

Nº11
Diciembre
2020

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

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



Contenido

Resumen ejecutivo	1
Capítulo 1	
Perspectivas Económicas: 2020-2021	4
<i>Jesús Botero García</i>	
Capítulo 2	
Nowcast (diciembre) del PIB en el Cuarto Trimestre	10
<i>Diego Montañez Herrera</i>	
Capítulo 3	
Inflación y política monetaria en tiempos de	13
cambios disruptivos	
<i>Carlos Esteban Posada Posada</i>	
<i>Liz Jeanneth Londoño-Sierra</i>	
Capítulo 4	
Balanza de Pagos al Cierre del Tercer Trimestre de 2020	19
<i>Humberto Franco González</i>	
Capítulo 5	
Las cuentas fiscales ante un choque sin precedentes	24
<i>Álvaro Hurtado Rendón</i>	
Capítulo 6	
Perspectivas de los Mercados Financieros y la banca para el 2021	30
<i>Jaime Alberto Ospina Mejía</i>	
Capítulo 7	
Perspectivas para el 2021 de la tasa de cambio, precio del petróleo	38
y tasas de interés	
<i>Jaime Alberto Ospina Mejía</i>	
<i>Isaac Hurtado Rivera</i>	

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Nº 11 .Diciembre de 2020.

Universidad EAFIT

Juan Luís Mejía Arango

Rector

César Eduardo Tamayo Tobón

Decano Escuela de Economía y Finanzas

Mery Patricia Tamayo Plata

Jefe Departamento de Economía

Santiago Tobón Zapata

Director Centro de Investigaciones

Económicas y Financieras (CIEF)

Grupo de Coyuntura Económica

Coordinador

Jesús Botero García

Autores en esta edición

Jesús Botero García

Diego Montañez Herrera

Carlos Esteban Posada

Liz Jeanneth Londoño-Sierra

Humberto Franco González

Jaime Alberto Ospina Mejía

Álvaro Hurtado Rendón

Isaac Hurtado Herrera

Edición y corrección de estilo

Paula A. Colorado Chávez

Diagramación y diseño

Paula A. Colorado Chávez

Gabriela Fuentes Arias

**UNIVERSIDAD
EAFIT**[®]

Vigilada Mineducación

Resumen ejecutivo

La aplicación de las primeras vacunas en el Reino Unido y la aprobación de la de Pfizer-BioNTech en Estados Unidos, han generado un **cauteloso optimismo en los analistas económicos y en los mercados de valores**. En su informe de perspectivas económicas de diciembre, la OECD pronostica un **crecimiento de la economía mundial del 4,2%** en 2021, tras una caída del **4,2%** en 2020; los índices accionarios alcanzan máximos históricos en diciembre, con el Dow Jones superando la barrera de los **30.000 puntos**¹; y autoridades económicas fiscales y monetarias de todo el mundo se preparan para ajustar sus políticas a un nuevo entorno de recuperación económica.

Parece pues que **se acerca el final de la mayor crisis que ha experimentado la economía global desde la segunda guerra mundial**. Pero, sin duda, muchas cosas han cambiado, y el mundo que se avecina, transformado además por la cuarta revolución industrial y por la recomposición disruptiva de las cadenas de valor mundiales, **será sin duda un audaz nuevo mundo. Casi todo lo que creíamos sólido se verá cuestionado**, y habrá un amplio espacio para reinventar el funcionamiento de las sociedades, el papel de las políticas públicas y el lugar de individuos, empresas y gobiernos en los nuevos entornos nacionales y globales.

En Colombia, la economía se recupera, y **tras las abruptas caídas del Producto Interno Bruto (PIB) del 15,8 % y el 9 % en el segundo y en el tercer trimestre del año**, se avizora una contracción menor, del orden del **5,6 %**, en 2020-IV, lo que llevaría a la economía a una **caída consolidada del 7,4 % en el año**, para retomar la senda de crecimiento en 2021, a un ritmo, en nuestra opinión, del **5,1 %**.

El desempleo, que en octubre alcanzaba un nivel del **14,7 %**, cerrará el año en torno al **13 %** y será sin duda el problema primordial del país en 2021, cuando se ubicará en una tasa promedio del **13,1 %**, **2,5 puntos porcentuales por encima de la vigente antes de la crisis**. Pensamos que, adicional al efecto transitorio de los *shocks* de oferta y demanda generados por la pandemia (y que llevaron a la pérdida, primordialmente transitoria, de cerca de 6 millones de empleos en marzo y abril), **la pandemia nos dejará una huella estructural, plasmada en la destrucción permanente de cerca de 650 mil empleos**, por el efecto combinado de la adopción de nuevos modelos de trabajo (propiciados por la virtualización de oficios y la automatización de procesos), y de la destrucción de tejido empresarial, limitado afortunadamente, por cierto, por las políticas de apoyo financiero adoptadas.

La inflación, que se ha desacelerado desde abril hasta niveles anuales del 1,5 % en noviembre, difícilmente **estará por encima del 1,6 %**, y sólo el año entrante, conforme se cierre la brecha de producto que se ha generado en 2020, **se elevará de nuevo, a niveles del orden del 2,3 %**.

El déficit fiscal del Gobierno central, presionado por los gastos y transferencias diseñados para enfrentar la pandemia y mitigar sus efectos, y por la reducción de rentas fiscales asociada a la crisis, **estará en 8,9 % al finalizar el año**, haciendo inminente la necesidad de una reforma

¹Ver: <https://www.bloomberg.com/quote/INDU:IND?sref=D4X60dx5>.

tributaria, que haga retornar a niveles viables el déficit y la deuda bruta, que está llegando este año a niveles del **66 %** del PIB.

