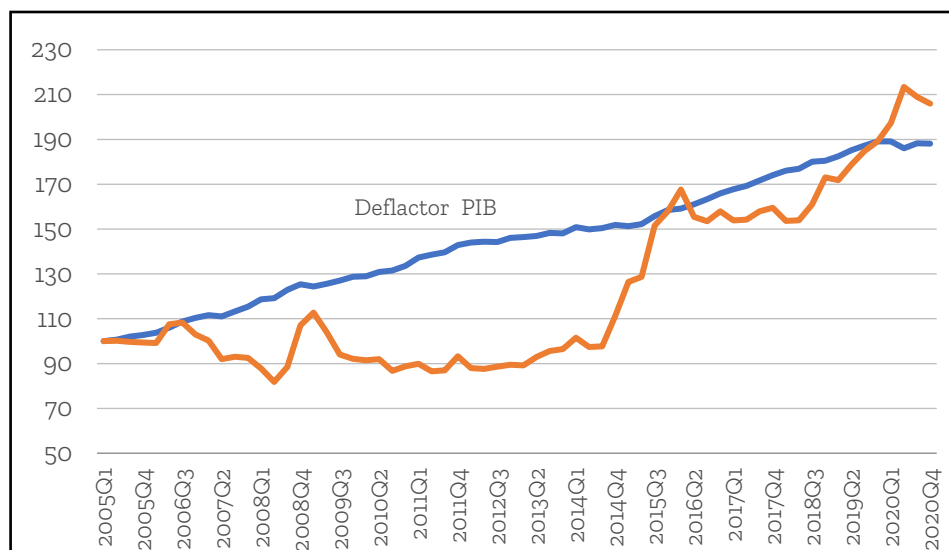
$$(1) P_{col} = P_{usa} * T * \lambda \Rightarrow \lambda = \frac{P_{col}}{P_{usa} * T}$$

Siendo: P_{col} , P_{usa} , T el índice de precios de Colombia, el índice de precios de Estados Unidos, y la tasa de cambio nominal del peso frente al dólar, respectivamente. El factor λ es un

“residuo” tal que permite la igualación del nivel de precios colombianos con el de Estados Unidos si este último se ajusta por la tasa de cambio nominal (para convertir precios en dólares a pesos colombianos) y por todos los demás elementos que puedan recogerse en tal residuo. Y, por definición, el factor λ es el inverso de la tasa de cambio real bilateral (en su expresión más agregada posible):

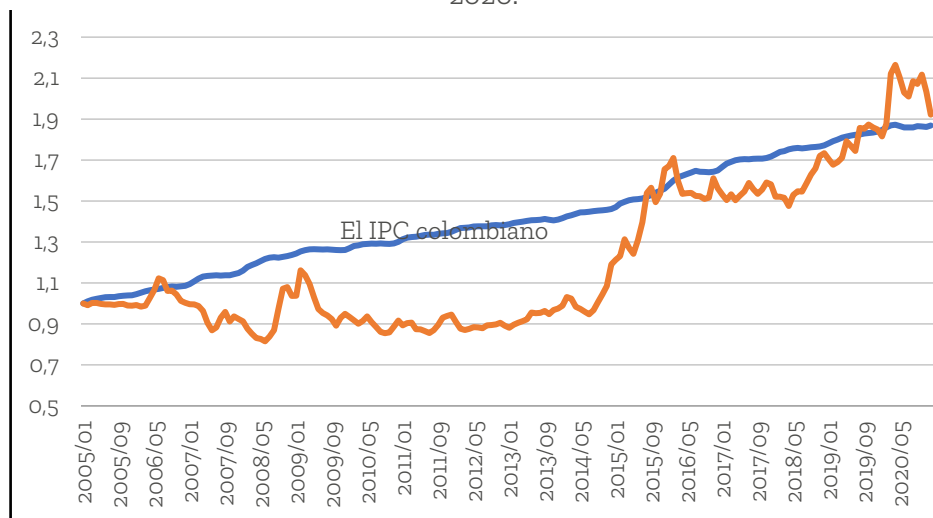
$$Tasa\ de\ cambio\ real = T * \frac{P_{usa}}{P_{col}}$$

Gráfico 23. El deflactor del PIB colombiano y el deflactor del PIB de Estados Unidos corregido por la tasa de cambio pesos/dólar. 2005 – 2020.



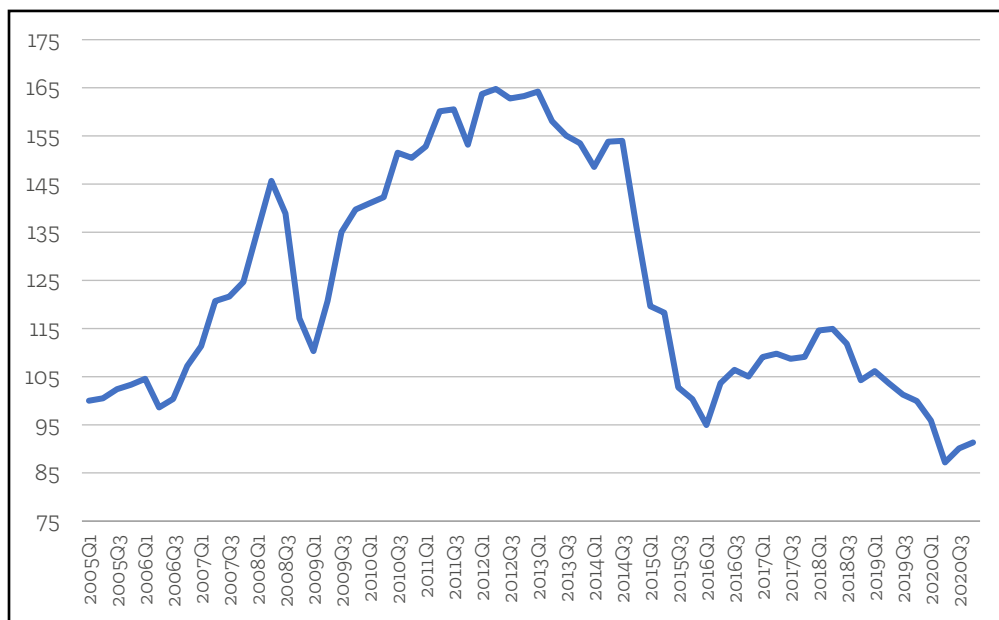
Fuentes: DANE y Federal Reserve Bank of St. Louis. Cálculos propios. (Consultado el 26 de febrero).

Gráfico 24. El índice de precios al consumidor colombiano y el índice de gastos de consumo de Estados Unidos corregido por la tasa de cambio pesos/dólar. 2005 – 2020.



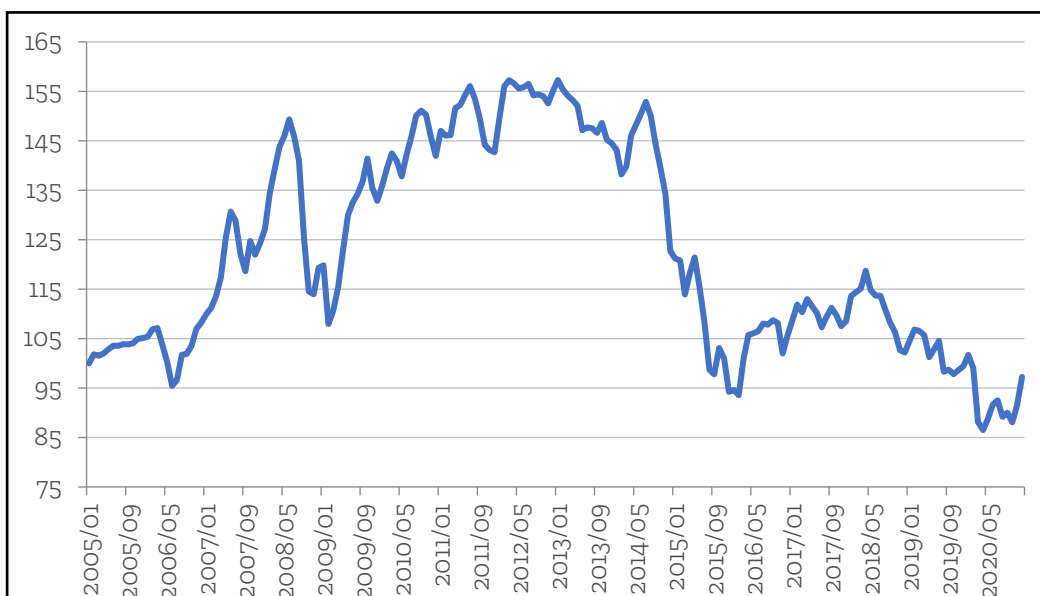
Fuentes: Cálculos propios. DANE y Federal Reserve Bank of St. Louis (consultado el 26 de febrero).

Gráfico 25. El factor λ ("el residuo") calculado con los deflatores del PIB. 2005 - 2020.



Fuente: Cálculos propios con base en cifras de DANE y *Federal Reserve Bank of St. Louis* (consultado el 26 de febrero).

Gráfico 26. El factor λ ("el residuo") calculado con los índices de precios del consumo. 2005 - 2020.



Fuente: Cálculos propios con base en cifras de DANE y *Federal Reserve Bank of St. Louis* (Consultado el 26 de febrero).

El **Gráfico 23**, **Gráfico 24**, **Gráfico 25** y **Gráfico 26** muestran que la tendencia al aumento del nivel general de precios de Colombia solo se correlaciona positivamente con un factor de índole también nominal: la tendencia al aumento del nivel general de precios de Estados Unidos corregido por la tasa de cambio nominal pesos/dólar. La única variable de índole real, el llamado **factor λ** (el residuo), no tiene tendencia creciente (**Gráfico 25** y **Gráfico 26**), así que no podríamos considerar que la inflación colombiana de 2005 – 2020, es decir, el incremento repetitivo y persistente del nivel general de precios, pueda explicarse por el comportamiento de largo plazo de una variable real (como λ o su inverso, la tasa de cambio real).

Lo anterior apoya una tesis: la inflación colombiana depende, en el largo plazo, de la política monetaria colombiana. En términos concretos y asociados a la ecuación 1, estamos afirmando que la política monetaria determina de manera simultánea, en el largo plazo, una tasa de depreciación nominal del peso y una tasa de inflación, y que la depreciación del peso fue tal que, sumada a la tasa de inflación de Estados Unidos, fue equivalente, en el largo plazo, a los niveles observados de la inflación colombiana. Si el país o sus autoridades monetarias hubiesen preferido una inflación de largo plazo inferior a la de Estados Unidos esto también se habría logrado y, entonces, habríamos logrado (y observado) una apreciación (nominal) del peso en el largo plazo.

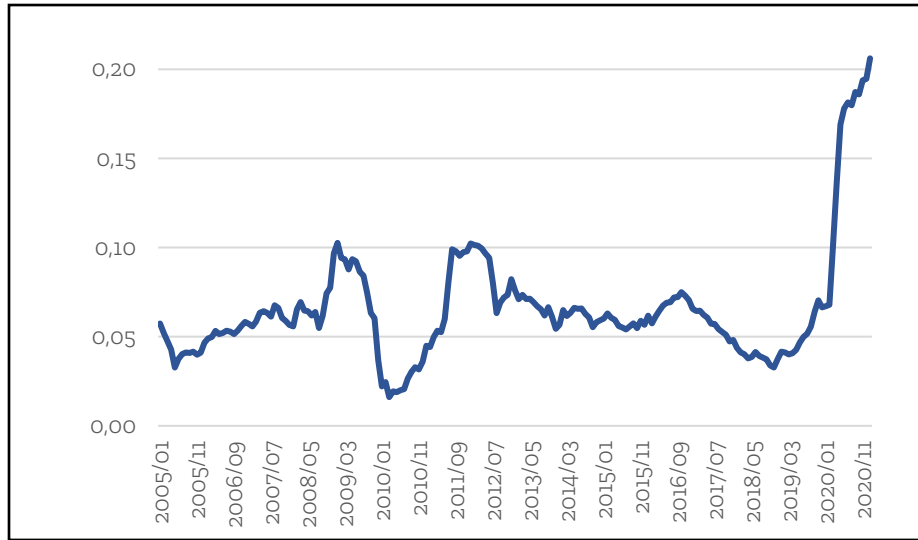
En el anexo reportamos los resultados de un análisis formal que deja en claro que la serie de la tasa de cambio real y , por ende, la de su inverso, el **factor λ** , fue estacionaria entre 2005 y 2020. Esto implica que la evolución de largo plazo (2005 - 2020) de la inflación ha sido ocasionada por factores nominales, no reales.

El principal canal de transmisión de la política monetaria es su influencia en el mercado de divisas, pero no por intervenciones directas en éste, que han sido modestas, sino a través del manejo de las tasas de interés de política y su influencia en los flujos de capital. El resultado de todo esto es la alteración de las tasas de depreciación (y apreciación) y , en el largo plazo, imponer un cierto movimiento de la tasa de cambio nominal.

La inflación de Estados Unidos, medida por el índice de gastos de consumo personal, fue **1,28 %** en 2020, y probablemente subirá en éste y los siguientes años (aunque nadie sabe con certeza cuando). Nos parece prudente prever que alcance la meta que se propuso la autoridad monetaria allí: **2 %** para todo el año 2021. Nuestra predicción se basa en la expansión monetaria (**$M2$**) sin precedentes durante los últimos 12 meses allí (**Gráfico 27**), en los cambios recientes de las expectativas de inflación en Estados Unidos (**Gráfico 28**) y en la evidente resistencia de la autoridad monetaria a frustrar de manera anticipada tal ascenso de expectativas por el temor a generar una crisis en el mercado de capitales (títulos de deuda y acciones) y una recesión¹⁶ (**Gráfico 29**). Si la política monetaria colombiana sigue siendo pasiva y laxa (**Gráfico 30**), también subirá la inflación en Colombia, en vista de lo anterior y del proceso de recuperación en marcha de las actividades económicas. Nosotros esperamos que esta se coloque en el rango **2,3 – 3,3 %** para todo 2021, y que la depreciación del peso frente al dólar esté entre **0 y 1 %**, también para todo 2021.

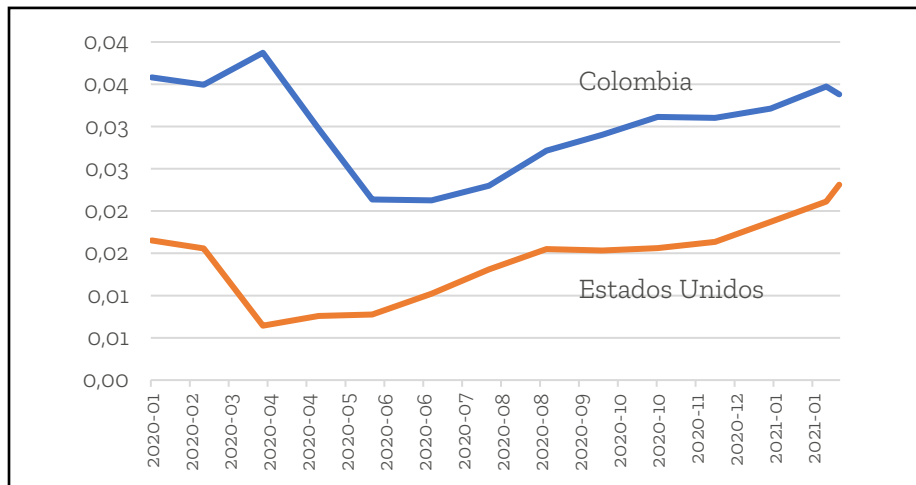
¹⁶ Más aún, la gran expansión de la deuda pública con respecto al PIB en Estados Unidos parece estar contribuyendo al aumento de las expectativas de inflación; ver al respecto: *Coibion et al.* (2021).

Gráfico 27. Tasa anual de crecimiento de la cantidad nominal de dinero (M2) en Estados Unidos. Enero 2006 – enero 2021.



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis. (consultado el 26 de febrero).

