



Informe anual

EL LIBRO 2021

EL LIBRO 2021

EL LIBRO 2021

COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

MÁS QUE INFORMACIÓN ADQUIERA VISIÓN

DIRIGIDO POR



ANDRÉS LANGEBAEK RUEDA

DIRECTOR EJECUTIVO ESTUDIOS
ECONÓMICOS GRUPO BOLIVAR

MARÍA ISABEL GARCÍA

ANÁLISIS FISCAL Y EXTERNO

JUAN DAVID JARAMILLO

ANÁLISIS SECTORIAL

NICOLÁS BARONE

ANÁLISIS SECTOR FINANCIERO

CATALINA PARRA

ANÁLISIS SECTORIAL

VANESSA SANTRICH

ANÁLISIS CENTROAMÉRICA

DANIEL ORDOÑEZ

ANÁLISIS INFLACIÓN Y MDO LABORAL

CARLOS A. GALINDO

JUAN JOSÉ YANEZ

PROFESIONALES EN PRÁCTICA

COLOMBIA RETOMA SU RUMBO

Un recorrido por nuestras perspectivas
para la economía colombiana y sus
sectores productivos para 2020 y 2021

COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2020 /2021

04	I.	UN MUNDO AFECTADO POR EL COVID-19 (INTRODUCCIÓN)
08		RECUADRO 1: AVANCES EN PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA EN MEDIO DE LA PANDEMIA
12		RECUADRO 2: LAS INCERTIDUMBRES RELATIVAS A LA EXPANSIÓN DEL COVID-19
15	II.	PRINCIPALES FACTORES DE RIESGO PARA LA ECONOMÍA EN 2021
23	III.	MEDIDAS PARA ENFRENTAR EL COVID-19 EN EL MUNDO
23		1. PAÍSES DESARROLLADOS
26		2. PAÍSES EMERGENTES Y AMÉRICA LATINA
30		3. COLOMBIA
32	IV.	SECTOR EXTERNO
35	V.	INFLACIÓN
41	VI.	PROYECCIONES DE CRECIMIENTO
41		1. PROYECCIONES DE CRECIMIENTO 2020 - 2021
47		RECUADRO 3: ESTRATEGIAS PARA LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA
65		2. CONSIDERACIONES SOBRE EL CRECIMIENTO A MEDIANO Y LARGO PLAZO
71	VII.	POLÍTICA MONETARIA
73	VIII.	TASA DE CAMBIO
75	IX.	FINANZAS PÚBLICAS
79		RECUADRO 4: SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA
81	X.	RESUMEN DE PROYECCIONES



COLOMBIA RETOMA SU RUMBO

RESUMEN

En 2020 hemos visto cómo el mundo ha tenido que adaptarse para poder mitigar los efectos generados por la aparición del COVID-19. Colombia no ha sido ajena a esta situación: la adopción de medidas de confinamiento y aislamiento preventivo han impactado la actividad económica de una manera sin precedentes. Estimamos que la actividad económica caerá 7.5% este año. Para 2021 anticipamos que Colombia mostrará una recuperación y logrará crecer 5.3%. Sin embargo, persisten factores de incertidumbre que pueden afectar este resultado, como: la posibilidad de que el país viva una segunda o tercera ola de contagios. Así mismo, el desafío que tiene para lograr el saneamiento de las finanzas públicas es enorme.



COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2020 /2021

I. UN MUNDO AFECTADO POR EL COVID-19

“...probablemente llegará un momento en el que tengamos una enfermedad mortal transmitida por el aire. Y para que podamos lidiar con eso de manera efectiva, tenemos que implementar una infraestructura, no solo aquí en casa, sino a nivel mundial, que nos permita verlo rápidamente, aislarlo rápidamente y responder rápidamente. De modo que si aparece una nueva cepa de gripe, como la gripe española, dentro de cinco años o dentro de una década, hemos realizado la inversión y estamos preparados para atajarla No es solo un seguro; es saber que en el futuro vamos a seguir teniendo problemas como este, especialmente en un mundo globalizado en el que te mueves de un lado del mundo a otro en un día”.... Barack Obama, Bethesda, diciembre 2 de 2014.

Si bien la epidemia del COVID-19 no era un hecho absolutamente impredecible, es claro que a la luz de los hechos pocos gobiernos en el mundo, incluyendo a Estados Unidos y a las organizaciones internacionales responsables, se prepararon de manera adecuada para atender una emergencia de esta naturaleza. La escasez mundial de ventiladores, el abrupto cierre en buena parte del globo de las actividades económicas a finales de marzo y durante buena parte del mes de abril, las improvisaciones en el campo de las políticas públicas para apoyar a la población vulnerable y al tejido empresarial ponen en evidencia que el fenómeno sorprendió a todos¹.

El surgimiento de la idea de protocolos de bioseguridad, la reapertura de ciertas actividades con premisas de aislamiento social, el uso de tapabocas, la mejora en la infraestructura hospitalaria y en muchos casos la simple necesidad de los grupos más vulnerables de la población dieron un vuelco a la situación al permitir el resurgimiento de la actividad económica en el mes de mayo. Estas acciones se han visto reforzadas por una reducción en la velocidad de contagio producida por lo que los epidemiólogos denominan “inmunidad de rebaño” (ver recuadro 1), lo que ha reforzado la tendencia hacia una mayor reapertura de las economías.

¹ Entre 1916 y 1918 se calcula que murieron 50 millones de personas por la llamada “Gripe española”. La coyuntura actual muestra que el número de muertos que se van a generar por la nueva epidemia va a ser notoriamente menor al que se produjo en aquella época, sin embargo el costo que parece haber asumido la sociedad para la protección de la vida humana es bastante más alto. Este distinto enfoque para enfrentar los problemas corresponde a lo que muchos llaman un nuevo “contrato social” o nueva.



El shock de oferta que representaron las restricciones a la movilidad de las personas hacia su trabajo (con la excepción de aquellos pocos que pudieron continuar laborando bajo la modalidad de teletrabajo), se convirtió rápidamente en un shock a la demanda a través de varios canales, entre los que se encuentra la incapacidad física de los consumidores de ir a las tiendas y, sin duda, mucho más grave, la pérdida de empleos y de ingresos. Las reacciones de política de las autoridades han sido diversas dependiendo de muchos factores, entre ellos, la situación fiscal previa a la crisis, la estructura del mercado laboral, la fortaleza del sector empresarial y la solvencia del sector financiero.

Una de las más lamentables características de la crisis actual es que está agravando las tendencias a la concentración del ingreso que se habían observado en la última década. En efecto, la pandemia ha afectado especialmente a los grupos que no pueden realizar trabajos desde su casa y a aquellos empleados que deben interactuar presencialmente con otras personas. En ambos casos, esto coincide con los trabajadores de menores ingresos.

Es también claro que la pandemia afecta más a aquellas personas que tienen menores niveles de ahorro. En el caso de los países emergentes, la situación se agrava porque los trabajadores informales no están amparados por la solidez de empresas y el estado tiene menor capacidad para identificarlos y apoyarlos mediante programas asistenciales.

“ ... una de las más lamentables características de la crisis actual es que está agravando las tendencias a la concentración del ingreso... ”

Si bien es importante destacar que el grado de incertidumbre se ha reducido mucho frente al que teníamos al inicio de la crisis, este sigue siendo muy alto. Muchos de los factores de incertidumbre que existen en la actualidad están relacionados con la dinámica propia del virus, es decir, la posibilidad de que mute fortaleciéndose o debilitándose o las hipótesis que sugieren que la inmunidad frente a virus es de corto plazo (Ver Recuadro 2).

En el ámbito económico, la incertidumbre relacionada con el COVID es producto de varios factores. Se destacan los posibles desabastecimientos en bienes de las cadenas productivas globales, los cambios estructurales de las conductas de los consumidores, la movilización política frente a los gobernantes de turno, lo cual puede afectar la gobernabilidad y la agenda de reformas estructurales que se necesita emprender. También existe gran incertidumbre sobre la capacidad de reacción del entramado empresarial; se sabe que muchas empresas van a quebrar pero la velocidad con la que los nuevos emprendimientos puedan prosperar y compensar la destrucción de empresas que quebraron es un elemento clave en el proceso de recuperación.



¿Cómo será el mundo después de terminada la pandemia? Algunos observadores, evocando lo ocurrido con la crisis financiera internacional de 2008-2009, opinan que si bien la situación demorará algunos años en volver a la normalidad, en su esencia esta continuará siendo la misma. Sin embargo, algunas tendencias recientes sugieren que se producirán cambios importantes entre los que podemos destacar:

1. La situación fiscal de los países en el mundo ha sufrido un deterioro importante. Los niveles de deuda como proporción del PIB son considerablemente más altos tanto en países emergentes como desarrollados. Esta situación tiene varias implicaciones: a) Sugiere que la política monetaria será bastante acomodaticia, con tasas de interés relativamente bajas alrededor del mundo por mucho tiempo. b) El margen para realizar política fiscal se ha reducido mucho. c) Por lo general, los países altamente endeudados suelen tener bajos niveles de inversión pública.

El hecho de que las tasas de interés sean bajas por mucho tiempo también implica riesgos y sobre todo puede inducir fuertes volatilidades: en contraste con lo ocurrido durante la crisis de Lehman Brothers, cuando las acciones cayeron y se demoraron varios años en recuperarse, en la situación actual, descontando los meses críticos de marzo y abril, los valores de las acciones se han incrementado e incluso volvieron a llegar nuevamente a máximos históricos (principios de septiembre).

Al respecto, instituciones como el propio Fondo Monetario Internacional (FMI) han llamado la atención sobre la posibilidad de una nueva burbuja en el mercado de renta variable a nivel internacional que podría llegar a estallar, generando un retroceso en la confianza en momentos en los que precisamente se necesita un aumento de ella. De otro lado, las bajas tasas de interés dificultan el crecimiento del ahorro pensional, lo que implicará un menor nivel de consumo de la población mayor o la necesidad de que no salgan del mercado laboral para obtener un mayor nivel de ingreso.



... instituciones como el Propio Fondo Monetario Internacional...han llamado la atención sobre la posibilidad de una nueva burbuja en el mercado de renta variable a nivel internacional...



La situación fiscal apremiante en el mundo va a llevar a mayores presiones para que los paraísos fiscales sean más transparentes con la información de los cuentahabientes de sus sistemas bancarios, incluso muchos de estos van a ver más limitado su campo de acción. Al respecto, la OCDE ha venido realizando un trabajo técnico para crear las bases de un sistema tributario en el que las compañías multinacionales pagarán los impuestos en los países donde operan y no a paraísos fiscales en donde las tasas de tributación son más bajas. Es también probable que modelos como el FATCA² de Estados Unidos, que busca identificar los activos de ciudadanos norteamericanos en el exterior, se expanda a otras nacionalidades mediante acuerdos internacionales.

² Foreign Account Tax Compliance Act



2. Tendencias hacia la digitalización. Otra tendencia que ha venido acompañándonos hace un buen tiempo, pero que se aceleró de manera inusitada en estos meses de pandemia, es la digitalización de la economía con las consecuencias positivas y negativas que esto implica. Como lo señala un documento reciente de la OCDE al respecto³, la transformación digital trae oportunidades pero también el riesgo de agravar las disparidades. Para sacar mejor provecho de esta revolución tecnológica, se necesita la creación de un ecosistema integrado por la calidad de la infraestructura, las habilidades digitales de la población y un marco legal que proteja los desarrollos y las inversiones. Lamentablemente la población más pobre es la que menos conocimientos digitales posee y la que al realizar actividades repetitivas puede ser reemplazada por procesos digitales.

Según la investigación citada, en América Latina el 16% de los puestos de trabajo tienen el riesgo de ser automatizados.

Así las cosas, la dinámica que ha tenido esta llamada cuarta revolución industrial podría llegar a ser negativa para varios segmentos de la población. La manera de evitar que esto ocurra está fuertemente relacionada con el tema fiscal: se requieren ingentes recursos para dotar de infraestructura tecnológica a las escuelas y reentrenar al personal desplazado en industrias expuestas a los procesos de automatización. La urgencia de estas medidas se ha hecho manifiesta con la crisis actual.



... la dinámica que ha tenido esta llamada cuarta revolución industrial podría llegar a ser negativa para varios segmentos de la población ...



³ Latin American Economic Outlook: Digital Transformation for Building Back Better. Recuperado de :<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/e6e864fb-en.pdf?expires=1601047667&id=id&accname=guest&checksum=329CB4FCC9E8ADDD343EBD2ADA355227> Septiembre 24 de 2020.



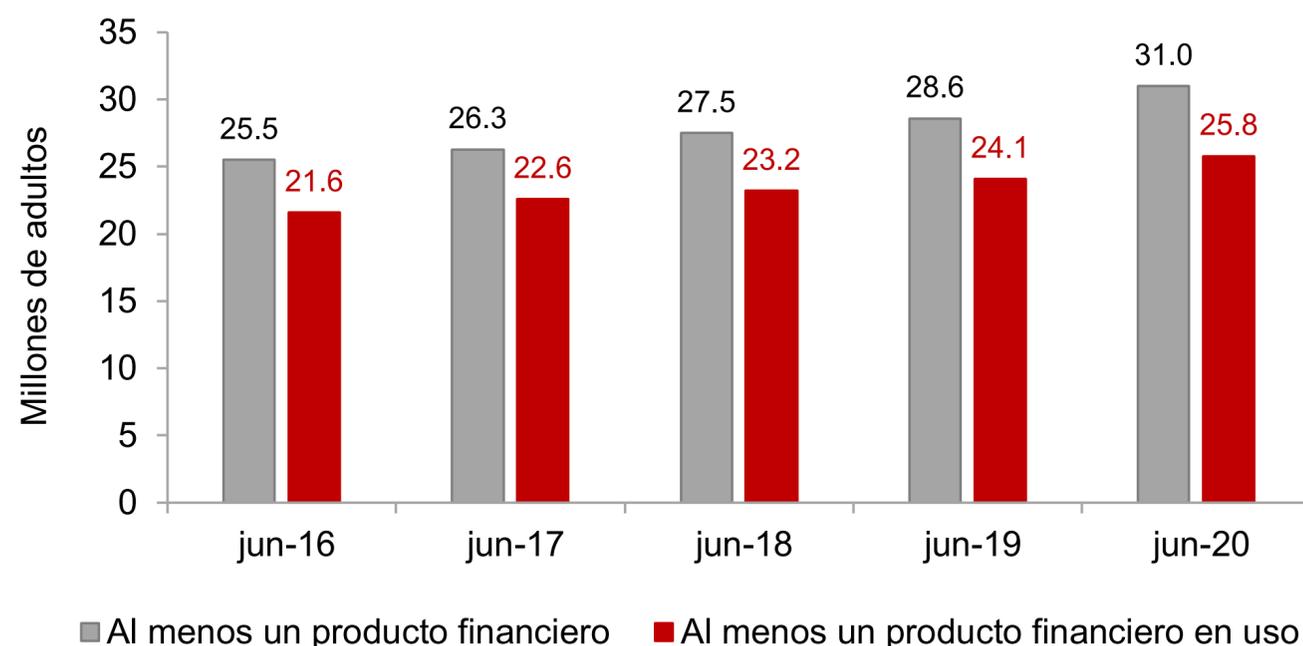
AVANCES EN PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA EN MEDIO DE LA PANDEMIA

RECUADRO 1

Desde hace varios años el Estado colombiano viene trabajando en mejorar la inclusión financiera de la población, pues esta no solo permite un mayor crecimiento económico a través del acceso al crédito, sino que también facilita la dispersión de subsidios y ayudas a la población vulnerable. De hecho, el gran catalizador del aumento del nivel de profundización en los últimos años ha sido el mismo Estado por medio de programas como: Ingreso Solidario, que pasó de beneficiar a 1.93 millones de personas en marzo de 2020 a 2.2 millones de personas en junio de 2020; Compensación del IVA a la población más pobre, que pasó de beneficiar a 880 mil personas a 927 mil personas en junio de 2020; y otros programas de transferencias monetarias tradicionales como Familias en Acción y Jóvenes en Acción. Este recuadro resume los avances en esta materia esbozados más detalladamente en el Reporte de Inclusión Financiera correspondiente al primer semestre de 2020 y que fue elaborado por Banca de las Oportunidades.

A junio de 2020 la cantidad de adultos con al menos un producto financiero se incrementó en 2.4 millones comparado con lo observado a junio de 2019, llegando a 31 millones de personas, lo cual representa una cobertura del 85.9%; de esta forma se alcanzó la meta del Plan Nacional de Desarrollo dos años antes de lo presupuestado. La variación anual fue de 8.3%, más de 4 puntos porcentuales mayor a la observada en junio de 2019. Este incremento está estrechamente ligado al aumento de las transferencias por parte del gobierno nacional, ya que como consecuencia del aislamiento obligatorio más personas entraron en condición de vulnerabilidad.

PENETRACIÓN PRODUCTOS FINANCIEROS



En cuanto a estadísticas de uso, la cantidad de adultos con al menos un producto financiero en uso pasó de 24.1 millones de personas en junio de 2019 a 25.8 millones de personas en junio de 2020, con lo cual alcanzó una cobertura de 71.6%.

También se presentaron mejoras de acceso en la población rural, llegando a una cobertura de 63.8%, no obstante, la brecha entre municipios urbanos y rurales sigue siendo amplia (cerca de 35 puntos porcentuales). Por sexo también se observan disparidades, aunque de menor magnitud: mientras la cantidad de hombres adultos con al menos un producto financiero alcanzó una cobertura de 87.7%, la cantidad de mujeres adultas en esta situación alcanzó una cobertura de 82.2%.

A junio de 2020, la cantidad de adultos con al menos un producto de depósito se incrementó en 10% comparado con el mismo mes de 2019, ubicándose en 30.1 millones de personas. Con respecto a productos de crédito, la situación fue considerablemente diferente, cayendo cerca de 10% con respecto a junio de 2019: la población con al menos un producto de crédito pasó de 14.3 millones a 12.8 millones. Sin duda, la reducción de productos de crédito está relacionada con la crisis económica producto de la pandemia.



3. Desglobalización. Desde hace ya algunos años, la participación del comercio global en el PIB mundial ha venido descendiendo a consecuencia de la imposición unilateral de políticas proteccionistas ante el fracaso de la Organización Mundial de Comercio (OMC) para garantizar la falta de transparencia y buenas prácticas en el comercio global. Tal como señalamos en nuestro informe del año pasado⁴, algunas de las quejas de la administración Trump en relación con la conducta de China, como el hecho de que en este país se produce la mayor parte de bienes falsificados en el mundo, las presiones que reciben las compañías extranjeras en el país asiático para transferir tecnología a sus pares locales y los requisitos de exportación para empresas localizadas en su territorio, son evidentemente prácticas que van en contra de los principios acordados internacionalmente.

La guerra comercial entre Estados Unidos y China va a continuar en los próximos años aunque podría tener matices diferentes dependiendo del resultado electoral en los EEUU.

El COVID-19 no es entonces la causa del proceso de desglobalización, pero sin duda lo ha exacerbado. Al principio de la pandemia se llegaron a observar incluso restricciones a la exportación de insumos médicos como tapabocas y ventiladores de algunos países del norte de Europa a sus colegas del sur. En el tema de las vacunas contra el virus, varios países se han abstenido de participar en iniciativas que buscan su reparto universal y a bajo costo.

“ ... el COVID-19 no es entonces la causa del proceso de desglobalización, pero sin duda lo ha exacerbado ... ”

En las condiciones actuales de aumento en el desempleo en varios países y de escasez de recursos fiscales, los “cantos de sirena” están proponiendo el cierre de las economías. En países desarrollados varios líderes han solicitado que algunos sectores, como los que producen insumos médicos y farmacéuticos, sean considerados como estratégicos y de interés nacional, lo que implicaría la promoción del regreso a sus países de origen de eslabones productivos que migraron en los últimos años, principalmente a China.

4. Cambios sectoriales. El COVID-19 ha resultado un evento mucho más prolongado de lo que incluso los analistas más pesimistas habían pronosticado. En este tiempo se han venido dando transformaciones importantes en la manera de trabajar, llevar la vida social y realizar actividades de esparcimiento. Es probable que con la normalización de la interacción social que veremos, a mediados de 2021, algunas cosas vuelvan a ser como antes, pero otras, en particular la forma de trabajar puede llegar a tener modificaciones permanentes. Esto implica cambios en la estructura de la demanda sectorial que es posible se mantengan hacia futuro.

⁴ Para consultar la edición de El Libro publicada en 2019: <https://vision.davivienda.com/public/assets/2020---colombia,-con-fuerza-propia-1602740944625.pdf>



En particular, es probable que el trabajo en casa gane un espacio mucho más importante y, por lo tanto, las oficinas podrán diseñarse con espacios más reducidos para atender una demanda menor. En consecuencia, los precios de las oficinas y de los arriendos de las mismas deberían caer. Así mismo, los viajes de trabajo se pueden ver reducidos, al poder ser reemplazados por videoconferencias o charlas por medios digitales, con un impacto importante en términos de la demanda por servicios prestados por las aerolíneas. Estos cambios deberán tener consecuencias indirectas sobre otros sectores, por ejemplo, la menor movilización para el trabajo aumenta la vida útil de los carros lo que a su vez también reduce la demanda de largo plazo por partes y repuestos para automóviles.



... es probable que con la normalización de la interacción social que veremos, a mediados de 2021, algunas cosas vuelvan a ser como antes ...





LAS INCERTIDUMBRES RELATIVAS A LA EXPANSIÓN DEL COVID-19

RECUADRO 2

A pesar de la diversidad en las opiniones de los epidemiólogos y las entidades de salud encargadas del manejo de la pandemia parece haber un consenso en dos puntos. El primero, es que el virus llegó para quedarse por varios años. El segundo, es que el futuro de la pandemia está plagado de factores de incertidumbre: ¿cuánto dura la inmunidad de las personas frente al virus?, ¿puede el clima afectar la reproducción del virus?, ¿qué decisiones tomarán los gobiernos frente a este problema? y la más importante ¿cómo reaccionamos frente a la convivencia con la pandemia?

Con respecto a la duración de la inmunidad frente al virus y a pesar de los estudios que se han venido realizando, se necesita más tiempo antes de que se pueda saber con certeza cuánto dura la inmunidad al COVID-19 de aquellas personas que ya han sufrido la infección.

La incertidumbre se origina en que la inmunidad frente a otros coronavirus tiene mucha varianza. Si se tienen en cuenta los estudios respecto al MERS CoV y el SARS CoV-1 se observa que la inmunidad podría durar más de un año en casos severos⁵, aunque podría durar un poco menos en casos leves y asintomáticos. Por otro lado, si se compara con algunos coronavirus endémicos, como los alphacoronavirus y los betacoronavirus, el panorama es más pesimista puesto que hay reportes de reinfección en periodos de tan solo tres meses⁶. Otro factor preocupante es que el COVID-19 podría volver a infectar a las personas que ya lo padecieron gracias a procesos de deriva genética, este término se refiere a un mecanismo de evolución aleatorio que puede ocasionar que ciertos rasgos de la enfermedad desaparezcan o bien se vuelvan dominantes. Precisamente este proceso es lo que parece haber sucedido en el primer caso de reinfección reportado⁷.

Si esto sucediera, el virus se volvería endémico con una muy alta probabilidad. El tema de la duración de la inmunidad es clave pues será el que determinará el desarrollo de la pandemia y que tan efectiva será la vacuna para combatirla.

Por otra parte, si bien en una declaración reciente la Organización Mundial de la Salud afirmó que el COVID-19 no parecía mostrar un comportamiento estacional⁸, no se puede descartar que la llegada del invierno podría empeorar la pandemia. Haciendo un paralelo con algunos virus respiratorios como la influenza y otros coronavirus humanos, algunos expertos sugieren que la tasa de infección podría aumentarse durante esta estación ya que el aire seco mejoraría la estabilidad y la transmisibilidad del virus⁹ (de hecho, otras cepas de coronavirus humanos tienden a tener un pico de transmisibilidad en febrero).

⁵ En el caso de estos dos virus la inmunidad desaparecería entre 2 y 3 años tras la infección.

⁶ (2020, agosto 3). WHO Director-General's opening remarks at the media briefing on COVID-19 - 3 August 2020. Se recuperó el 21 de agosto, 2020 de <https://www.who.int/dg/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---3-august-2020>.