Pero **esa reforma tributaria no será una más en la historia del país**. La crisis ha puesto al desnudo grandes falencias en nuestros esquemas de política pública y ha develado profundos desgajamientos del tejido social, que tendremos que atender y que enfrentar. Ello, además, en el mundo de la pospandemia, inmerso en profundos cambios disruptivos de las relaciones personales y productivas, y en el que se recomponen alianzas, bloques comerciales y circuitos de comercio. Es el tiempo, pues, de **impulsar desde el Gobierno grandes transformaciones productivas**, que nos permitan integrarnos al mundo de maneras distintas a las que hasta ahora nos han definido como proveedores de *commodities*, al tiempo que **generamos condiciones propicias para un nuevo pacto**, en el que definamos los sistemas de protección social que queremos brindar a los ciudadanos, el aporte que debemos hacer a la sociedad a través de nuestros impuestos, y los equilibrios que debemos alcanzar para ser viables a la mirada de los mercados financieros internacionales.

Mucho más complejo de avizorar es el **panorama cambiario del país**: la reciente evolución de la tasa de cambio, que la ha llevado a niveles ligeramente superiores a **\$3.400 por dólar**, obedece probablemente a tres fuerzas: al impacto del precio del petróleo, que ha respondido positivamente al optimismo económico renaciente (y a los probables acuerdos de producción de la OPEP y Rusia), ubicándose en torno a **US\$50/pb**; al debilitamiento del dólar en los mercados mundiales, que se refleja en una caída del índice DXY de más del **10 %** entre marzo de 2020 y el presente²; y a la disminución de presiones cambiarias originadas en la caída del déficit en cuenta corriente, de 4,3 puntos del PIB en 2019, a 3,4 en 2020. **Nuestros modelos muestran un rango muy amplio de posibilidades, que dependerán de cómo evolucionen esos factores, pero también, y primordialmente, de la percepción que tengan los mercados internacionales y las calificadoras de riesgo, de nuestras políticas de ajuste.**

En cuanto al **precio del petróleo**, no aparecen en el horizonte del año entrante grandes cambios: el último informe de perspectivas de precios de la Administración de Información Energética de los Estados Unidos (EIA, por sus siglas en inglés) **pronostica un valor de US\$48.53 pb, para el petróleo Brent**.³ El debilitamiento del dólar ante las monedas mundiales, por su parte, no sólo se mantendrá, sino que probablemente se agudizará levemente, a menos que la nueva administración en Estados Unidos altere de manera radical los patrones de comportamiento de esa economía en el mundo. En un entorno mundial fragmentado, en el que nuevos acuerdos comerciales como el RCEP⁴ probablemente desplacen el énfasis del comercio mundial hacia Asia, y excluyan el dólar como moneda de negociación, es difícil imaginar al dólar fortaleciéndose de nuevo. Pero **el déficit en cuenta corriente, en cambio, volverá a ampliarse, porque su reducción ha estado asociada fundamentalmente a la disminución de importaciones y a la reducción de flujos factoriales**, ambos fenómenos ligados íntimamente a la crisis. Ello podría generar de nuevo presiones de devaluación, que se desbocarían si fracasamos en realizar las reformas indispensables que garanticen nuestra viabilidad como

² Ver <https://www.bloomberg.com/quote/DXY:CUR?sref=D4X6odx5>.

³ Ver <https://www.eia.gov/outlooks/steo/>.

⁴ La Asociación Económica Integral Regional, que incluye a los diez estados miembros de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN) y a China, India, Japón, Australia y Nueva Zelanda.

país, con consecuencia muy funestas para la economía y la sociedad. Por ello en el año 2021, con un margen entre **\$3.250** y **\$3.750**, creemos que la tasa de cambio se ubicará en torno a **\$3.550** por dólar.

La crisis ha sido, pues, profunda. Ha destruido oportunidades de empleo, y ha puesto de presente agudos problemas sociales y distributivos. **Pero ha sido afortunada, en ese contexto, la fortaleza del sector financiero.** Aunque hay un deterioro lógico de los indicadores, el índice de solvencia se mantiene muy por encima de los mínimos recomendables, y las provisiones ya adoptadas exceden los castigos de cartera previsibles en el horizonte de la crisis. Ello es un elemento a favor, en la tarea que sigue ahora, y que definirá el futuro del país: **necesitamos diseñar una reforma profunda de nuestros esquemas tributarios y de aseguramiento colectivo ante los riesgos esenciales de enfermedad, vejez y pérdida de empleo**, que consulte cuatro principios fundamentales: que sea **inclusiva**, en el sentido de que integre al sistema a esa inmensa cantidad de ciudadanos cuya precariedad se hizo visible con la pandemia, y a los que hemos empezado a identificar con el programa de Ingreso Solidario; **que reemplace impuestos que afectan la creación de riqueza** por impuestos a su disfrute (impuestos a la renta de las personas y al consumo, con las debidas precauciones distributivas), desatando las fuerzas del desarrollo; **que impulse la transformación disruptiva de nuestro aparato productivo**, para aprovechar las oportunidades que ofrece un mundo fragmentado en el que se han destruido cadenas de valor y se han consolidado nuevos bloques comerciales; **y que reordene nuestro esquema de aseguramiento social**, haciéndolo compatible con el mundo de la cuarta revolución, con la digitalización, la virtualización y la automatización que se avecinan, impulsadas incluso por la propia pandemia, y con niveles de desempleo que hacen inviable una sociedad.

Capítulo 1

Perspectivas Económicas: 2020-2021

Jesús Botero García⁵.

I. Entorno internacional

La aplicación de las primeras vacunas en el Reino Unido, y la aprobación de dos de ellas por la Administración Federal de Drogas (FDA, por sus siglas en inglés), ha generado euforia colectiva. Para decirlo en las palabras de la OECD en su *Outlook* de diciembre, estamos ahora "convirtiendo la esperanza en realidad", aunque claramente, la recuperación del ritmo de actividad económica que de ello se siga será gradual y estará amenazada por la incertidumbre: "Un despliegue más rápido de la vacuna y una mejor cooperación para su distribución (agrega el informe) impulsarían la confianza y fortalecerían la recuperación, pero la incertidumbre continuará generando riesgos de una mayor debilidad"⁶. Un optimismo cauteloso, pues, que se extiende por el mundo, conforme se despliegan los procesos de aprobación y aplicación de vacunas.