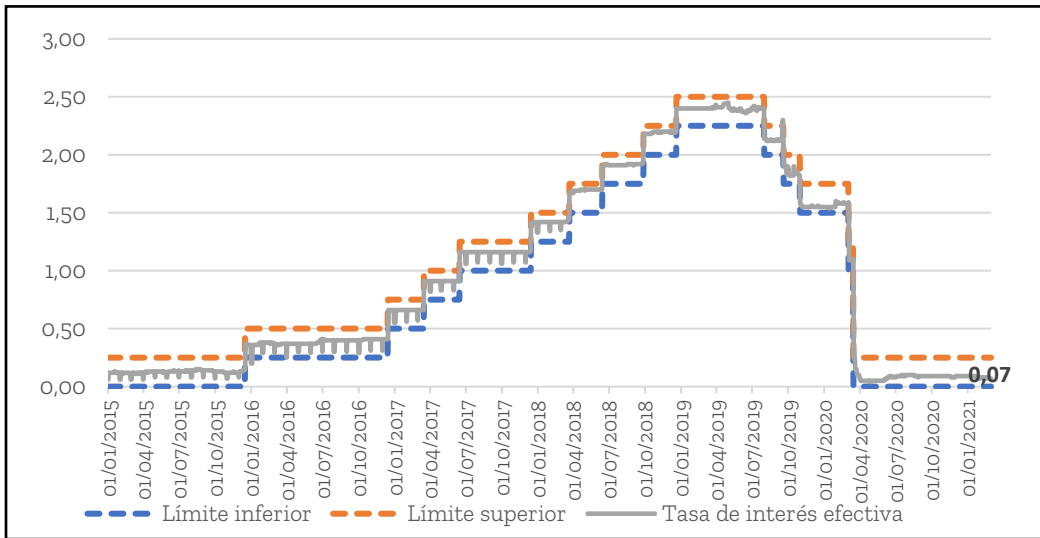
Gráfico 28. Tasas anuales esperadas de inflación (implícitas en las negociaciones de títulos de deuda pública) en Colombia y Estados Unidos para los próximos años.



Fuentes: Banco de la República y Federal Reserve Bank of St. Louis (consultado el 26 de febrero).

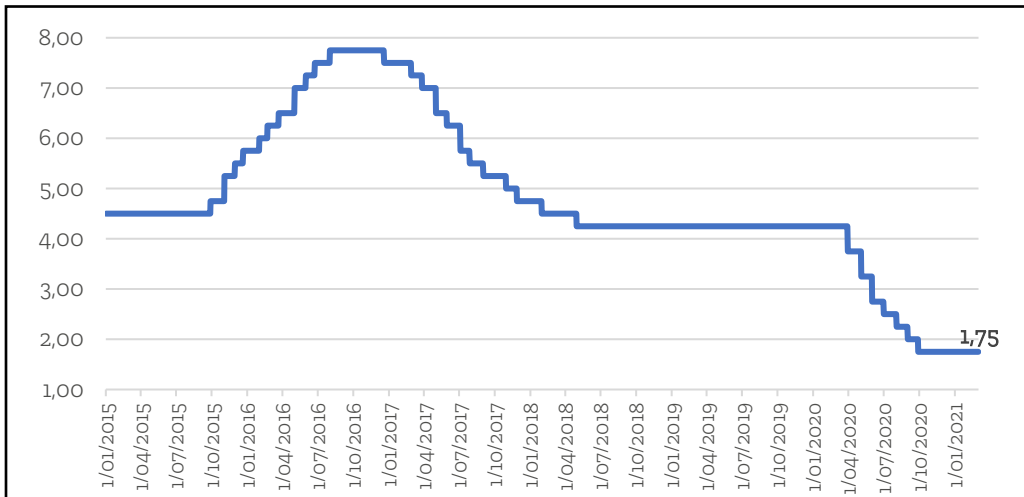
Los principales bancos centrales (Reserva Federal de Estados Unidos, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra y Banco de Japón) han señalado que esperan mantener una política monetaria laxa en los próximos años, inyectando liquidez a los mercados. Entonces, la pregunta que queda es ¿cómo evitar una crisis de endeudamiento (público y privado) con tan altos niveles de liquidez en un periodo de suspensión de las reglas fiscales?

Gráfico 29. Rango-meta y tasa de interés efectiva de los “fondos federales” en Estados Unidos. Enero 2015 – marzo 2021 (%).



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis (consultado el 3 de marzo)

Gráfico 30. Tasa de interés de política monetaria de Colombia. Enero de 2015 – marzo 2021 (%).



Fuente: Banco de la República (consultado el 3 de marzo).

3. Resumen y conclusiones

Es evidente que la inflación colombiana está retornando paulatinamente a sus comportamientos “normales”, es decir, a lo que se observaba en los años y meses inmediatamente anteriores a la llegada de la pandemia al país, según se deduce de las cifras de inflación de enero y febrero del presente año. Nosotros prevemos que la inflación para todo 2021 se ubique en el rango **2,3 - 3,3 %**, cuyo punto medio, **2,8 %**, sería nuestra predicción puntual,

aunque, evidentemente, éste es un pronóstico marcado por la incertidumbre asociada a la ocurrencia de eventos impredecibles.

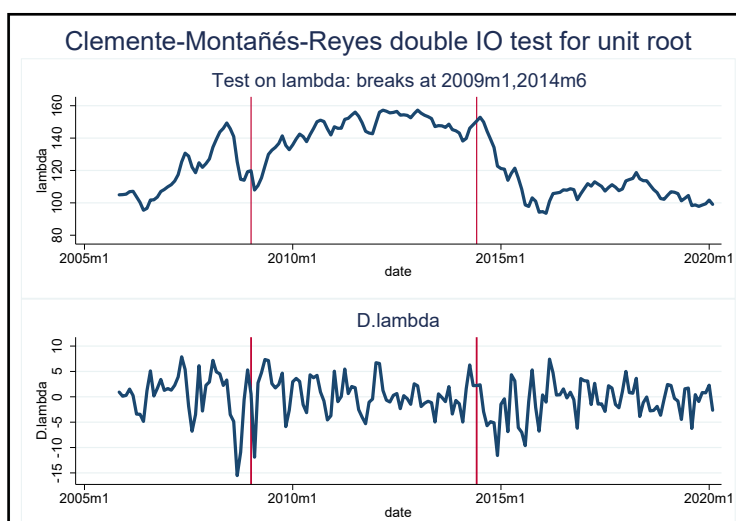
Nuestro análisis del período 2005 – 2020 nos lleva a concluir que en el largo plazo la inflación colombiana y la depreciación nominal del peso frente al dólar obedecen, en lo fundamental, a la política monetaria del país. Pero, dado el rango meta de inflación y lo que se puede prever para la inflación en los próximos 10 meses, nos parece altamente improbable que la política monetaria colombiana se endurezca al punto de volverse restrictiva. Creemos que esto solo sucedería en dos casos improbables antes de que finalice 2021: a) que la inflación colombiana se acercase bastante al techo del rango meta de inflación (**4 %**) o que la política monetaria del banco central de Estados Unidos se tornase restrictiva.

Anexo 3

Resultados de un examen econométrico

En lo que sigue nos referiremos a la variable λ calculada teniendo en cuenta los índices de precios al consumidor de Colombia y de gasto en consumo personal de Estados Unidos, corregido éste por la tasa de cambio nominal del peso frente al dólar. El comportamiento de esta variable se ve afectado, en el corto plazo, por la tasa de cambio nominal de Colombia como se puede observar en el **Gráfico 31**, y aquella variable parece presentar quiebres estructurales. Al implementar la prueba de raíz unitaria propuesta por Clemente, Montañés y Reyes (1997) se identifican dos quiebres: en enero de 2009 y junio de 2014. El primero, corresponde a la crisis de 2007-2009 y, el segundo, a la innovación en el mercado del petróleo más conocida como 'fracking' en Estados Unidos. Teniendo en cuenta dichos cambios estructurales los resultados de la prueba nos permiten concluir que λ es una variable estacionaria.

Gráfico 31. Test de raíz unitaria con doble cambio estructural. Clemente-Montañés-Reyes.



Fuente: cálculos propios (con el programa "STATA 15").

Referencias

Clemente, J. Montañés, A. y Reyes, M. (1998). *Testing for a Unit Root in Variables with a Double Change in the Mean*. *Economics Letters* 59: 175- 182. Recuperado en marzo de 2021 de [https://doi.org/10.1016/S0165-1765\(98\)00052-4](https://doi.org/10.1016/S0165-1765(98)00052-4)

Coibion, C. Gorodnichenko, Y. y Weber, M. (2021). *Fiscal Policy and Households' Inflation Expectations: Evidence from a Randomized Control Trial*. NBER Working Paper 28485. Recuperado en marzo de 2021 de https://www.nber.org/system/files/working_papers/w28485/w28485.pdf

Capítulo 5

Informe de coyuntura laboral

María José Bernal Gaviria¹⁷

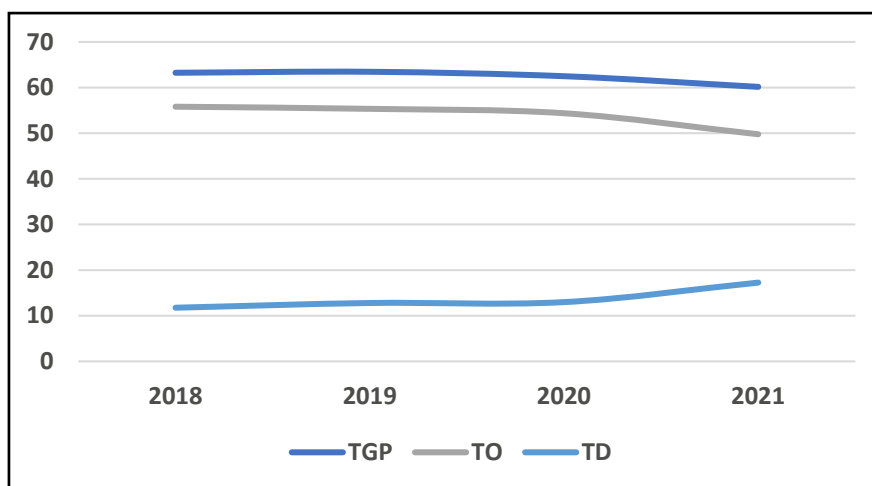
Durante el 2020 se evidenció una caída significativa en la tasa de desempleo especialmente en los meses entre mayo y agosto, allí rondó niveles del **20 %** hasta que la reapertura gradual de sectores permitió una recuperación paulatina del mercado laboral. La mayor parte del desempleo se concentró en zonas urbanas.

La cuarentena estricta sin previo aviso y sin certeza de cuándo tendría fecha de caducidad generó que las empresas retuvieran los puestos de trabajos las primeras semanas, aplicando mecanismos como vacaciones colectivas, teletrabajo o simplemente agotando el flujo de caja; pero esta medida no fue sostenible con el paso de los meses, especialmente para los sectores considerados "no vitales", cuya reapertura se aplazó en varias ocasiones.

La tasa anual de desempleo fue de **15,9 %** para el 2020, es decir, cinco puntos porcentuales más que el año anterior (2019) y con mayores compromisos en materia de crecimiento económico y recuperación estructural del empleo.

Si bien el desempleo venía en disminución a partir de agosto - septiembre que se dio la reapertura, los toques de queda continuos, las cuarentenas estrictas y las regulaciones de autoridades locales perjudicaron especialmente al sector comercio, cuyo peso en la generación de empleo es notable y más aún cuando se trata de la temporada decembrina. Esto se vio reflejado en el resultado de la tasa de desempleo para el mes de enero, que fue **17,3 %**, es decir, **4,3 %** más que el año anterior (**13,3 %**).

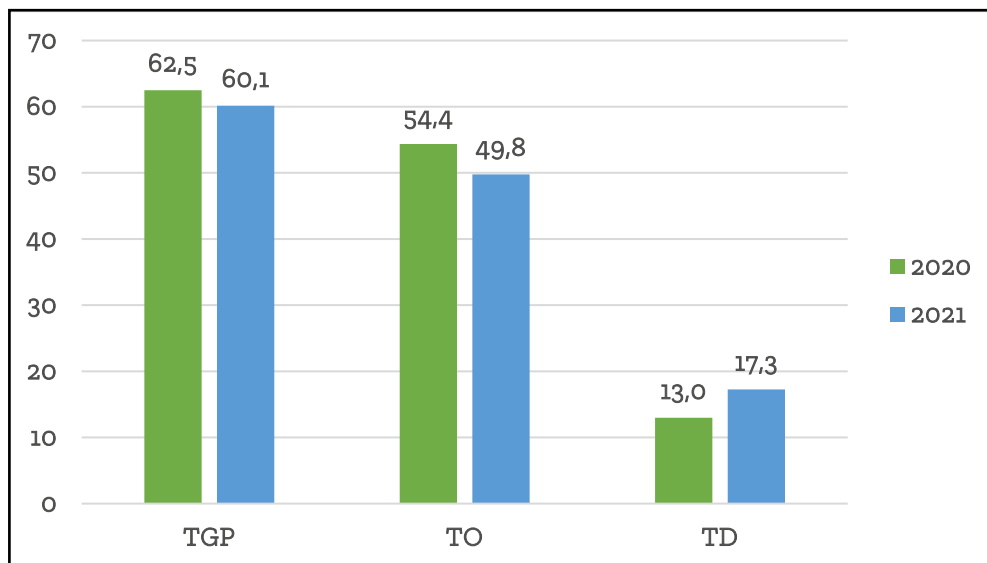
Gráfico 32. Desempleo total nacional. Enero 2010 - 2021



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del DANE.

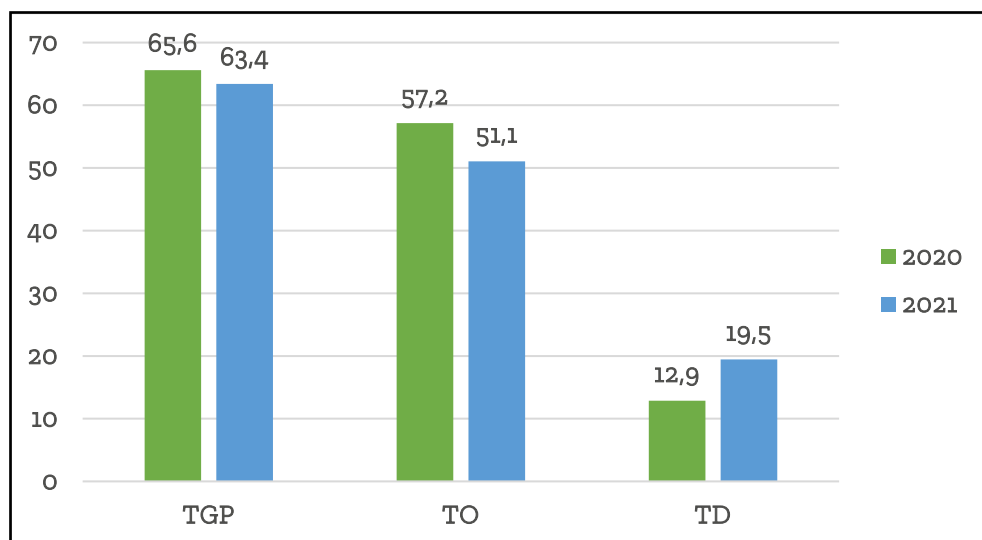
¹⁷ María José Bernal Gaviria, estudiante de la Maestría de Economía Aplicada y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: mbernal5@eafit.edu.co.

Gráfico 33. Tasa Global de Participación (TGP), Tasa de Ocupados (TO) y Tasa de Desempleados. Nivel nacional. Enero 2020 vs 2021.



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del DANE.

Gráfico 34. Tasa Global de Participación (TGP), Tasa de Ocupados (TO) y Tasa de Desempleados. 13 ciudades principales. Enero 2020 vs 2021.



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del DANE.

1. Inactividad

Inicialmente los niveles de inactividad aumentaron más que la tasa de desempleo por la disyuntiva que las personas tenían ya que, si bien habían perdido su puesto de trabajo, enfrentaban una cuarentena estricta que no les permitía salir a buscar un nuevo empleo. En el registro, una persona que no tenga un puesto de trabajo con algún tipo de remuneración es clasificada como desempleada, pero si esta lleva más de dos semanas en dicho estado sin buscar activamente empleo (cosa que pudo ocurrir fácilmente debido al confinamiento) entonces es clasificado como inactivo.

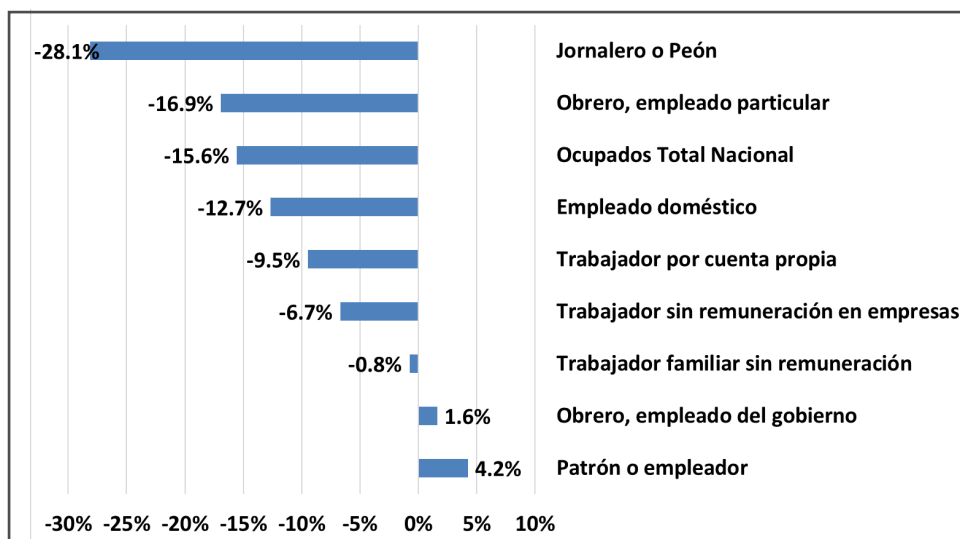
Es por ello por lo que, durante los primeros períodos la inactividad absorbió parte de efecto en el desempleo y la tasa reportada no fue tan alta como se esperaba.