⁷ ((2020, agosto 25). Hong Kong man 'first case' documented of getting coronavirus twice, researchers say. Se recuperó el 21 de agosto, 2020 de <https://edition.cnn.com/2020/08/24/health/covid-19-reinfection-hong-kong-study/index.html>.

⁸ (2020, agosto 10). WHO: Coronavirus unaffected by seasonal changes. Se recuperó el 21 de agosto, 2020 de <https://thehill.com/policy/healthcare/public-global-health/511387-who-coronavirus-unaffected-by-seasonal-changes>

⁹ (2020, abril 20). Moriyama, M, Hugentobler, W. and Iwasaki, A. Seasonality of Respiratory Viral Infections. Annual Review of Virology. Vol. 7:83-101.



A pesar de que no existe claridad de cómo sería la interacción del COVID-19 y otros coronavirus durante el invierno, estudios preliminares muestran que es improbable que se de una neutralización cruzada¹⁰ entre ellos¹¹.

Excluyendo el efecto de una posible vacuna y lo que se ha logrado a través de medidas de distanciamiento social, lo mencionado hasta el momento deja abierta la puerta a tres escenarios posibles para el futuro. En el primero la inmunidad al virus es corta (menor a un año) y después del gran pico en casos observado en 2020, se observaría que este patrón de infección se repite de forma estacional, posiblemente en el invierno de cada año. En el segundo escenario, la inmunidad al virus es moderada (más de un año y menos de tres) y se verían brotes esporádicos del virus cada año, más débiles a medida que aumente el número de personas que hayan padecido la infección. En el último escenario, la inmunidad al virus es larga (más de tres años) y se vería un gran pico de infecciones mientras que un número suficiente de personas sufre la enfermedad, sin embargo, una vez haya sucedido esto la enfermedad empezaría a desaparecer¹².

El escenario bajo el cual la enfermedad desaparece se daría en el momento que se alcance la inmunidad de rebaño. Esto ocurre cuando una parte importante de la población se vuelve inmune a la enfermedad, con lo cual la probabilidad de transmisión de persona a persona disminuye significativamente y la población total tiene una mayor protección frente al virus.

En el caso que la inmunidad al virus fuera lo suficientemente larga, habría dos formas de lograr la inmunidad colectiva frente al COVID-19. La primera de ellas sería gracias a una vacuna y la segunda a través del contagio natural. La vacuna sería la ideal para alcanzar el objetivo pues generaría inmunidad sin causar la enfermedad ni impactos negativos para el sistema de salud. Sin embargo, no está exenta de desventajas entre las cuales se destacan que la protección podría ser por un periodo corto de tiempo (por lo que se necesitaría refuerzos) y que algunas personas podrían rechazar su uso bien sea por creencias religiosas o por escepticismo sobre los beneficios que estas tengan.

Algunos científicos han sugerido que cerca del 70% de la población debe ser inmune para alcanzar la inmunidad de rebaño. Sin embargo, recientemente investigadores han trabajado en la hipótesis de que se necesite un umbral de 50% o incluso menor para que el COVID-19 retroceda¹³. Los modelos estadísticos de la pandemia han abordado diversos enfoques que no permiten llegar a resultados realmente concluyentes con respecto a dicho umbral, por lo cual no es seguro que exista un país en el mundo que tenga la suficiente cantidad de infectados para resistir una segunda ola de contagios de forma adecuada. Adicionalmente, hay evidencia de que el umbral varía tanto entre países como entre comunidades al interior de ellos.

En el caso colombiano, un estudio reciente realizado por Fernando de la Hoz¹⁴ sugiere que, realizando una estimación conservadora, al 25 de julio existía una subestimación de casos equivalente al 82%, es decir, mientras los registros oficiales mostraban 240,795 casos, el número de contagios reales ascendería a 1,328,175..

¹⁰ Es decir, haber tenido una infección por un coronavirus distinto al Covid-19 no sería suficiente para que el sistema inmune sea capaz de defenderse frente a este último.

¹¹ (2020, mayo 17). Huibin, L., Wu, N., et al, Cross-reactive Antibody Response between SARS-CoV-2 and SARS-CoV Infections. Cell Reports. Vol 31:9.

¹² (2020, abril 30). COVID-19: The CIDRAP Viewpoint. Se recuperó el 21 de agosto, 2020 de https://www.cidrap.umn.edu/sites/default/files/public/downloads/cidrap-covid19-viewpoint-part1_0.pdf.

¹³ (Según entrevistas realizadas por The New York Times en el mes de julio).

¹⁴ Is Colombia an example of successful containment of the COVID-19 2020 pandemic? A critical analysis of the epidemiological data. March to July 2020.



Con lo anterior, se estima que, dado el tamaño de la subestimación y la existencia de personas de por sí inmunes a la enfermedad, la población contagiada en los registros oficiales debe ser menor que la estimada en diversos modelos estadísticos para alcanzar el umbral de inmunidad de rebaño. Es decir, si la inmunidad de rebaño se alcanza con el 70% de la población inmune, como algunos sugieren, y si en Colombia se alcanzan niveles tan elevados de subregistro en las cifras oficiales, con el 13% de la población contagiada en registros oficiales, ya se podría pensar en alcanzar una inmunidad colectiva. Sin embargo, lo anterior depende de la duración de la inmunidad que se desarrolle en las personas bien sea por la vacuna o por el contagio.

Respecto al comportamiento de los gobiernos, la evidencia reciente sugiere que para controlar la evolución de la pandemia es necesario que se mejore la capacidad de realizar pruebas, aislar a los enfermos y lograr hacer un seguimiento exhaustivo a todas las personas que hayan podido estar en contacto con estos.

Si estos seguimientos se lograran hacer de una forma rápida y extensiva se podrían evitar rebrotes de la enfermedad. Sin embargo, el problema de este enfoque es que en países donde el virus ya está demasiado extendido esta tarea podría llegar a ser imposible. Aún más si se tiene en cuenta que hay muchos casos que nunca lograron ser detectados¹⁵.

Lo único que queda en nuestras manos, es la posición que tendremos frente a la convivencia con el virus. Varios científicos coinciden en que cambios en el comportamiento como lo son: el lavado frecuente de manos, el uso de tapabocas y la evasión de aglomeraciones han logrado salvar muchas vidas y han mostrado ser útiles para desacelerar la tasa de infección. De hecho, un estudio reciente¹⁶ sugiere que incluso sin que todas las personas cumplan estas tres medidas, una de las mejores estrategias que tendríamos para controlar la pandemia sería la reintroducción de medidas estrictas de distanciamiento social aproximadamente cada tres meses y una lenta relajación de estas medidas en los periodos intermedios. Inevitablemente, la forma en que nos relacionamos con los demás no volverá a ser la misma en el futuro cercano.

¹⁵ (2020, julio 1). Rahmandad, H., Sterman, J. and Lim, T. Estimating COVID-19 Under-Reporting Across 86 Nations: Implications for Projections and Control. SSRN. Disponible en SSRN <https://ssrn.com/abstract=3635047>

¹⁶ (2020, julio). Kennedy, D., Zambrano, G., Wang, Y. and Pinto, O. Modeling the effects of intervention strategies on COVID-19 transmission dynamics. Science Direct. Vol. 128.



COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2020 /2021

II. PRINCIPALES FACTORES DE RIESGO PARA LA ECONOMÍA EN 2021

En esta sección presentamos los principales factores de riesgo¹⁷ para el próximo año.

• **La Guerra comercial entre Estados Unidos y China.** En nuestro informe del año pasado¹⁸ mencionamos que en el año 2019 se había registrado un menor crecimiento mundial por efecto de la guerra comercial entre Estados Unidos y China. De hecho, buena parte de la volatilidad en los mercados se debió a los vaivenes en los anuncios relacionados con imposición de aranceles, revanchas y negociaciones entre las dos economías más grandes del mundo. Comentábamos que Estados Unidos acusa al país de oriente de realizar prácticas comerciales indebidas que no respetan la propiedad intelectual (China es el lugar de origen de la mayor

parte de bienes falsificados), y de establecer prácticas no permitidas por la OMC como los requisitos de desempeño a los inversionistas extranjeros en ese país (v.g. la obligatoriedad de exportar un porcentaje de la producción o de comprar cierta cantidad de insumos en el mercado local).

Después de una guerra comercial de más de dos años, el pasado 13 de diciembre la Oficina del Representante de Comercio de los Estados Unidos anunciaba el logro de un acuerdo de fase uno por el cual el país asiático se comprometía a adoptar medidas para promover un comercio justo. Entre las medidas contempladas estaban: a) Respetar la propiedad intelectual y actuar contra la piratería y los bienes falsificados.

b) Eliminar la transferencia forzosa de tecnología a las compañías chinas. c) Levantamiento de restricciones a la importación de productos americanos del sector agropecuario, d) Levantamiento de medidas que limitaban la participación extranjera en la propiedad de empresas del sector financiero y la competencia en general de empresas del extranjero en el sector, e) Abandono de políticas de fijación de tasa de cambio objetivo, f) Compromiso de las autoridades chinas de incrementar en 200 mil millones las importaciones de productos provenientes de los Estados Unidos, y finalmente un mecanismo para resolver las disputas comerciales en forma justa y eficiente.

¹⁷ Entendemos por factores de riesgo eventos cuya probabilidad de ocurrencia dependen de circunstancias difíciles de pronosticar y que pueden cambiar la senda de crecimiento en uno u otro sentido.

¹⁸ Idem 4



Es importante destacar que el gobierno chino concedió estos puntos sin que los Estados Unidos removiera aranceles del 25% a un conjunto de bienes que representan un valor cercano a los 250.000 millones de importaciones y un arancel del 7.5% para otro conjunto de bienes que representa 120.000 millones.

A pesar de las expresiones comunes de que la implementación de los acuerdos ha sido apropiada, existe algún consenso de que no han avanzado a un ritmo satisfactorio. El pasado 15 de septiembre un panel de expertos de la OMC consideró que era competente para pronunciarse sobre la disputa –a pesar del acuerdo bilateral alcanzado- y que consideraba que las medidas acordadas iban en contra de los principios de la OMC al ser discriminatorias.

Además el fallo dictaminó que los aumentos de los aranceles eran exagerados frente a las tarifas máximas que los Estados Unidos se habían comprometido a no superar en el marco de los acuerdos de la organización. El país norteamericano aseveró que el fallo de la OMC ratificaba la incompetencia de esta organización para detener las prácticas indebidas de China.

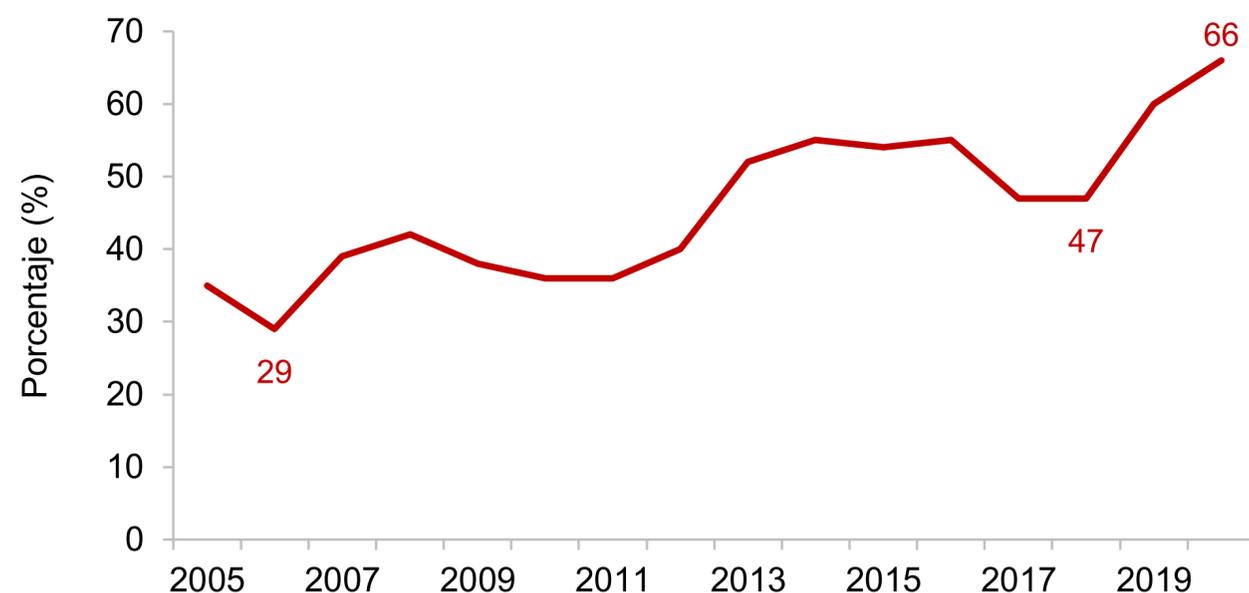
Una eventual elección de un presidente demócrata en los Estados Unidos puede moderar la conducta de este país frente China, pero aspectos esenciales de la confrontación van a seguir. En particular se considera que de llegar a la presidencia el candidato Joe Biden habría una posible reactivación de los mecanismos multilaterales como la Organización Mundial del Comercio, que estaría ad portas de perder a su miembro más importante en el caso de que fuese reelegido el presidente Trump.

Además, es posible que con el candidato demócrata se les baje el tono a las disputas comerciales con otras regiones (en especial Europa y Japón) en la búsqueda de nuevos aliados contra el gigante asiático.

A pesar de lo anterior, es claro que la opinión pública norteamericana ha venido incrementando su animadversión por el país asiático. Así lo sugieren los resultados de un sondeo realizado por el Pew Institute, que mostramos a continuación. A marzo de 2020 el 66% de los americanos tenía una opinión desfavorable sobre la China, esta misma proporción dos años antes había alcanzado el 47%. En estas condiciones hay campo fértil para que las disputas continúen en el futuro.



ESTADOUNIDENSES CON VISIÓN DESFAVORABLE DE CHINA

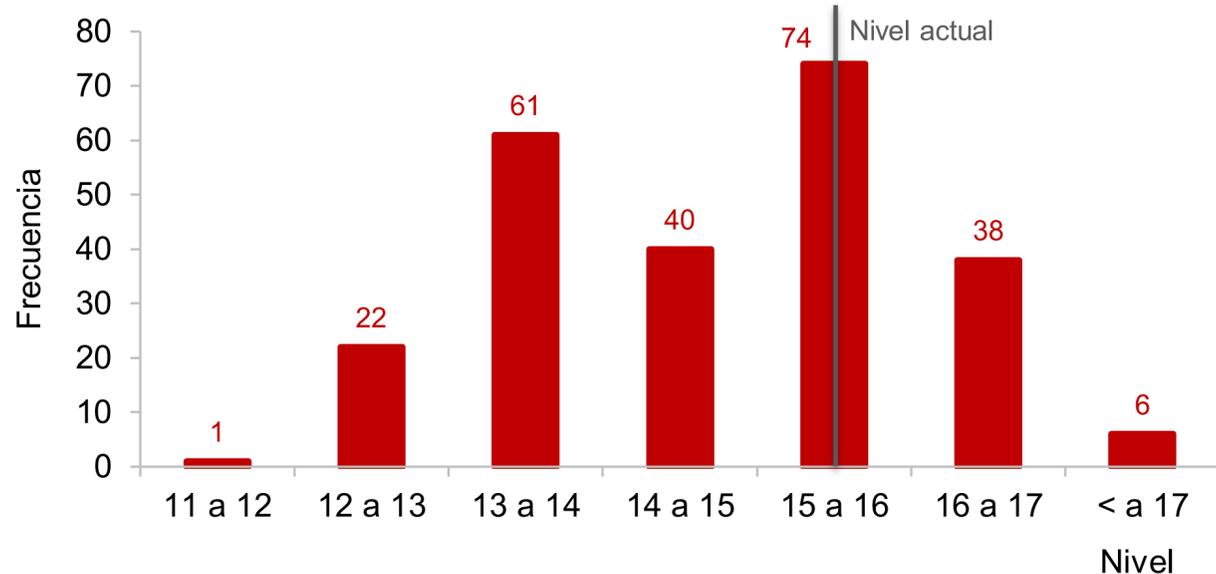


· **Crisis por el Covid-19 y estabilidad financiera.** A diferencia de lo ocurrido en América Latina y Colombia al finalizar el siglo pasado o lo acaecido en Estados Unidos con la crisis financiera de 2008-2009, la pandemia sorprendió al mundo en circunstancias en las cuales el sector financiero tiene, con contadas excepciones como la de Turquía, buenos niveles de solvencia.

Según cifras de la Superintendencia Financiera de Colombia, la razón de solvencia de los establecimientos de crédito al finalizar el mes de febrero (antes de que se presentara la crisis) alcanzó un nivel de 15.26%. Cuando se compara esta cifra con las históricas se aprecia que el nivel se encuentra en el rango medio alto, lo que sugiere que el sistema está en buenas condiciones para afrontar los desafíos de la crisis.



RAZÓN DE SOLVENCIA ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO 2000 - 2020



... el sistema está en buenas condiciones para afrontar los desafíos de la crisis ...

A pesar de esto, persiste la duda de si los niveles son adecuados para enfrentar el deterioro en la economía que se ha dado y seguirá dándose por efectos del COVID-19 en los próximos meses. Esta es una inquietud relevante no sólo para nuestro país sino para el resto del mundo. La resolución de esta inquietud no es sencilla pues cada país afronta realidades diferentes, puesto que continúa la incertidumbre sobre la magnitud, solidez y velocidad de recuperación de las economías y porque, en general, cada institución es diferente a otra.

Con las medidas tomadas por los gobiernos a lo largo y ancho del mundo, que incluyen aplazamientos y reestructuraciones de pagos de los clientes, existe una incertidumbre importante sobre el valor real de esos niveles de solvencia en la actualidad. En efecto, algunas de las medidas adoptadas en los países han permitido la prórroga automática de plazos lo cual puede estar simplemente aplazando en el tiempo el reconocimiento de pérdidas y por tanto posponiendo un inevitable deterioro en las razones de solvencia.



En el caso colombiano, las últimas normas vigentes permiten la ampliación de plazos pero consultando la capacidad de pago del deudor, lo que en teoría obliga a que las entidades deban ir aumentando gradualmente sus provisiones.

Otro de los canales por los cuales la situación económica puede afectar la capacidad de préstamo de los bancos está relacionada con su estructura de portafolio. En circunstancias en las que los títulos del gobierno representan una proporción considerable de los activos de las instituciones financieras, se genera un riesgo por la posibilidad de desvalorización de estos títulos, en la medida que enfrentamos una circunstancia de rápido aumento de la deuda de los gobiernos para enfrentar la crisis.

Algunas comparaciones internacionales sugieren que el caso de Colombia no es especialmente crítico en este aspecto pues la proporción de estos títulos es relativamente baja, sin embargo, no es fácil garantizar, por ejemplo, que el país logre conservar su grado de inversión.

La salud del sector financiero es de especial importancia para que se pueda dar el proceso de recuperación económica. Es claro que las crisis que más se prolongan en el tiempo corresponden precisamente a aquellas en las que el sector financiero se debilita mucho. Algunos países europeos, como Italia y Grecia son ejemplos recientes de situaciones en las que la recuperación en crisis previas ha sido retrasada por la debilidad de sus sistemas financieros.



... la salud del sector financiero es de especial importancia para que se pueda dar el proceso de recuperación económica ...





· **Riesgos políticos en la región.** Las realidades tan duras que ha dejado al descubierto la crisis por el COVID-19, especialmente en regiones como América Latina, pueden generar movilizaciones políticas, algunas de ellas podrían amenazar el orden existente generando incertidumbre. En el caso colombiano, ya el 21 de noviembre del año pasado se habían generado, especialmente en Bogotá, marchas y manifestaciones en contra de los gobiernos nacional y local que derivaron en actos violentos. Esas marchas continuaron en septiembre del presente año existiendo alguna evidencia de la infiltración de grupos armados como el ELN. La dinámica de estos movimientos es muy difícil de predecir y aviva los elementos que acrecientan un ambiente de incertidumbre.

Por otro lado, las dificultades económicas que han tenido los gobiernos para adelantar programas efectivos de apoyo a la población vulnerable de la

región, así como el natural desgaste político que han tenido que enfrentar por el manejo de las distintas situaciones alrededor de la crisis, podrían llegar a abrir espacios idóneos para propuestas populistas que amenazan el manejo económico prudente. En términos fiscales varios países latinoamericanos deberían emprender en 2021 el análisis y aprobación de reformas que aumenten el recaudo y mejoren la eficiencia del gasto, o reformas pensionales que aumenten las edades de jubilación en consonancia con las mayores expectativas de vida de la población, sin embargo, la coincidencia de calendarios electorales en Perú, Ecuador, Chile, con elecciones presidenciales y parlamentarias, así como las elecciones regionales en México, pueden impedir que dichas reformas se realicen, o peor aún, llevar a elegir alternativas de poder que se nieguen a realizar las reformas necesarias.



... varios países latinoamericanos deberían emprender en 2021 el análisis y aprobación de reformas que aumenten el recaudo y mejoren la eficiencia del gasto ...





· **¿Continúa la sobrevaloración de los activos financieros a nivel internacional?** En la crisis financiera del 2008-2009, cuando se tomaron medidas heterodoxas para inyectar liquidez en las economías, existía el temor de que la gran liquidez empujara al alza los precios de algunos activos financieros. En esta nueva crisis desatada por el COVID-19 este temor ha vuelto a estar presente.

En 2019 el S&P500 registró una variación considerable cercana al 28%, y en las primeras semanas de 2020 la tendencia alcista continuó; el 19 de febrero el indicador alcanzó una cifra récord 3,386 puntos. Sin embargo, a raíz de las preocupaciones que empezaron a generarse por los posibles impactos del COVID-19 este indicador accionario cayó estrepitosamente hasta alcanzar 2,237 el 23 de marzo. Después de las medidas de estímulo tanto monetarias como fiscales en las economías desarrolladas, principalmente la norteamericana, el S&P500 se recuperó hasta llegar a un nuevo récord histórico: el 4 de septiembre el indicador alcanzó los 3,306 puntos.

En estas condiciones se genera la duda de si el exceso de liquidez está contribuyendo a los incrementos en precios más allá de lo que los fundamentales de la empresas y de las economías respaldarían. Al mismo tiempo, los activos de renta fija más seguros, los de menor tasa, mantienen las ganancias adquiridas en el periodo de mayor incertidumbre. Estos balances positivos para los activos en el año son una señal que el exceso de liquidez podría estar detrás de las valorizaciones.

A pesar del buen desempeño de los activos financieros, los indicadores económicos continúan mostrando debilidades y nuevos estímulos han sido aprobados en la medida en que se ha hecho evidente que los efectos de las cuarentenas y las nuevas condiciones en que deben operar las empresas son un lastre para la reactivación económica. Estos dos balances opuestos generan serias dudas sobre la sostenibilidad de los precios de los activos más riesgosos que se negocian en la bolsa norteamericana.



... a pesar del buen desempeño de los activos financieros, los indicadores económicos continúan mostrando debilidades ...





De esta forma, resulta apropiado analizar si hay una sobrevaloración. Al respecto, las discusiones se centran sobre diferentes múltiplos calculados para el índice S&P500, uno de los más citados es el que mide el precio actual de las acciones en relación a las ganancias por acción (PER). En este mismo renglón, se puede analizar el PER calculado por Robert Schiller que incluye un ajuste por ciclo económico. Este indicador señala una sobrevaloración del 79% (agosto 2020) sobre el valor promedio histórico.

Al hacer un seguimiento al comportamiento reciente del S&P500 se evidencia que en septiembre el balance fue negativo, perdiendo un 3.9% frente al cierre de agosto, lo que podría marcar el inicio de una corrección. Las correcciones observadas en septiembre pueden ser una orientación sobre cuáles serían los sectores más sobrevalorados.

Cuando se analiza el movimiento por sectores se evidencian reducciones en los precios del sector de tecnología en septiembre, que es el que había presentado las ganancias más fuertes en los meses de mayo a agosto. Ante esto y a pesar de haber el sector que ha liderado las ventas durante la pandemia, resulta apenas natural preguntarse si los mercados no fueron excesivamente generosos con las expectativas de su crecimiento en el futuro.