Las proyecciones básicas de la OECD se resumen en el **cuadro 1**.

Tabla 1. Cuadro 1. Una gradual pero desigual recuperación.
Países de la OECD, cuando se no aclare lo contrario.

	Promedio					2020	2021	2022	
	2013-2019	2019	2020	2021	2022	Q4	Q4	Q4	
	Per cent								
Crecimiento real del PIB¹									
Mundo ²	3,3	2,7	-4,2	4,2	3,7	-3,0	3,8	3,8	
G20 ²	3,5	2,9	-3,8	4,7	3,7	-2,3	3,6	3,9	
OECD ²	2,2	1,6	-5,5	3,3	3,2	-5,1	3,7	2,9	
Estados Unidos	2,5	2,2	-3,7	3,2	3,5	-3,2	3,4	2,9	
Euro área	1,8	1,3	-7,5	3,6	3,3	-7,3	4,7	2,9	
Japón	0,9	0,7	-5,3	2,3	1,5	-3,2	2,0	1,5	
No-OECD ²	4,3	3,6	-3,0	5,1	4,2	-1,2	3,8	4,5	
China	6,8	6,1	1,8	8,0	4,9	5,4	4,1	5,4	
India ³	6,8	4,2	-9,9	7,9	4,8				
Brasil	-0,5	1,1	-6,0	2,6	2,2				

⁵ Profesor del Departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. jabotero@eafit.edu.co

⁶ https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook/volume-2020/issue-2_39a88ab1-en

Tasa de desempleo⁴	6,5	5,4	7,2	7,4	6,9	7,2	7,3	6,6
Inflacion¹⁻⁵	1,7	1,9	1,5	1,4	1,6	1,2	1,5	1,7
Balance fiscal⁶	-3,2	-3,0	-11,5	-8,4	-5,7			
Crecimiento comercio mundial¹	3,3	1,0	-10,3	3,9	4,4	-9,9	5,1	4,1
1. Cambio porcentual: las tres primeras columnas muestran el cambio sobre el año anterior.								
2. Promedios móviles nominales PIB, usando paridades de poder adquisitivo.								
3. Año fiscal.								
4. Porcentaje de la fuerza laboral.								
5. Deflactor del consumo privado.								
6. Porcentaje del PIB.								
Fuente: OECD Economic Outlook 108 database.								

Tras una caída del **4,2 %** del PIB mundial, en 2021 tendríamos un crecimiento del **4,2 %**, jalonado por la China y la India, que crecerían cerca del **8 %**, pero apoyado también por los países desarrollados, y en particular por aquellos agrupados en la OECD, que crecerían a una tasa del **3,3 %**

El comercio se recuperará, pero el desempleo se mantendrá en niveles altos, y los balances fiscales tardarán en ajustarse.

II. La evolución del PIB en Colombia

Tras la caída del **15,8 %** en el segundo trimestre, la actividad económica ha empezado un largo camino de recuperación, con una menor caída del **9%** en el tercer trimestre, y una caída estimada del **5,6 %** en el cuarto trimestre. Ello llevaría a una reducción del PIB del **7,4 %** en 2020.

Cuadro 2. Evolución del PIB por gastos. Tasas de crecimiento porcentual

	2020				
	TRIM 1	TRIM 2	TRIM 3	TRIM 4	TOTAL
CONSUMO FINAL	3,7	-12,5	-7,0	-4,5	-5,2
HOGARES	3,8	-15,9	-8,9	-6,6	-7,0
Bienes durables	3,9	-33,0	-4,0	-4,0	-8,9
Bienes no durables	12,4	3,9	4,3	4,0	6,1
Bienes semidurables	-4,5	-43,9	-19,8	-20,0	-22,0
Servicios	-0,8	-20,7	-14,1	-10,0	-11,5
GOBIERNO	2,9	3,0	2,0	2,7	2,6
FORMACION BRUTA CAPITAL	-7,6	-33,6	-18,3	-17,4	-19,4
FBKF	-4,8	-33,5	-19,5	-13,7	-18,0
Vivienda	-17,1	-36,9	-29,4	-20,0	-25,9
Otros edificios y estructuras	0,0	-32,4	-29,8	-15,0	-20,1
Maquinaria y equipo	-2,1	-37,7	-2,9	-10,0	-13,1
Recursos biológicos cultivados	0,5	1,9	-4,8	-4,0	-1,6

Productos de propiedad intelect.	0,2	-13,0	-9,3	-5,0	-6,9
EXPORTACIONES	-2,5	-27,5	-24,1	-11,0	-16,3
IMPORTACIONES	-1,6	-30,2	-21,1	-14,5	-17,1
PIB	1,2	-15,8	-9,0	-5,6	-7,4

Fuente: DANE. Cálculos propios.

El resultado es consistente, en nuestro modelo de equilibrio general computable, con una caída permanente del **2 %** de la productividad, con una caída transitoria del **3,5 %** en el índice de uso promedio de la capacidad instalada, y con reducciones del recaudo impositivo (del orden del **20 %**), del comercio mundial (**10 %**), y de los flujos de capital (**20 %**). Supone además gastos adicionales de **45 billones** para atender la pandemia, y una profunda transformación estructural del empleo, asociada al efecto combinado de la cuarta revolución industrial y del auge de la virtualidad impulsado por la pandemia, con desplazamientos importantes de trabajo no calificado por capital y por trabajo calificado, en un claro sesgo general hacia la automatización en las estructuras productivas⁷.

El mismo modelo prevé un crecimiento del **5,1 %** en 2021, de acuerdo con el **cuadro 3**, que resume la evolución del PIB por ramas de actividad económica.

Cuadro 3. Tasas de crecimiento PIB. Por ramas. Porcentajes.