2. Informalidad

Los primeros en verse condenados al desempleo fueron los informales, es decir, según posición ocupacional, aquellos denominados cuenta propia, empleado doméstico y sin remuneración, fueron las primeras personas que se vieron forzadas a parar su actividad económica.

Con la reapertura gradual se evidenció también que fueron una parte importante de la recuperación del empleo, es decir que, el vendedor informal, el que trabajaba por horas o por menos del salario mínimo y sin prestaciones sociales, recuperaron parcialmente sus puestos de trabajo una vez se levantara la cuarentena estricta. El empleo que ha tenido mayor dificultad en recuperarse es el de empresas con más de 10 trabajadores.

Gráfico 35. Variación ocupados por posición ocupacional trimestre móvil.
Diciembre – enero 2020 vs. 2021.

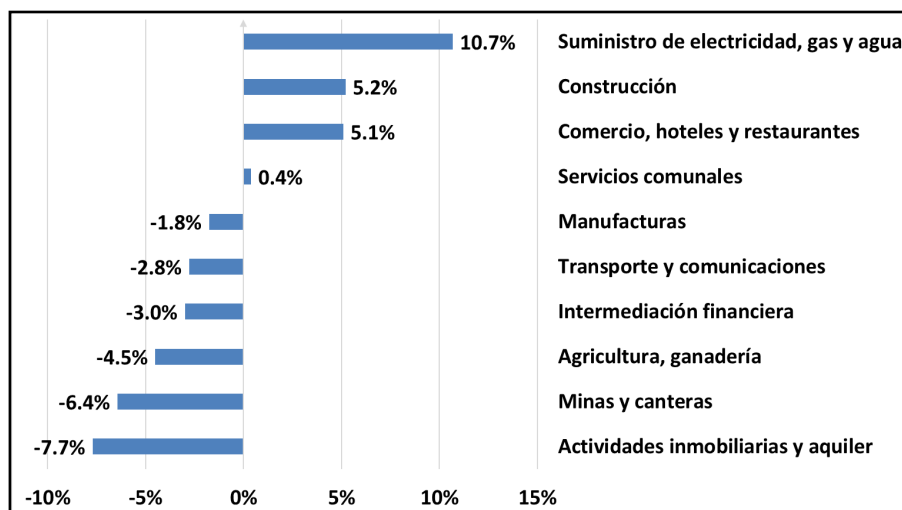


Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del DANE.

3. Sectores

Los sectores que consistentemente se vieron más afectados durante el 2020, fueron aquellos cuya reapertura se demoró considerablemente más que la de aquellos denominados por el Estado como "sectores vitales".

Gráfico 36. Variación en ocupación según ramas trimestre móvil. Octubre – diciembre 2019 vs. 2020.



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del DANE.

4. Comentarios

Es posible ver que la tasa de desempleo va recuperándose, incluso a pesar de los toques de queda estrictos que hubo en enero, cuyo efecto se vio en frenar la reactivación consistente que se venía presentando en los meses anteriores. Ya la tasa de desempleo no evidencia grandes efectos del choque de naturaleza coyuntural. La alta tasa de desempleo que ahora presenta el país se debe por razones estructurales, es decir de fondo, que no se resuelven con medidas temporales por unos cuantos meses como se aplicó para contener el choque negativo de la pandemia.

La forzosa actualización tecnológica para las empresas que tenían la capacidad instalada y la estructura de migrar a la virtualidad gran parte de su operación, permitió prescindir de puestos de trabajo poco productivos o técnicos.

Colombia enfrenta diferentes retos en materia laboral, tanto por el lado de la demanda, como de la oferta. Por el lado de la oferta, desde la apertura del 91 se hace cada vez más evidente que se necesitan programas de capacitación cortos para las personas con bajos niveles de escolaridad, esto con el fin de insertarse de manera exitosa en el mercado laboral bajo las exigencias que este tiene.

Por el lado de la demanda, resulta urgente adoptar políticas de fondo que flexibilicen tanto la contratación, es decir, disminuir costos y regulaciones de vinculación y despido; como la creación de empresa.

Capítulo 6

Balanza de pagos al cierre del 2020

Humberto Franco González¹⁸

1. Cuenta corriente

La emergencia sanitaria que viene aquejando al mundo desde hace algo más de un año (aunque con menor intensidad en las últimas semanas dados los procesos de vacunación), y la dramática caída de los precios del petróleo al inicio del 2020, dieron lugar a profundos choques económicos negativos, tanto por el lado de la oferta, como por el de la demanda en la economía colombiana y en la gran mayoría de los países del mundo. Al punto que, en nuestro caso, durante el segundo trimestre (T2) de 2020, el país registro su mayor contracción económica de la historia con un desplome del PIB del **-15,8 %**, pero por fortuna, con una recuperación posterior dados los registros de esta variable en los dos últimos trimestres del año (**T3 -9,0 % y T4 -3,6 %**), para un resultado global en 2020 de **-6,8 %**. El panorama no es del todo alentador, sobre todo desde la óptica de la demanda por la incertidumbre que aún persiste entre los individuos, a pesar del avance en el proceso de vacunación.

En este contexto y considerando, además, la intuición económica, las cuentas externas del país han tenido el comportamiento esperado, dada la relación que se puede establecer entre la demanda agregada y la cuenta corriente, al punto que el déficit en esta última se redujo en más de un punto porcentual en relación con el que se tuvo al finalizar el 2019 tal como se observa en el **Gráfico 37 (-3,3 % del PIB en 2020 frente al -4,4 % del PIB de 2019)**. Dada la mencionada debilidad de la demanda interna, la corrección del déficit comercial y, en términos generales, el comportamiento de los otros dos elementos de la cuenta corriente, cuyo desempeño también se dio en la dirección de la reducción del déficit externo¹⁹.

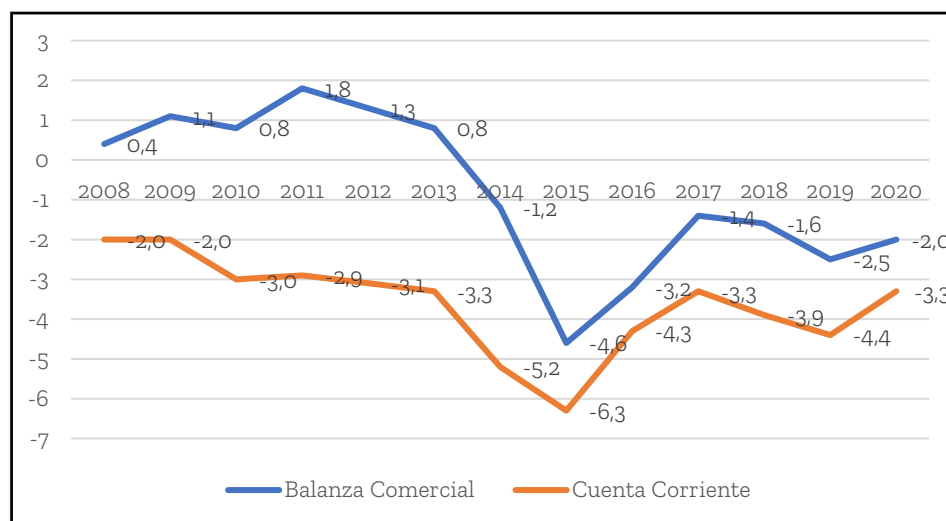
De hecho, la disminución de las ganancias de las compañías con capital externo (**renta de factores o ingresos primarios**) que se venía presentando desde el cuarto trimestre (T4) de 2018, acentuado en el T2 de 2020, además del sorprendente incremento, aunque leve, de **las transferencias** (ingresos secundarios), en cabeza de las remesas y la reducción del saldo negativo de la balanza comercial, fueron desempeños propios de una economía que ha sido sometida por los choques anteriormente mencionados. Un asunto que se debe enfatizar, desde la óptica de la balanza comercial, es que el ajuste de la cuenta corriente que se presentó en 2020 se ostentó en condiciones no deseables, al soportarse en una mayor caída de las importaciones en relación con la que registró las importaciones, pues lo ideal es que el déficit comercial se reduzca por la vía de un mayor crecimiento de los ingresos por exportaciones

¹⁸ Humberto Franco González, profesor del departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: hfranco@eafit.edu.co.

¹⁹ En el anterior informe de Coyuntura (diciembre de 2020), se manifestaba que el déficit de la cuenta corriente apuntaba hacia un valor cercano al -3,4 % en 2020, cifra que representaría una reducción de este déficit en un punto porcentual con relación al resultado de 2019.

en relación con el incremento de los pagos por importaciones. Una visión de mayor detalle se observa en la siguiente tabla, elaborada con cifras publicadas por el Banco de la República.

Gráfico 37. Cuenta corriente y balanza comercial (variación porcentual).



Fuente: DANE y Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos 2021.

Tabla 10. Cuenta corriente de Colombia (cifras en millones de US\$).

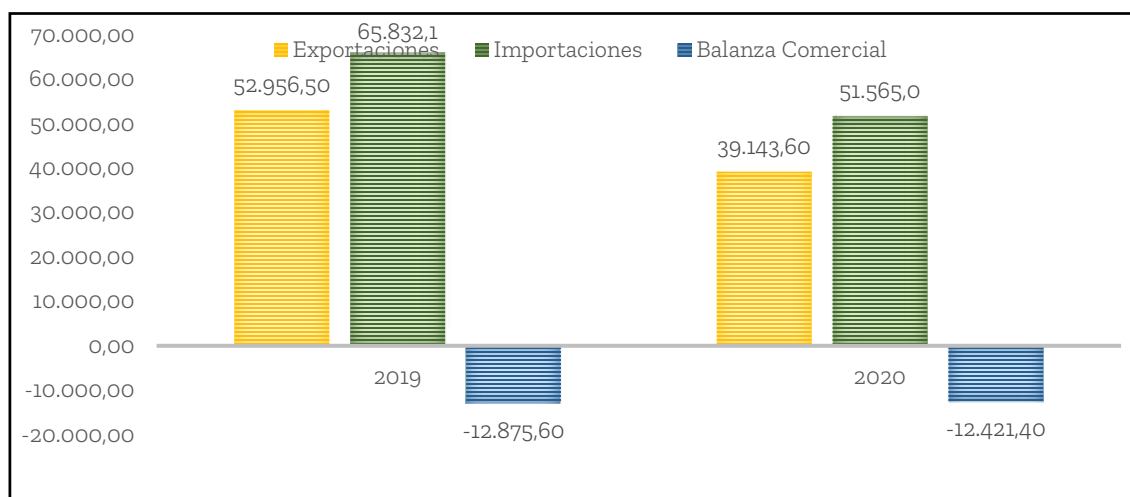
Rubro	2019 (p)	2020 (pr)
Cuenta corriente	-14.284,97	-9.083,48
Exportaciones	69.666,32	53.181,97
Importaciones	83.951,29	62.265,46
Bienes y servicios	-12.875,60	-12.421,39
Exportaciones	52.956,46	39.143,56
Importaciones	65.832,06	51.564,95
Bienes	-8.450,77	-7.918,42
Exportaciones	42.367,60	33.481,33
Importaciones	50.818,37	41.399,75
Servicios	-4.424,82	-4.502,96
Exportaciones	10.588,86	5.662,23
Importaciones	15.013,69	10.165,19
Renta Factorial	-10.113,52	-5.385,87
Crédito	7.043,91	4.448,70
Débito	17.157,43	9.834,57
Transferencias	8.704,14	8.723,77
Crédito	9.665,94	9.589,71
Débito	961,80	865,94

Fuente: Cálculos con cifras Banco de la República-Subgerencia de Estudios Económicos. (p, provisional, pr, preliminar).

En efecto, de ellas se evidencia una reducción del saldo deficitario de la cuenta corriente en el 2020 de **USD \$5.201,49 millones (-36,4 %)** al pasar de **US\$ -\$14.284,97 millones** en 2019 a **USD -\$9.083,48 millones**, déficit que se encuentra desagregado de la siguiente manera: reducción del déficit comercial en US\$ 454,2 millones (-3,5 %), reducción del déficit en la renta factorial en **USD \$4.727,65 millones (-46,8 %)**, y un leve incremento en las transferencias en **USD \$19,63 millones (0,3 %)**.

Retomando el registro final de las exportaciones netas del país o balanza comercial, para puntualizar un poco más el desempeño tanto de las ventas de nuestros bienes y servicios al resto del mundo, como el de las compras que le hacemos, se infiere que mientras las exportaciones se redujeron en **USD \$13.812,9**, por factores de todos conocidos como la menor demanda mundial y el deterioro de los términos de intercambio, las importaciones lo hicieron en **US \$14.267,1 millones**, desempeño atribuible a la decadente demanda interna y a la depreciación del peso que tiene una alta incidencia sobre las compras internacionales del país. De modo que estos comportamientos evidencian claramente la reducción del déficit comercial de bienes y servicios tal cual se puede observar en la siguiente figura y, en consecuencia, su incidencia en el saldo de la cuenta corriente al cerrar el año 2020.

Gráfico 38. Balanza comercial de bienes y servicios 2020 (Millones de dólares).



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos, 2021.

Ahora bien, al analizar las exportaciones de bienes en términos de su clasificación desde la perspectiva de tradicionales y no tradicionales (ver **Tabla 11**), se debe anotar que el comportamiento de este ítem de la balanza comercial de bienes en el 2020, es atribuible, sobre todo, a la caída en las ventas de productos tradicionales (-35,4 % de **USD \$24.448,2 millones, a USD \$15.803,4 millones**), en las que el descenso en las ventas de petróleo y sus derivados, hacen su mayor aporte (-45,1 %, de **USD \$15.962,0 millones, a USD \$8.755,5 millones**), seguidas por el descenso en las exportaciones de carbón (-26,5 %) y en las de ferrocromo (-20,1 %). Desempeño similar tuvieron las ventas externas del grupo sin oro ni esmeraldas (-6,2 %), pues las exportaciones no tradicionales también sorprendieron, con un registro positivo, aunque leve, de 1,4 %, pues esta variación se da en un año desastroso para la actividad productiva global y, por supuesto, nacional.

Tabla 11. Exportaciones FOB, tradicionales y no tradicionales 2019-2020.

Descripción	Año corrido enero - diciembre		
	2019p	2020p	Variación (%)
	Miles de dólares FOB		
Exportaciones totales	39.489.168	31.056.550	-21,4
Exportaciones tradicionales	24.448.180	15.803.407	-35,4
Café	2.272.874	2.446.598	7,6
Petróleo y sus derivados	15.961.953	8.755.506	-45,1
Carbón	5.668.329	4.165.865	-26,5
Ferroníquel	545.024	435.438	-20,1
Exportaciones no tradicionales	15.040.988	15.253.142	1,4
Sin oro ni esmeraldas	13.112.522	12.298.908	-6,2

Fuente: DANE, 2021. P: Cifra preliminar.

Por su parte, el inesperado resultado de las transferencias corrientes, igualmente, evidencia la recuperación económica que se viene presentando en los países que acogen en mayor medida a los emigrantes colombianos caso Estados Unidos, España y Chile, que fue desde donde provino el mayor monto de remesas en el año en consideración. Recuérdese que, en el rubro de las transferencias corrientes del país, las remesas ya han alcanzado su mayor peso. Es de anotar, adicionalmente, que el repunte en las transferencias corrientes se dio en el cuarto trimestre del año, pues al tercer trimestre se habían reducido **USD \$66.24 millones** con respecto a igual periodo de 2019.

2. Cuenta financiera

El deprimente panorama de la economía colombiana en el recientemente finalizado año 2020, pero con perspectivas de mejoramiento para este 2021, atentó contra la recurrente forma de financiar el saldo deficitario de la cuenta corriente del país. La que históricamente y para fortuna nuestra, se ha soportado en la Inversión Extranjera Directa (IED), pues la notable reducción de este tipo de inversión en **46,3 %** en relación con el año anterior de **USD \$14.313,6 millones** en 2019 a **USD \$7.690,2 millones** en 2020, la relegó a un plano secundario, dado el resultado de los préstamos y otros créditos externos (pasivos netos incurridos pertenecientes a otra inversión).