La preocupación es que las ganancias podrían no estar justificadas en las clásicas expectativas futuras sobre las empresas o sectores, dejando el comportamiento dependiente al flujo de liquidez que inyecten los bancos centrales. Ante esto bien vale formular la siguiente pregunta: ¿hasta qué punto llegarán las valorizaciones? y después de esto ¿qué tan fuerte sería la corrección?.

Con relación con las preocupaciones que hemos expresado aquí, debemos reconocer que algunos observadores sostienen que la sobrevaloración de las acciones en algunos países desarrollados solamente se pondría en evidencia en el momento en que se retiren las fuentes que dieron origen a esta situación. Es decir, en la medida en que se empiece a recoger el exceso de liquidez generado para mitigar los efectos del COVID-19 se empezará a ver un deterioro en el precio de los activos de riesgo. Esta situación no sería inminente y podría demorar algunos años.

Es importante mencionar que esta preocupación se refiere exclusivamente al mercado de renta variable en Estados Unidos. En lo que respecta a Colombia la situación es bien distinta puesto que las acciones han caído en forma considerable en este año, muy por debajo incluso de nuestros pares latinoamericanos.



COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2020 /2021

III.LAS MEDIDAS PARA ENFRENTAR EL COVID EN EL MUNDO

Como ya hemos mencionado, las medidas adoptadas para enfrentar los efectos de la pandemia son diversas a lo largo del mundo. A continuación presentamos un breve recuento por tipo de país.

1. Países desarrollados. Ante la emergencia por el COVID-19 los países en el mundo han tomado tanto medidas de política monetaria como fiscal para enfrentar los efectos de las cuarentenas, principalmente la caída en la demanda y el producto y el aumento en el desempleo. En cuanto a las medidas fiscales se refiere, de acuerdo con Fitch Ratings¹⁹, entre el gasto público, el otorgamiento de garantías y medidas cuasi fiscales, los países que mayor activismo han tenido

para enfrentar la pandemia son: Alemania, Japón e Italia, con paquetes de medidas que superan el 30% del PIB. Las economías avanzadas acercan sus paquetes fiscales al 20% del PIB²⁰.

La orientación del gasto público ha sido, en primer lugar, hacia el fortalecimiento de la infraestructura hospitalaria, en especial los ventiladores (respiradores) y el equipo humano para atender los casos más difíciles. También se han visto numerosas medidas para apoyar a las personas desempleadas o evitar que los empleados pierdan sus ocupaciones. Finalmente, ha habido un incremento del gasto público para apoyar la sostenibilidad de las empresas.

En el caso de la política monetaria, las actividades de los bancos centrales en el mundo también han sido muy activas, destacándose las de la Reserva Federal (FED) de los Estados Unidos, cuyos activos han crecido más del 13.7% como proporción del PIB, seguido de Banco Central de Japón (10% del PIB), el Banco Central de Inglaterra (8.2%) y el Banco Central Europeo (7.8% del PIB). También se han reducido las tasas de interés en aquellos países en los que existía aún algún margen para utilizar esta variable de política.

¹⁹ En Global Sovereign Conference: Americas. Septiembre 10 de 2020.

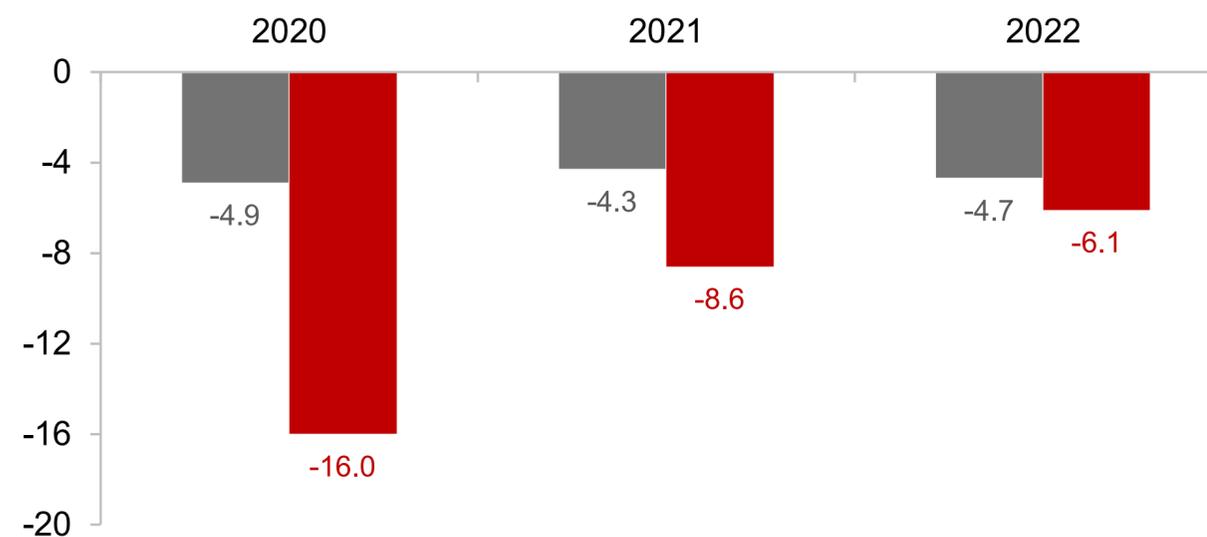
²⁰ Las economías emergentes tienen, en general, tamaños de estímulos más pequeños y con una enorme variación: Brasil ha sido muy activo por ejemplo, con medidas que superan los 15 puntos del PIB en tanto que México, acogiéndose al plan de austeridad del presidente Andrés Manuel López, tiene uno de los paquetes más reducidos, con menos del 2% del PI



... el caso de la política monetaria, las actividades de los bancos centrales en el mundo también han sido muy activas ...

En el caso de los Estados Unidos, la Oficina de Presupuesto del Congreso, estima que para 2020 se registrará un déficit fiscal del 16%, cifra sin precedentes en la historia de esa economía y muy superior al 4.9% que se tenía estimado en marzo de este año, justo antes de conocerse los efectos del covid-19, tal como se muestra a continuación:

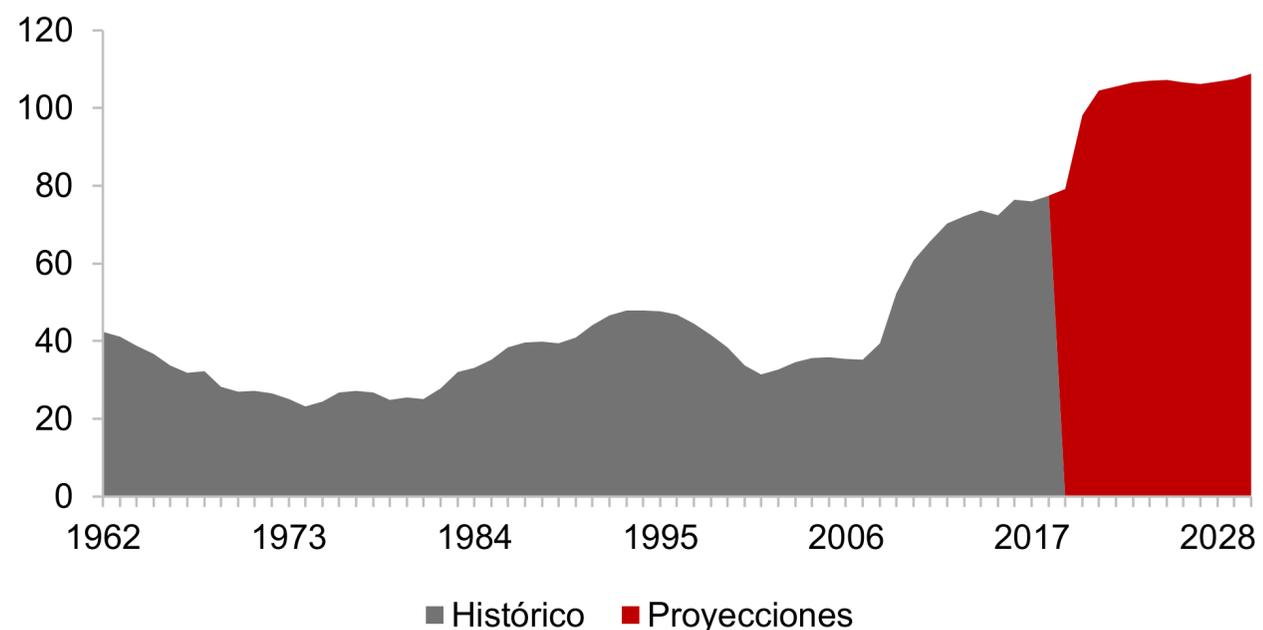
EEUU: ESTIMACIÓN DÉFICIT GOBIERNO FEDERAL % PIB



Fuente: Congressional Budget Office, U.S. Congress



EEUU: DEUDA PÚBLICA EN PODER DEL PÚBLICO % PIB



Esta situación, junto con una caída cercana al 5.2% en el PIB en este año, significa que la deuda del gobierno en manos del público, como proporción del producto, estará aumentando del 79.1% en 2019 a 98% en 2020²¹. Para 2021 la dinámica de crecimiento de esta variable continuaría en aumento, para situarse en 104.4% del PIB al finalizar el año. La deuda tendría niveles superiores a este al menos en los próximos ocho años, como se puede ver a continuación. Más adelante discutiremos lo que esto implica desde el punto de vista de la capacidad de crecimiento en los próximos años. La deuda en manos del público es inferior a la deuda total del gobierno. Si sumamos esta deuda, cercana a 5.5 billones de dólares, la deuda como proporción del PIB para 2020 es ya superior al 100% del PIB.

La deuda tendría niveles superiores a este al menos en los próximos ocho años, como se puede ver a continuación. Más adelante discutiremos lo que esto implica desde el punto de vista de la capacidad de crecimiento en los próximos años

²¹ La deuda en manos del público es inferior a la deuda total del gobierno. Si sumamos esta deuda, cercana a 5.5 billones de dólares, la deuda como proporción del PIB para 2020 es ya superior al 100% del PIB.



2. Países emergentes y América Latina. En las proyecciones de crecimiento que elaboran tanto el FMI como el Banco Mundial, se puede apreciar que América Latina será una de las regiones más afectadas por la pandemia del COVID-19. Las cifras dadas a conocer para el segundo trimestre del año sugieren que, lamentablemente, esto será así. Entre las causas de esta situación se destaca el alto nivel de deuda pública antes de enfrentar la pandemia, la baja penetración de infraestructura de información y telecomunicaciones, crítica en momentos de distanciamiento social, y el alto nivel de informalidad de la región. A continuación analizamos en detalle cada uno de estos elementos.



... América Latina será una de las regiones más afectadas por la pandemia del COVID-19 ...

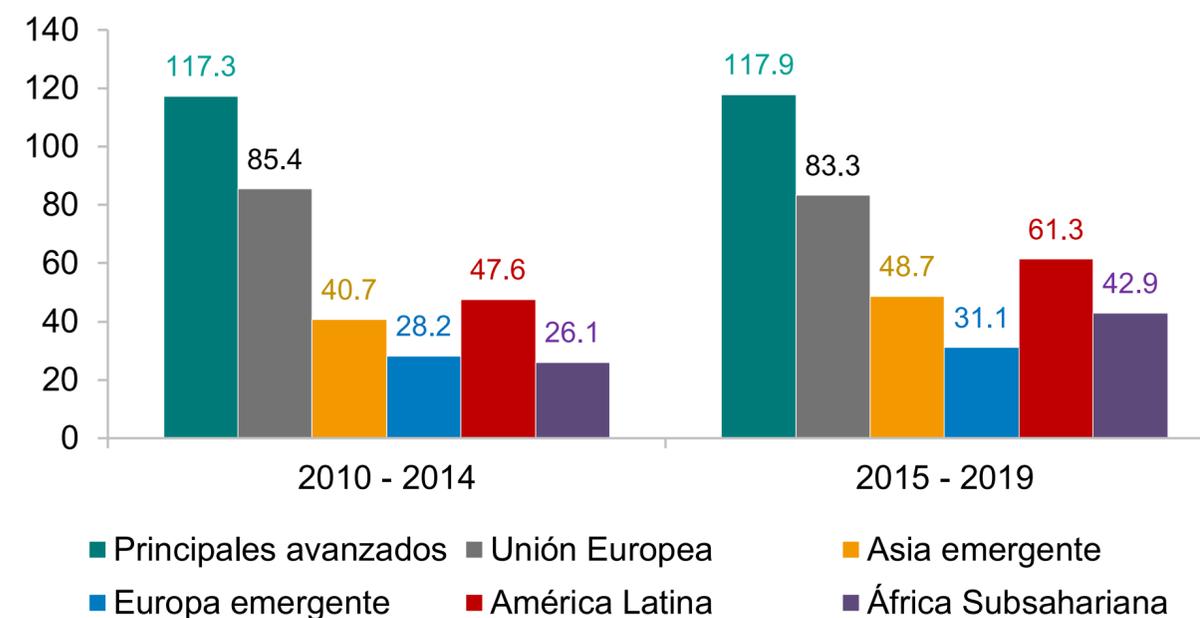




· **El alto nivel de endeudamiento reduce la capacidad de inversión.** En el quinquenio anterior a la crisis, la región creció poco por efecto de la caída en el precio de las materias primas que se inició en 2013 y se agudizó en 2014. En efecto, mientras que en el período 2010-2014 el ingreso per cápita de la región creció 4.2% en el período 2015-2019 lo hizo a una tasa del 0.9% con serias dificultades de crecimiento en países como Venezuela, Brasil, Argentina y Ecuador. La región trató de compensar esta situación mediante un aumento de gasto “contra-cíclico” que sin duda evitó una mayor caída en el crecimiento del producto pero que también elevó su nivel de deuda.

Tal como muestra el gráfico, la deuda promedio de la región pasó de 47.6% en 2010-2014 a 61.5% en 2015-2019. El aumento en la deuda en esos años lamentablemente reduce la capacidad de gasto en las circunstancias actuales. De acuerdo con el Banco Mundial, la región solo podrá incrementar el consumo público en 1.8% frente al 11.2% de Asia del este o el 8.4% de Asia del Sur.

DEUDA PÚBLICA BRUTA % PIB

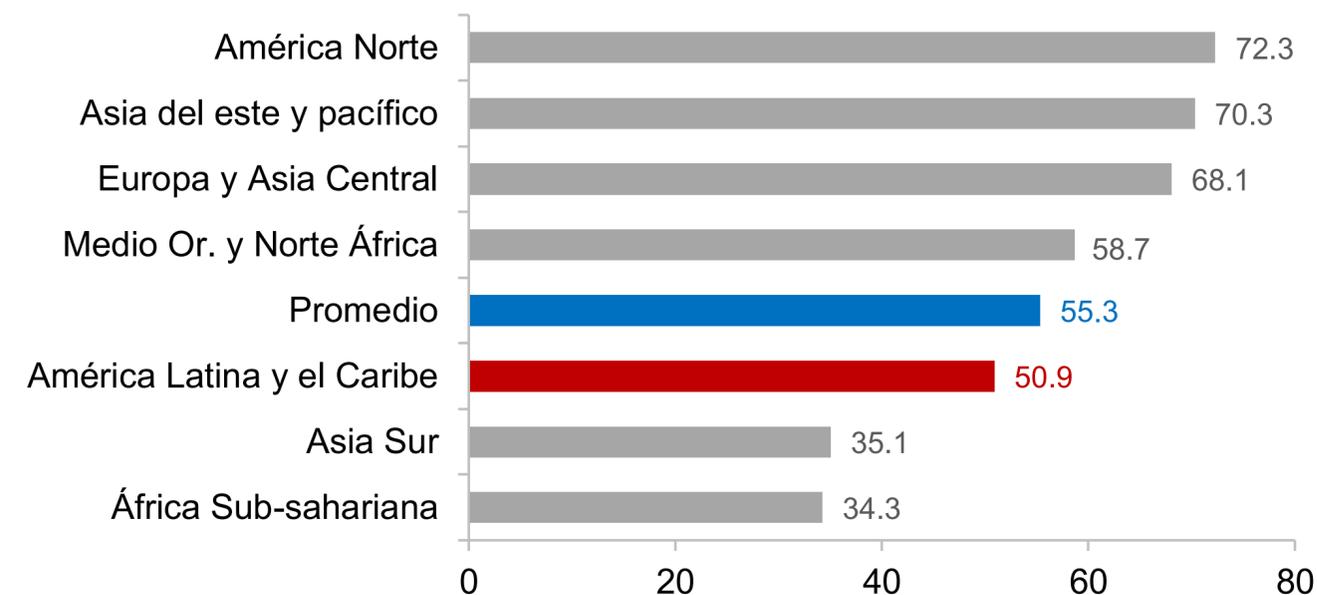




· **Baja penetración de infraestructura de información y telecomunicaciones.** Uno de los factores que puede llegar a aliviar el impacto del Covid-19 es la facilidad con la que la población puede trabajar, estudiar o desarrollar actividades en forma virtual. Uno de los activos que se ha destacado en esta crisis para países como los escandinavos es precisamente el acceso a internet y las ventajas que esto representa, sobre todo en términos de evitar una caída fuerte en la productividad, además de permitir el acceso a servicios y compras por medios electrónicos durante los tiempos de la pandemia. Para aproximar el avance de los países en este aspecto, el Foro Económico Mundial desarrolla un Índice de Tecnologías de Información y Comunicaciones²². En el siguiente gráfico se observa el puntaje para diferentes regiones de este indicador. Para la interpretación, entre más alto el indicador significa mayor cobertura y penetración en tanto que un puntaje bajo indica lo contrario²³.

En general, se observa que América Latina y el Caribe no tiene un puntaje alto, solamente supera a Asia del Sur (India; Sri Lanka, Bangladesh, etc) y África subsahariana. Al interior de la región los países más destacados en la región son Uruguay, Barbados y Chile. Colombia ocupa una posición intermedia en el puesto 12 entre los 22 países de la región. Entre los más atrasados en esta infraestructura se encuentran Nicaragua, Honduras y Haití.

ACCESO A TECNOLOGÍAS DE INFORMACIÓN Y COMUNICACIONES



Fuente: Foro Económico Mundial
Estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos.

²² El índice se compone de las siguientes cinco variables: 1. Suscripciones a teléfonos celulares por habitante, 2. Número de suscripciones móviles a internet por habitante, 3. Número de suscripciones a internet fijo por habitante, 4. Número de suscripciones a internet de banda ancha por habitante y 5. Porcentaje de la población que usó internet en los últimos tres meses.

²³ El indicador se calcula como el promedio simple de los países de la región.



· **Altos niveles de informalidad.** La presencia de un sector informal de gran tamaño en la región se constituye en uno de los factores que agrava los efectos de la pandemia. Los factores de vulnerabilidad que se generan por esta situación son numerosos. En primer lugar, el excesivo número de trabajadores por cuenta propia generó problemas tanto para el control mismo de la propagación del COVID-19, como dificultades para que esta población pudiera acceder a servicios y transferencias por parte de los gobiernos. En cuanto al primer aspecto se refiere, es claro que las cuarentenas se dificultan en la medida que esta población, al derivar buena parte de sus ingresos de actividades que realizan día a día, debe salir al rebusque, lo que disminuye la efectividad de los confinamientos. De otra parte, al no realizar cotizaciones al sistema de seguridad social el estado tiene poco conocimiento de la ubicación geográfica del trabajador, de sus niveles de ahorro y de su grado de vulnerabilidad. Se dificulta, en consecuencia, la transferencia de subsidios por parte del estado para atender la situación de esta población.

“ ... la presencia de un sector informal de gran tamaño en la región se constituye en uno de los factores que agrava los efectos de la pandemia ... ”

Las respuestas económicas tendientes a ayudar a los trabajadores de los diferentes países ante la crisis del Covid-19 han dependido, entre otras variables, de las características del mercado laboral, la fortaleza del tejido empresarial previa a la crisis y de la preferencia o no de retención de trabajadores por parte de las empresas. Frente a este último tema, en el mundo desarrollado se configuraron dos modelos: en el modelo europeo la preferencia se dio a la retención de trabajadores por parte de las empresas mediante el reembolso por parte del estado de una proporción importante de los costos que representan los trabajadores. El modelo opuesto lo constituyeron los Estados Unidos, en donde se prefirió dar ayudas a los trabajadores desempleados y asistencia universal a las familias con ingresos menores a cierto límite. En una tercera categoría podríamos ubicar a los países en vías de desarrollo, en donde la alta informalidad obliga a la realización de transferencias no condicionadas con serias limitaciones presupuestales por parte del estado y limitaciones en la ubicación y segmentación de las ayudas otorgadas.



· **Otras explicaciones.** Además de lo que hemos comentado anteriormente, vale la pena destacar que algunos de los países de la región tienen una importante participación del sector de turismo en el PIB, circunstancia que los volvió especialmente vulnerables al haberse restringido vuelos internacionales y reducirse drásticamente la disposición a viajar con la pandemia. En el caso de México, Panamá, Honduras y Costa Rica, la proporción que alcanza este sector en el PIB es del 7.2%, 5.9%, 5.6 y 5.1% respectivamente.

3. Respuestas de política en Colombia. A continuación presentamos las medidas que se han adoptado en nuestro país:

· **Ayudas a los trabajadores:** Colombia, país en desarrollo con alta proporción del empleo informal, recurrió a un modelo mixto. Mediante el Programa de Apoyo al Empleo Formal (PAEF), los empresarios que preservaron el empleo fueron objeto del apoyo del estado hasta por el 50% de un salario mínimo por mes por trabajador. Sin embargo, atendiendo al hecho de que buena parte de los trabajadores son por cuenta propia, y por lo tanto no eran susceptibles de ser retenidos por empleadores, se apoyó con transferencias monetarias a esa población, acercando el modelo a lo que ocurre en los Estados Unidos.

En el caso colombiano el programa por el que se optó, es conocido con el nombre de “Ingreso Solidario” y tiene como propósito entregar una mensualidad no condicionada de 160 mil pesos a cerca de 3 millones de hogares en condiciones de vulnerabilidad.

Esta población que no es beneficiaria de los programas sociales vigentes, como Adulto Mayor o Jóvenes en Acción, se caracteriza por no contar con trabajo formal y su vivienda tiene unas especificaciones particulares. Se espera que su vigencia se extienda por lo menos hasta mediados de 2021 y tendrá un costo aproximado de 7.5 billones de pesos.

· **Ayudas a las empresas:** Las ayudas a las empresas en el mundo se han dado a través de varios mecanismos entre los que se destacan créditos garantizados, inyecciones de capital y diferimientos en el pago de impuestos. En el caso de los Estados Unidos se recurrió a créditos a pequeñas y medianas empresas que podían ser garantizados por el gobierno de acuerdo con el número de trabajadores retenidos.

En el caso colombiano las empresas han recibido apoyos a través de dos mecanismos. El primero de ellos es el otorgamiento de créditos garantizados por el Fondo Nacional de Garantías (FNG), mediante el programa “Unidos por Colombia”. Este programa estableció 14 nuevas líneas de crédito para atender las necesidades de la pandemia que incluyen: capital de trabajo para empresas pyme y micro, pago de nóminas de empresas pyme y micro, capital de trabajo para solventar las necesidades más apremiantes de trabajadores independientes (tanto del negocio como del hogar del trabajador), líneas para los sectores más afectados (empresas de alojamiento, entretenimiento, restaurantes), para capital de trabajo a empresas grandes, y garantías para créditos de vivienda destinados a hogares con ingresos entre cero y dos salarios mínimos, entre otros.

El programa tiene capacidad de irrigar recursos por 24.2 billones de pesos que, de acuerdo con estimaciones del FNG, serían suficientes para atender las demandas de crédito hasta mediados de 2021. En este lapso de tiempo se habrían otorgado 600.000 garantías.

El segundo mecanismo es el Programa de Apoyo al empleo formal (PAEF), mediante el cual el gobierno nacional estableció una transferencia equivalente al 40% del valor del salario mínimo de sus trabajadores, para aquellas empresas que hubieran presentado una reducción del 20% o más en sus ingresos. Estas transferencias están restringidas a cubrir el número de empleados reportados en la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA). Este programa tuvo vigencia entre mayo y julio de 2020, periodo en que sus giros ascendieron a 4.3 billones de pesos. Recientemente el gobierno presentó un proyecto de Ley para extender su vigencia hasta marzo de 2021.





COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2020 /2021

IV. SECTOR EXTERNO

En lo corrido de 2020 la economía global ha vivido una coyuntura marcada por los efectos de las medidas implementadas para prevenir y contener la expansión del COVID-19. Las actividades externas no han sido ajenas a esta situación y también han resultado afectadas: el volumen de exportaciones mundiales registra una caída promedio de 17.1%²⁴, mientras que entre abril y julio el tráfico internacional de pasajeros estuvo prácticamente limitado a vuelos humanitarios.

“ ... el volumen de exportaciones mundiales registra una caída promedio de 17.1% ... ”

Bajo un contexto en el que anticipamos una caída de la actividad económica local de 7.5%²⁵, una disminución de la demanda externa de Colombia de 7.3%²⁵, un precio promedio del barril de petróleo de USD 40.5 y una devaluación del 13.7%, estimamos que en 2020 el déficit de cuenta corriente de la economía colombiana será de 3.8% del PIB (USD 10,247 mm). Es importante aclarar que esta cifra es un reflejo del retroceso de la actividad económica y de un ajuste importante en la tasa de cambio, que en este año llegó a su nivel más alto de la historia.

²⁴ Cifra estimada a partir de la información del “Monitor de Comercio Mundial” producido por “CPB Netherlands Bureau for Economic Analysis Policy”

²⁵ Cifra estimada como el promedio ponderado del crecimiento esperado de los principales destinos de las exportaciones no tradicionales de Colombia.



El déficit mencionado representa una mejoría del balance externo del país frente al año anterior, cuando ascendió a 4.2% del PIB (USD 13,748 mn).

A nivel de sus componentes, en la cuenta de bienes y servicios esperamos en 2020 una reducción de su déficit, pasando de USD 12,353 mn en 2019 a USD 10,594 mn en 2020. Esta proyección incluye un mayor deterioro de la balanza de servicios dadas algunas medidas adoptadas para enfrentar la pandemia, como lo son el cierre del transporte aéreo y el deterioro de las actividades de hotelería y turismo que han estado vigentes durante varios meses y hasta ahora comienzan el proceso para ser levantadas de manera gradual.

Para la cuenta de ingreso primario (saldo neto entre los ingresos y egresos por pago de la renta de los factores), estimamos para 2020 un déficit de USD 7,373 mn, cifra que muestra una disminución de USD 2,725 mn frente al año anterior. En este caso, la mejora es debida tanto a la reducción de la actividad económica doméstica como a la devaluación del peso colombiano. El primer efecto hace que las utilidades de las compañías extranjeras en Colombia sean muy bajas y el segundo permite que al ser reexpresadas en dólares, el monto remitido sea aún menor.

En cuanto a las transferencias (ingreso secundario) se mantienen como el único rubro con un balance positivo y estimamos que su saldo ascenderá a USD 7,721 mn en 2020, registrando una caída de USD 983 mn frente al año anterior al igual que los otros rubros de la cuenta corriente.

RESUMEN BALANZA DE PAGOS

Millones USD

Rubro	2019	2020 (e)	2021 (p)
Cuenta corriente	-13,748	-10,247	-11,324
1. Bienes y servicios	-12,353	-10,594	-10,967
2. Renta de los factores (Ingreso primario)	-10,098	-7,373	-8,874
3. Transferencias (Ingreso secundario)	8,704	7,721	8,516
Cuenta Financiera	-12,775		
Errores y omisiones	973		

(e): estimaciones, (p): proyecciones



Para el año 2021, anticipamos un contexto de aceleración de la actividad económica tanto a nivel doméstico como global y proyectamos un déficit de cuenta corriente de 4.0% del PIB (USD 11,324 mm), que muestra un incremento frente a los resultados esperados para 2020.

El avance en el proceso de normalización de las actividades económicas permitiría que las actividades de comercio exterior retomen su dinamismo gracias a la recuperación de la demanda externa que proyectamos crecerá 4.1%. Sin embargo, el mayor crecimiento de las importaciones frente a las exportaciones, las cuales estarían relativamente estancadas por la modesta recuperación en los precios del petróleo, implicará un aumento en el déficit comercial. Anticipamos que el déficit de la cuenta de bienes y servicios se eleve a los USD 8,356 mm en 2021.

... El avance en el proceso de normalización de las actividades económicas permitiría que las actividades de comercio exterior retomen su dinamismo gracias a la recuperación de la demanda externa ...

Para la renta de los factores proyectamos en 2021 un balance negativo de USD 8,874 mm, que muestra un aumento frente al año anterior. Este resultado se origina en nuestra expectativa de que la recuperación del crecimiento económico local incrementará la remisión de utilidades al exterior.

Finalmente, para las transferencias estimamos un balance de USD 8,516 millones para 2021, mostrando un crecimiento de USD 938 mm frente al año anterior. Este comportamiento refleja la aceleración de la actividad económica a nivel global, en especial en España, país de donde provienen cerca del 30% de las remesas de trabajadores que ingresan al país.



COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2020 /2021

V. INFLACIÓN

La llegada del COVID-19 generó comportamientos inusuales y gran volatilidad en las principales variables macroeconómicas del país y la inflación del Índice de Precios del Consumidor no fue la excepción. En enero, la encuesta de expectativas de inflación del Banco de la República, mostraba que los analistas esperaban que la inflación de 2020 cerrara en 3.41%, mientras que en septiembre, producto de la coyuntura generada por el coronavirus, se espera que la inflación cierre en 1.77%.

El fundamental más importante para explicar el comportamiento de la inflación en 2020 ha sido, sin duda, la relación positiva que existe entre crecimiento e inflación (denominada curva de Phillips): cuando hay crecimiento importante en la

actividad económica, tienden a generarse aceleración en el crecimiento de los precios, por el contrario, cuando hay una reducción en la actividad o un crecimiento muy leve, se observa disminución en la inflación. Esto ocurrió durante la crisis financiera internacional de 2008-2009 y era previsible que ocurriera en las circunstancias actuales, cuando la economía colombiana se encuentra en la peor recesión en la historia.

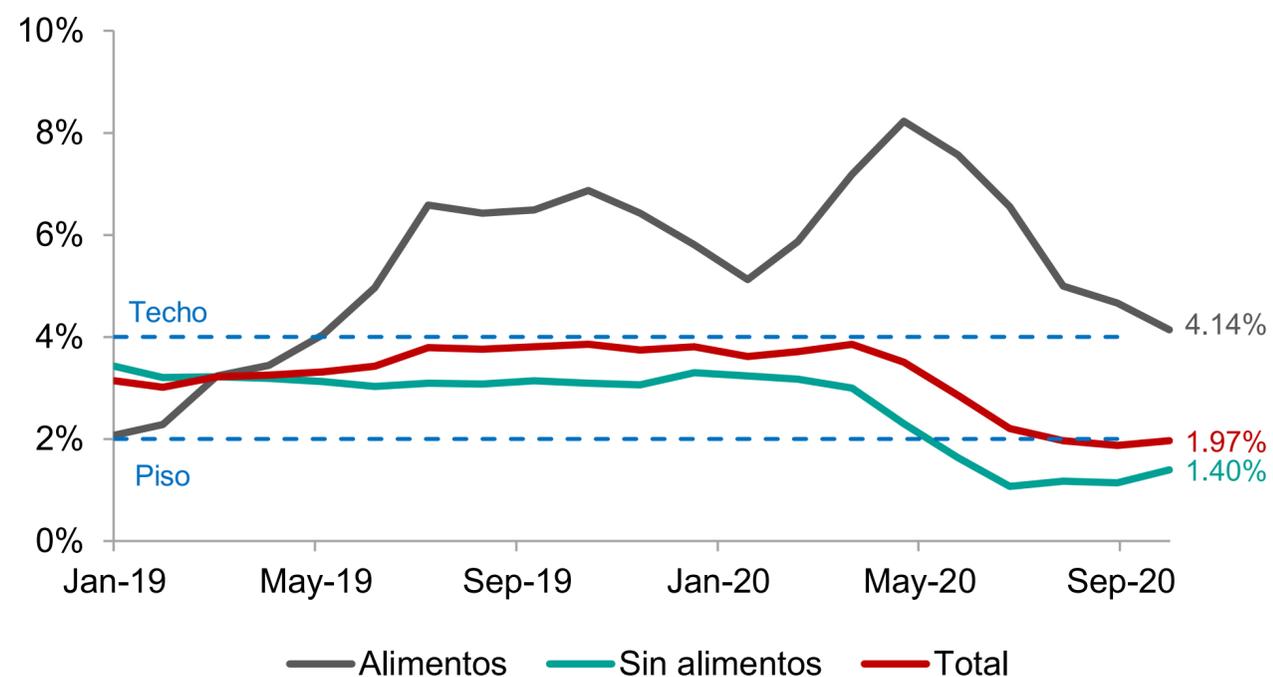
Desde el punto de vista macroeconómico, los factores que han propiciado la reducción de la inflación son: la debilidad de la demanda (los industriales y comerciantes difícilmente pueden aumentar sus precios cuando la demanda es débil) y la caída de los precios de los combustibles fruto de la reducción en las cotizaciones de los precios internacionales del petróleo.

Por su parte, el aumento registrado en el precio del dólar y en consecuencia en el precio de los insumos y los productos importados, no se han podido trasladar a los precios dada la debilidad en la demanda.

Además de la tradicional relación entre crecimiento e inflación, durante el año, el comportamiento de la inflación y en especial su alta volatilidad fueron resultado de varios shocks originados por la emergencia del coronavirus, entre los cuales se destacan: decretos del Gobierno modificando impuestos y reducciones en tarifas de servicios públicos decretadas tanto por autoridades locales como nacionales.



INFLACIÓN ANUAL



A continuación reseñamos mes a mes algunos de los puntos más importantes que determinaron el comportamiento de la inflación a lo largo del año en curso:

- **En marzo**, la inflación sorprendió al alza a los analistas, producto de la contribución de los alimentos. El aumento de algunos precios como el de las frutas frescas, las hortalizas y las legumbres, se explicó por la desmesurada demanda de los consumidores al cierre del mes gracias a la incertidumbre del inicio de los confinamientos en varias ciudades. Sin embargo, la clase de combustibles presionó a la baja, dado un decreto del Gobierno a mediados de mes para reducir el precio de la gasolina en \$1.200 por galón y el diésel en \$800 por galón.



• **En abril**, nuevamente la inflación de alimentos sorprendió al alza, por los incrementos notorios de los precios en los lácteos y las legumbres. Por su parte, presionaron a la baja los servicios de comunicación móvil y suministro de agua y alcantarillado. La caída en los servicios de comunicación móvil se explicó por la exención del IVA decretado por el Gobierno durante los 4 meses posteriores, a los planes de voz y datos cuyo valor fuera inferior a \$71.214 al mes. En cuanto a la caída en los precios del suministro de agua y alcantarillado, fue gracias a los subsidios otorgados en algunas ciudades y municipios a la población en estos rubros.

• **En mayo y junio**, la inflación alcanzó terreno negativo explicada por la caída de los precios de los alimentos, como frutas y huevos. Así mismo, la exención del IVA a los servicios de comunicación móvil, el día sin IVA, la reducción del precio de los combustibles y los subsidios a la electricidad y suministro de agua, fueron algunos de los causales de la caída de la inflación.

Adicionalmente, en mayo el Gobierno Nacional redujo a 0% las tarifas del impuesto nacional al consumo en el expendio de comidas y bebidas (bares y restaurantes) hasta el 31 de diciembre del presente año; esto como un salvavidas al sector gastronómico, uno de los más afectados por los cierres a causa del coronavirus.

• **En julio** la inflación de alimentos volvió a disminuir. Así mismo, “vestuario” tuvo una contribución negativa. Sin embargo, esto fue contrarrestado por el rebote en los subsidios de suministro de agua y electricidad, para dejar invariante la inflación mensual de este mes.

• **En agosto**, la inflación de alimentos continuó su tendencia a la baja y la caída en los precios de las matrículas universitarias aportó su contribución negativa. No obstante, este efecto fue contrarrestado por el aumento en los servicios de comunicación fija y móvil, debido a la conclusión de la exención del IVA que se había adoptado a partir de abril del presente año.

• **En septiembre**, el dato de inflación sorprendió al alza a consecuencia del desmonte de alivios a las tarifas de servicios públicos (principalmente energía y agua) en varias ciudades del país, de la continuación del proceso de reintroducción del IVA a los planes de telefonía celular y del incremento en las tarifas de transporte, especialmente el intermunicipal, una vez se liberó este tipo de transporte en el país.

Para el cierre de 2020 esperamos que se registren inflaciones mensuales positivas, dados los rebotes de algunos subsidios en los servicios públicos y el alza en los precios del transporte tanto aéreo como intermunicipal. Sin embargo, teniendo en cuenta que las inflaciones proyectadas van a ser inferiores a las observadas en 2019 esperamos que la inflación anual se reduzca. En particular, esperamos que la inflación anual a diciembre del presente año en alimentos sea de 3.77%, mientras que la inflación sin alimentos alcance 1.38% y la inflación total 1.75%.



PROYECCIÓN INFLACIÓN ANUAL

Año	Alimentos	Sin alimentos	Total
2020(e)	3.77%	1.38%	1.75%
2021(p)	3.37%	3.14%	3.17%

(e): estimaciones, (p): proyecciones

En cuanto a la perspectiva para 2021, es apenas natural que a medida que se recupera la economía, se perciba un aumento sostenido en los precios de los bienes y servicios. Hemos mencionado que desde el punto de vista macroeconómico, muchos aumentos de los precios de los insumos no han podido ser trasladados al consumidor por falta de demanda, lo cual ha incidido en reducciones insostenibles en los márgenes de los productores industriales y de los comerciantes.

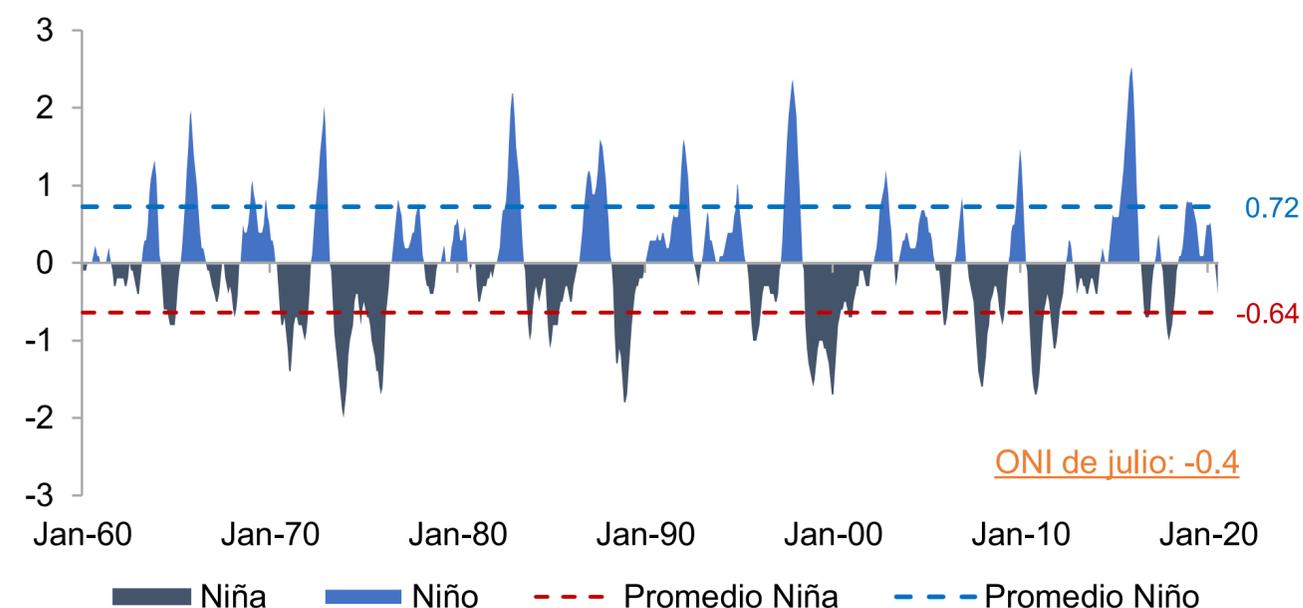
“ ... es apenas natural que a medida que se recupera la economía, se perciba un aumento sostenido en los precios de los bienes y servicios ... ”



A esto se suma que se espera la corrección al alza de algunos bienes, como la gasolina y el restablecimiento del impuesto al consumo a partir del primero de enero. Dado lo anterior, se espera que la inflación total al finalizar el 2021 sea de 3.17%, la de alimentos de 3.37% y sin alimentos de 3.14%. Estos datos parecen ser positivos, debido a que se encuentran en el rango objetivo de inflación definido por el Banco de la República.

En cuanto a fenómenos climáticos, el indicador Oceanic Niño Index (ONI) que mide la temperatura del Pacífico Sur y suele ser un buen indicador de seguimiento relativo al fenómeno de El niño o La Niña, sugiere que estamos por ver un fenómeno de la Niña. Cuando el indicador es positivo por cerca de cinco meses se afirma que estamos en un fenómeno de El niño, por el contrario cuando es negativo uno de la Niña.

FENÓMENOS DEL NIÑO Y LA NIÑA ONI





Las proyecciones que recopila la National Oceanic and Atmospheric Administration de los Estados Unidos, sugieren que el indicador de ONI podría llegar a niveles cercanos de -1 en el trimestre móvil de noviembre-diciembre-enero. Esta cifra es inferior al promedio del indicador durante los fenómenos de La Niña, que desciende en promedio a -0.64, pero superior a la observada en fenómenos extremos como los acaecidos entre septiembre de 2007 y abril de 2008 (-1.33) o julio de 2010 y febrero de 2011 (-1.43). Así las cosas el fenómeno sería relativamente moderado. Las proyecciones también sugieren que el fenómeno sería de relativa corta duración, alcanzando un valor neutral en el trimestre móvil de marzo-abril-mayo.

Como consecuencia de lo anterior, estimamos que los fenómenos climáticos durante 2021 no incidirán significativamente en las proyecciones de inflación.



... estimamos que los fenómenos climáticos durante 2021 no incidirán significativamente en las proyecciones de inflación ...





COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2020 /2021

VI. PROYECCIONES DE CRECIMIENTO

En consideración a que los impactos del COVID-19 sobre el crecimiento económico se sentirán por muchos años, hemos dividido esta sección en dos partes; En la primera presentamos nuestro tradicional análisis de corto plazo, en el que se analizan las perspectivas de crecimiento para lo que resta de 2020 y 2021. En la segunda, de carácter mucho más cualitativo, se hace un análisis de los factores por los cuales la pandemia afecta nuestra capacidad de crecimiento en el largo plazo.

“ ... los impactos del Covid-19 sobre el crecimiento económico se sentirán por muchos años ... ”

1. Proyecciones de crecimiento 2020-2021. Luego de 20 años de crecimiento continuo, la economía colombiana sucumbió en 2020 ante los efectos de la crisis global generada por la pandemia de COVID-19. Las medidas de aislamiento preventivo obligatorio adoptadas para contrarrestar la expansión del virus condujeron a una parálisis de la actividad productiva que se manifestó con mayor severidad en abril y mayo, hundiendo el PIB del segundo trimestre 15.7% frente al mismo periodo de 2019.



Si bien la afectación no ha sido uniforme en todos los sectores, la mayoría de empresas han atravesado por condiciones críticas que han diezmando sus ventas y acarreado reducción en las inversiones, despidos de trabajadores e incluso, en muchas de ellas, el cierre definitivo.

Nuestras estimaciones sugieren que la economía colombiana cerraría 2020 con una contracción de 7.5% arrastrada especialmente por los sectores de comercio, reparación de vehículos, transporte, almacenamiento, alojamientos y servicios de comida, la industria manufacturera y la construcción. Solo los sectores de agricultura, caza, ganadería, silvicultura y pesca, información y comunicaciones, inmobiliarias y administración pública, defensa, salud y educación experimentarían crecimientos en 2020.

“ ... la economía colombiana cerraría 2020 con una contracción de 7.5% ... ”

En 2021 la economía estaría rebotando a un ritmo de 5.3% jalonada especialmente por los sectores de comercio, reparación de vehículos, transporte, almacenamiento, alojamientos y servicios de comida, así como por la producción manufacturera. Las actividades financieras y de seguros, las relacionadas con la administración pública y las actividades inmobiliarias serían las de menor dinamismo en 2021.

“ ... en 2021 la economía estaría rebotando a un ritmo de 5.3% ... ”

Es importante recalcar que persiste alta incertidumbre por cuenta de la dinámica del COVID-19 y lo que puede ocurrir con las acciones para combatir su expansión. Mientras en el frente farmacéutico se han conocido problemas por los efectos secundarios de algunas vacunas que están siendo probadas, algunos países europeos comenzaron a enfrentar repuntes en los contagios que podrían conducir a nuevas restricciones en las actividades cotidianas, los cuales terminarían trasladándose a la actividad económica.



PIB POR EL LADO DEL GASTO

Variación anual

Variables	2020 (e)	2021 (p)
Importaciones	-19.1%	8.3%
Consumo total	-6.1%	5.9%
Consumo de los hogares	-8.9%	6.9%
Consumo del gobierno	5.2%	2.8%
Formación bruta de capital	-19.3%	5.4%
Exportaciones	-15.2%	5.5%
Producto Interno Bruto	-7.5%	5.3%

(e) estimaciones (p): proyecciones

A continuación nos adentramos en los resultados de las proyecciones del PIB por el lado del gasto y de los sectores, haciendo énfasis en los rubros de mayor relevancia en la actual coyuntura.

- **Consumo de los hogares.** El consumo de los hogares es el principal determinante del gasto en consumo en la economía y por ende de la demanda interna en Colombia, pues representa algo más de dos terceras partes del producto.

Durante el primer semestre el consumo de los hogares se redujo 6.2%, siendo el segundo componente menos afectado dentro de los que conforman el PIB por el lado del gasto. Cabe recordar que el crecimiento de este rubro en la última década se ubicó en torno al 3.6% promedio anual, por lo que el primer trimestre, con un crecimiento del 3.8% a pesar de los 12 días de confinamiento en este periodo, avizoraba una buena dinámica del consumo para 2020.

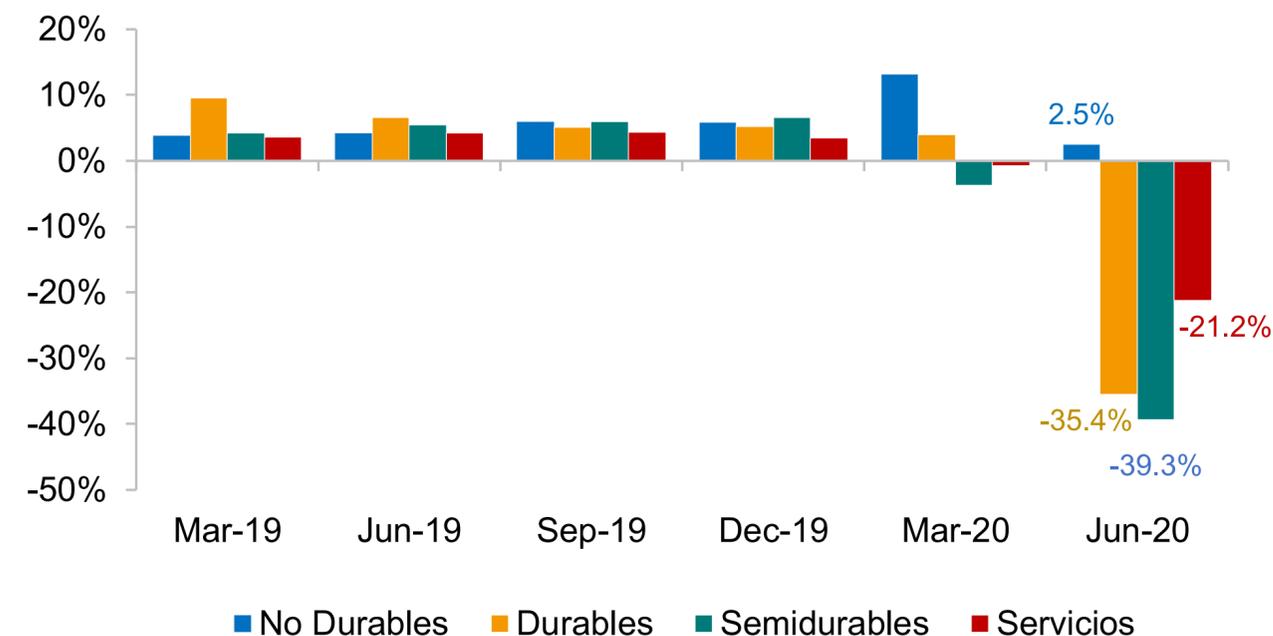


Desde luego, el consumo de los hogares se ha visto seriamente afectado como consecuencia de las medidas de aislamiento para hacer frente a la propagación del virus. Son varios los canales por los que estas medidas afectaron este agregado macroeconómico. En primer lugar, la destrucción de empresas y empleos, fuente de ingresos del grueso de la población colombiana, menguó la capacidad adquisitiva de los consumidores y en consecuencia el gasto realizado por ellos. Detrás de este efecto vino el deterioro en la confianza sobre la situación económica del país, que alcanzó en el trimestre abril-junio las lecturas más bajas en la historia del indicador.