	2019	2020	2021
PRODUCCIÓN AGROPECUARIA	1,9	2,5	5,7
MINERÍA	2,0	-14,6	3,6
INDUSTRIA	1,6	-9,3	7,1
ELECTRICIDAD GAS Y AGUA	2,8	-2,7	4,6
CONSTRUCCIÓN	-2,0	-21,1	12,8
COMERCIO	4,8	-17,2	6,8
INFORMACIÓN Y COMUNICACIONES	1,7	-2,6	2,0
ACTIVIDADES FINANCIERAS	5,7	1,7	3,2
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	3,0	2,2	3,5
ACTIVIDADES PROFESIONALES Y ADMIN.	3,7	-4,4	4,0
ADMINISTRACIÓN PÚBLICA	4,9	0,3	4,4
OTRAS ACTIVIDADES	3,4	-22,5	2,1
VALOR AGREGADO	3,1	-7,4	5,2
IMPUESTOS	4,6	-7,3	4,4
PIB	3,3	-7,4	5,1

Fuente: Cálculos propios. A partir de información del DANE. 2019

⁷ El modelo supone un desplazamiento de la senda de expansión tanto de la relación empleo-capital, como de la relación empleo calificado-empleo no calificado, del orden del 7 %. Es decir, que después de la pandemia, con una misma relación de precios, la relación empleo-capital y la relación empleo no calificado-empleo calificado, serían 7 % menores.

Nuestra proyección se compara con las proyecciones de otras entidades y centros de investigación en el **cuadro 4**.

Cuadro 4. Pronósticos de Crecimiento de entidades y centros de Investigación Económica.

	2020	2021	Rebote
Ministerio de Hacienda (Nov)	-6,8%	5,0%	11,8 pp
Banco de la República (Oct)	-7,6%	4,6%	12,2 pp
Corficolombiana (Nov)	-6,2%	4,2%	10,4 pp
Fedesarrollo (Ago.)	-5,0%	3,5%	8,5 pp
ANIF (Ago.)	-6,0%	4,2%	10,2 pp
Asobancaria (Nov)	-7,3%	3,7%	11,0 pp
Banco de Bogotá (Nov)	-7,0%	4,7%	11,7 pp
Bancolombia (Nov)	-8,5%	4,6%	13,1 pp
Davivienda (Nov)	-7,5%	5,3%	12,8 pp
Banco Agrario (Jul)	-6,3%	4,6%	10,9 pp
Itaú (Nov)	-7,0%	4,7%	11,7 pp
BBVA (Jul)	-7,5%	5,5%	13,0 pp
PROMEDIO	-6,9%	4,6%	11,4 pp
EAFIT	-7,4%	5,1%	12,6 pp

III. Evolución probable del desempleo

En el tema del desempleo, nuestra proyección indica una tasa promedio de **16,1 %** para 2020, y de **13,1 %** para 2021, lo que representa un incremento de la tasa de desempleo de 2,6 puntos porcentuales, respecto a su nivel previo a la crisis. El desempleo se iría reduciendo, pero no llegaría fácilmente a los niveles previos. Se estaría generando, por cuenta del cambio técnico en la estructura productiva, una caída estructural del empleo del orden de **650 mil** personas, medida en comparación con un escenario base calculado con las tasas de participación y las tasas de desempleo de 2019.

Cuadro 4.

Posición ocupacional	Total Nacional				
	Octubre 2020	Octubre 2019	Distribución (%)	Variación absoluta	Contribución en p.p.
Población ocupada	21.275	22.813	100,0	-1.539*	
Empleado particular	7.869	8.909	37,0	-1.040	-4,6*
Trabajador sin remuneración ^o	768	973	3,6	-205	-0,9*
Patrón o empleador	692	820	3,3	-128	-0,6
Trabajador por cuenta propia	9.611	9.715	45,2	-103	-0,5
Empleado doméstico	625	710	2,9	-85	-0,4
Jornalero o peón	809	889	3,8	-80	-0,4
Empleado del gobierno	885	782	4,2	+103	0,4

Fuente: DANE.

https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ech/ech/pres_web_empleo_resultados_oct_20.pdf

De acuerdo a ello, hay dos tipos de efectos de la crisis sobre el empleo, que se reflejan en el déficit de **1,5 millones** de empleos que muestran las cifras de octubre respecto al año anterior (cuadro 4): uno estructural, asociado a la transformación productiva, por el efecto combinado de la cuarta revolución industrial y la pandemia, y que explicaría **650 mil** empleos perdidos, concentrados probablemente en empresas de más de 10 trabajadores, cuyo déficit a octubre es cercano a **870 mil** empleos (ver cuadro 5)⁸; y uno transitorio, explicativo de la diferencia (de cerca de 850 mil empleos), que se irían recuperando en los próximos meses, como efectivamente ha venido ocurriendo y lo ilustra el gráfico 1.

Cuadro 5.

Tamaño de empresa y sexo	Total Nacional				
	Octubre 2020	Octubre 2019	Variación absoluta	Contribución en p.p.	
Población ocupada	21.275	22.813	-1.539*		
Total empresas hasta 10 personas	14.486	15.154	-668	-2,9*	
Empresas de hasta 10 personas	Hombres	8.898	8.784	+114	0,5
	Mujeres	5.588	6.370	-782	-3,4*
Total empresas de más de 10 personas	6.789	7.660	-871	-3,8*	
Empresas de más de 10 personas	Hombres	3.942	4.406	-464	-2,0*
	Mujeres	2.847	3.254	-407	-1,8*

Fuente: DANE.

https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ech/ech/pres_web_empleo_resultados_oct_20.pdf

⁸ Es en esas empresas, asociadas naturalmente al empleo particular, donde la crisis puede ser estructural, bien sea por el efecto de cierre de empresas, o por las transformaciones profundas que la virtualidad produce en los equipos de trabajo que las conforma: en ellas se magnifican, en efecto, los impactos de la digitalización y de la automatización de procesos. El empleo perdido en ellas sólo podrá ser reemplazado por empleo de calidad, en empresas productivas, que se generan en el proceso de transformación productiva que debe profundizarse en el país.