Tabla 12. Cuenta financiera de Colombia.

Rubro/año	2019	2020
Cuenta financiera	-13.240,02	-8.091,57
Inversión directa	-11.094,92	-5.724,09
Adquisición neta de activos financieros	3.218,67	1.966,13
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	3.365,81	2.986,50
Instrumentos de deuda	-147,15	-1.020,37
Pasivos netos incurridos (Inversión Extranjera Directa IED)	14.313,59	7.690,22
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	11.902,90	5.067,16
Instrumentos de deuda	2.410,69	2.623,06
Inversión de cartera	250,12	-1.345,79
Adquisición neta de activos financieros	541,40	6.169,26
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	0,00	0,00
Títulos de deuda	541,40	6.169,26
Pasivos netos incurridos (Inversión Extranjera de Cartera IEC)	291,28	7.515,05
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	-1.231,64	-453,72
Títulos de deuda	1.522,92	7.968,78
Derivados financieros	84,00	-507,43
Adquisición neta de activos financieros	-405,22	-1.081,25
Pasivos netos incurridos	-489,22	-573,82
Otra inversión	-5.812,38	-4.842,76
Adquisición neta de activos financieros	-3.384,53	3.443,87
Pasivos netos incurridos	2.427,85	8.286,62
Activos de reserva	3.333,16	4.328,50
Errores y omisiones netos	1.044,96	991,91

Fuente: Cálculos con cifras del Banco de la República, subgerencia estudios económicos, marzo de 2021

En relación con esta cuenta, se debe señalar que Colombia en cabeza del sector público fue receptora de préstamos y otros créditos por valor de **USD \$8.287 millones**, cifra que representa un notable incremento pues en 2019 registró **USD \$2.427,9 millones**. Dicho resultado se soportó, sobre todo, en el desembolso de largo plazo hecho por el Fondo Monetario Internacional al Gobierno por valor de **USD \$9.174 millones**, en tanto que el sector privado realizó amortizaciones de su deuda por valor de **USD \$887 millones**.

Por su lado, la inversión extranjera de cartera o de portafolio, presentó un buen comportamiento como fuente de recursos para la financiación del déficit corriente del país, pues en un año de pandemia como el 2020, la misma se incrementó significativamente (**USD \$7.223,8 millones**), alcanzando **USD \$7.515,1 millones** equivalente a **2,8 % del PIB** del año,

resultado generado principalmente en la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales por parte del Gobierno Nacional y de algunas empresas públicas.

En materia de la inversión directa del país en el exterior (**adquisición neta de activos financieros**) se debe manifestar que ella fue inferior a la que se hizo un año atrás al registrar **USD \$1.966,1 millones** frente a los **USD \$3.218,7 millones** en 2019, con la característica de que dicha inversión fue realizada en los sectores eléctrico y financiero.

Así las cosas, durante el año 2020 las reservas internacionales brutas (**activos de reserva**), se incrementaron en **USD \$4.328,5 millones**, resultado en el que sobresale las compras de divisas que hizo el emisor por valor de **USD \$3.500 millones**, los ingresos por intereses de **US\$ 894 millones** y por otras operaciones del Banco de la República de **USD \$-66 millones** (Banco de la República, 2021b).

De manera que el repunte que se viene dando en la actividad productiva local desde el T3 del 2020, aunque con la desaceleración de enero de este 2021, también jalonará el crecimiento de las importaciones y la recuperación de la rentabilidad de las empresas con capital foráneo, lo que deberá llevar a un nuevo crecimiento del déficit corriente colombiano en el 2021. Sin embargo, este crecimiento se amortiguaría en alguna medida si se considera, además, la recuperación económica de los socios comerciales y de los países que demandan nuestros productos, redundando en la reactivación de los ingresos corrientes provenientes del exterior.

En este contexto, se esperaría que el entorno financiero internacional no tenga mayores traumatismos, al menos en el primer semestre del año, con lo que el acceso del país a los mercados financieros internacionales para su financiamiento por la vía del endeudamiento, de los flujos de portafolio y, sobre todo, de la inversión extranjera directa, se mantenga favorable en el marco de un mundo signado por bajas tasas de interés y amplia liquidez internacional.

Referencias

Banco de la República (2021a). *Estadísticas Balanza de Pagos, Resumen IQY*. Subgerencia de Estudios Económicos - Departamento Técnico y de Información Económica - Sector Externo.

Banco de la República (2021b). *Informe del comportamiento de la balanza de pagos de Colombia*.

DADE (2021). *Estadísticas por tema Comercio Internacional*. Recuperado en marzo de 2021 de <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/comercio-internacional>

Capítulo 7

Resultados del sistema financiero colombiano y mercados financieros al cierre del 2020.

Jaime Alberto Ospina Mejía²⁰

1. Las estrategias de contención y ajustes establecidas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) están dentro de lo presupuestado inicialmente

Es importante resaltar que durante el periodo de pandemia en el 2020 las estrategias de contención y ajuste se fueron transformando de periodos de gracia hacia soluciones de carácter estructural, que estaban acordes con la nueva realidad de las empresas y personas. Igualmente, la Superfinanciera siguió fomentando la gestión proactiva de las pérdidas no esperadas del negocio mediante las provisiones contra cíclicas y diferentes mecanismos para fortalecer el patrimonio, tales como la mayor retención de utilidades como alternativa para proteger el capital de las empresas.

2. Comportamiento de los activos y resultados del sistema financiero

Los activos del sistema financiero (propios y de terceros) cerraron el 2020 consolidando su dinámica positiva, al registrar un crecimiento real anual de **7,8 %** y totalizar **\$2.200 billones**. Los activos de las entidades vigiladas ascendieron a **\$1.037 billones** (47 % del total de activos) y los recursos de terceros, incluyendo activos en custodia, a \$1.163 billones (53 % restante). Además, los fondos administrados por las sociedades fiduciarias registraron **\$751 billones**, de los cuales **\$222 billones** correspondieron a custodia. Adicionalmente, la relación de activos totales a PIB continúa creciendo y ahora es del **219 %**.

Así mismo, las inversiones con recursos de terceros y propios de las entidades vigiladas en el mercado de capitales alcanzaron los **\$955 billones**. La mayor proporción dentro del portafolio de inversiones corresponde a recursos administrados de terceros que representó cerca de **\$606 billones**, esto es el **63,5 %** del total de inversiones. El incremento anual de **\$107 billones**, es explicado principalmente por el mayor saldo de los instrumentos de patrimonio de emisores extranjeros, Títulos de Tesorería (TES), así como otros títulos de emisores nacionales. El portafolio de inversiones de los recursos de terceros administrados representó el **62 %** del

²⁰ Jaime Alberto Ospina Mejía, profesor del departamento de Finanzas y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: jospina3@eafit.edu.co.

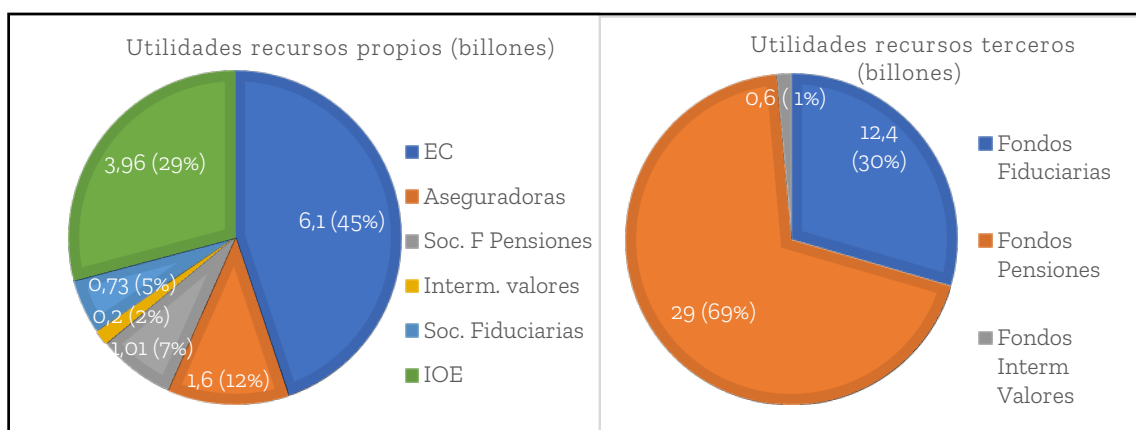
total de inversiones del sector financiero. Los mercados de renta fija y variable globales estuvieron influenciados positivamente por el inicio del ciclo de vacunación contra el COVID-19 en países avanzados. Los mercados locales reportaron valorizaciones soportadas por el precio del petróleo y la recuperación en varios indicadores económicos.

En cuanto a los servicios financieros, se destaca el resultado de los fideicomisos administrados por las sociedades fiduciarias cuyos rendimientos acumulados a diciembre ascendieron a **\$12.4 billones**. Los inversionistas de los Fondos de Inversión Colectiva (FIC) administrados por las sociedades fiduciarias, las Sociedades Comisionistas de Bolsa de Valores (SCBV) y las Sociedades Administradoras de Inversión (SAI) presentaron una recuperación en el saldo de **\$2.5 billones**, debido principalmente a ganancias netas en la valoración de instrumentos de deuda. En el caso de los fondos de pensiones obligatorias, a los 17.087.932 de afiliados se les abonaron en el último año a sus cuentas individuales rendimientos acumulados por **\$27.1 billones**.

En los Establecimientos de Crédito (EC), aun cuando durante 2020 la oferta de crédito se mantuvo disponible, el año cerró con una ralentización en su tasa de crecimiento por factores de mercado. En diciembre, el saldo bruto ascendió a **\$521 billones**, con lo cual el indicador de profundización financiera alcanzó el **52 % del PIB**. En términos reales la cartera bruta registró una variación anual positiva de **2,2%**, tasa similar al promedio de 2017, la más baja del quinquenio, y menor a la media de los últimos cinco años (**3,5 %**).

En el caso de las utilidades del sistema financiero en el 2020 se presentaron reducciones importantes frente al año anterior en varias industrias financieras. En línea con lo esperado, al interior de cada industria se evidencia un aumento temporal en el número de entidades que registran pérdidas, sin que esto afecte la estabilidad del sistema financiero. Los Establecimientos de Crédito alcanzaron resultados acumulados por **\$6.1 billones**, cifra inferior en **53 %** a la de 2019. Por su parte la industria aseguradora registró **\$1.6 billones**, lo que señala una reducción de **29 %** anual. Las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías reportaron **\$1 billón**, con una disminución de **14,3 %** frente al año anterior.

Gráfico 39. Utilidades del sistema financiero para el periodo del 2020.



Fuente: Superfinanciera, cálculos propios.

3. Seguimiento del Programa de Acompañamiento a Deudores (PAD)

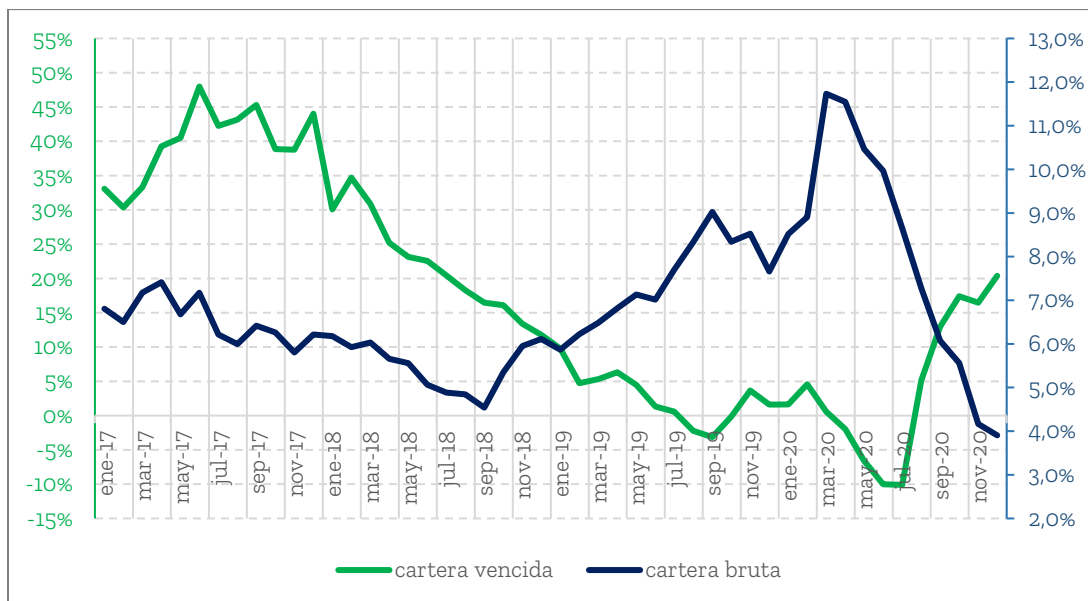
El balance del 2020 son **1.9 millones** de deudores con obligaciones equivalentes a **\$33.9 billones**, que fueron cobijados por las estrategias del Programa de Acompañamiento a los Deudores (PAD). Por monto, los principales segmentos objeto de esta estrategia han sido libre inversión (**\$8 billones**), tarjeta de crédito (**\$5.5 billones**), PYME (**\$3.6 billones**), corporativo (**\$2.8 billones**), *leasing* (**\$23 billones**), vivienda NO VIS (**\$1.9 billones**) y *leasing* habitacional (**\$1.9 billones**). A través del PAD los deudores se han beneficiado de recortes de tasas de interés equivalentes a 151 puntos básicos, ampliaciones en el plazo que en promedio alcanzan los 29 meses y periodos de gracia cercanos a los 5,6 meses. En general es un balance bastante bueno que ha permitido mitigar el deterioro de la cartera de una manera significativa.

4. Comportamiento de la cartera y resultados de los EC

Como lo mencionábamos anteriormente, la ralentización de la cartera, producto de la crisis sanitaria provocada por el **COVID-19**, llevó a un modesto crecimiento en términos reales en el año 2020 de la cartera bruta del **2,2 %**. Si miramos por tipo de cartera, la comercial creció a un ritmo de **2,7 %** real anual. En diciembre los desembolsos permanecieron dinámicos (**\$15 billones**) y compensaron la incidencia de los prepagos (**\$7.7 billones**). De otro lado el crédito de consumo creció **0,4 %** real anual, jalonado por los créditos de libre inversión, pero esto no logró compensar la disminución en segmentos como tarjeta de crédito, vehículo y rotativo, que crecieron a un ritmo mucho menor. Por su parte, la estabilización del crecimiento de la cartera de vivienda alrededor del **5 %** real durante todo 2020, coincide con el dinamismo del segmento VIS, foco de los programas de subsidios del Gobierno, que explicó el **68 %** del incremento reportado en diciembre. Finalmente, la modalidad de microcrédito registró una contracción de **0,7 %** real anual, que a pesar de los créditos apalancados en las líneas del Fondo Nacional de Garantías (FNG), no fue suficiente para compensar el menor ritmo en los montos mayores.

El comportamiento de la cartera vencida reconoce el impacto heterogéneo que ha ejercido la pandemia en los hogares y empresas. La cartera al día alcanzó **\$495 billones (95 %** del saldo total) y un crecimiento real anual del **1,5 %**. De otro lado, la cartera con mora mayor a 30 días alcanzó los **\$26 billones**, es decir un incremento real anual del **18,9 %** (el más alto desde abril de 2018 cuando registró **20,7 %**). Es importante resaltar que cerca de la cuarta parte del saldo vencido está asociado al impago de ciertos deudores que fueron objeto de las medidas de la primera etapa. Sin embargo, es importante resaltar que más del **90 %** de la cartera que tuvo cambios bajo las Circulares 007, 014 y 022 se encuentra vigente al corte de diciembre, y no registra atrasos en sus pagos superiores a 30 días.

Gráfico 40. Crecimiento anual de cartera bruta, vencida.



Fuente: Superfinanciera de Colombia (SFC), cálculos propios.