Según la durabilidad de los bienes, el rubro más afectado ha sido el de bienes semidurables que experimentó una contracción de 22%, seguido de los bienes durables (16%) y los servicios (11.1%). Entretanto, el gasto de los consumidores en bienes no durables ascendió 7.8% en la primera mitad del año, impulsado especialmente por el gasto en alimentos y bebidas no alcohólicas, que creció 13.6% en este periodo. El nuevo patrón de consumo de los hogares ha castigado con fuerza la adquisición de artículos relacionados con prendas de vestir, calzado, vehículos y sus autopartes, mientras favoreció el gasto en alimentos, equipos de cómputo y artículos de limpieza para el hogar.

GASTO EN CONSUMO POR DURABILIDAD

Variación real anual





Debido a los fuertes descensos en el consumo de bienes semidurables y durables, esperamos que durante el segundo semestre del año sean estos rubros los que más reboten, mientras el gasto en bienes no durables y servicios se acercarán más a sus niveles habituales como parte de la tendencia a la normalización de la actividad que se ha observado en los últimos meses. De esta manera, el consumo de los hogares cerraría 2020 con una contracción del orden de 8.9%.

Las perspectivas sobre 2021 son favorables. Si bien la dimensión del rebote el próximo año no será igual a la profundidad del hundimiento en 2020, la recuperación esperada de 6.9% en el consumo de los hogares representa una cifra relevante, que estaría impulsando en buena medida la actividad económica el próximo año. Los factores que incidirán en este desempeño son los bajos tipos de interés, una inflación baja y la mejora en la confianza del consumidor, sobre la que se esperan mejores niveles en línea con las recuperaciones ya observadas en el periodo comprendido entre julio

y septiembre, cifras que se encuentran secundadas por las ventas del comercio minorista que hasta hoy conocemos. Otro de los aspectos sobre los que esperamos una mejor dinámica es el mercado laboral, donde a pesar de la destrucción de empleos que tuvo lugar en los meses posteriores al periodo más estricto de confinamiento, percibimos que ya superó su etapa más crítica y con un mejor desempeño económico se promoverá la recuperación de los puestos de trabajo perdidos en 2020.

“ ... la recuperación esperada de 6.9% en el consumo de los hogares representa una cifra relevante ... ”

Los riesgos que podrían enfrentarse el próximo año vienen principalmente desde dos flancos: el primero, que exista la necesidad de imponer nuevas restricciones a la movilidad y las actividades cotidianas debido a rebrotes en los contagios de COVID-19, lo que impactaría nuevamente el tejido económico con los efectos que ya conocemos. El segundo tiene que ver con la recuperación del mercado laboral, pues si no se materializan políticas efectivas de protección del empleo, la creación de nuevos puestos de trabajo que compensen una alta proporción de los empleos perdidos podría tomar más allá de 2021.

• **Consumo del Gobierno.** En 2019 el consumo del gobierno alcanzó un crecimiento de 4.3%, mostrando una desaceleración después de registrar un aumento de 7.0% en el año 2018. Durante el primer semestre de 2020, este rubro logró un incremento de tan sólo 2.9%, mostrando una importante reducción frente al 4.6% obtenido en el mismo periodo del año pasado.



La flexibilización gradual de las medidas de aislamiento preventivo han permitido que en el sector público se reactiven procesos y actividades que fueron suspendidos en la primera mitad del año, por lo cual esperamos una aceleración de este rubro en el segundo semestre del año, con lo cual cerraría el 2020 con un crecimiento de 5.2%.

Para 2021 anticipamos que el gasto del gobierno volverá a una senda de desaceleración y su crecimiento será de 2.8%. Este comportamiento estaría asociado a la adopción nuevamente de medidas de austeridad que contribuyan a que el Gobierno Nacional cumpla con la meta estimada de un déficit fiscal.

• **Formación bruta de capital.** Al igual que otros rubros del PIB, la formación bruta de capital fijo o inversión también ha mostrado un fuerte deterioro en lo corrido de 2020. En el primer semestre del año registró una caída de 13.8% frente al mismo periodo de 2019, impulsada principalmente por dos factores:

los resultados negativos que continúa mostrando su componente de vivienda y los efectos negativos de la parálisis de la actividad económica que vivimos especialmente entre abril y mayo.

A pesar de que ya ha comenzado el proceso de reactivación de la economía colombiana, estimamos que la formación bruta de capital cerrará el año 2020 con un retroceso de 19.3% en comparación con el año 2019. Esto se daría como resultado, principalmente, de la fuerte afectación que anticipamos en las actividades de construcción de obras civiles y de edificaciones, que en conjunto representan cerca del 60% de la inversión en el PIB. A esto también se suma el pobre desempeño de la industria manufacturera y de otros sectores que han decidido aplazar sus decisiones de hacer inversiones en maquinaria y equipo, como respuesta a la incertidumbre frente al desempeño económico en el corto plazo y la devaluación que ha tenido el peso colombiano en lo corrido del año.

“ ... las actividades de construcción de obras civiles y de edificaciones, que en conjunto representan cerca del 60% de la inversión en el PIB ... ”

En línea con nuestras expectativas de crecimiento económico, para 2021 proyectamos que la formación bruta de capital tendrá una recuperación y logrará un crecimiento de 5.4%. Esta cifra refleja básicamente el mejor comportamiento de las actividades de construcción que prevemos y al cual haremos referencia más adelante. Sin embargo, es importante advertir que la incertidumbre que todavía existe sobre la aceleración de la actividad económica y la fuerte afectación de las empresas del sector privado pueden convertirse en un factor que ralentice el proceso de recuperación de este rubro.



ESTRATEGIAS PARA LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

RECUADRO 3

Producto de las medidas de aislamiento, y con el fin de mitigar los impactos negativos sobre la economía, el gobierno nacional puso en marcha distintos planes, entre los que se destacan el plan “Unidos por Colombia” y el Programa de Apoyo al Empleo Formal (PAEF). Adicionalmente, el gobierno nacional y algunos gobiernos locales han estructurado planes de recuperación económica de mayor alcance, los cuales serán descritos en este recuadro.

Como punto de partida, el gobierno nacional emitió el documento CONPES 3999 del 5 de agosto de 2020, con el cual dio una respuesta inicial para mitigar los efectos de la pandemia sobre la salud pública, la pérdida de ingresos en los hogares, el aparato productivo y las finanzas públicas. En esta hoja de ruta se realizó un diagnóstico sobre las afectaciones en diversos aspectos económicos y sociales.

Sobre la base del CONPES 3999, el Gobierno Nacional ha convocado a diferentes actores a participar en la generación de una nueva hoja de ruta que oriente la etapa de recuperación económica en el marco de un plan que ha denominado “Compromiso por el futuro de Colombia”. Dichas propuestas quedarán plasmadas en un nuevo documento CONPES²⁶. El objetivo es desarrollar capacidades en los hogares y en el sector productivo así como desarrollar un marco institucional, con una visión de mediano y largo plazo, para que en lo económico y lo social se pueda retomar la ruta de desarrollo que el país transitó en los últimos años. La construcción de este plan se ha segmentado en cinco ejes: a) pobreza, b) capital humano, c) aparato productivo²⁷ y diversificación productiva²⁸ y d) gobierno y e) desarrollo digital.

El gobierno nacional contempla tres macroestrategias transversales a los cinco ejes de acción: eficiencia y articulación en las entidades públicas y su relacionamiento con el sector productivo; créditos de redescuento que respalden la liquidez de las empresas mediante entidades como Bancoldex, Findeter y el Fondo Nacional de Garantías; un gran programa de promoción y adopción de TIC en las empresas colombianas.

En cuanto a la disponibilidad de recursos, la estructura del plan de reactivación económica contempla inversiones por alrededor de \$170 billones de fuentes públicas y privadas, con un horizonte de ejecución de 10 años y la mayor parte de estas intervenciones se harían en el bienio 2021-2022.

²⁶ Borrador 1-14/10/2020. Departamento Nacional de Planeación.

²⁷ Fortalecer la industria y otras actividades ya existentes y de relevancia en el país.

²⁸ De cara a nuevos modelos de negocio.



Del total de recursos que contempla el plan, se garantizan alrededor de COP15.7 billones que podrán destinarse a la ejecución de inversiones sociales en el bienio 2020-2021, provenientes del Sistema General de Regalías (SGR)²⁹. A los municipios más pobres del país se les incrementará su asignación desde 10.7% hasta 15%. Además, crea una partida que le permitirá a las entidades territoriales obtener hasta 5% de anticipo por actividad exploratoria, lo que debería conducir a un incentivo en este eslabón de la cadena que fomente la inversión en nuevos proyectos mineros y de hidrocarburos.

A continuación exponemos los aspectos más relevantes de las principales líneas de acción consideradas en los ejes a y c, en los cuales se abordan las estrategias de respuesta que se espera tengan mayor incidencia sobre el desempeño de la economía. También hacemos referencia a algunas medidas especiales y otras de carácter local.

Reducción de la pobreza: se busca reducir el nivel de pobreza generado por la emergencia por medio de tres líneas de acción que consisten en:

- Mejorar la focalización e implementación de programas sociales, especialmente el de Sisbén IV y el registro social, realizando acciones que permitan mejorar la calidad de la información mediante la actualización periódica y el registro de los nuevos hogares en la base de datos.
- Se impulsará el acceso a vivienda adecuada mediante la expedición de la reglamentación necesaria para ejecutar los subsidios de los 40 mil mejoramientos planteados en el PND a viviendas de interés social en el área rural y los 112 mil mejoramientos en el área urbana en un horizonte de ejecución que va de 2020 a 2022.

- Se buscará proteger a personas de zonas rurales que perciban menos de 1 SMMLV por medio de un piso de protección social que saque provecho de programas existentes como los BEPS y la utilización de mecanismos electrónicos en las zonas rurales que dispongan de conectividad.

Aparato productivo y diversificación productiva: Este eje contempla los temas relacionados con la productividad e innovación empresarial y agropecuaria, la transformación digital, la sostenibilidad ambiental y la transición energética. De esta manera, se pretende ajustar los instrumentos de apoyo productivo del gobierno para que el sector empresarial, amparado en la provisión de bienes públicos, incremente la formalización, el acceso a financiamiento y las oportunidades de internacionalización de las empresas. Las principales líneas de acción consisten en:

²⁹ En septiembre de 2020 el congreso aprobó la reforma al SGR que dejó a disposición \$15.7 billones para proyectos de inversión social directa.



- Aumentar el acceso a financiamiento destinado al sector empresarial. Para esto se creará el compartimiento de capital emprendedor, se emitirán líneas de redescuento y productos financieros especiales con énfasis en la promoción del acceso para micro y pequeñas empresas.
- Implementar estándares de calidad y bioseguridad, promoviendo el uso de la evaluación de conformidad acreditada y el “sello check-in certificado bioseguro acreditado” como incentivo para la comercialización de servicios turísticos que cumplen protocolos de calidad y bioseguridad. De forma paralela se desarrollará en 2021 un programa para exportadores con el fin de brindar asistencia técnica a MiPyMes en temas de cumplimiento de estándares de calidad en mercados destino.
- Inversiones en infraestructura de transporte y actividades de mantenimiento y mejoramiento de la red terciaria del país. Se gestionarán entonces los recursos para la financiación de proyectos estratégicos en aras de reducir los costos logísticos y generar empleos en las regiones.

También se plantearán mejores lineamientos de estructuración de estos proyectos con el fin de mejorar el estándar mediante el cual se desarrollen bajo el esquema de APP, identificando también las necesidades de recursos de vigencias futuras y asignando fuentes alternativas de pago. En forma paralela, se aumentará la inversión en mantenimiento de la red terciaria del país, priorizando corredores estratégicos que mejoren la competitividad de los productores rurales.

- Se propone el uso de los recursos disponibles en el Tesoro Nacional del Fondo Especial Cuota de Fomento de Gas Natural (FECFGN) para financiar proyectos de expansión de la cobertura del servicio de gas combustible.
- Se brindará asistencia técnica a las empresas prestadoras de servicios públicos afectadas para gestionar las líneas de crédito de liquidez que ofrece el Banco Mundial a través de Findeter.
- Incrementar la innovación y adopción tecnológica en el sector productivo.

El propósito de esta línea es el incremento de la productividad, implementando a nivel regional proyectos de investigación aplicada entre empresas, clusters, universidades, centros de investigación y organizaciones ciudadanas locales, comercialmente viables y sostenibles. También se ampliará el alcance de los programas que brindan servicios de asistencia técnica para los procesos de transformación digital y se generarán redes de centros de desarrollo tecnológico, laboratorios abiertos, unidades de I+D+i y universidades que brinden infraestructura y espacios físicos al sector productivo para generar soluciones basadas en Ciencia, Tecnología e Innovación (CTI).

- Aumentar la inversión pública y privada en actividades de CTI; para esto se crearán nuevas líneas de crédito para la implementación de este tipo de actividades. También se consolidará un portafolio de fuentes de financiación para promover la adopción, transferencia y comercialización de tecnologías cuyo objetivo esté orientado al aumento de la productividad, particularmente en pymes con énfasis en tecnologías de la industria 4.0.

- Impulsar el crecimiento verde y la transición energética. El elemento más destacado en esta línea de acción trata de la transformación en la transición energética. Esto consiste en programas de eficiencia energética para el sector residencial, industrial y público, que incentive el uso de electrodomésticos, gasodomésticos y equipos industriales de producción nacional con certificación de eficiencia. Como segunda acción se desarrollarán proyectos de generación a partir del FNCER, con el fin de incentivar el desarrollo de nuevos proyectos en el sector privado y la generación híbrida, uso de micro redes, permitiendo un aumento en la cobertura del servicio de energía eléctrica en las zonas no interconectadas y zonas aisladas.

Casos especiales. Cabe mencionar algunas medidas que han sido declaradas previamente por el Gobierno Nacional, con impactos significativos sobre sectores específicos. En materia de vivienda, el gobierno planea una inversión de cerca de \$10.4 billones y habilitó 200 mil subsidios de vivienda VIS y no VIS, de los que se espera la generación de más de 200 mil empleos.

Dentro de los programas sociales, se destinaron cerca de \$10 billones para la atención de la crisis con una asignación de \$4 billones para Ingreso Solidario, \$3 billones para Familias en Acción y sus derivados, y \$3 billones en devoluciones de IVA y atención a poblaciones en riesgo.

Por otro lado, se ha conocido la intención del gobierno de inyectar USD 370 millones a la compañía Avianca, principal aerolínea de Colombia en rutas operadas y pasajeros transportados. El salvavidas a la aerolínea, que se otorgaría a manera de crédito, constituye una intención directa sobre la conservación de la conectividad aérea del país.

Planes de recuperación de gobiernos locales. En el caso de Bogotá y su área metropolitana hay dos pilares: incentivos por \$2 billones para reactivación social y económica y aumento del cupo de endeudamiento por \$11 billones. Entre los incentivos se pueden encontrar los descuentos en el ICA entre el 5 y el 15%, descuentos en la matrícula mercantil, la disminución en el 2021 y

2022 del impuesto predial para los teatros y los museos, el pago a cuotas del impuesto predial. Además se solicitó al Concejo de Bogotá una autorización para la creación de un plan de rebajas en sanciones, intereses y procesos de reorganización empresarial.

Por otro lado, las estrategias de Medellín, Cali y sus áreas metropolitanas se han centrado de momento en reencauzar las acciones definidas en sus planes de desarrollo como mecanismo de recuperación. En el caso de Medellín, el plan de desarrollo de 2020-2023 incluye la ruta de recuperación económica por \$1.18 billones. La alcaldía de Medellín destinó \$600 millones para estímulos de reactivación del sector turístico en programas como destino seguro, innovación turística, formación y asistencia técnica, entre otros. Por su parte, el gobierno de Cali solicitó un crédito por valor de \$650 mil millones, con el que espera encaminar la ciudad hacia el cumplimiento de los objetivos propuestos en su plan de desarrollo.



PROYECCIONES PIB POR RAMAS DE ACTIVIDAD*

Variación anual

VARIABLES	2020 (e)	2021 (p)
Agricultura, ganadería y caza	2.7%	3.5%
Explotación minas y canteras	-14.5%	6.9%
Industria manufacturera	-12.5%	9.0%
Suministro electricidad, gas y agua	-3.0%	8.1%
Construcción	-17.5%	6.3%
Comercio, transporte y hoteles	-12.9%	9.0%
Información y comunicaciones	0.5%	4.6%
Actividades financieras y de seguros	-3.7%	1.6%
Actividades inmobiliarias	2.3%	2.3%
Actividades profesionales, científicas y técnicas	-5.0%	3.5%
Admo pública, educación y salud	3.1%	1.5%
Actividades artísticas y de los hogares	-23.7%	3.9%
Producto Interno Bruto	-7.5%	5.3%

(e) estimaciones (p) : proyecciones

• **Agricultura, ganadería, caza, pesca y silvicultura.** Durante el primer trimestre de 2020 el sector agropecuario presentó un gran dinamismo soportado por condiciones climáticas favorables y un buen comportamiento de las exportaciones, pese a que la pandemia ya comenzaba afectar el comportamiento del comercio internacional. Para el segundo trimestre, la entrada en vigencia de las medidas de aislamiento preventivo, que incluían restricciones de movilidad, tuvieron un fuerte impacto principalmente en los productos perecederos que se tradujo en un deterioro de la dinámica del sector. Para la última parte de 2020 esperamos una aceleración en la actividad del sector soportada por el desconfinamiento, lo que permitiría alcanzar un crecimiento del 2.7% para el año completo.

De acuerdo con nuestras proyecciones, la perspectiva del sector agropecuario para el año 2021 sería favorable debido, en buena parte, a la continuidad de condiciones climáticas no extremas; es decir, que pese a que el próximo año se espera presencia del fenómeno de la niña, sus efectos serían leves.

Otras razones que también podrían llevar a dicho comportamiento son: la recuperación leve de los precios internacionales de alimentos y bebidas; a pesar de la coyuntura internacional, las exportaciones de cacao y aguacate mostraron una buena dinámica de acuerdo a la información disponible hasta agosto de 2020 y se espera que estos productos puedan seguir conquistando mercados en el 2021; y en lo que a café se refiere, se espera que la producción aumente a 14 millones de sacos. Es importante anotar que Brasil, mayor productor de café a nivel global, estaría presentado una reducción en su producción a consecuencia de la bianualidad³⁰ que se presenta en este cultivo. Así las cosas, esperamos que el sector agropecuario presente un mejor rendimiento en el 2021, con un crecimiento anual de 3.5%.

... esperamos que el sector agropecuario presente un mejor rendimiento en el 2021, con un crecimiento anual de 3.5% ...

Es importante resaltar que el proyecto de presupuesto general de la nación asignó para este sector un monto de 2.05 billones de pesos, lo cual equivale a una reducción cercana al 3% frente a lo asignado en el 2020 y se convierte en una limitante para una mayor expansión del sector.

• **Explotación de minas y canteras.** El sector de minas y canteras registró en el primer semestre la quinta contracción más profunda entre las 12 grandes agrupaciones que componen el PIB por el lado de la oferta. La caída en este periodo fue de 12.1% frente a lo observado en el primer semestre de 2019, tras haber presentado un decrecimiento de 2.7% en el primer trimestre y de 21.5% en el segundo.

El sector experimentó un extenso periodo de variaciones negativas en su valor agregado que se extendió desde el segundo semestre de 2014, tras el desplome de las cotizaciones del petróleo, hasta el cierre de 2018. A pesar de que durante 2019 las variaciones en la producción de este sector se mantuvieron en terreno positivo, el arranque de 2020, como ya se vió, fue malo.

³⁰ Según Engormix, la bianualidad se da de la siguiente manera: cuando la planta de café se encuentra en el año de alta producción, esta gasta para producir un alto porcentaje de Carbono 12. Después de la cosecha si la planta de café no tiene dentro de ella el 0.15% de Carbono 12 en forma de difusión iónica, aparece el Ácido Fítico, que provoca el fenómeno de dormancia fisiológica en la planta de café, parando la mayor parte de su actividad fisiológica, metabólica y bioquímica, con lo cual se presenta una cosecha inferior y se da inicio al ciclo nuevamente de acumulación de Carbono 12.

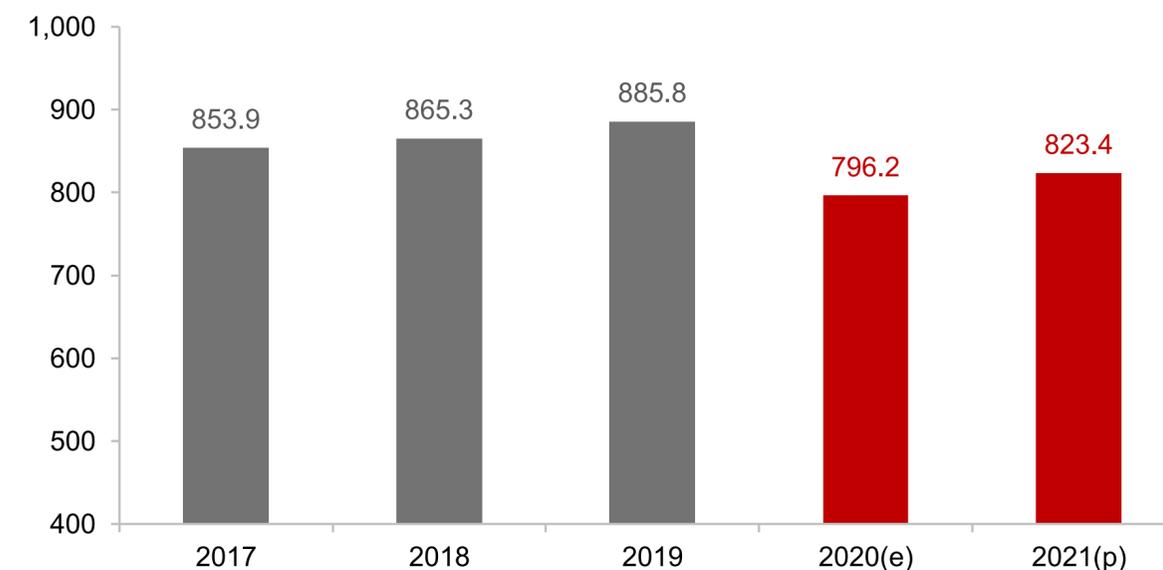


La contracción de la actividad en este sector fue resultado, principalmente, de la disminución en la extracción de petróleo que pasó de 892.4 mil barriles diarios en el primer semestre de 2019 a 812.9 mil barriles diarios en el mismo periodo del presente año (-8.9%) y una reducción de 27% en los volúmenes producidos de carbón. Por otro lado, el aumento del 11% en la producción de oro del primer semestre contribuyó a atenuar la caída del sector, mientras la producción de ferróníquel y gas natural se mantuvo estable.