La tasa de desempleo en 2021 estaría pues entre 12% y 15%, y sería por supuesto un tema de importancia mayor en el diseño de las políticas públicas en 2021.

El cuadro 5 ilustra, de paso, otro efecto importante de la crisis: el sesgo de género que implica. Como bien puede apreciarse, las mujeres han perdido **1.189** mil empleos (el **12,4 %** del total de empleo existente en octubre de 2019), en tanto que los hombres han perdido **350 mil** empleos (el **2,7 %** del total). Un tema de importancia mayor también, para el diseño de políticas públicas.

Así pues, la crisis ha desencadenado cambios profundos en el potencial de crecimiento de la economía y en los mercados de trabajo, que obligarán al diseño e implementación de políticas de transformación productiva, que eleven el crecimiento potencial, generen nuevas oportunidades de trabajo y permitan aprovechar las oportunidades que la recomposición de cadenas de valor, asociada a la pandemia y a los reacomodos de la globalización, está generando. Ello, además, en el marco de políticas sociales efectivas, que permitan mitigar los efectos que la pandemia ha tenido sobre los grupos más vulnerables, y conduzcan a una profunda transformación de nuestros esquemas de protección social.

Habrà que ver pues, en el momento presente, una gran oportunidad para emprender acciones de política pública que impulsen la transformación de la estructura productiva propicie nuevas formas de integración en los mercados mundiales, y generen empleo de calidad para mejorar las condiciones de vida en nuestra sociedad.

Capítulo 2

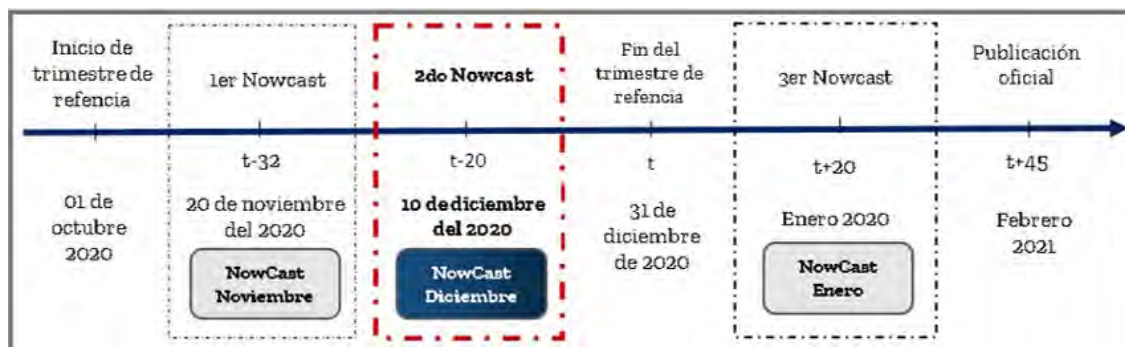
Nowcast (diciembre) del PIB en el Cuarto Trimestre

Diego Montañez-Herrera⁹

Se presenta el Nowcasting¹⁰ del PIB para el mes de diciembre en Colombia bajo un enfoque de aprendizaje automático. Ello permite evaluar el comportamiento de la economía colombiana en tiempo real ante súbitos choques, facilitando la toma de decisiones y permitiendo la respuesta rápida del Gobierno Nacional y las autoridades económicas, a la evolución de los factores que afectan la actividad económica.

La forma en que puede solucionar los rezagos de información se sintetiza en la **figura 1**: 20 días antes de finalizado el trimestre de referencia, se hace el cálculo del segundo Nowcast, en este caso para el mes de diciembre.

Figura 1: Calendario Nowcasting y publicación del PIB cuarto trimestre en Colombia.



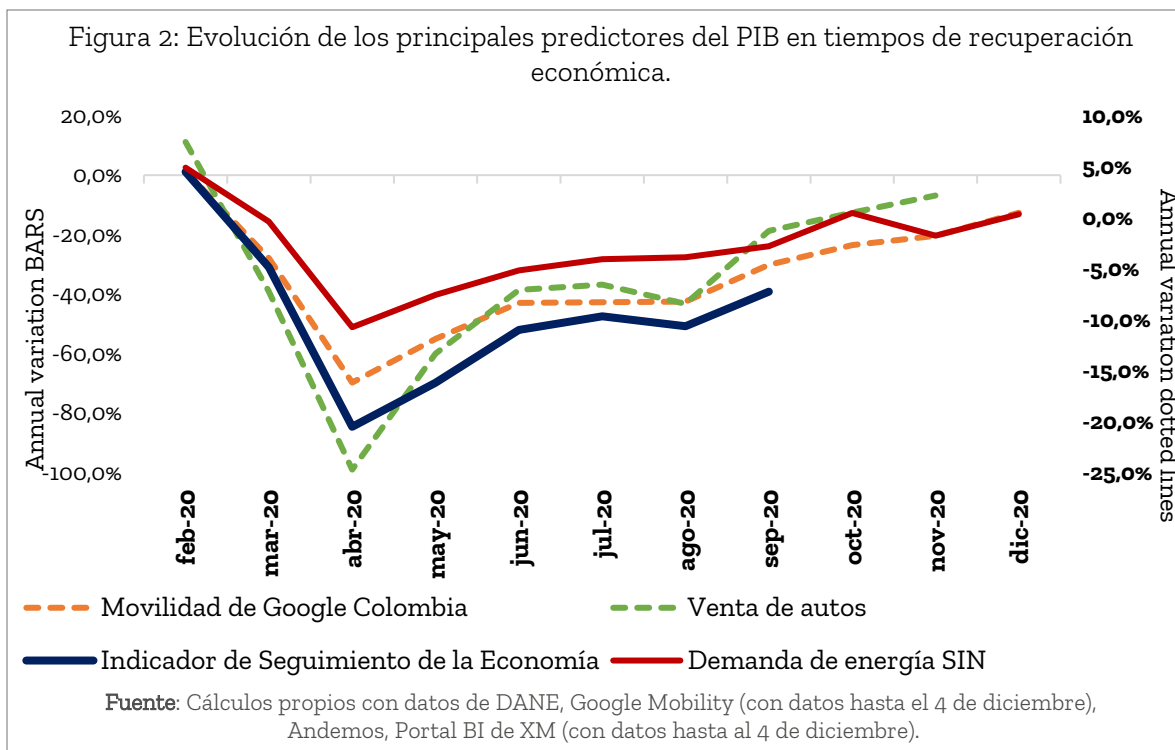
Fuente: Elaboración del autor adaptado de Fornaro & Luomaranta (2020).