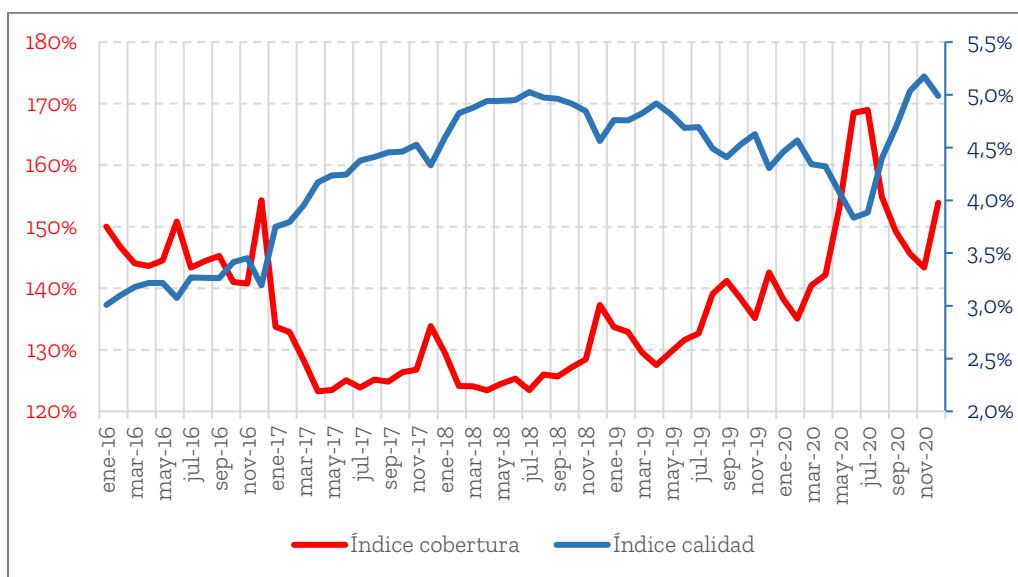
5. Índice de calidad y cobertura de cartera vencida

La calidad por mora para el cierre del 2020, medida como la proporción entre las carteras vencida y bruta, fue **5 %** para el total de la cartera del sistema. Este valor es consistente con la aceleración de la vencida y la ralentización de la cartera bruta observada desde inicios de octubre. Por modalidad, el consumo se situó en **6,3 %**, seguido de microcrédito que continuó con un indicador del **7,1 %**. A diciembre, el saldo castigado fue de **\$745.000 millones (\$9.7 billones** acumulado anual a diciembre), al incluir la dinámica de los castigos de los últimos 12 meses, el indicador de calidad se incrementa hasta **6,7 %**.

Para el 2021 los Establecimientos de Crédito (EC) deben continuar actuando de manera proactiva ante la materialización del riesgo de crédito. La revelación del riesgo requerida por la CE 022 impulsó las provisiones procíclicas y de forma complementaria, las Provisiones Generales Adicionales (PGA) han reconocido prospectivamente el deterioro. En diciembre el crecimiento real de las provisiones totales, o deterioro bajo las NIIF, alcanzó el **28 %** (la tasa más alta del quinquenio) con un saldo de **\$39.7 billones (\$36,9 billones** excluyendo las PGA a las que se refiere la CE 022 de 2020).

El indicador de cobertura por mora, calculado como la relación entre el saldo de provisiones y la cartera vencida, durante diciembre fue de **152,6 %**. Este valor supera los reportados en momentos con niveles de calidad por mora equiparables. Esto se traduce en que por cada peso de cartera vencida los EC tienen cerca de **\$1.53 billones** para cubrirlo. Este incremento, es explicado fundamentalmente por el deterioro de la cartera vencida y la ralentización de la cartera.

Gráfico 41. Índice de calidad y cobertura de cartera vencida.

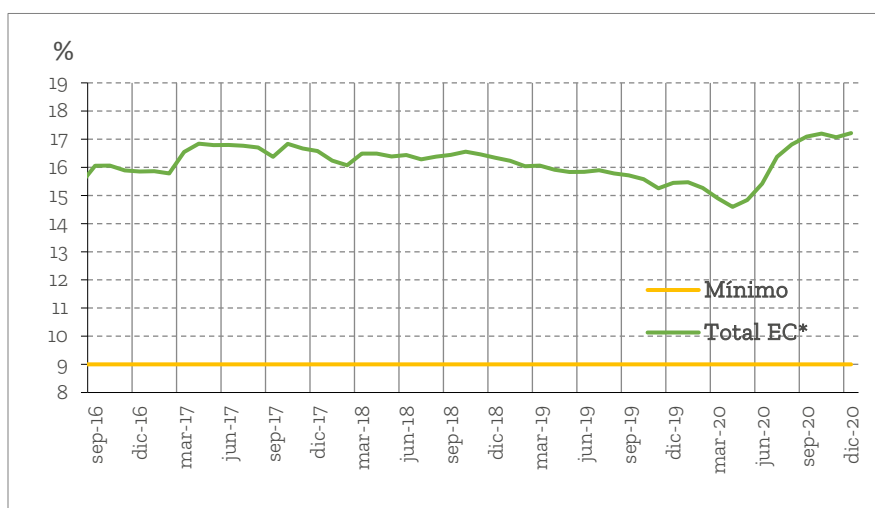


Fuente: Superfinanciera de Colombia (SFC), cálculos propios.

6. Continúa el incremento de la solidez patrimonial

La capacidad patrimonial de los EC para mitigar el impacto proveniente del COVID-19 es suficiente, el capital permanece por encima de los mínimos regulatorios. La solvencia total (calculada como el patrimonio sobre los activos ponderados por riesgo más un riesgo de mercado apalancado se ubicó en **17,21 %**, cifra que superó en **8,2 %** el nivel mínimo requerido (**9%**). La solvencia básica, compuesta por el capital con mayor capacidad para absorber pérdidas, llegó a **12,79 %**, superando en **8,3 %** el mínimo regulatorio de **4,5 %**. Esto refleja que el sistema financiero tiene el capital y las reservas suficientes para hacerle frente a un futuro mayor deterioro en la cartera.

Gráfico 42. Índice de solvencia (total establecimiento de crédito (EC)).



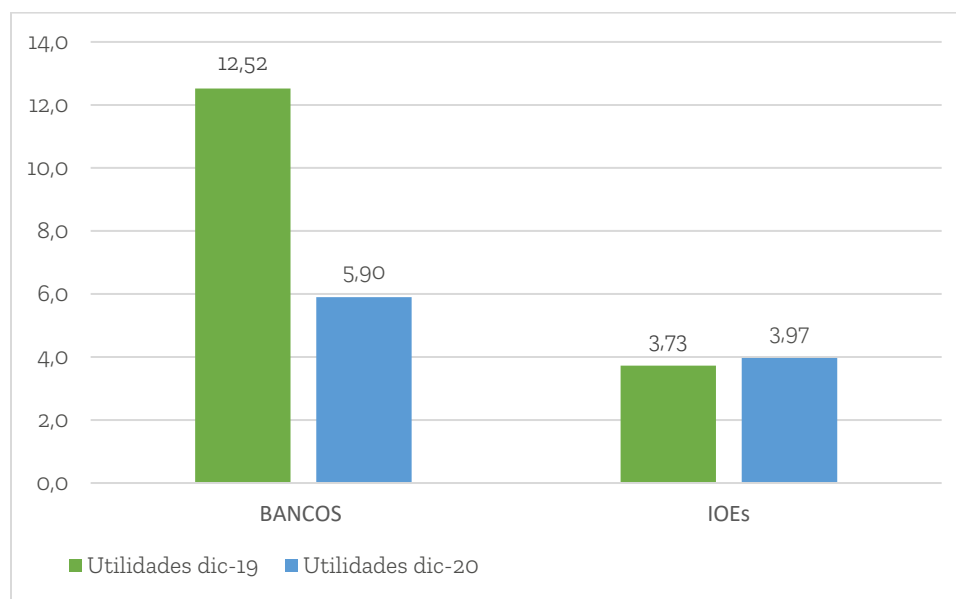
Fuente: Superfinanciera de Colombia (SFC), cálculos propios.

7. Los resultados de los bancos y gastos financieros generados por la pandemia

Las utilidades en 2020 presentan reducciones importantes frente al año anterior en varias industrias financieras. Los Establecimientos de Crédito (EC) alcanzaron resultados acumulados cercanos a los **6 billones**, cifra inferior en **53 %** a la de 2019. El comportamiento de las utilidades de los **EC** coincide con la mayor importancia de las tesorerías, los mayores gastos en provisiones y los menores ingresos por cartera. Considerando los resultados brutos acumulados al cierre de diciembre, el **66,5 %** correspondieron al margen bruto de intereses, **1,8 %** a los servicios financieros (incluyendo comisiones), **5,7 %** a las operaciones a plazo y **19,6 %** a inversiones (valoración y venta).

Durante 2020 los establecimientos de crédito experimentaron un incremento tanto en los ingresos netos por tesorería como en el tamaño de su portafolio de inversiones. Esto junto con la reducción generalizada en las utilidades implica una participación creciente de los ingresos de tesorería, al pasar de **29,8 %** en 2019 a **76,8 %** en 2020. La Rentabilidad del Activo (ROA) continuó reduciéndose, ante la persistencia de los menores ingresos por cartera y el mayor gasto en provisiones, especialmente en entidades enfocadas en la modalidad de consumo. En consecuencia, el ROA fue **0,8 %**, **1 %** menor al reportado el año pasado (**1,8 %**).

Gráfico 43. Utilidades (billones de pesos) de Bancos e Instituciones Oficiales Especiales (IOEs).

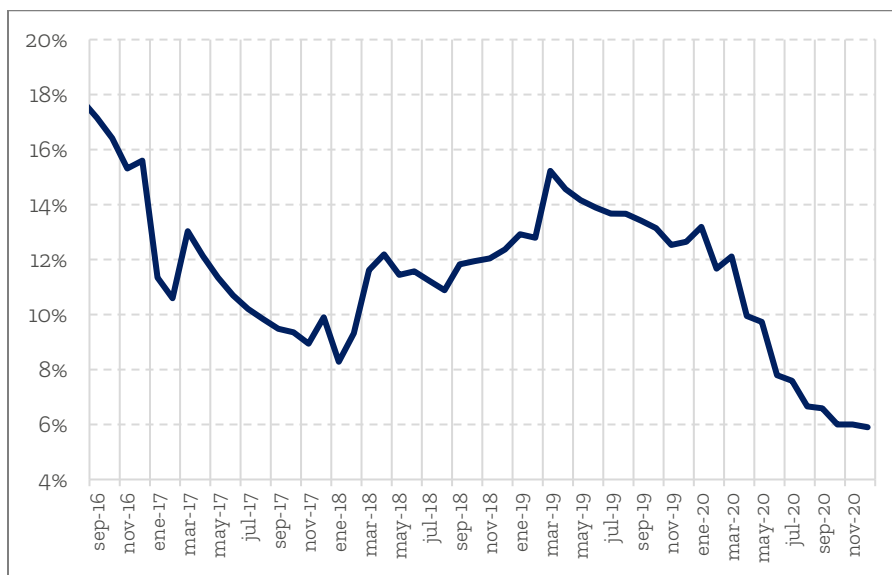


Fuente: Superfinanciera de Colombia (SFC), cálculos propios.

El diferencial de tasas de interés de los **EC** se estabilizó por el comportamiento de las tasas activas. Al cierre de diciembre se ubicó en **6,5 %**, levemente superior frente al mismo corte del año anterior. Por otra parte, el margen neto de intereses continúa a la baja y se situó en **4,3 %**, 28 puntos básicos inferior frente a diciembre de 2019, a causa de una mayor materialización del riesgo de crédito

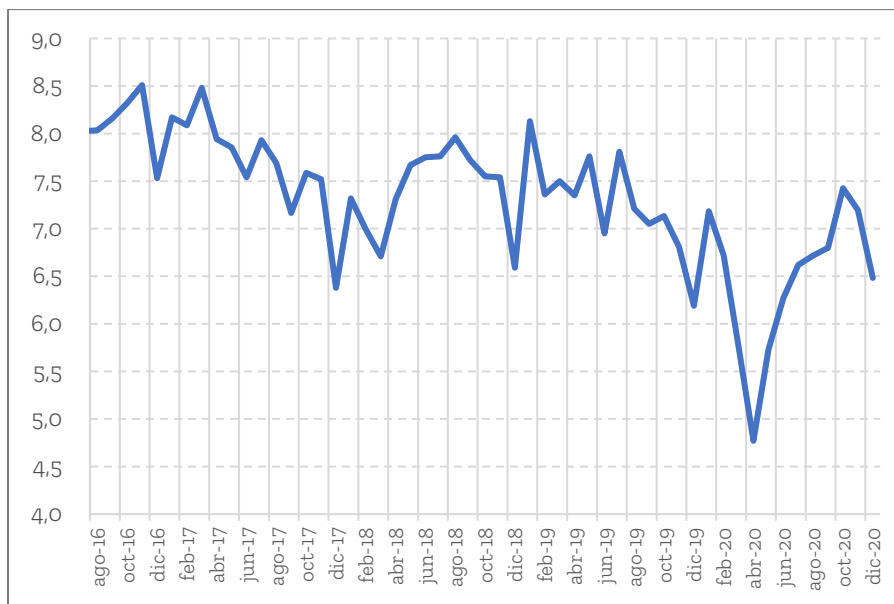
Este mayor riesgo se refleja en menores utilidades explicado fundamentalmente por una ralentización del crédito y unas mayores provisiones que han llevado a una rentabilidad del patrimonio bajo históricamente.

Gráfico 44. Rentabilidad Patrimonial Anual (ROE por sus siglas en inglés).



Fuente: Superfinanciera, cálculos propios.

Gráfico 45. Diferencias de la tasa de interés nominal.



Fuente: DNP, cálculos propios.

8. Índice de liquidez

La liquidez fue gestionada de forma adecuada durante 2020, los EC cuentan con recursos suficientes para atender sus necesidades de corto plazo. Al cierre de diciembre se registraron activos líquidos ajustados por riesgo de mercado que, en promedio, fueron cercanos a 2,2 veces los Requerimientos de Liquidez Netos (RLN) a 30 días. La permanencia del Índice de Riesgo de Liquidez (IRL) en niveles que bordean el 200 %, después de la declaratoria de pandemia obedece, entre otros factores, al aumento en el nivel de activos líquidos ante la recomposición desde los Fondos de Inversión Colectiva (FIC) y otros vehículos de inversión hacia depósitos vista.

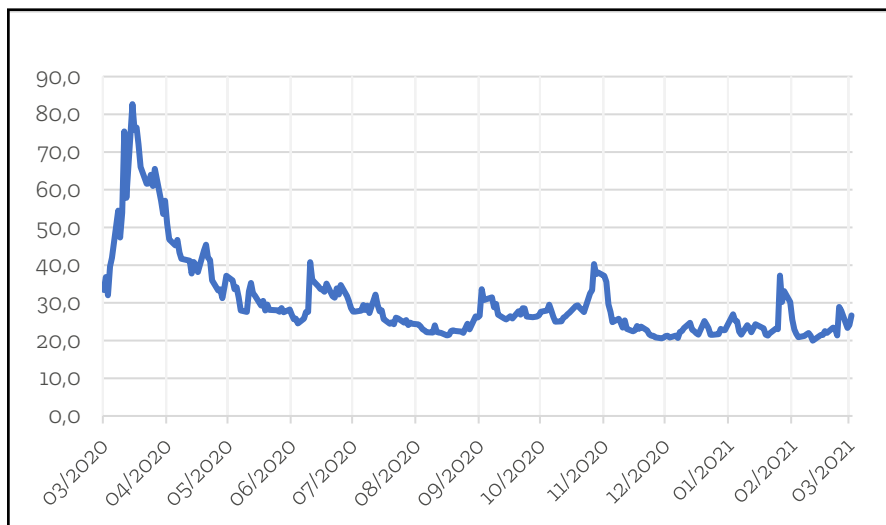
9. ¿Cómo cerraron los mercados financieros a finales del 2020 y como empiezan el 2021?

9.1. Coyuntura Internacional

9.1.1. Mercados internacionales

Luego de la fuerte de volatilidad presentada en los mercados financieros del mundo por la aparición de la pandemia en el primer trimestre del 2020, esta se vino reduciendo de nuevo en los mercados internacionales, básicamente por el anuncio del avance de una vacuna eficiente contra el virus y su posterior implementación. Esto desde luego, generó expectativas de una recuperación en la economía mundial en especial a partir del primer trimestre de 2021. En los primeros meses del año, se han dado algunos incrementos en la volatilidad, básicamente explicados por los desacuerdos entre demócratas y republicanos que retrasaron el acuerdo sobre un nuevo paquete de estímulo económico en el Congreso de EE.UU. Adicionalmente, se confirmó una nueva variante del COVID-19 en Reino Unido y Brasil con un nivel de transmisión mayor al observado hasta el momento.

Gráfico 46. Índice de volatilidad VIX.