Se espera que para el segundo semestre la producción de petróleo se debilite aún más como consecuencia de la caída en los niveles de extracción en el tercer trimestre, por lo que cerraría 2020 con 796.1 mil barriles promedio al día. Similar comportamiento se tendría en la extracción de carbón, pues los bajos precios del mineral, así como el cese de operaciones anunciado por la empresa Prodeco en sus minas del Cesar comprometen cerca del 15% de la producción nacional de carbón, que cerraría el año con 54.8 millones de toneladas, 32% menos que la obtenida en 2019. Debe anotarse que en lo referente a la producción de ferróníquel no esperamos variaciones significativas al cierre del año (una caída inferior a 1 punto porcentual), mientras que la producción de oro continuaría acelerándose en segundo semestre, lo que permitiría cerrar el año con un crecimiento de 12.7% en la extracción del metal. Finalmente, la producción de gas natural comercializado cerraría el año con una caída de 7.9% producto de una modesta recuperación en el tercer y cuarto trimestre frente a lo observado en el segundo, pero aún por debajo de los niveles pre-pandemia como consecuencia de una menor demanda del recurso en los diferentes segmentos.

PRODUCCIÓN PETRÓLEO

Miles de barriles diarios promedio



(e): Estimado | (p) Proyectado

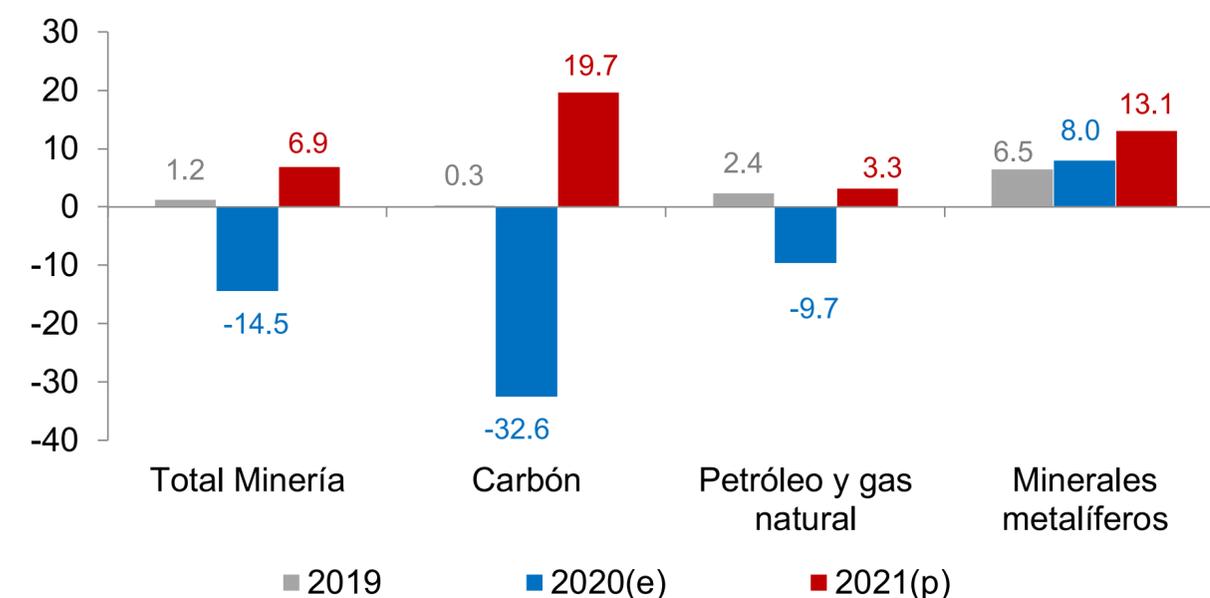


Las proyecciones de 2021 muestran que si bien habrá rebote, será de una magnitud inferior a la caída de 2020. En el caso del petróleo, la producción se estaría recuperando 3.4% en el siguiente año, en línea con las previsiones de los principales gremios petroleros del país que han declarado que 2021 seguiría siendo un mal año para el sector. En el caso del carbón, proyectamos un escenario de recuperación basado en un mejor dinamismo de la economía mundial y la demanda asociada a esta materia prima, así como un efecto derivado de la base de comparación de 2020. En el caso del ferroníquel, la extracción del mineral no ha mostrado mayor sensibilidad a los efectos de la pandemia y esto se traduciría en una producción relativamente estable, con crecimiento del orden de 2.7% en 2021. El gas natural, se estaría recuperando 5.5% el próximo año, en línea con el desempeño esperado de la economía colombiana. Finalmente, anticipamos nuevas expansiones en la extracción de oro, lo que le permitiría acelerar su crecimiento y alcanzar 15.7% en 2021.

“ ... en el caso del petróleo, la producción se estaría recuperando 3.4% en el siguiente año ... ”

PIB SECTOR MINAS Y CANTERAS

Miles de barriles diarios promedio



(e): Estimado | (p) Proyectado



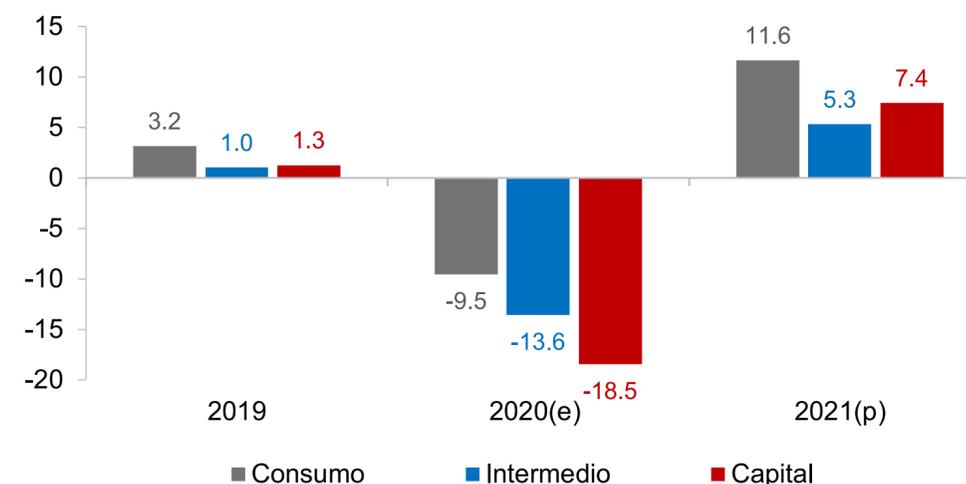
El 2020 ha sido un año nefasto para las actividades manufactureras. Tras haberse expandido 1.6% anual en el primer semestre de 2019, en los primeros seis meses de 2020 el sector cayó 13.2%. El mayor decrecimiento se presentó en la producción de bienes de capital que cayó 18.6% en este periodo, mientras la producción de los bienes intermedios se redujo 14.3% y la de bienes de consumo 11.3%. Específicamente, los subsectores relacionados con hilatura, confección de prendas de vestir, accesorios y la fabricación de calzado, la fabricación de vehículos automotores, de sus autopartes y "otro equipo de transporte" fueron los que promovieron el fuerte retroceso que tuvo el sector en la primera mitad del año. Solo ocho de los 39 subsectores considerados en las actividades manufactureras lograron variaciones anuales positivas en la primera mitad del año, dentro de las que encontramos a procesamiento y conservación de carne, pescado y moluscos (1.9%), la elaboración de aceites y grasas de origen vegetal y animal (8.4%), de lácteos (2.3%), de productos de molinería (8.1%), de azúcar y panela (1.6%), de productos de panadería (6.1%), de productos alimenticios (5.1%) y de alimentos preparados para animales (4.3%).

Esperamos un segundo semestre más dinámico en las tres grandes agrupaciones de bienes manufacturados, con el repunte más notable proviniendo de los bienes de consumo, seguido de los bienes de capital y finalmente los bienes intermedios, lo que permitiría cerrar el año con una caída de 12.5% en el valor agregado de este sector. Nuestras estimaciones incorporan un nivel de actividad agregada que, a pesar de la senda de recuperación que viene transitando, se mantendría débil en el segundo semestre del año.

Si bien las condiciones de bajas tasas de política monetaria abaratarán el financiamiento de las empresas, la caída de la economía global, incluida la de nuestros principales socios comerciales, será un factor en contra en las cifras del sector al cierre de 2020.

PIB INDUSTRIA MANUFACTURERA POR TIPO BIEN

Variación % anual



(e): Estimado | (p) Proyectado



Proyectamos un repunte de la producción manufacturera en 2021 equivalente a 9% liderado por un crecimiento en los bienes de consumo (11.6%), seguido de los bienes de capital (7.4%), y en menor medida por los bienes intermedios (5.3%). La base de estas predicciones se encuentra en un mayor dinamismo de la actividad económica agregada nacional y global el próximo año.



... Proyectamos un repunte de la producción manufacturera en 2021 equivalente a 9% ...



Aun así, los riesgos que se tienen identificados y que podrían condicionar esta recuperación vienen en primera instancia de un menor dinamismo en la actividad económica, tanto local como global, que podría darse tanto por efectos de nuevas olas de contagio de COVID-19, como por la simple incapacidad del mercado de retomar a la velocidad esperada los niveles de producción pre-pandemia. En el frente local, además de un menor dinamismo de la economía nacional y de potenciales medidas para contener nuevas olas de alto contagio, preocupa la velocidad con la que el sector pueda recomponer su capacidad productiva, afectada por una reducción en las inversiones y los despidos de personal.

- **Construcción.** Es conveniente recordar que el sector de construcción está compuesto por tres subsectores: edificaciones, obras civiles y actividades especializadas para la construcción, cuyas participaciones en 2019 fueron 47.8%, 31.9% y 20.5% respectivamente.

En el primer semestre de este año el sector se contrajo en un 21% frente a la caída de 2.3% observada en el mismo período de 2019. Este comportamiento fue el resultado, en gran parte, de la importante contracción en el subsector de edificaciones, que registró una caída del 27.6%, fruto, fundamentalmente, de un retroceso sin precedentes de 38.7% en el segundo trimestre del año.

Nuestros cálculos sugieren que la segunda parte del año el sector consolidado va a presentar crecimientos secuenciales positivos (frente al trimestre anterior) sin embargo esto no alcanzaría para tener variaciones positivas en el consolidado del año. La tasa de decrecimiento del segundo semestre llegaría a 16%, para promediar el año en -17.5%. En lo que al sector de edificaciones se refiere, consideramos que en la segunda parte del año seguirá cayendo aunque con una dinámica más moderada, 19.2%, con lo cual registraría una disminución del 23.4% en el año completo.



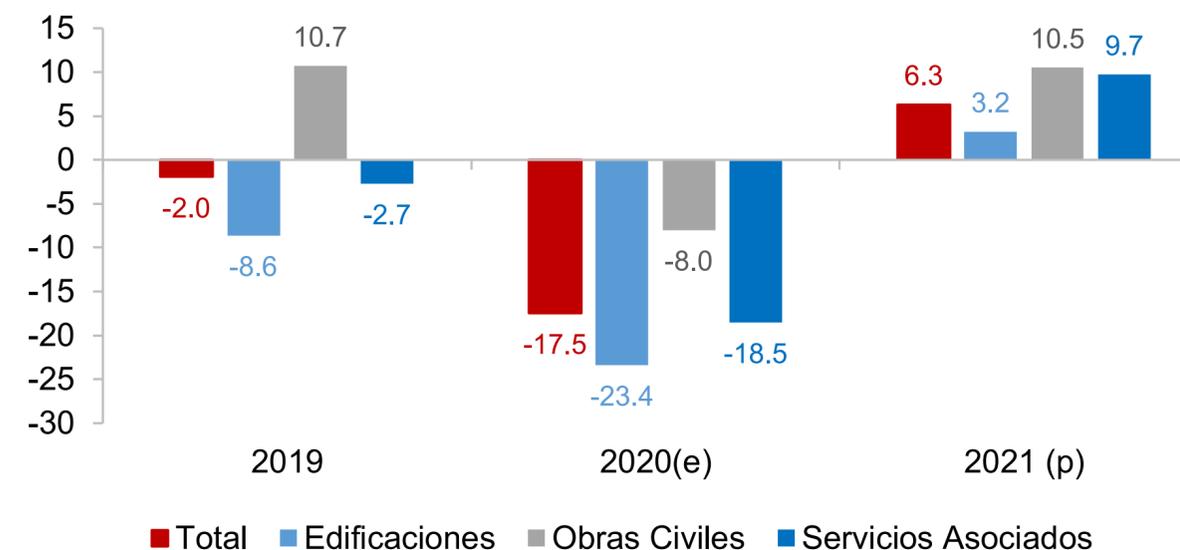
En lo que a obras civiles respecta, en lo corrido de 2020, como resultado de las medidas de contención para el COVID-19, muchas obras estuvieron paralizadas debido a demoras en la implementación de protocolos de bioseguridad por la complejidad de estos y altos costos de implementación, así como dificultades en la movilización de trabajadores por restricciones de movilidad en el territorio y por bloqueos en algunas comunidades al ingreso de personal externo por temor al virus.

Debido a que cerca del 70% de las ventas de vivienda nueva en Colombia se hacen sobre planos, el comportamiento de esta variable es de gran trascendencia para explicar la dinámica futura de la actividad del subsector de edificaciones. Las ventas de vivienda nueva han moderado su caída desde el mes de abril, cuando se redujeron 73.1%, alcanzando crecimientos en los meses de agosto y septiembre de 2020. Es de resaltar que el impulso reciente está explicado, principalmente, por el mejor comportamiento de la vivienda VIS y la recuperación paulatina de la vivienda no VIS. Adicionalmente, se espera que este indicador se vea impulsado por el retorno de los nuevos subsidios a la compra de vivienda no VIS. Lo anterior impactará positivamente al subsector en el año 2021.

Otro indicador que lidera el comportamiento de la actividad edificadora es el crecimiento de los metros cuadrados licenciados. Al respecto hay que destacar que en el primer semestre del año se ha observado una caída de 32.6% con respecto al mismo periodo del año anterior, alcanzando en abril un decrecimiento de 80% anual. A partir de ese momento se ha observado una recuperación paulatina, llegando a una caída de 29.8% en el mes de julio.

PIB SECTOR CONSTRUCCIÓN

Variación % anual



(e): Estimado | (p) Proyectado

De acuerdo con nuestras proyecciones, se espera que en 2021 la construcción de edificaciones registre un crecimiento de 3.2%. Entre las razones para prever un comportamiento positivo el próximo año se encuentra la recuperación gradual de las ventas de vivienda nueva que se ha observado en los últimos meses, los programas de vivienda del Gobierno destinados para la compra de vivienda VIS y no VIS y la reactivación de algunas de las obras paralizadas en el segundo trimestre del 2020. Sin embargo, un riesgo latente es la aceleración de los desistimientos en las compras de vivienda, dado el aumento del desempleo en el país.

... se espera que en 2021 la construcción de edificaciones registre un crecimiento de 3.2% ...

... un riesgo latente es la aceleración de los desistimientos en las compras de vivienda ...

Para 2021, nuestra proyección para el sector consolidado es de una expansión real de 6.3%, cifra que representa una notable mejora, teniendo en cuenta su comportamiento en años recientes. La recuperación del sector de construcción en 2021 estará liderada por el subsector de obras civiles que deberá registrar un crecimiento cercano al 10.5%.

Este resultado se obtiene del buen crecimiento del programa de vías 4G, teniendo en cuenta que se espera el cierre financiero de 24 de los 26 proyectos tanto de iniciativa pública como privada, junto con el desarrollo de proyectos relacionados con energía eléctrica, y la eventual puesta en marcha de proyectos de infraestructura de tipo urbano relacionados con vías y transporte masivo, tales como el metro de Bogotá, el tren de cercanías de Cundinamarca (Regiotram), el metro ligero de la 80 en Medellín y la adición de troncales a Transmilenio en Bogotá.

... La recuperación del sector de construcción en 2021 estará liderada por el subsector de obras civiles ...

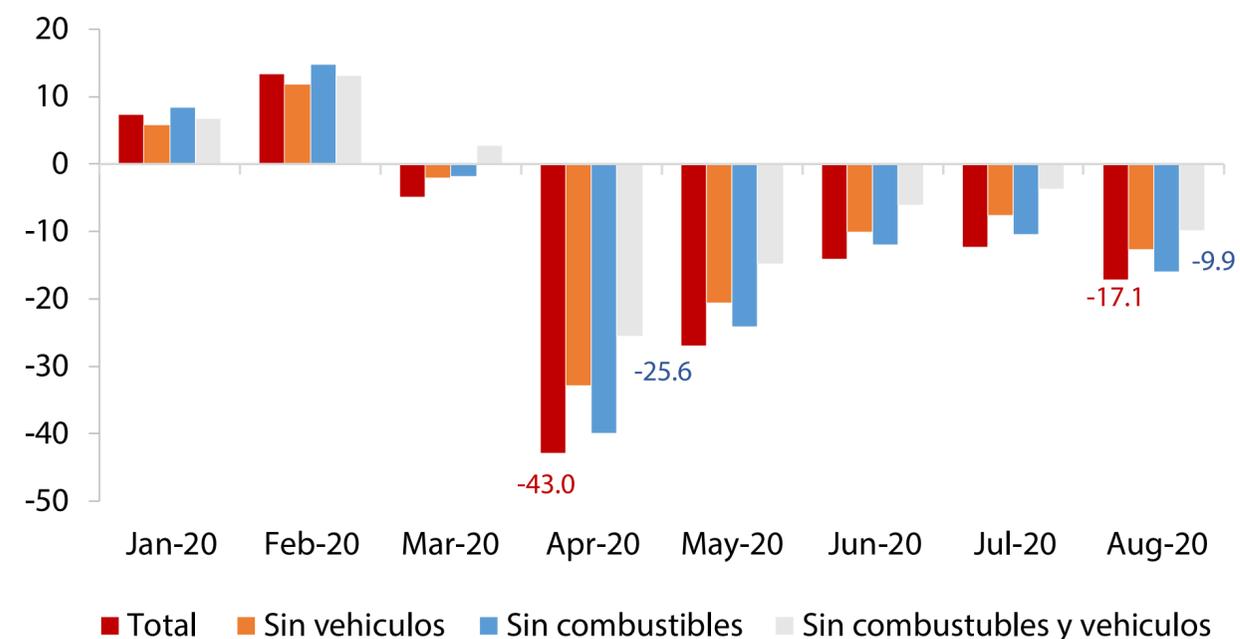


· **Comercio, reparación de vehículos, almacenamiento, transporte, alojamientos y servicios de comida.** Esta agrupación fue la tercera que más se contrajo en el primer semestre de 2020 y por su importancia relativa en el PIB (participa con 17%), la que más contribuyó a la caída del producto en este lapso de tiempo. Tras iniciar el año en terreno positivo (2% de crecimiento en primer trimestre), en el segundo trimestre del año la cuenta que agrupa las actividades de comercio, reparación de vehículos, almacenamiento, transporte, alojamientos y servicios de comida se derrumbó 34.3%. De esta manera, al finalizar el semestre el macrosector registró una variación anual de -16.5%.

En las actividades de comercio, las ventas del sector se hundieron 11.8% el primer semestre, jalonadas especialmente por los bienes agrupados en confección de prendas de vestir, textiles y calzado, así como las ventas de vehículos, sus repuestos y los combustibles. Por el contrario, los bienes agrupados en alimentos y víveres en general, equipo de informática y telecomunicaciones, aparatos de sonido y video y productos de aseo para el hogar son aquellos que a pesar de la pandemia pudieron crecer frente a las ventas observadas en 2019.

VENTAS DEL COMERCIO MINORISTA

Variación % real anual



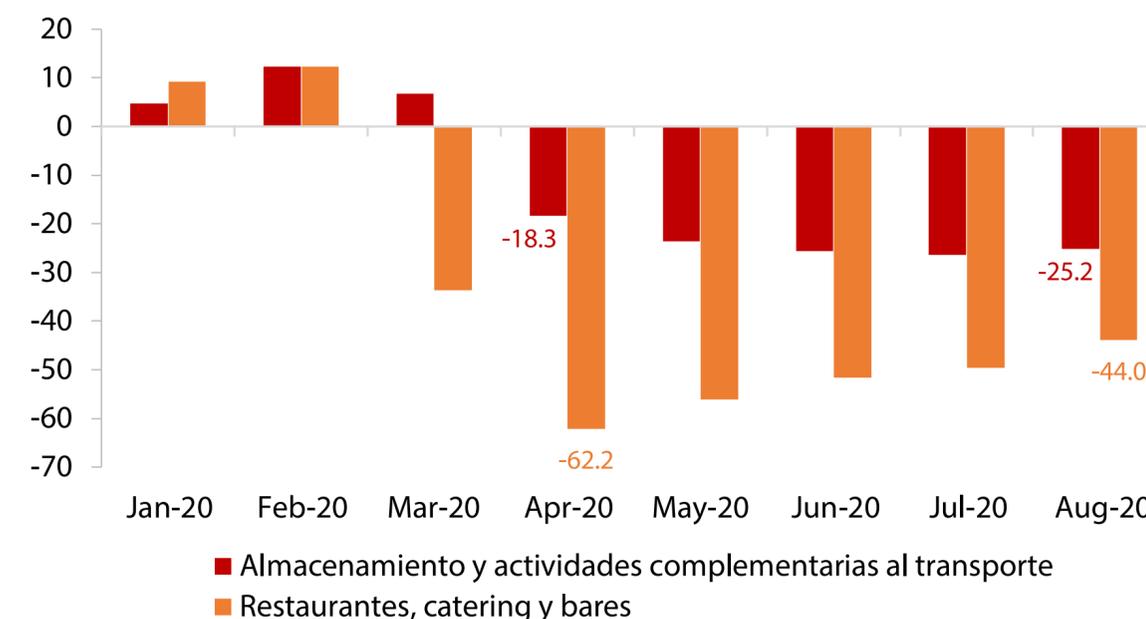


En materia de almacenamiento y transporte, la afectación dejada por la pandemia socavó la operación del sector. En lo que respecta a ingresos, por ejemplo, las empresas dedicadas al almacenamiento y actividades complementarias al transporte vieron reducir sus ingresos en 7.7% la primera mitad del año en relación con el mismo periodo del 2019. Según la Aeronáutica Civil, los pasajeros transportados se redujeron hasta los 8.86 millones en la primera mitad del año frente a los 19.48 millones de pasajeros que volaron en igual lapso de 2019, esto representa una disminución de 54.5% en el tráfico de pasajeros en los primeros seis meses del año, frente a lo que conviene señalar que la caída solo en el segundo trimestre llegó a 99.4%. La carga transportada por vía aérea fue de 325.5 mil toneladas entre enero y junio de este año, en contraste con los 394.1 mil toneladas movilizadas hace un año, una variación de -17.4%. Así mismo, las cifras del ministerio de transporte dan cuenta de una disminución de 11.2% en materia de carga movilizada por carretera, mientras los pasajeros transportados por el transporte público en zonas urbanas cayeron 44.3% en el periodo considerado.

En el caso de los servicios de comida, de acuerdo con la Encuesta Mensual de Servicios del Dane, los ingresos de este segmento bajaron un 31.9% anual en los primeros seis meses del año. Según esta misma entidad, en 2018 el expendio de comidas preparadas a la mesa representó el 55% de los ingresos de estos negocios, esto explica por qué a pesar de que los restaurantes pudieron seguir operando en la modalidad de entrega para llevar o por domicilio, la estrategia no detuvo la minimización de sus ingresos.

INGRESOS POR SERVICIOS

Variación % anual





... la afectación dejada por la pandemia socavó la operación del sector ...



Los alojamientos no tuvieron mejor suerte. De acuerdo con el DANE, los ingresos de este sector casi se extinguieron por efecto de la pandemia. La variación anual de la primera mitad de 2020 frente al mismo periodo de 2019 alcanzó -51.2%, configurándose como uno de los sectores con las afectaciones más severas dentro del tejido económico nacional. Cabe rescatar que la cifra del primer semestre se encuentra atenuada por el crecimiento con el que el sector inició el año, con variaciones de 8% y 10.9% en enero y febrero respectivamente. La situación es aún más dramática cuando se observan los datos regionales. Zonas con vocación turística como la ciudad de Cartagena, el archipiélago de San Andrés y Providencia, el resto de la Región Caribe o el Eje Cafetero tuvieron un segundo trimestre en el que el descenso osciló entre 95.5% y el 100%.



... La situación es aún más dramática cuando se observan los datos regionales ...