Es de vital importancia conocer de forma oportuna la evolución de la actividad económica en el país. Para ello, se deben escoger predictores adecuados, que sean a la vez indicadores líderes del PIB, y cuenten con una publicación más oportuna, mensual y/o diaria. La **figura 2** muestra la evolución de 4 principales indicadores líderes que cuentan con altas correlaciones dinámicas con el Producto Interno Bruto (PIB). El eje derecho muestra el conjunto de predictores con menor variabilidad (líneas) como el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) y la demanda del Sistema Interconectado Nacional (SIN); mientras que en el eje izquierdo se observa las de mayor variación (líneas punteadas) como los autos vendidos a nivel nacional y el índice de

⁹ Magister en Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Contacto: dfmontaneh@eafit.edu.co

¹⁰ El "Nowcasting EAFIT" se entenderá como el conjunto de indicadores y variables económicas y financieras (actualmente 90 predictores) de alta frecuencia para pronosticar el PIB trimestral en Colombia de forma rápida, precisa y oportuna, que se alimenta de la información publicada por las entidades competentes

movilidad de Google Colombia. Para las series mensuales del ISE, autos y demanda de energía, se toma la variación anual (mes 2020 vs mismo mes del año 2019).



La mayoría de los indicadores líderes muestran una mejora a partir de septiembre, que se prolonga hasta lo corrido de diciembre. Cabe destacar que muchos siguen en terreno negativo, como es el caso de los autos vendidos, el ISE y el índice de Google. El crecimiento de la demanda de energía, que había llegado a terrenos positivos en octubre, muestra también un resultado positivo en lo corrido diciembre, reflejando buenas señales de recuperación económica respecto al Nowcast de noviembre.

El ISE, por su parte, experimentó una contracción del **7,25 %** en septiembre, siendo un decrecimiento menor al presentado desde el comienzo de la pandemia.

Ahora bien, siguiendo con otros indicadores de la **figura 2**, que cuentan con un nivel de variabilidad más alto, pero tienen estrecha relación con la actividad económica, se puede destacar a los autos vendidos. Estos, después de la dramática contracción en abril y mayo (**-98 %; -59 %**) se recuperaron notablemente en octubre (**-13 %**) y noviembre (**-7 %**) respecto al mismo mes del año pasado, mostrando los mejores registros desde marzo.

Ahora bien, con las medidas de restricción en la movilidad para combatir la propagación del nuevo corona virus, Google Mobility está reportando de forma diaria su índice para Colombia (línea naranja punteada). El promedio de la movilidad *retail, grocery and farmacy, station* y *workplaces* experimentó un frenazo en julio (**-42,7 %**) y agosto (**-42,5 %**), y una importante recuperación en septiembre (**-30,1 %**), octubre (**-23,5 %**), noviembre (**-20,4 %**) y en lo corrido de diciembre (**-12,7 %**).

En síntesis, la economía colombiana tocó fondo en el segundo trimestre con el **-15,8 %** y tuvo una importante recuperación en el tercer trimestre del **-9,0 %**. En este orden de ideas, es fundamental conocer el estado del cuarto trimestre para evaluar el crecimiento de todo el año. En este sentido, la **figura 3** presenta los resultados de estimación del **NowCast** diciembre elaborado por el grupo coyuntura, donde la serie de color azul corresponde a los datos históricos registrados y los puntos de color rojo representan la predicción inmediata del PIB trimestral.



Se encuentra en nuestro **Nowcast** del mes de diciembre una contracción estimada en el rango de **-6,8 %** y **-4,3 %**, con un valor más probable de **-5,5 %**, en el cuarto trimestre en Colombia, debido a la importante recuperación de la mayoría del conjunto de predictores del mes de noviembre y de lo que se lleva de diciembre, mejorando un punto porcentual respecto al **Nowcast** de noviembre (**-6,5 %**). En este orden de ideas la economía colombiana tendría una variación anual del **-7,3 %** en el 2020, la más baja en la historia reciente.

Referencias:

Bolhuis, A. & Rayner, B. (2020). Deus ex Machina? A Framework for Macro Forecasting with Machine Learning. IMF Working papers.

Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) (2020). Estadísticas por tema. Recuperado de: <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema>.

Fornaro, P., & Luomaranta, H. (2020). Nowcasting Finnish real economic activity: a machine learning approach. Empirical Economics, 58(1), 55-71.