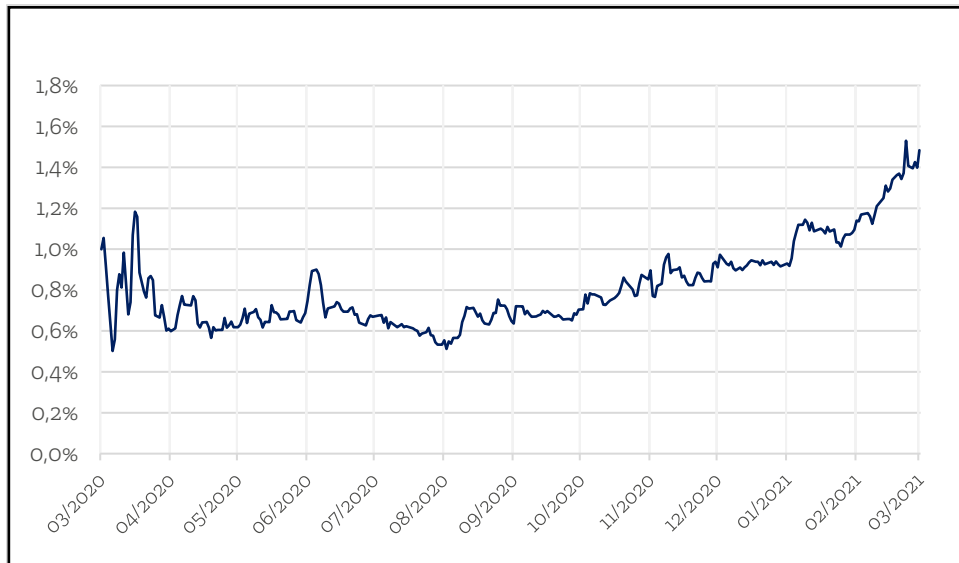


Fuente: Investing.com, cálculos propios.

9.1.2. Renta Fija

El comportamiento alcista en la parte larga de la curva se desarrolló en medio de las declaraciones del presidente de la Reserva Federal, *J. Powell*, en donde se resalta la visión de que al Índice de Precios al Consumidor (**PCE**) le tomará al menos tres años regresar a la meta del **2 %**, lo que generó una expectativa alcista de inflación y reafirmó la postura actual de una política monetaria expansiva, con tasas de interés que por el momento seguirán sin tomar una senda alcista. A comienzos de marzo el *yield* de un bono del tesoro de Estados Unidos a 10 años superaba el **1,4 %**, niveles que son superiores a los que se tenían en prepandemia. En las próximas semanas el mercado estará atento a las noticias del paquete de estímulo fiscal, que precisamente acaba ya de ser aprobado en el senado.

Gráfico 47. Bonos a 10 años EE.UU.



Fuente: Investing.com, cálculos propios.

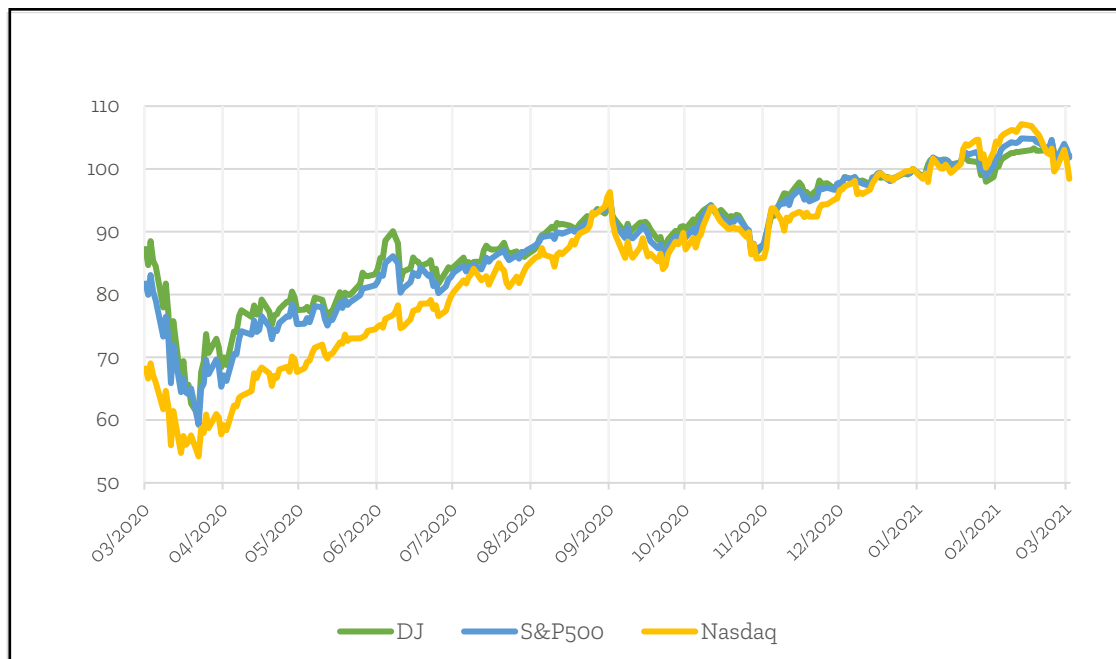
9.1.3. Renta variable

Los crecimientos positivos del **PIB** de Estados Unidos en los últimos dos trimestres del 2020, que rompieron con la tendencia de dos trimestres negativos anteriores y el inicio de los planes de vacunación de *Pfizer/BioNTech* a finales del año, llevaron a que los principales índices accionarios se valorizaran. De hecho, el rebote en raíz cuadrada (es decir recuperando los niveles prepandemia y siguiendo de largo) ya se observaban desde mayo del año pasado producto de las expectativas alcistas de los mercados sobre una recuperación económica con la pronta llegada de una vacuna efectiva contra el **COVID-19**.

En la última semana de febrero del 2021, se conoció que la Cámara de Representantes aprobó el paquete de estímulos económicos apoyado por el presidente Biden, dando apertura a los debates en el Senado. Durante el 2020 fueron decretados los dos paquetes de alivio económico de mayor cuantía en la historia de EE. UU., los cuales soportaron los rendimientos del mercado bursátil estadounidense. Se espera que estas nuevas políticas, al finalizar su curso legislativo, alcancen un valor de **USD \$1,9 billones** y tengan un impacto similar a sus

predecesores en los principales índices accionarios de EE. UU. Actualmente los mercados han sufrido una nueva caída ante los anuncios del presidente de la Reserva Federal sobre inflación y tasas.

Gráfico 48. Índice de accionarios EE.UU.

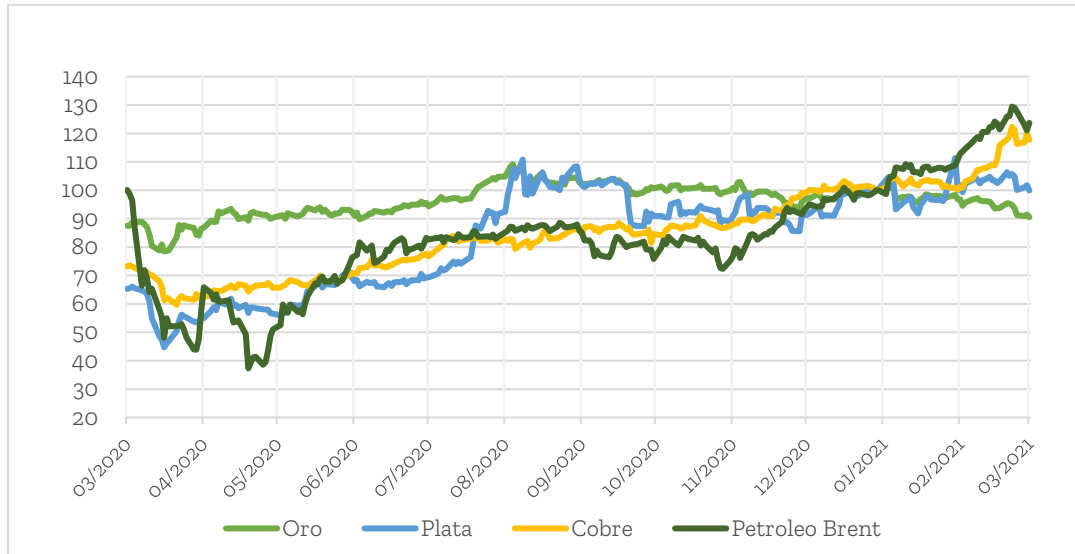


Fuente: Investing, cálculos propios, base 100 = 31 Dic 2020.

9.1.4. Materias Primas

Las materias primas presentaron comportamientos mixtos, desde comienzos de la pandemia se dieron caídas estrepitosas como las del petróleo, seguidas por la plata y el cobre y otras más suavizadas como la del oro (que se comporta más como un activo refugio), esta situación se dio particularmente en el primer semestre de 2020. Para el segundo semestre de 2020, se dieron fuertes valoraciones en estas materias primas sobresaliendo de nuevo el precio del crudo seguido por el precio del cobre, no tanto así el precio de oro y la plata que permanecieron más estables. Finalmente, el nivel de precios que alcancen estos *commodities* especialmente el precio del petróleo es un termómetro importante de las expectativas de recuperación que tenga la economía mundial y el ingreso de divisas para una gran cantidad de países dependientes de la exportación de estas materias primas.

Gráfico 49. Precio de materias primas.

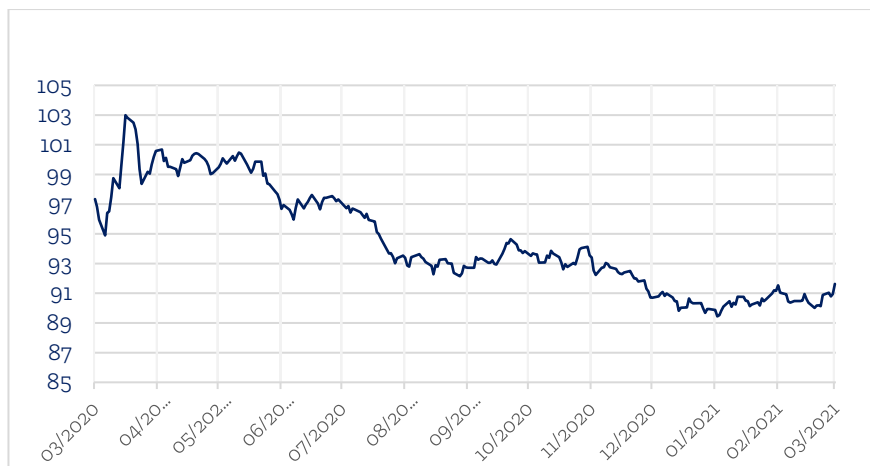


Fuente: Investing, cálculos propios, base 100: Dic 31 2020.

9.1.5. Monedas

Desde comienzos de la pandemia, el dólar ha venido cediendo terreno frente a las demás monedas que componen el Índice del Dólar (DXY), de alguna forma la moneda de Estados Unidos ha venido perdiendo peso y dominio en el mundo ante las dudas de que esta potencia mundial pueda alcanzar pronto la recuperación de su economía y sea de nuevo un motor de crecimiento a nivel mundial. En la medida que las transacciones en el mundo dependan menos que se hagan en dólares (actualmente se estima que alcanzan el **90 %**) y la deuda internacional está nominada en esta divisa (dos terceras partes), se podrá pensar en un dólar menos fortalecido en el largo plazo. Se espera que los estímulos fiscales que acaban de aprobar en el congreso para el gobierno de Biden estimulen la actividad económica y generen expectativas de un dólar menos débil para los próximos meses.

Gráfico 50. Índice del Dólar (DXY).



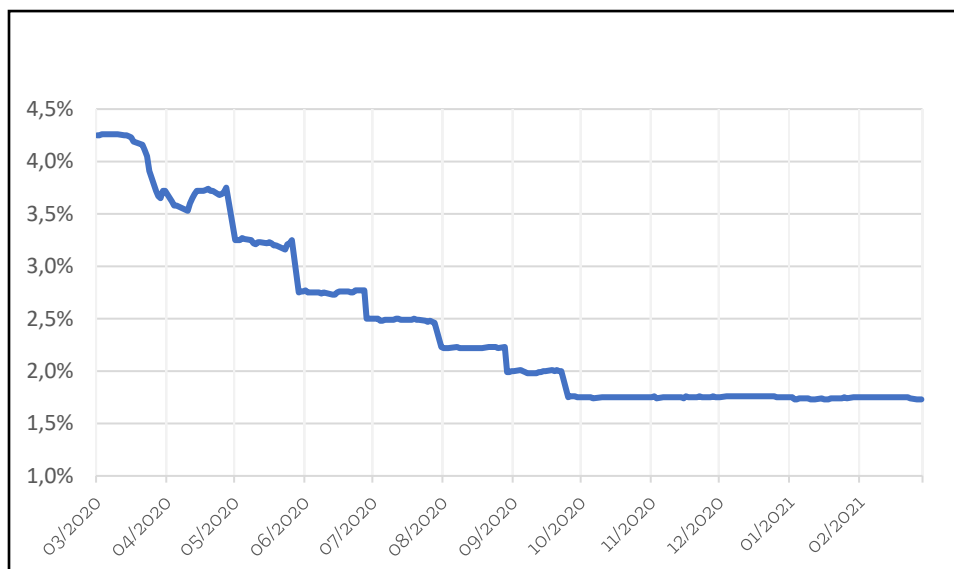
Fuente: Investing, cálculos propios.

9.2. Coyuntura Local

9.2.1. Mercado Monetario

En la coyuntura local, se destaca que el Banco de la República terminó con el ciclo de recortes en la tasa de interés de referencia ubicándola en **1,75 %** en el tercer trimestre del 2020. Se espera, como se ha visto hasta el momento, que el Emisor mantenga inalterada la tasa por un buen tiempo del año. Mientras se da una recuperación de la actividad económica y las expectativas de inflación no superan el rango de la meta del largo plazo entre el **3 % - 4 %**. De igual forma, las tasas de interés de captación y de crédito continúan en niveles bajos en línea con la Tasa de Política Monetaria (**TPM**). Esta situación ha permitido que haya más preferencia por la liquidez como instrumento de inversión, a su vez que los créditos no se han frenado en seco por los bajos costos financieros y las garantías otorgadas por las autoridades monetarias.

Gráfico 51. Tasa Interbancaria (TIP).

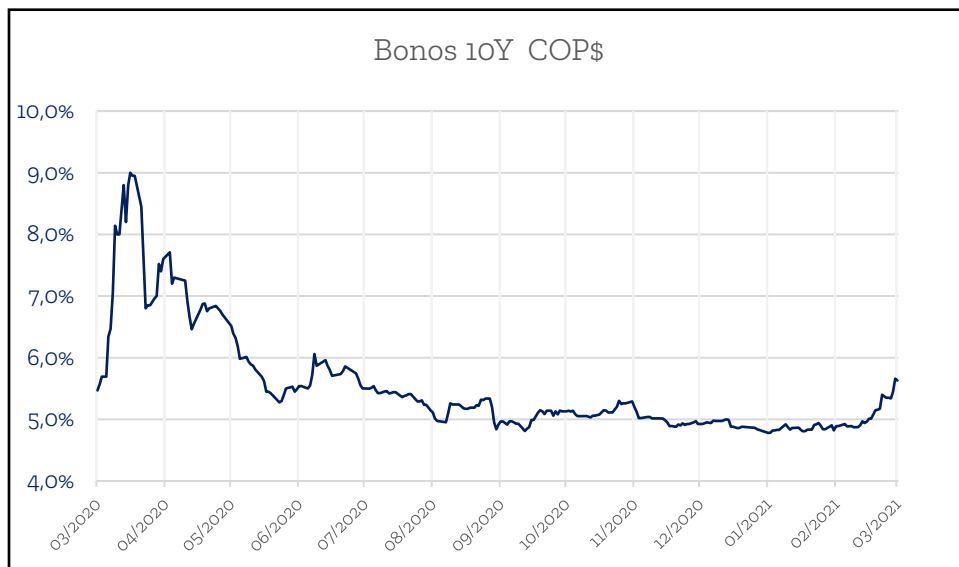


Fuente: Investing, cálculos propios.

9.2.2. Renta Fija

En el mercado de renta fija los **TES** Pesos tuvieron un comportamiento alcista en la curva de largo plazo en los primeros meses del 2021. Se observaron valorizaciones en los bonos a 10 años. Este comportamiento estuvo en línea con algunas noticias macroeconómicas positivas, como el indicador de seguimiento de la economía **ISE**, que presenta una menor caída para fin de año, la tendencia positiva en el índice de confianza del consumidor, la aprobación de una nueva línea de crédito del **FMI** para Colombia y la corrección del déficit en cuenta corriente. Por otro lado, se mantiene la incertidumbre frente a la ratificación de la calificación soberana de Colombia para el 2021. Ello dependerá en gran parte de los ingresos fiscales que presupueste el Gobierno para los próximos años provenientes en gran parte de los precios del petróleo, así como del ajuste fiscal del gasto público y la reforma tributaria que se puedan establecer durante este periodo de gobierno.