Esperamos que al cierre del año el macrosector de comercio, reparación de vehículos, transporte, almacenamiento, alojamientos y servicios de comida pueda consolidar la recuperación que viene mostrando en los indicadores mensuales asociados a estas actividades como consecuencia de un mayor dinamismo en el consumo de los hogares y menores restricciones a la movilidad. En este sentido, la agrupación cerraría el año con una contracción de 12.9%, donde las categorías de bienes del comercio que arrastraron la actividad en el primer semestre seguirían oponiendo resistencia a un rebote más fuerte de la actividad comercial.

En 2021 este macrosector conseguiría expandirse 9%, en buena medida por el efecto base que tendrá la baja lectura con que se espera cerrar el 2020, pero liderado por un mejor desempeño de las ventas del comercio que despegarían de la mano con un mayor gasto de los consumidores, así como mejoras en las actividades de transporte de

pasajeros, alojamientos y servicios de comida, para las que resulta difícil considerar un escenario peor que el que están atravesando en 2020.

Los riesgos de este conjunto de actividades son análogos a los detallados para la industria manufacturera: menor dinamismo que el esperado en la actividad económica global o local y las medidas que puedan adoptarse por potenciales nuevas olas de alto contagio. Sin embargo, existe un riesgo adicional para el que un subconjunto de las actividades aquí consideradas es mucho más sensible. Como se explicó en el recuadro dedicado a las medidas de reactivación económica, las personas podrían por un factor de miedo simplemente no querer exponerse a actividades donde sientan un riesgo elevado de contagio; en este caso, las actividades de restaurantes, bares y turismo (que involucra transporte y alojamiento) podrían ser evitadas por los consumidores que no sientan que podrán realizarlas en un entorno seguro.



... las actividades de restaurantes, bares y turismo podrían ser evitadas por los consumidores que no sientan que podrán realizarlas en un entorno seguro ...



· **Actividades financieras y de seguros.** Durante el primer semestre de 2020, las actividades financieras y de seguros presentaron un crecimiento bajo. Este comportamiento, contrario al desempeño de la economía, estuvo soportado por distintas medidas tomadas desde el gobierno nacional, como el Plan de Apoyo al Deudor y el programa Unidos por Colombia. Gracias a estas medidas, se pudo observar una aceleración importante en el crecimiento en la cartera comercial, que venía de rondar en los dos años previos a la pandemia el 3.2% nominal anual y que alcanzó un máximo cercano al 11% nominal anual a finales de junio de 2020. Así las cosas, pese al fuerte impacto del aislamiento preventivo en la economía, esperamos que a cierre de año el sector presente una contracción alrededor del 3% anual, lo cual es un deterioro relativamente moderado frente a lo observado en otros sectores.



... gracias a estas medidas, se pudo observar una aceleración importante en el crecimiento en la cartera comercial ...



Para 2021, y en contraste con lo observado en este año, esperamos un fenómeno inverso: si bien se dará una mejora en la economía, el crecimiento del sector financiero será inferior al crecimiento económico general. Esto se debe a que el desmonte del Plan de Apoyo al Deudor y del programa Unidos por Colombia, generarán un muy débil dinamismo de los ingresos.

A esta situación también contribuirá la debilidad de la demanda agregada, que finalmente se traducirá en un bajo dinamismo por la demanda de créditos, particularmente comercial e hipotecario.

El crecimiento de la cartera comercial en 2021 será muy modesto. En primer lugar hay que recordar que a partir del próximo año entra en vigencia una nueva norma sobre la solvencia de los bancos que exigirá una mayor correspondencia entre los niveles de solvencia y el riesgo. Así las cosas, dada la difícil situación económica que ha generado la pandemia es probable que se requiera un mayor respaldo patrimonial, tanto de los bancos como de las empresas, para que el crédito recobre una dinámica importante. Por otro lado, los niveles de inversión son bajos en la medida que los empresarios han optado por manejar bajos niveles



de inventarios y la utilización de la capacidad instalada es reducida. No obstante lo anterior, dicho impacto podría ser parcialmente mitigado, por una mayor demanda de crédito para capital de trabajo.

En el caso de la cartera hipotecaria, usualmente esta recibe un impacto relativamente fuerte del rezago de la actividad económica, es decir, producto de la reducción de ingresos y el aumento del desempleo en el 2020, muchas personas que tenían la intención de comprar vivienda en el 2021 no tendrían la cuota inicial o tendrían que bajar sus aspiraciones, por lo cual la demanda de este tipo de crédito se reduciría.

Finalmente, la cartera de consumo sería la que compensaría parcialmente el deterioro del resto de carteras. Esto se debería a que fue el tipo de cartera que se desaceleró más fuertemente

durante el período más estricto del confinamiento por lo que con la reactivación y la progresiva recuperación de la economía también presentará síntomas de aliento.

En cuanto al subsector de seguros, la poca digitalización del mismo los llevó a recibir un fuerte impacto producto del aislamiento, no obstante, desde julio comenzó a mostrar signos de recuperación de la mano de un incremento en el número de primas emitidas; dicha recuperación se extendería de forma moderada durante el 2021 y dependerá estrechamente de las innovaciones en temas digitales que puedan llegar hacer al interior de la industria.

De esta forma esperamos que el sector de actividades financieras y de seguros exhiba a final de 2021 un crecimiento anual de 1.6%, lo cual sería inferior al crecimiento anual de la economía.



... esperamos que el sector de actividades financieras y de seguros exhiba a final de 2021 un crecimiento anual de 1.6% ...

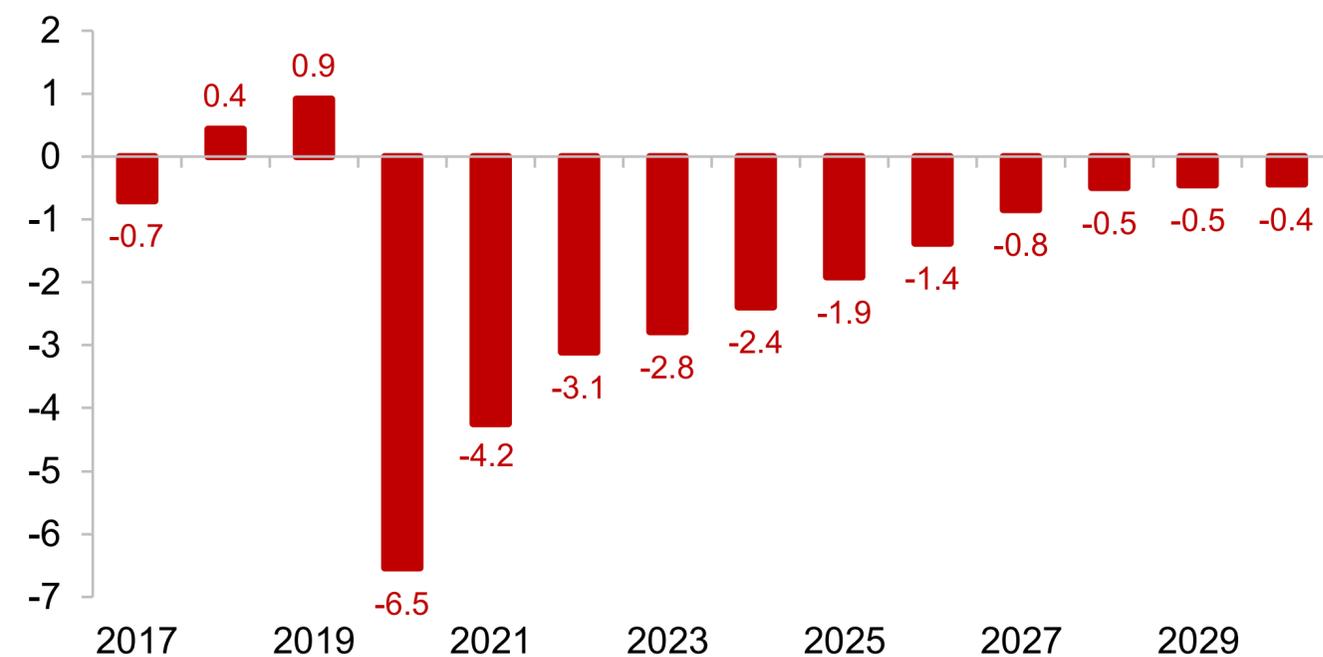




2. Algunas consideraciones sobre el crecimiento en el mediano y largo plazo. A pesar del repunte esperado en la actividad económica durante 2021, la economía colombiana, así como el resto de economías en el mundo, van a sufrir por un buen tiempo los efectos negativos originados en la crisis desatada por el COVID-19.

Para la economía de los Estados Unidos, por ejemplo, la Oficina de Presupuesto del Congreso de los Estados Unidos estima que la brecha de producto, definida como la diferencia entre lo que efectivamente se estima que sea el producto interno bruto en los próximos años y lo que debería ser el PIB en ese país en ausencia de la crisis por el COVID-19, será de -6.5 puntos porcentuales en 2020 e irá disminuyendo en los próximos años hasta alcanzar un -0.4% en 2030.

EEUU: BRECHA % ESTIMADA DEL PRODUCTO





Esto significa que, como resultado del virus, el crecimiento económico en los Estados Unidos demorará muchos años en recuperarse. Así las cosas, ¿Qué se puede esperar para la economía Colombia al respecto?

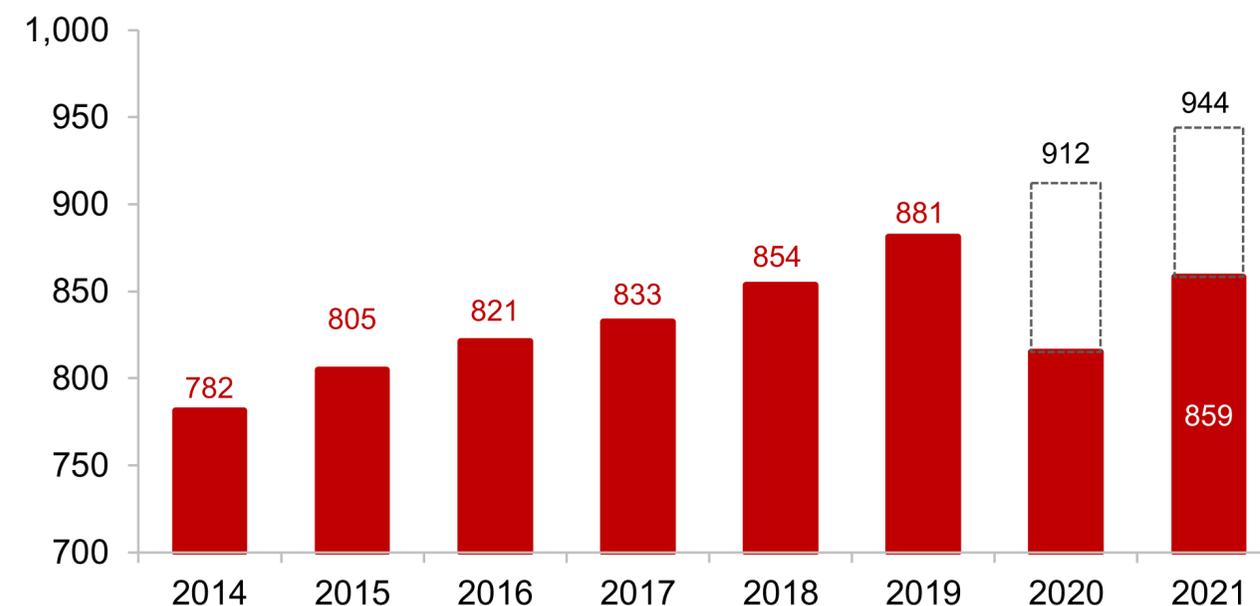
De acuerdo con las proyecciones que se presentaron en la sección anterior, esperamos una caída del producto del 7.5% en 2020 y una recuperación cercana al 5.3% en 2021. Cuando observamos los niveles de PIB consistentes con estos crecimientos, como se puede ver en la gráfica, vemos que la economía colombiana en 2020 retrocederá a niveles de producto muy cercanos a los observados en 2016, es decir, se perderán el equivalente de cuatro años de crecimiento. Incluyendo el crecimiento esperado para 2021, se puede deducir que solo en 2022 se superará el valor del producto obtenido en 2019.

“ ... se perderán el equivalente de cuatro años de crecimiento ... ”



COLOMBIA: PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL

Billones, pesos de 2015





CANALES DE AFECTACIÓN DEL CRECIMIENTO POR EL COVID-19

Una forma un poco más ácida de ver la verdadera magnitud del impacto de lo sucedido por la pandemia consiste en analizar la brecha que existe entre el producto que pensábamos íbamos a tener este año y el próximo (912 y 944 billones de pesos) con el producto que realmente tendremos (818 y 858 billones de pesos). En este caso nos damos cuenta que la pérdida de producto es del 11.9% en 2020 y del 10% en 2021.

Históricamente hablando, en nuestro país se han registrado en realidad pocos eventos recesivos. El más notorio ocurrió en 1999, cuando a raíz de la crisis del UPAC el producto cayó un 4.6%. En este caso el proceso de recuperación demoró cerca de cuatro años.

Si bien la naturaleza de la crisis actual es diferente, puesto que en aquella época el protagonista de la crisis fue el sector financiero que con unos muy bajos niveles de solvencia impidió la operación satisfactoria del canal de crédito, en esta ocasión también hay argumentos que permiten suponer que el proceso de normalización demorará algunos años. A continuación se presenta un resumen de los canales de afectación que tiene la pandemia sobre la actividad económica en el corto, mediano y largo plazo.

Corto plazo

Distanciamiento social reduce la productividad y el uso de la capacidad instalada
Actividades de mayor contacto interpersonal seguirán cerradas

Mediano plazo

Problemas de abastecimiento en cadenas productivas globales
Es mas fácil cerrar empresas que crearlas

Largo plazo

Transferencias a la población vulnerable aumentan el consumo (corto plazo) + Mayor nivel de endeudamiento de gobierno y empresas afecta la capacidad de inversión
Demanda externa seguirá debilitada por un tiempo largo
Desescolarización y/o desestimios en la educación superior reducen capital humano



El primer efecto que debemos señalar es que precisamente el deterioro de la economía de Estados Unidos, que también ocurrirá en otros países desarrollados, va a tener un impacto adverso sobre el crecimiento global y la demanda por nuestras exportaciones. En este sentido, al presentarse una recesión prácticamente sincronizada en el mundo, es claro que nuestro país no puede abstraerse de las consecuencias de un mundo que crece menos.

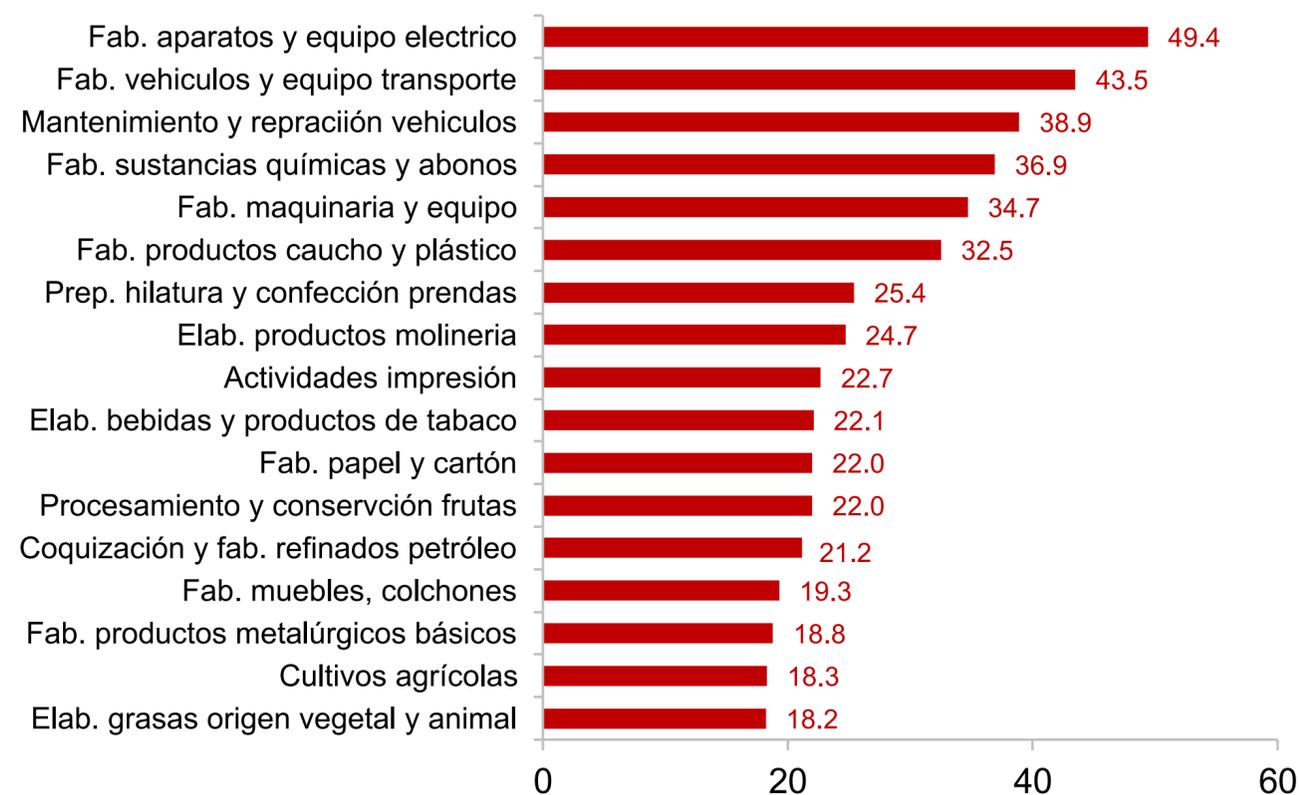
“ ... nuestro país no puede abstraerse de las consecuencias de un mundo que crece menos ... ”

• **Efectos de corto plazo:** Estos efectos son bastante evidentes. En primer lugar, inicialmente el confinamiento y después el distanciamiento tienen un efecto grande sobre la utilización de la capacidad instalada y la productividad: las personas no pudieron ir a sus lugares de trabajo, y en la mayoría de los casos no pudieron ser sustituidas por máquinas con lo cual la productividad bajó. Un efecto atenuado ocurre con el distanciamiento, que reduce la productividad al obligar a los empresarios a utilizar menos trabajadores por unidad de capital físico. De otra parte, algunas actividades han estado muy limitadas, especialmente aquellas que implican aglomeraciones, como los establecimientos de gimnasios y discotecas, y es probable que continúen así durante un buen tiempo. En la medida que esto ocurrió y dado que buena parte de los trabajadores colombianos son informales, la restricción de oferta se convirtió rápidamente en un problema de demanda.

• **Efectos de mediano plazo:** Entre estos fenómenos puede destacarse el hecho de que ha habido y continuarán habiendo distorsiones sobre las cadenas productivas globales que se originan en varias circunstancias. En primer lugar, se han registrado cierres temporales de actividades en fábricas a lo largo y ancho del mundo que reducen la oferta de ciertos componentes utilizados en cadenas productivas globales. Este fenómeno se documentó para China, Italia y España a inicios de la pandemia y es sensato pensar que se ha extendido a más países del mundo. Colombia, por ser compradora de insumos en los mercados internacionales, también puede ver limitada su capacidad de producción. Además de este tipo de interrupciones temporales, puede pensarse en discontinuidades más complejas, fruto de la quiebra de proveedores o comercializadores de ciertos insumos así como los derivados de las decisiones de relocalización geográfica que algunas empresas están haciendo para asegurarse los suministros en el futuro.



IMPORTANCIA MATERIAS PRIMAS EN EL CANAL DE CONSUMO INTERMEDIO



Si bien el análisis anterior aplica en cierta medida para encadenamientos productivos nacionales, pensamos que puede ser especialmente crítico en insumos importados que tienen una mayor complejidad en cuanto a orígenes de importación. Un análisis realizado por Davivienda a partir de la información de la matriz de importaciones del Dane sugiere que los sectores con mayor participación de insumos importados entre su consumo intermedio, que en principio los hace más vulnerables a los desabastecimientos.

Estos sectores también son más vulnerables a otro de los eventos macroeconómicos que hemos señalado en el cuadro anterior: el aumento en la tasa de cambio que se ha producido por efecto de la fuerte caída de los precios del petróleo. Aquí simplemente hay que añadir que la mayor parte de la inversión en maquinaria y equipo tiene origen importado y que un aumento de la devaluación lo que hace es reducir la rentabilidad de muchos proyectos de inversión al aumentar el valor de la inversión.

Tal vez uno de los canales más críticos para suponer que nuestro crecimiento en los próximos años se va a ver afectado, tiene que ver con la reducción en la capacidad de contar con una inversión pública pujante. A consecuencia del aumento en el gasto para atender la emergencia del COVID-19, la deuda pública como porcentaje del PIB estará aumentando significativamente en 2020, y si bien en 2021 se va a reducir por efecto de contar con un crecimiento positivo de la economía, el nivel de deuda estará más de diez puntos porcentuales por encima del observado al finalizar 2019.

En estas condiciones, no es previsible que la inversión pública, y en general el gasto público, juegue un papel tan significativo en el proceso de recuperación de la economía en los próximos años.

Por último, no se deben dejar de lado los efectos que la pandemia puede llegar a producir en términos de la pérdida de ritmo de la formación del capital humano en el país. La deserción escolar, especialmente en zonas rurales y poblaciones vulnerables, en adición a los menores ritmos de matrículas en el sector universitario así como el deterioro que se puede presentar en la calidad de la educación son eventos importantes que terminarán de pasar su cuenta sobre el crecimiento en el largo plazo.

Para terminar, quisiéramos tratar de responder a la siguiente pregunta: ¿Existen elementos positivos que nos deje la pandemia? Sin duda el país ha adquirido muchos conocimientos para enfrentar una crisis de esta naturaleza que se pueda presentar en el futuro. La mejora en la infraestructura de salud, el desarrollo institucional de transferencias a la población más afectada por el COVID-19 (como el programa de ingreso solidario) y la documentación de tratamientos médicos más idóneos son logros importantes que permitirán enfrentar calamidades semejantes en el futuro.



... sin duda el país ha adquirido muchos conocimientos para enfrentar una crisis de esta naturaleza que se pueda presentar en el futuro ...



Otro de los factores que incidirá sobre el crecimiento de las economías tiene que ver con la elevada mortalidad de las empresas, especialmente orientadas al sector de servicios, que hemos visto a raíz de la pandemia.

La mentalidad emprendedora y la existencia de un tejido empresarial relativamente fuerte en nuestro país probablemente permitirán que el proceso de reconstrucción empresarial sea menos oneroso que en otras economías, sin embargo este proceso durará varios años.

Por otra parte, el impulso a la digitalización y el desarrollo de las tecnologías de información y comunicaciones que hemos visto en los últimos meses es uno de los elementos potencialmente más positivos que nos dejaría la pandemia. La productividad de muchas empresas y sectores se ha venido favoreciendo, entre ellas el sector financiero, el comercio electrónico y la telemedicina. Sin embargo, es claro que el efecto neto para la sociedad de estos cambios que se han acelerado con la pandemia radicará en la capacidad de buscar alternativas de trabajo para la población que quede desplazada.



COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2020 /2021

VII. POLÍTICA MONETARIA

La presencia del COVID-19 hizo que la autoridad monetaria colombiana interrumpiera el ciclo más largo de estabilidad de tasas de interés que se haya registrado en la historia del Banco de la República para pasar a una nueva fase de descensos graduales de la tasa. En efecto, entre mayo de 2018 y el 27 marzo de 2020 la tasa se mantuvo constante en 4.25%. A partir de ese día y durante los siguientes tres meses se realizaron tres recortes de cincuenta puntos básicos y a partir de junio el ritmo de reducción bajó a 25 puntos básicos. El 25 de septiembre se realizó la última reducción de tasas a 1.75%, la tasa de interés más baja en la historia del instrumento.

Frente a los países de la región, sólo México y Colombia adoptaron una política de reducción gradual de sus tasas en tanto que Chile, Perú y Brasil optaron por un enfoque mucho más rápido de reducción. La junta del Banco argumentó que una reducción gradual era necesaria en consideración a dos factores: a) El confinamiento debería limitar la capacidad de gasto de los colombianos por lo que reducciones adicionales no se verían reflejadas en mayor demanda, y b) la autoridad monetaria estaba temerosa de que una reducción agresiva de la tasa pudiese estimular una salida de capitales.