Google mobility: <https://www.google.com/covid19/mobility/>

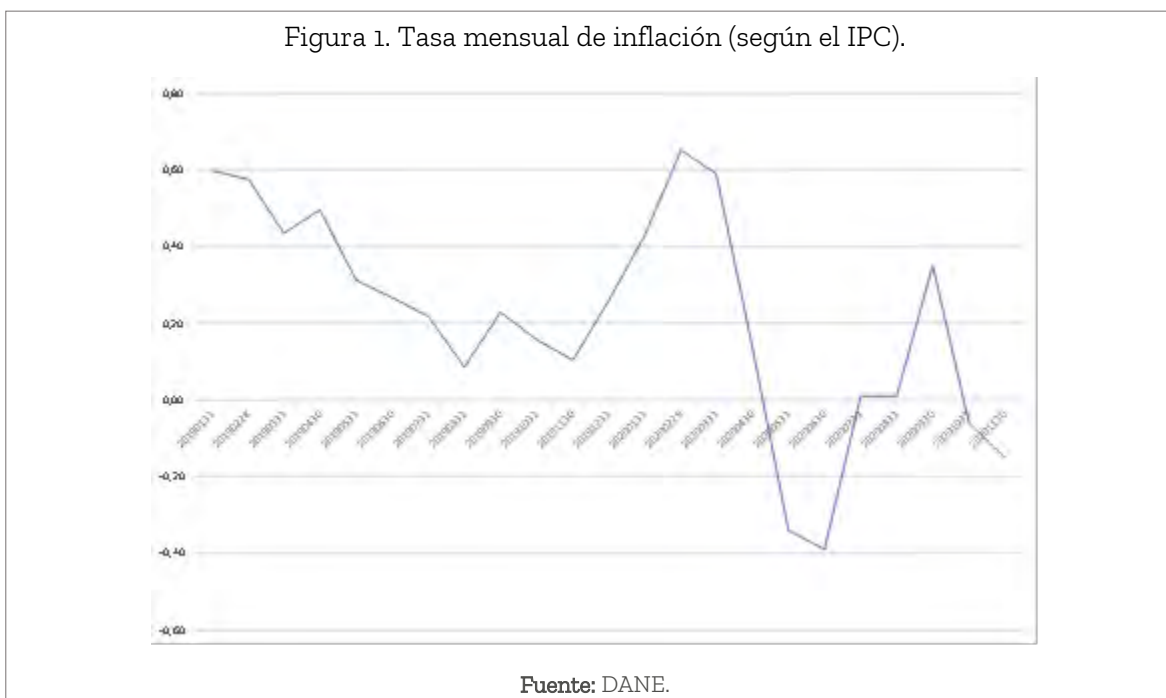
Capítulo 3

Inflación y política monetaria

Carlos Esteban Posada.¹¹ Liz Londoño-Sierra¹²

I. La inflación de noviembre

El DANE ha reportado que la tasa de inflación de noviembre (el aumento del IPC entre octubre y noviembre) fue **-0,15 %**, así que en lo corrido del año esta medida de la inflación es **1,23 %**, y la tasa anual de los últimos 12 meses es **1,5 %**. Muy probablemente la de 2020 no superará **1,6 %**. Así, un proceso de caídas significativas de la tasa de inflación se observó desde abril, con deflaciones en mayo, junio, octubre y noviembre (Figura 1).



La contribución a la deflación de noviembre fue causada, básicamente, por las siguientes divisiones de gasto: prendas de vestir y calzado (**-0,14 %**); educación (**-0,04 %**); recreación y cultura (**-0,02 %**); información y comunicaciones (**-0,02 %**); y muebles, artículos del hogar y

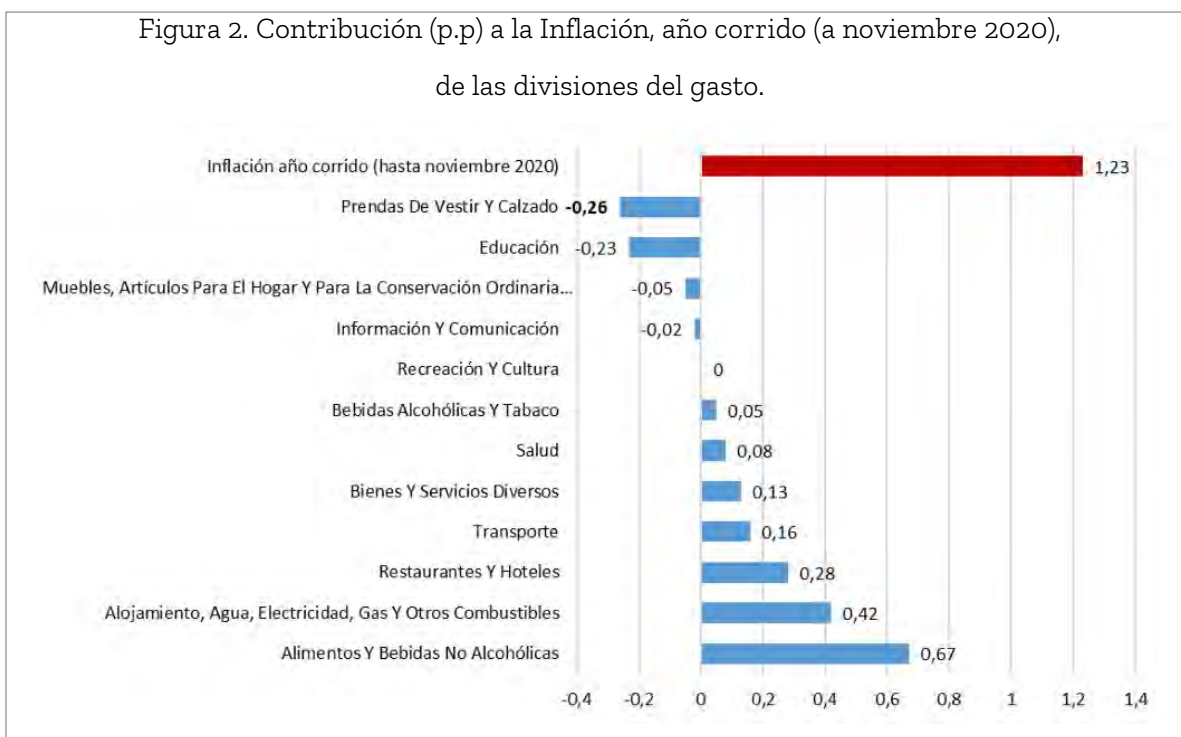
¹¹ Profesor del Departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. cposad25@eafit.edu.co

¹² Estudiante del doctorado en Economía y profesora del Departamento de Economía, miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. llondo11@eafit.edu.co

para la conservación ordinaria del hogar **(-0,01 %)**. Puede afirmarse que la deflación del mes estuvo jalonada por medidas promovidas tanto por el Gobierno Nacional como por el funcionamiento mismo del mercado, entre las que se encuentran: día sin IVA, *Black Day* y *Black Week*.