Gráfico 52. Bonos a 10 años Colombia



Fuente: Investing, cálculos propios.

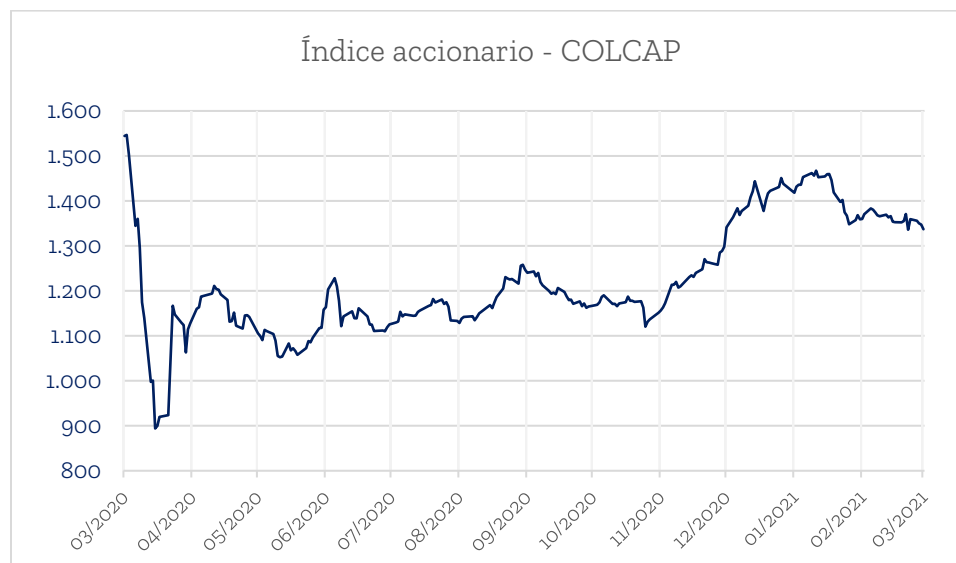
9.2.3. Renta Variable

El índice **COLCAP**, principal referente de la canasta de acciones en Colombia, luego de la fuerte desvalorización que sufrió a comienzos de la pandemia no ha podido recuperar los niveles anteriores al comienzo de esta crisis, presentando un crecimiento que más se parecía a una "L" hasta finales del 2020. Esta apatía se dio en gran parte a las expectativas de bajos ingresos a los que se enfrentaba la economía colombiana con ingresos fiscales muy reducidos por los precios del petróleo y la aversión al riesgo ante los rebrotes de **COVID-19** registrados en Europa y la incertidumbre electoral en EE.UU.

Al cierre del 2020, el índice tuvo un comportamiento positivo motivado por el optimismo que había alrededor del inicio de la aplicación de las vacunas contra el **COVID-19**

en países desarrollados y a los resultados en las elecciones presidenciales en EE.UU. a favor del gobierno Biden. Adicionalmente, el repunte del precio del petróleo mejoró las expectativas de las finanzas para el país. Sin embargo, en los primeros meses del 2021 los rebotes registrados localmente, así como las nuevas cepas en la región (caso Brasil), sumado las demoras en el plan de implementación de la vacunación y los malos resultados de las compañías en sus ejercicios del 2020, han desvalorizado el índice de nuevo, sin haber podido, hasta el momento, superar los niveles de prepandemia.

Gráfico 53. Índice accionario (COLCAP).

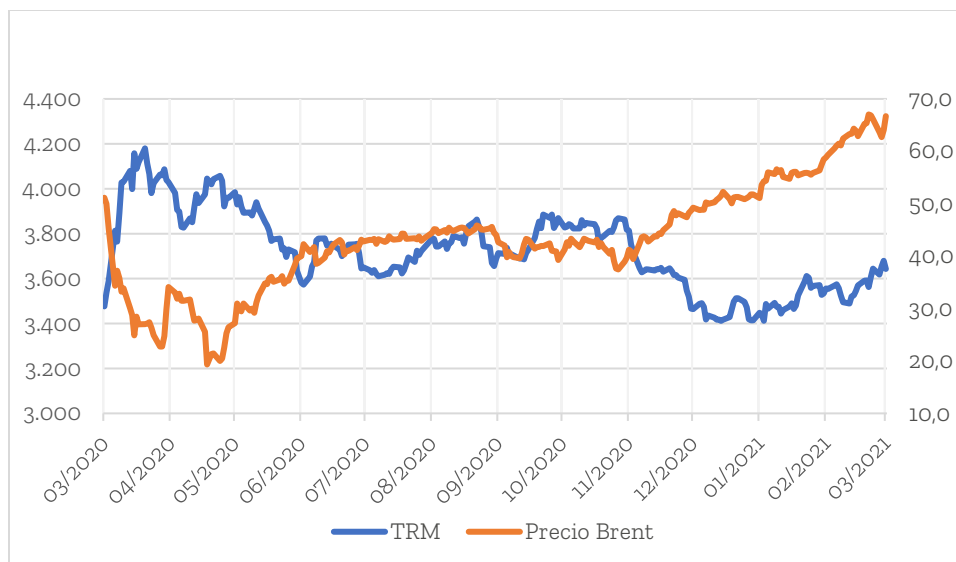


Fuente: Investing, cálculos propios.

9.2.4. Mercado cambiario

En cuanto al mercado cambiario, se tiene muy claro la estrecha relación que tienen esta variable con los flujos de capitales en especial con los provenientes de las divisas generadas por el petróleo. Desde comienzos de la pandemia la enorme depreciación del peso obedeció a las expectativas de una menor actividad económica y que, por ende, se reflejaba en el precio del crudo. En la medida que se dieron los anuncios de las fases de vacunación y las expectativas de una mayor actividad económica aumentaron, el peso se fue fortaleciendo y se mantuvo así estable hasta finales del 2020. Finalmente, a comienzos del 2021, el rápido incremento de la cotización en el precio del crudo debido a las expectativas positivas de una mayor actividad económica producto de la implementación de las vacunas y sumado a los recortes de la **OPEP** generaron de nuevo una apreciación del peso respecto al dólar. Sin embargo, en las últimas semanas la depreciación de la tasa de cambio (**COP**) ha regresado a pesar de un precio del crudo que supera los **USD \$65** el barril, debido entre otros factores a la aparición de nuevas cepas **COVID-19**, el incremento en el déficit fiscal del Gobierno Central y el ascenso a niveles históricos de los rendimientos de los bonos del tesoro a raíz de la preocupación en los mercados externos por el repunte de la inflación en los Estados Unidos.

Gráfico 54. Tasa Representativa del Mercado (TRM) y precio del petróleo Brent (dólares estadounidenses).



Fuente: Investing, cálculos propios.

10. Consideraciones finales

El cierre del 2020 nos deja un balance para el sistema financiero que en medio de la pandemia no arrojó resultados tan negativos como los que se esperaban inicialmente. Si bien los niveles de rentabilidad han caído fuertemente como consecuencia de la disminución en las utilidades del sistema por los menores ingresos de cartera y las mayores provisiones de cartera vencida, también los es que, si no hubiera sido por las políticas de contención que implementaron las autoridades monetarias y gubernamentales, los resultados hubieran sido peores. Periodos de gracia y garantías otorgadas mitigaron el impacto del deterioro de la cartera, la cual no superó el **5 %** para el 2020, a la vez que esta se ralentizó, pero siempre con crecimientos positivos alrededor del **2 %**.

De otro lado, los niveles de capital continúan teniendo un margen importante que no compromete por ahora los niveles de solvencia mínimo del sistema. Se espera que la situación de deterioro de la cartera continúe para el primer semestre de 2021 y mejoren para el segundo semestre, en la medida que la actividad económica del país continúe aumentando la cobertura de la vacuna en la mayor parte de la población vulnerable.

Finalmente, en los mercados internacionales se espera una menor volatilidad para el presente año en las monedas y precios de las materias primas producto de las mejores expectativas de crecimiento mundial por la implementación de las vacunas. Asimismo, en el mercado de renta fija se espera que las rentabilidades se mantengan en niveles altos durante un buen tiempo, mientras no haya una posición más clara del Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (**FED** por sus siglas en inglés) frente a la política monetaria asumir frente a las mayores expectativas de inflación por la mayor actividad económica, mientras en el mercado de renta variable se esperan importantes crecimientos que varían mucho en las regiones dependiendo del grado de sobrevaloración en el que se encuentren.

Capítulo 8

Cuentas fiscales: cierre preliminar 2020 y proyecciones para el 2021

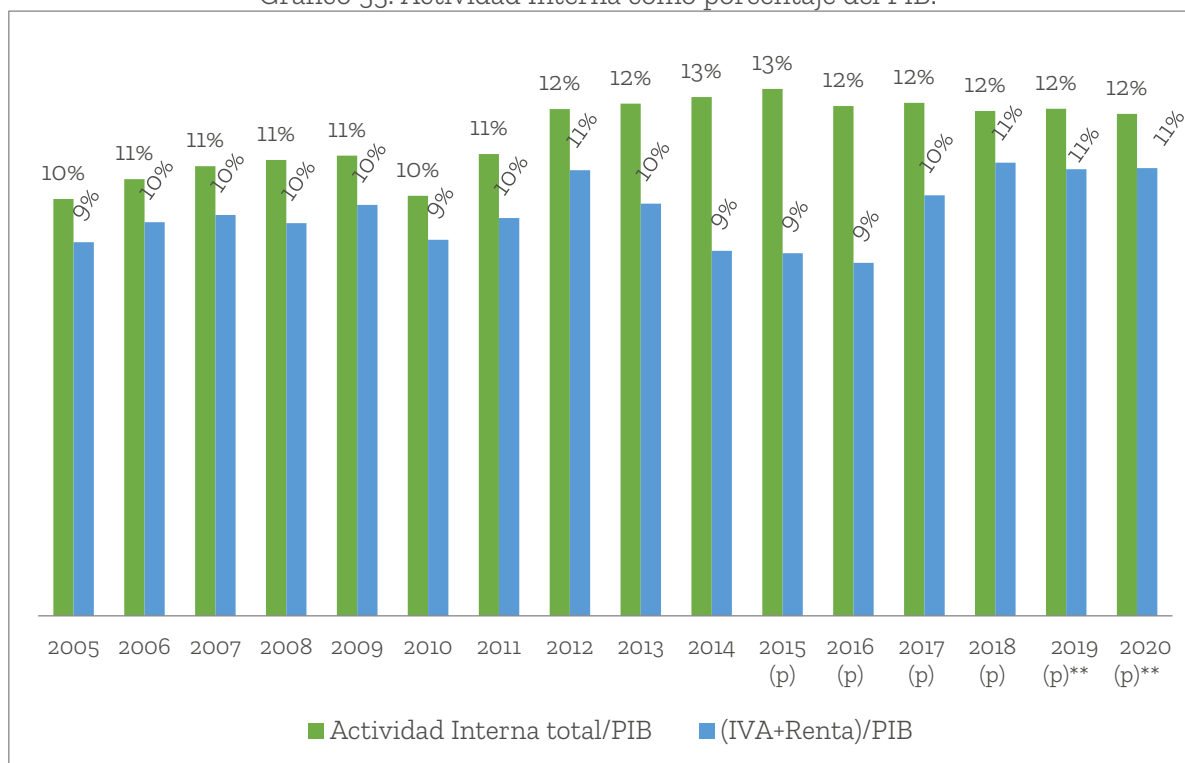
Álvaro Hurtado Rendón²¹

Las cifras fiscales siguen marcadas por la situación mundial, generalizándose la obligación de los gobiernos de tener que acudir a cláusulas de escape o aumentar los límites máximos de los déficits, con el objetivo de atender la contingencia, que ya empieza a ceder y mostrar algunos cambios positivos en la actividad productiva, gracias al inicio de los programas de vacunación, sin embargo, sigue un escenario aún más incierto; la recuperación post pandemia. Es así, como para la atención de la situación derivada del **COVID-19**, la mayoría de las economías han incrementado sus niveles de gasto en los diferentes rubros, mostrando cierta asimetría, resultado del tamaño de las economías y que refleja la capacidad para atender satisfactoriamente sus necesidades. Es así como los países desarrollados han dedicado mayores gastos como porcentaje del PIB con niveles cercanos al **10 %** para atender esta contingencia, mientras que en los países de ingresos medios y bajos la atención de dicha situación ha sido más moderada, llegando a cifras cercanas al **3 %** y el **1,5 %** del **PIB**, respectivamente (IMF, 2020).

En el caso de Colombia los ingresos tributarios se vieron disminuidos debido a las afectaciones sufridas en la actividad económica, resultado de las medidas tomadas para contener la propagación del virus, que dio como resultado la reducción en las diferentes actividades como se mencionó anteriormente en el informe. Los ingresos tributarios internos más representativos en el periodo 2005 - 2020, son los derivados del IVA y de renta. El total de ingresos brutos internos ha representado entre el **10 %** y el **13 %** del PIB y de estos entre el **9 %** y el **11 %** han sido generados a través de IVA y renta en el periodo en mención, mostrando la importancia relativa de estos tributos en las cuentas fiscales (ver **Gráfico 55**).

²¹ Álvaro Hurtado Rendón, profesor del Departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. E-mail: ahurtad1@eafit.edu.co. Con la colaboración de Miguel Ángel González Albisser. E-mail: mgonzalez5@eafit.edu.co y Daniel Márquez Muskus. E-mail: dmarquezm@eafit.edu.co.

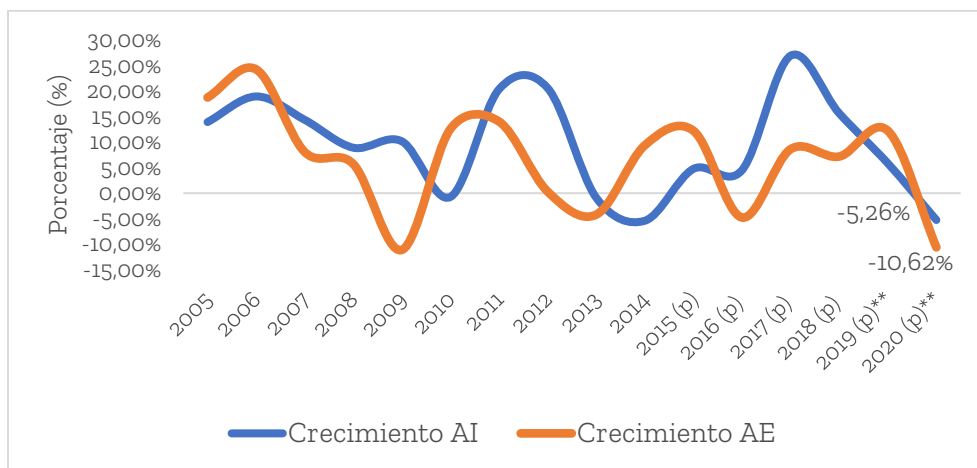
Gráfico 55. Actividad Interna como porcentaje del PIB.



Fuente: DIAN (2021), cálculos propios.

Según la DIAN, el recaudo tributario bruto fue de **\$146.2 billones** y el recaudo tributario neto según el MHCP fue **de \$130.7 billones** en el 2020, mientras que en el año 2019 fue de **\$148 billones**, mostrando una reducción del **11,9 %**. Los ingresos tributarios brutos internos fueron del orden de **\$122.4 billones** en el año 2020, mientras que en el año 2019 fueron de **\$130.9 billones** mostrando una tasa de crecimiento negativa del **6,5 %**, hecho que es muy coherente con la caída del PIB del **6,8 %** en el año 2020. Por el lado de los ingresos tributarios brutos externos se recaudaron en el año 2020 aproximadamente **\$23.7 billones** y en el 2019 esta cifra había sido de **\$26.2 billones**, mostrando una caída del **9,6 %**, hecho que es resultado de las restricciones externas realizadas. De los ingresos brutos tributarios internos, la caída de los ingresos tributarios de **IVA** y renta fueron del orden del **5,26 %** y en el orden externo teniendo solamente en cuenta arancel e **IVA**, la caída fue del **10,62 %** (ver **Gráfico 56**).