En relación con las expectativas, consideramos que el margen de reducción de tasas ya se agotó y que por lo tanto la tasa debería mantenerse constante en lo que resta de 2020 y durante todo el 2021. En realidad, esta situación es muy similar a la que veremos en buena parte de los países del mundo para el próximo año. En el caso de los Estados Unidos por ejemplo, la autoridad monetaria ya ha comentado que sus tasas se mantendrán constantes en los niveles bajos que se tienen actualmente al menos hasta inicios del año 2023.

“ *... el margen de reducción de tasas ya se agotó ...* ”

En general, las tasas de interés se mantendrán bajas en el mundo, especialmente en países desarrollados, por largo tiempo. Esto se debe a que el crecimiento estará por debajo del potencial por muchos años. De acuerdo con las cifras de la Oficina del Congreso de los Estados Unidos, tomarán cerca de ocho años para cerrar la brecha de producto en ese país, como mostramos en la sección anterior.

En el caso de Colombia, el primer ajuste de tasas seguramente se dará a principios del 2022 en consideración a que el crecimiento de la actividad económica en 2021 no alcanza a compensar la caída que se produce en 2020 y a que de acuerdo con las proyecciones de inflación que se presentan en la sección respectiva, ésta se situaría dentro del rango meta del Banco.





COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2020 /2021

VIII. TASA DE CAMBIO

La tasa de cambio promedio en lo corrido de 2020 alcanzó un valor de \$3,707 por dólar, cifra 12.9% superior a la observada en 2019. El incremento de la tasa de cambio estuvo fuertemente relacionado con el incremento en la aversión al riesgo internacional, la caída de los precios del petróleo, el aumento de la prima de riesgo país y la salida de capitales que se dio entre el 5 y el 9 de marzo de este año, en medio de una de las peores turbulencias financieras de los últimos años. Posteriormente, con las medidas tomadas por los bancos centrales alrededor del mundo, y en particular por el Banco de la República que estableció líneas de Forwards Non Delivery (NDF) en dólares, así como la venta de futuros de tasa de cambio, esta tasa se moderó alcanzando \$3,565 el 7 de junio pasado, el menor valor alcanzado en el período de la crisis generada por el COVID-19. Entre la fecha mencionada y el cierre de esta edición la tasa de cambio ha registrado una tendencia alcista, aunque moderada, asociada –principalmente- a la relativa mejora en la actividad económica que hemos visto en los últimos meses.

TASA REPRESENTATIVA DE MERCADO



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Corte: 17 de octubre de 2020



En documentos de años anteriores hemos comentado que las variaciones diarias, o en general de muy corto plazo, de la tasa de cambio en Colombia están relacionadas con tres factores principales: la apreciación o depreciación del dólar frente al resto de monedas del mundo, las variaciones en el precio del petróleo y las variaciones de mercado en el riesgo país (Embiso o CDS). Entre todos estos factores, en el corto plazo, el principal determinante continúa siendo la apreciación o depreciación del dólar a nivel mundial³¹. Las variaciones de mediano plazo en la tasa de cambio están relacionadas con otros factores entre los que sobresalen el déficit en cuenta corriente y la entrada o salida de capitales del exterior.

Los eventos asociados al COVID-19, en especial la fuerte caída en el ritmo de actividad económica, hicieron que el crecimiento económico, usualmente un determinante de largo plazo de la tasa de cambio vía su efecto en el valor del déficit en cuenta corriente, dejará de ser un determinante de mediano plazo para convertirse en uno de corto plazo. En efecto, uno de los factores que incidió en la apreciación del peso que hemos

comentado, y que se registró con especial fuerza entre mediados de mayo y junio pasados, estuvo relacionado con la monumental caída en el ritmo de actividad económica que se tradujo en menores importaciones así como en la reducción en la renta de los factores del exterior expresada en dólares. Si bien los precios internacionales del petróleo cayeron, el déficit en cuenta corriente en el segundo trimestre del año se situó en -1,693 millones de dólares, cifra inferior en cerca de 805 millones de dólares a la observada en el primer trimestre del año.

Para lo que resta de 2020 y durante 2021 consideramos que los fundamentales continuarán manifestándose en que los elementos bajistas serán compensados por presiones alcistas y que existen algunos factores de riesgo que en caso de materializarse, deberían reforzar la presión sobre la cotización del dólar. En lo que a la cuenta corriente de la balanza de pagos se refiere, y tal como se comentó en la sección IV de este informe, esperamos que el déficit aumente en los próximos trimestres por efecto de un mayor crecimiento de las importaciones frente a las exportaciones y por la recuperación de la renta de los factores.

En lo que a la cuenta de capital se refiere, pensamos que durante 2021 habrá un retorno selectivo de los capitales hacia países emergentes, en claro contraste con lo que ocurrió en 2020 cuando se observó en general una salida importante. Sin embargo, dada nuestra posición fiscal, y la posibilidad de que se pierda el grado de inversión, los capitales guardarán una postura muy cautelosa frente a nuestro país. En caso de que este fenómeno llegara a materializarse veríamos una respuesta rápida de la tasa de cambio, por encima de su tendencia alcista normal, pero con un retorno a esa tendencia después de algunos meses.



... pensamos que durante 2021 habrá un retorno selectivo de los capitales hacia países emergentes ...



³¹ Como comentábamos en el informe del año anterior (idem 4), muchos otros elementos, en especial los movimientos de divisas que hacen grandes agentes del mercado relacionados con el manejo de deuda, reasignación de portafolios o reintegro de divisas por operaciones de comercio exterior explican también las fluctuaciones del dólar.



COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2020 /2021

IX. FINANZAS PÚBLICAS

Las circunstancias generadas por el COVID-19 han suscitado un reto para las finanzas públicas a nivel global. Bajo la nueva realidad que vivimos, las acciones de los gobiernos han cobrado un papel protagónico y hemos sido testigos de la movilización de grandes sumas de recursos públicos con el propósito de fortalecer los sistemas de salud, apoyar a la población vulnerable, estimular las economías y contener la mortalidad de las empresas. Colombia no ha sido ajena a esto y después de 8 años de dar cumplimiento a la Regla Fiscal, que determina el límite del balance fiscal permitido, decidió activar la cláusula de excepciones contemplada en la ley sobre la regla fiscal, que brinda la opción de suspender su aplicación por un periodo de 2 años ante la ocurrencia de eventos extraordinarios, que comprometan la estabilidad macroeconómica del país.

Teniendo esto en cuenta, y según las cifras presentadas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), se planteó para la vigencia 2020 una meta de déficit fiscal para el Gobierno Nacional Central (GNC) de 8.2% del PIB. Esta cifra, plantea una reducción en el recaudo tributario, generada por las medidas de aislamiento preventivo, la implementación de medidas para ofrecer alivios a los contribuyentes y atender la emergencia sanitaria, el retroceso de los precios internacionales del petróleo y la entrada en vigencia de algunas medidas que impactan negativamente este recaudo, como por ejemplo la creación de los días sin IVA. Adicional a esto, no se están contemplando ingresos por concepto de ventas de activos del estado para el presente año.



... se planteó para la vigencia 2020 una meta de déficit fiscal para GNC de 8.2% del PIB ...





FUENTES FINANCIAMIENTO NO CONVENCIONALES

Fuente	Monto		Plazo
	\$MM	% PIB	
FAE	11,651	1.15	17 años
Fonpet	1,300	0.12	10 años
Fondo riesgos laborales	202	0.02	10 años
TDS	9,713	0.97	1 año
Impuesto solidaridad	287	0.03	13.3
Rendimientos financieros	150	0.01	13.3
Total	23,303	2.30	13.3

Por parte de los gastos, se contempla un aumento significativo derivado de los recursos adicionales que requiere el Estado para la capitalización del FNG y atención de la emergencia económica, los cuales se estiman ascenderán a \$3.2 billones (0.3% PIB) y \$25 billones (2.5% PIB), respectivamente. Sobre este último rubro es importante aclarar que el Gobierno creó el Fondo de Mitigación de Emergencia (FOME) con el propósito de “atender las necesidades de recursos para la atención en salud, los efectos adversos generados a la actividad productiva y la necesidad de que la economía continúe brindando condiciones que mantengan el empleo y el crecimiento”. A continuación se presentan las fuentes que recibirá este fondo.

Vale la pena destacar que recientemente el gobierno solicitó y recibió respuesta positiva del Fondo Monetario Internacional para la ampliación de la Línea de Crédito Flexible que el país estableció hace algunos años con este organismo, de manera que su cupo pasó de USD 10,800 mn a USD 17,300 mn. Al mismo tiempo, solicitó un desembolso parcial por aproximadamente USD 5,300 mn, es decir cerca de COP 19.8 bn, con el fin de conseguir apoyo presupuestal para la vigencia 2020. Estos recursos serían utilizados para sustituir otras fuentes de recursos externos.

Teniendo en cuenta lo ya expuesto, el Ministerio de Hacienda estima que la deuda bruta del GNC pasará de ser 50.3% PIB en 2019 a 65.5% PIB en 2020. Es importante destacar que este aumento contempla el proceso de sustitución de pasivos que anunció el gobierno en 2019 y las necesidades de mayores recursos de financiación para atender la actual coyuntura.



BALANCE FISCAL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL*

En línea con las expectativas de recuperación de la actividad económica a nivel global, el MFMP plantea como meta una reducción del déficit fiscal del GNC de 8.2% PIB en 2020 a 5.1% en 2021, reflejando la recuperación de los ingresos tributarios y el desmonte del gasto para atención de la emergencia económica requerido en la vigencia anterior y se constituye como el primer paso para retornar a una senda de mejoramiento de las finanzas públicas.

En cuanto a la deuda bruta, gracias a la menor necesidad de estímulos económicos y a la finalización de sustitución de pasivos, se estima que termine el año en 60.5% PIB.

Rubro	2020	2021	2020	2021	Var % Anual 20 / 19
	\$ Billones		% PIB		
Ingresos totales	157.6	176.8	15.6	15.6	12.1
Tributarios	135.0	152.9	13.3	13.5	13.2
No tributarios	1.3	1.3	0.1	0.1	0.0
Fondos especiales	1.4	1.4	0.1	0.1	-0.4
Recursos de capital	19.8	21.1	2	1.9	6.6
Gastos yotales	241.1	234.6	23.8	20.7	-2.7
Intereses	32.3	36.1	3.2	3.2	11.8
Funcionamiento	160.5	178.6	15.8	15.8	11.3
Inversión	19.6	19.8	1.9	1.7	0.9
Emergencia económica	25.3		2.5		
Capitalización FNG	3.2		0.3		
Balance total	-83.5	-57.8	-8.2	-5.1	
Balance primario	-51.2	-21.7	-5.0	-1.9	

* Cifras proyectadas

“ ... una reducción del déficit fiscal del GNC de 8.2% PIB en 2020 a 5.1% en 2021 ... ”

Estas metas plantean un gran reto para el gobierno y desde ya existen algunos factores que podrían dificultar su cumplimiento, como por ejemplo: a) las proyecciones del balance fiscal para 2021 se construyeron bajo el supuesto de un crecimiento de la economía colombiana de 6.6%, cifra superior a la presentada en este documento, que de no lograrse afectaría el cumplimiento de la meta de recaudo de impuestos propuesta. b) el plan contempla la enajenación de activos por 11 billones de pesos en 2021 circunstancia que podría llegar a ser problemática teniendo en cuenta que es probable que para el próximo año el valor de los activos potencialmente vendibles no haya recuperado suficiente valor. c) en 2021 no se

contará con los ingresos provenientes del impuesto de normalización tributaria establecido en la Ley 210 de 2019. Por parte de los gastos, a la ya alta rigidez que caracteriza el gasto público de Colombia se suma el hecho de que se anunció la ampliación de algunas de las medidas temporales adoptadas en la emergencia económica para 2021 tales como la ampliación hasta mínimo el mes de junio de las transferencias del programa Ingreso Solidario, la eliminación del IVA a los planes de telefonía celular y la extensión del PAEF hasta el mes de marzo. Los estimativos oficiales anticipan una reducción de la deuda bruta en cerca del 5% PIB que de no cumplirse podría generar un aumento de los gastos por concepto de intereses que debe pagar el gobierno y presionar al alza el déficit fiscal.

A esto se suman las preocupaciones de calificadoras de riesgo sobre la situación fiscal del país y su capacidad para regresar a una senda de reducción de su déficit fiscal y deuda en el mediano plazo.

Aunque el gobierno es perfectamente consciente de esta situación, y ha sido el primero en plantear la necesidad de realizar una nueva reforma tributaria que genere por lo menos un recaudo de COP 2 bn, no existe claridad sobre los cronogramas de presentación de las reformas, sobre su contenido, ni tampoco existe garantía de que tenga la aceptación política en el Congreso. En las circunstancias planteadas se torna altamente probable la posibilidad de que durante 2021 se materialice una rebaja de la calificación a Colombia por parte de alguna de las tres principales calificadoras de riesgo.

“ ... se torna altamente probable la posibilidad de que durante 2021 se materialice una rebaja de la calificación a Colombia ... ”



SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

RECUADRO 4

La actual coyuntura ha puesto a prueba la capacidad de los gobiernos para implementar medidas orientadas a apoyar la población vulnerable e impulsar la economía. Dados los esfuerzos que esto representa para países con balance fiscal deficitarios, surgen interrogantes sobre su capacidad para lograr la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo.

¿Qué se entiende por sostenibilidad? Este concepto puede entenderse como la estabilización y/o reducción en el tiempo de la relación nivel de deuda a PIB y, según el FMI, se alcanza cuando el crecimiento de la deuda resulta ser inferior al de los recursos necesarios para atender los pagos de intereses en escenarios con y sin choques económicos.

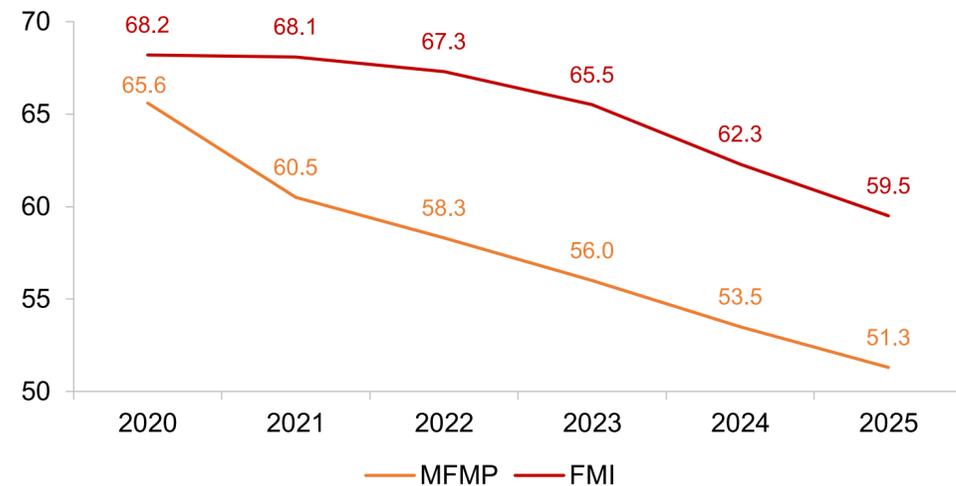
Teniendo en cuenta esta definición ¿qué podemos esperar de la deuda colombiana? Antes de poder dar respuesta a este interrogante debemos saber qué ha impulsado su crecimiento en los últimos años. De acuerdo con lo expuesto por el Ministerio de Hacienda en el MFMP, desde 2014 la deuda del GNC ha tenido una tendencia creciente impulsada principalmente por la tasa de interés, la depreciación del peso colombiano y el balance primario del gobierno, en orden de importancia, mientras que el crecimiento económico ha contribuido a su reducción.

A la luz de la actual coyuntura, el gobierno anticipa un crecimiento de la deuda de 15.2% PIB en 2020, el cual comenzará a revertirse desde 2021 con una reducción de 5.1% PIB y requerirá que el balance

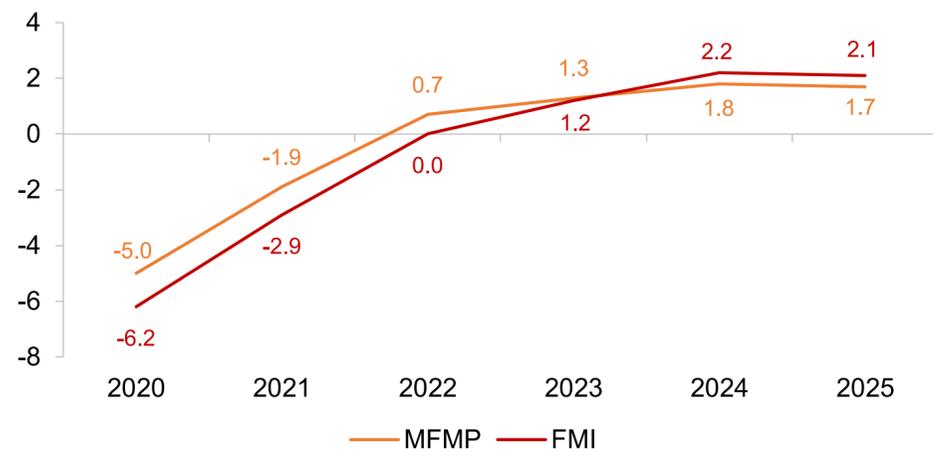
primario pase de -5.0% a PIB a 1.9% PIB en un solo año y se ubique entre 1.4% y 1.7% en el mediano plazo.

Por su parte, el FMI en su más reciente análisis del país, estima que la deuda de Colombia crecerá 15.9% PIB en 2020, mientras que la actividad económica se contrae 8.2%. De 2021 en adelante sus proyecciones muestran un ajuste de la deuda a un ritmo más lento frente a las cifras presentadas por el gobierno, a pesar de que coinciden en reducciones importantes del déficit primario, tal como se puede ver en las siguientes gráficas.

PROYECCIÓN DEUDA BRUTA GNC % PIB



PROYECCIÓN BALANCE PRIMARIO GNC % PIB



Como se puede observar, los resultados de los ejercicios que mencionamos muestran trayectorias diferentes del comportamiento de la deuda, que se dan en razón a que para su construcción utilizaron diferentes supuestos. Mientras que el gobierno plantea una trayectoria de reducción de la deuda mucho más acelerada que aquella presentada por el FMI, en ambos casos se expone la necesidad de recortar muy rápidamente el déficit del balance primario y lograr que en los dos próximos años registre un resultado neutro o superavitario. Entonces, para garantizar la sostenibilidad de la deuda, independientemente de su trayectoria de ajuste, es necesario continuar con el trabajo de asignación eficiente del gasto público y al mismo tiempo contar con fuentes que impulsen el crecimiento de los ingresos del Estado, ratificando la necesidad que ha planteado el gobierno de contar con una nueva reforma tributaria que genere ingresos de carácter permanente.

En el contexto actual esto se convierte en uno de los principales retos que el gobierno enfrentará en el proceso de regreso a la normalización de la actividad económica, teniendo en cuenta las fuertes secuelas que ha dejado la pandemia en el tejido empresarial país y la posibilidad de que se requiera extender el estímulo del sector público para promover la recuperación de la actividad económica en el mediano y largo plazo.



PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2020 /2021

RESUMEN

I. PRODUCTO INTERNO BRUTO POR ACTIVIDAD ECONÓMICA (VARIACIÓN ANUAL)

Variables	2020 (e)	2021 (p)
Agricultura, ganadería y caza	2.7%	3.5%
Explotación minas y canteras	-14.5%	6.9%
Industria manufacturera	-12.5%	9.0%
Suministro electricidad, gas y agua	-3.0%	8.1%
Construcción	-17.5%	6.3%
Comercio, transporte y hoteles	-12.9%	9.0%
Información y comunicaciones	0.5%	4.6%
Actividades financieras y de seguros	-3.7%	1.6%
Actividades inmobiliarias	2.3%	2.3%
Actividades profesionales, científicas y técnicas	-5.0%	3.5%
Admo pública, educación y salud	3.1%	1.5%
Actividades artísticas y de los hogares	-23.7%	3.9%
Producto Interno Bruto	-7.5%	5.3%

II. PRODUCTO INTERNO BRUTO POR EL LADO DEL GASTO (VARIACIÓN ANUAL)

Variables	2020 (e)	2021 (p)
Importaciones	-19.1%	8.3%
Consumo total	-6.1%	5.9%
Consumo de los hogares	-8.9%	6.9%
Consumo del gobierno	5.2%	2.8%
Formación bruta de capital	-19.3%	5.4%
Exportaciones	-15.2%	5.5%
Producto Interno Bruto	-7.5%	5.3%

(e): estimado; (p): proyectado

III. BALANZA DE PAGOS (MILLONES USD)

Rubro	2020 (e)	2021 (p)
Cuenta corriente	-10,247	-11,324
1. Bienes y servicios	-10,594	-10,967
2. Renta de los factores (Ingreso primario)	-7,373	-8,874
3. Transferencias (Ingreso secundario)	7,721	8,516

VI. OTRAS VARIABLES DOMÉSTICAS

Variables	2020 (e)	2021 (p)
Tasa intervención Banco de la República (promedio)	2.88%	1.75%
Inflación anual	1.75%	3.17%
Tasa de cambio (promedio)	3,727	3,800
Devaluación (promedio)	13.7%	2.0%

V. OTRAS VARIABLES INTERNACIONALES (PROMEDIO ANUAL)

Variables	2020 (e)	2021 (p)
Federal funds rate (limite superior - promedio anual)	0.70%	0.25%
Prime rate (promedio anual)	3.7%	3.3%
Petróleo (U\$/brr promedio anual - referencia Brent)	40.5	46.0

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2020 /2021

COLOMBIA RETOMA SU RUMBO

AUTORES:

Andrés Langebaek Rueda
Director Ejecutivo
alangebaek@davivienda.com

Catalina Parra
Análisis Sectorial
acparra@davivienda.com

Juan David Jaramillo
Análisis Sectorial
juan.jaramillocas@davivienda.com

Vanessa Santrich
Análisis Centroamérica
vasantri@davivienda.com

María Isabel García
Análisis Fiscal y Externo
migarciag@davivienda.com

Nicolás Barone
Análisis Financiero
nibarone@davivienda.com

Daniel Ordoñez
Análisis Inflación
y Mdo Laboral

Profesionales en Práctica
Laura González
Juan José Yañez
Carlos Alberto Galindo

DIRIGIDO POR



La información aquí presentada es de carácter informativo e ilustrativo, por lo que no deberá interpretarse como una asesoría, recomendación o sugerencia por parte de Banco Davivienda S.A. y/o Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa (en adelante Corredores Davivienda) para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacción o negocio. En caso que se utilice la información para la toma de decisiones de inversión, las mismas serán de total responsabilidad del inversionista, así como, sus efectos y consecuencias y, por lo tanto, ni el Banco Davivienda S.A. y/o Corredores Davivienda tendrán responsabilidad. La información y proyecciones mencionadas no deben ser tomadas como una garantía para proyecciones o resultados futuros. Los datos publicados son informativos y han sido tomados de fuentes confiables, pero el Banco Davivienda S.A. y/o Corredores Davivienda no garantizan que los mismos estén libres de errores. Cualquier cambio en las circunstancias actuales puede llegar a afectar la validez de la información o de las conclusiones presentadas. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad del usuario. Los valores, tasas de interés, cifras y demás datos que allí se encuentren son puramente informativos y no constituyen una oferta, ni una demanda en firme, para la realización de transacciones. No se permite la reproducción total o parcial de este documento sin la autorización previa y expresa de Banco Davivienda S.A. y/o Corredores Davivienda.

En adición a lo anterior, informamos que: i) Corredores Davivienda es filial (parte relacionada) del Emisor Banco Davivienda; ii) Corredores Davivienda es una de las empresas integrantes del Grupo Empresarial Bolívar; iii) Corredores Davivienda conforme a sus políticas de Riesgo y de Inversiones, podría adquirir o mantener para su posición propia los activos financieros o valores a los que hace referencia el presente informe al momento de su elaboración o divulgación.