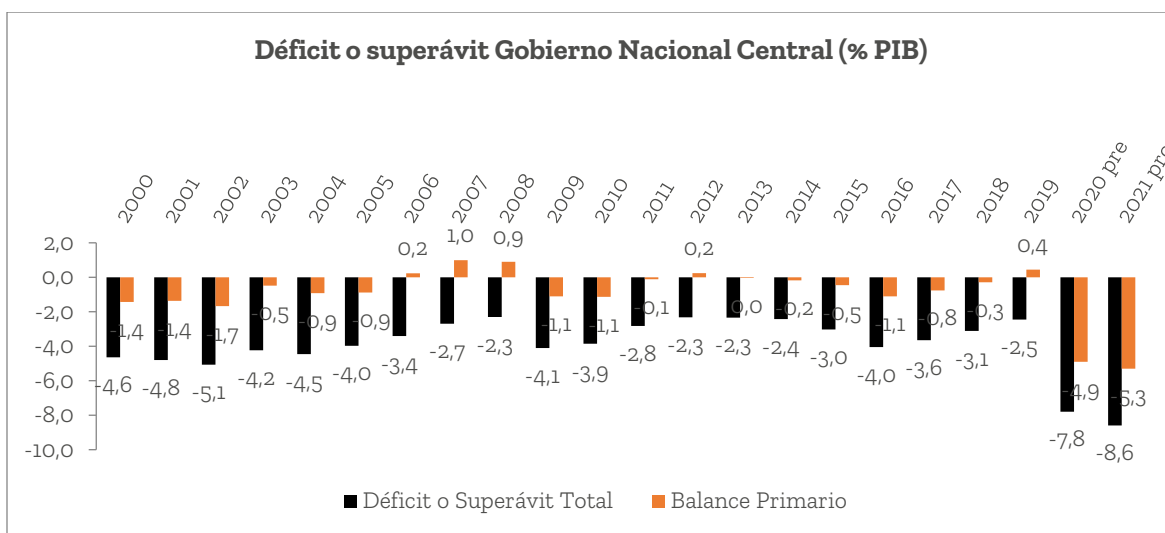
Gráfico 56. Crecimiento de los ingresos internos (IVA+ renta) y externos (IVA+ arancel).



Fuente: DIAN (2021), cálculos propios.

De acuerdo con las cifras disponibles por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) el cierre fiscal preliminar de 2020 muestra un déficit muy amplio, resultado del gran shock mundial y de las medidas tomadas para contener la propagación del virus. El déficit enfrentado por el Gobierno Nacional Central (GNC), resultado del incremento en los gastos y la reducción de los ingresos tributarios, es el más alto de los registrados hasta el momento en el siglo XXI para la economía colombiana, ascendiendo a **\$77.748 billones** que representa un **7,8 % del PIB** del 2020 y un déficit primario que asciende a \$49.4 billones, representando un **4,9 % del PIB**, a pesar de la magnitud de estos resultados, siguen siendo inferiores a los proyectados en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP, 2020). Sin embargo, para el año 2021 de acuerdo con el Plan Financiero, se proyectan déficits aún más elevados que los presentados en el año 2020, siendo estos déficits del **8,6 %** para el balance total y del **5,3 %** para el balance primario, debido a que se requiere darles mayor prioridad a los gastos de la recuperación de la economía colombiana, en especial lo referido a la inversión (ver **Gráfico 57**).

Gráfico 57. Déficit/Superávit del GNC como porcentaje del PIB.



Fuente: Banco de la República y MHCP (2021).

Según el MHCP para el año 2021 se proyecta un déficit de alrededor de **\$94.6 billones**, que representaría el **8,6 % del PIB** y, un déficit primario de aproximadamente **\$57 billones** que representa un **5,3 % del PIB**. Las anteriores cifras muestran unos incrementos nominales entre 2020 y 2021 del orden del **21,7 %** para el balance total y del **17,1 %** para el balance primario, estos incrementos se encuentran explicados en gran medida por una variación en los ingresos del orden del **13,5 %**, ya que representaron en 2020 alrededor de **\$152.5 billones** y para el 2021 se proyectan unos ingresos del orden de **\$173 billones** y, los gastos que representaron en 2020 alrededor de **\$230.3 billones** y para el 2021 se espera que asciendan a **\$267.7 billones**, muestran un crecimiento del **16,2 %**, destacándose los gastos de inversión que muestran un crecimiento del **66,5 %** (ver **Tabla 13**).

Tabla 13. Balance Fiscal del GNC.

CONCEPTO	(\$MM)			(% del PIB)			Crec. (%) 2021*/2020*
	2019	2020*	2021*	2019	2020*	2021*	
Ingreso Total	171.861	152.567	173.090	16,2	15,2	15,8	13,5
Tributarios	148.418	130.763	147.629	14,0	13,0	13,5	12,9
No Tributarios	1.477	1.658	1.376	0,1	0,2	0,1	-17,0
Fondos Especiales	1.481	1.414	1.443	0,1	0,1	0,1	2,1
Recursos de Capital	20.485	18.733	22.642	1,9	1,9	2,1	20,9
Rendimientos Financieros	4.094	1.029	595	0,4	0,1	0,1	-42,2
Excedentes Financieros	14.958	15.627	8.597	1,4	1,6	0,8	-45,0
Reintegros y otros recursos	1.433	2.076	13.450	0,1	0,2	1,2	547,8
Gasto Total	197.910	230.315	267.736	18,7	23,0	24,4	16,2
Intereses	30.800	28.336	36.771	2,9	2,8	3,4	29,8
Funcionamiento más inversión	167.284	202.089	230.965	15,8	20,2	21,1	14,3
Gasto de funcionamiento **	148.772	163.675	176.631	14,0	16,3	16,1	7,9
Gasto de inversión **	18.511	20.393	33.958	1,7	2,0	3,1	66,5
Gasto de emergencia	0	16.721	19.026	0,0	1,7	1,7	13,8
Capitalización FNG	0	1.300	1.350	0,0	0,1	0,1	3,8
Préstamo neto	-174	-110	0	0,0	0,0	0,0	
Balance Primario	4.752	-49.412	-57.875	0,4	-4,9	-5,3	17,1
Balance Total	-26.049	-77.748	-94.647	-2,5	-7,8	-8,6	21,7

* Cifras preliminares

** Gasto de funcionamiento e inversión incluye pagos y deuda flotante. Incluye el gasto ejecutado a través del FOME. Fuente: DGPM - Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Fuente: MHCP (2021).

El Gobierno General²² presentó un déficit del **7 % del PIB (\$70.5 billones)** en 2020, mientras que para el año 2021 se proyecta que el déficit puede llegar a representar el **8,3 % del PIB (\$90.4 billones)**. Mientras que el déficit primario en el 2020 representó el **4,1 % del PIB** y se proyecta que para el 2021 puede representar el **4,8 % del PIB**. Este cambio de tendencia en los resultados del **GG** se encuentran explicados en gran medida por el desempeño del **GNC** ya que las Entidades Regionales y Locales presentaron superávit de aproximadamente **\$3.2 billones** para 2020 y lo proyectado para 2021 sería una cifra muy cercana, mostrando que, en ambos años, el superávit puede representar alrededor del **0,3 % del PIB**. Y en el caso de la Seguridad Social, el desempeño es superavitario para igual periodo, siendo este de **\$5 billones** en 2020 y de **\$4.4 billones** en el 2021, representando el **0,5 %** y **0,4 % del PIB**, respectivamente (ver **Tabla 14**).

²² Se diferencia del SPNF en que excluye las empresas que comercializan bienes y servicios de mercado. En este caso no se presentará el Sector Público Consolidado ya que ha sido eliminado por El Consejo Superior de Política Fiscal (CONFIS), al realizar un cambio metodológico con el objetivo de lograr la comparabilidad internacional.

Tabla 14. Balance Fiscal del GG.

SECTORES	(\$ MM)		(% PIB)	
	2020*	2021*	2020*	2021*
Gobierno Central	-78.890	-98.169	-7,9	-9,0
Gobierno Nacional Central (GNC)	-77.748	-94.647	-7,8	-8,6
Resto Gobierno Central	-1.143	-3.523	-0,1	-0,3
Regionales y Locales	3.210	3.229	0,3	0,3
Seguridad Social	5.091	4.459	0,5	0,4
GOBIERNO GENERAL (GG)	-70.589	-90.481	-7,0	-8,3
Balance primario GG	-41.486	-52.918	-4,1	-4,8

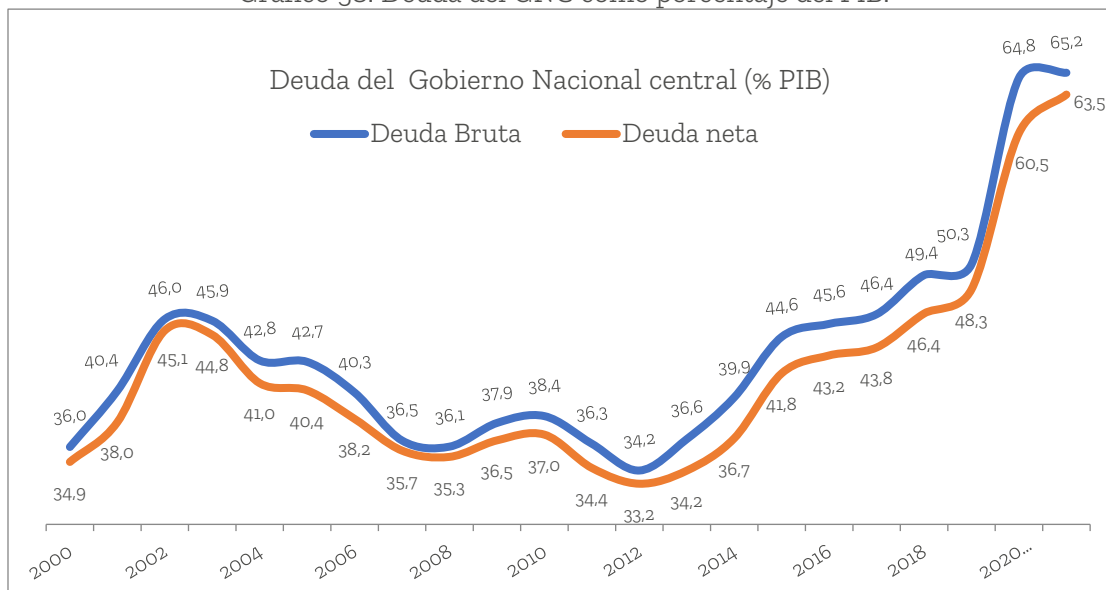
* Cifras proyectadas

Fuente: MHCP (2021).

Se destaca que para el 2020, el balance del Sector Público Financiero (SPF) presente un superávit del **0,9 % del PIB**, explicado en gran medida por la caja cuasi fiscal del Banco de la República que representó alrededor de **\$7.4 billones**, pero que para el 2021 se proyecta un déficit del orden de **\$122 mm**, mientras que el Fogafin en ambos años se mantiene estable en superávit en una cifra cercana a **los \$1.2 billones**, que representa un **0,1 % del PIB** para los dos años. La reducción de 2020 a 2021 se explica por la reducción en los rendimientos de las Reservas Internacionales administradas por el Banco de la República.

Como es de esperarse, la deuda bruta del GNC sigue ascendiendo y también ha sido excepcional en el año 2020, llegando a un nivel aproximado del orden de **\$649.6 billones** que representan **el 64,8 % del PIB**, mostrando un crecimiento del **14,5 %** con respecto a 2019 que era de **\$533.7 billones** y que representaba el **50,3 %** en el 2019, hecho que evidencia la magnitud de la atención de la contingencia para este año. La deuda neta del GNC ha pasado del **48,3 % del PIB** en el 2019 al **60,5 % del PIB** en el año 2020. Sin embargo, se evidencia de acuerdo con las proyecciones del MHCP que la deuda tendrá su nivel más alto en el año 2021, resultado de las proyecciones que se realizan en materia de recuperación de la economía, siendo del orden del **65,2 % del PIB** para la deuda bruta y del **63,5 %** para la deuda neta (ver **Gráfico 58**).

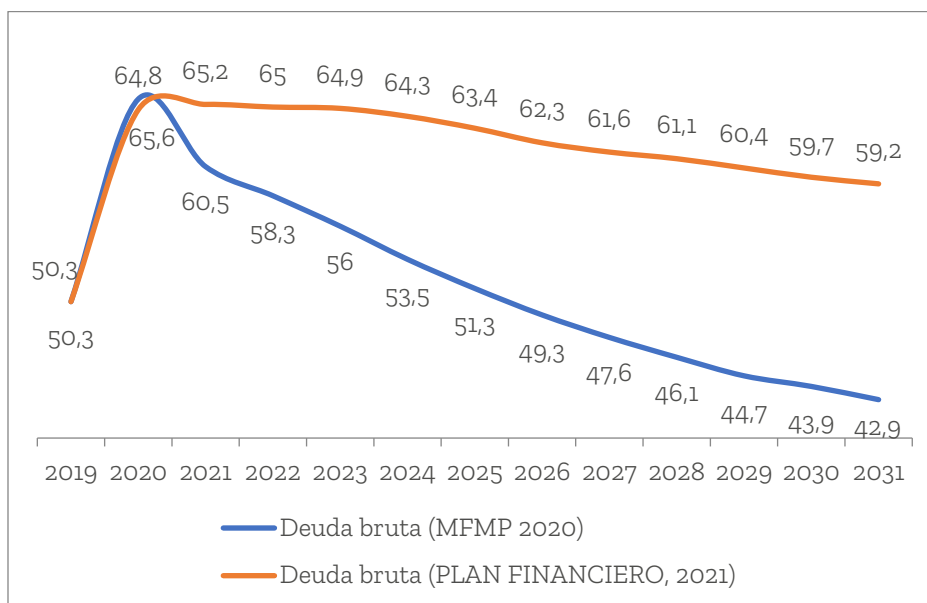
Gráfico 58. Deuda del GNC como porcentaje del PIB.



Fuente: Banco de la República y MHCP (2021).

Sin embargo, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) anuncia que, a partir del año 2022, se deberá seguir una senda de ajuste que obliga a generar superávits primarios del orden del 1,5% anual, con el objetivo de ajustar la economía y llevarla a una senda sostenible en el término de aproximadamente nueve años. Es así, como se propone una senda que pase del 65,2 % en 2021 a un nivel del 59,2 % en el 2031, mostrando una senda muy disímil con respecto a lo proyectado en el MFMP del año 2020, que mostraba que la senda pasaría del 60,5 % del PIB en el año 2021 al 42,9 % en el año 2031 (ver Gráfico 59).

Gráfico 59. Senda de ajuste de la deuda del GNC como porcentaje del PIB.



Fuente: MFMP (2020), Plan Financiero (2021).

Las anteriores cifras muestran un panorama sostenible pero poco halagador para la economía colombiana, es así como se ha iniciado la discusión acerca de la reforma tributaria, donde el insumo principal para alimentar la discusión se encuentra en el informe que se encuentra preparando la misión de expertos de beneficios tributarios. De esta discusión se puede evidenciar que los rubros más importantes como se mencionó anteriormente son **IVA** y **renta**. De los primeros se puede decir que las exenciones tributarias pueden representar alrededor de **\$74 billones**, por ende, es necesario revisar con detalle estas y concluir qué exenciones deben continuar y cuáles se deben eliminar, los beneficios de renta pueden representar alrededor de **\$17.1 billones**, hecho que también se debe revisar, estos elementos podrían colocarnos en una situación diferente en materia de ingresos tributarios.

Según David Rosenbloom²³, debemos buscar un sistema tributario que tenga tres atributos: que sea eficiente, que sea simple y que sea justo. Este último atributo, es muy importante ya que está referido a que

“[...] el sistema sea justo o no, no importa si el contribuyente no lo ve así, porque no puedes tener una agencia de impuestos que funcione como policía, sino por su cuenta y para que eso pase tiene que ser aceptado por el contribuyente [...]”. (Rosenbloom, 2021)

Siendo así, el camino más expedito para lograr lo anterior, es tener en cuenta a la Constitución que en su artículo 363, establece la necesidad de la equidad, la eficiencia y la progresividad en el sistema tributario.

Referencias

Banco de la República (2021). *Sector público y deuda pública*. Recuperado en marzo de 2021 de <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/sector-publico-y-deuda-publica>

Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (2021). *Estadísticas de recaudo*. Recuperado en marzo de 2021 de <https://www.dian.gov.co/dian/cifras/Paginas/EstadisticasRecaudo.aspx>

Fondo Monetario Internacional. *Monitor Fiscal: Octubre de 2020*. Recuperado en febrero de 2021 de <https://www.imf.org/es/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2021). Recuperado en marzo de 2021 de https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/Minhacienda/pages_minhacienda

Rosenbloom, D. (2021). *Comisión de Expertos en Beneficios Tributarios*. Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN). Recuperado en marzo de 2021 de <https://www.dian.gov.co/dian/Paginas/OCDE-CEBT.aspx>

²³ Experto externo de la misión de expertos en beneficios tributarios.



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

Carrera 49 # 7 Sur - 50, Medellín - Colombia
Teléfono: +57 4 261 95 00 ext. 9532 - 261 95 32
cief@eafit.edu.co