Como el cálculo del IPC se basa en el seguimiento mensual a una canasta determinada de bienes y servicios, puede ocurrir que se presente un sesgo de sustitución, es decir, que no capture los cambios en las demandas de los agentes causados por la variación de los precios. Teniendo esto presente, observemos la **figura 2**, allí se muestra los efectos de la pandemia en lo que corrido del año (enero – noviembre) ya sea por las medidas de contención y mitigación del Gobierno Nacional o por decisiones de cambios en los precios por parte de los oferentes.

De las doce divisiones del gasto llama la atención la de educación, cuya disminución obedece a la reducción en los valores de inscripción y de matrículas, ocasionado por el esfuerzo de las instituciones de educación superior por evitar la deserción o desescolarización estudiantil ante el cambio de la modalidad presencial a una alternativa remota o virtual. En este sentido, las instituciones técnicas, tecnológicas y universitarias han reducido, en lo que va del año, sus tarifas de pregrado en **23,15 %** y para los doctorados en **7,08 %**.



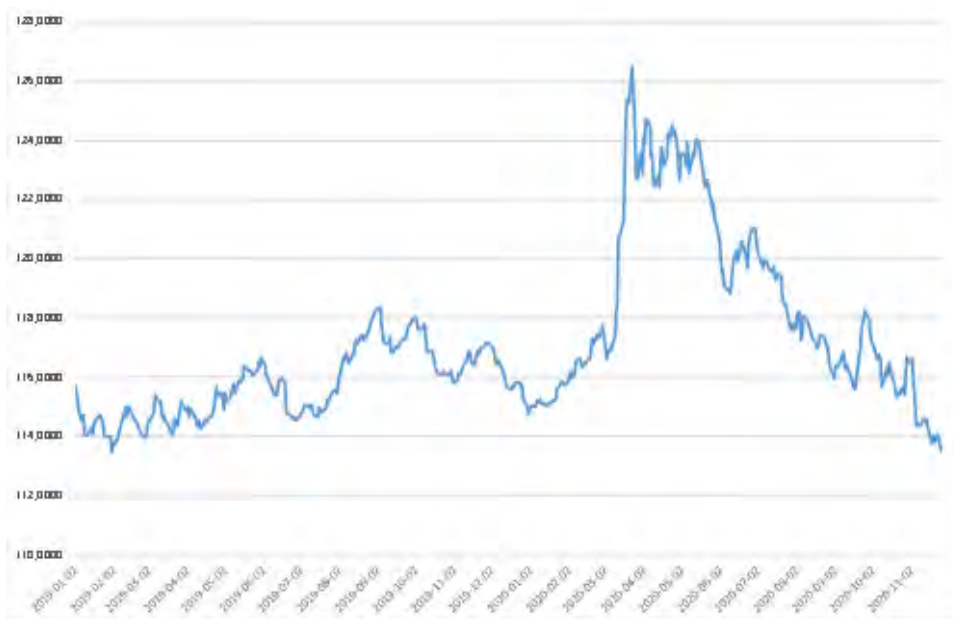
Fuente: DANE.

II. La inflación y sus factores determinantes

En los últimos seis años la inflación colombiana ha respondido, principalmente, a la tasa de depreciación externa del peso (que llamamos devaluación). La depreciación del peso, a su vez,

depende del valor externo del dólar (a menor valor externo del dólar, menor es su valor local en pesos, permaneciendo lo demás constante) y del precio del petróleo (a mayor precio del petróleo menor el valor local del dólar, permaneciendo lo demás constante). Desde el 20 de marzo la tasa de depreciación ha exhibido dos caídas significativas por cuenta de la reducción del valor externo del dólar y de la recuperación, aún incompleta, del precio del petróleo (Figuras 3, 4, 5 y 6), contribuyendo así a menor inflación (Figura 7).

Figura 3. Valor del dólar con respecto a otras monedas: índice promedio ponderado por el comercio exterior (bienes y servicios) de Estados Unidos. Enero 2019 – noviembre 2020.



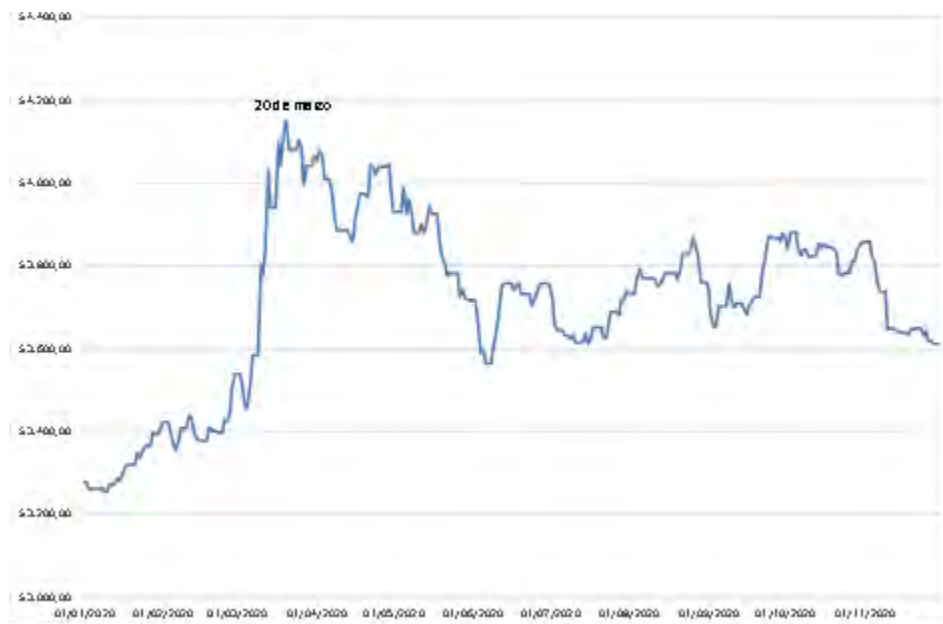
Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Figura 4. Precio del petróleo (dólares por barril; Brent) enero 2019 - noviembre 2020.



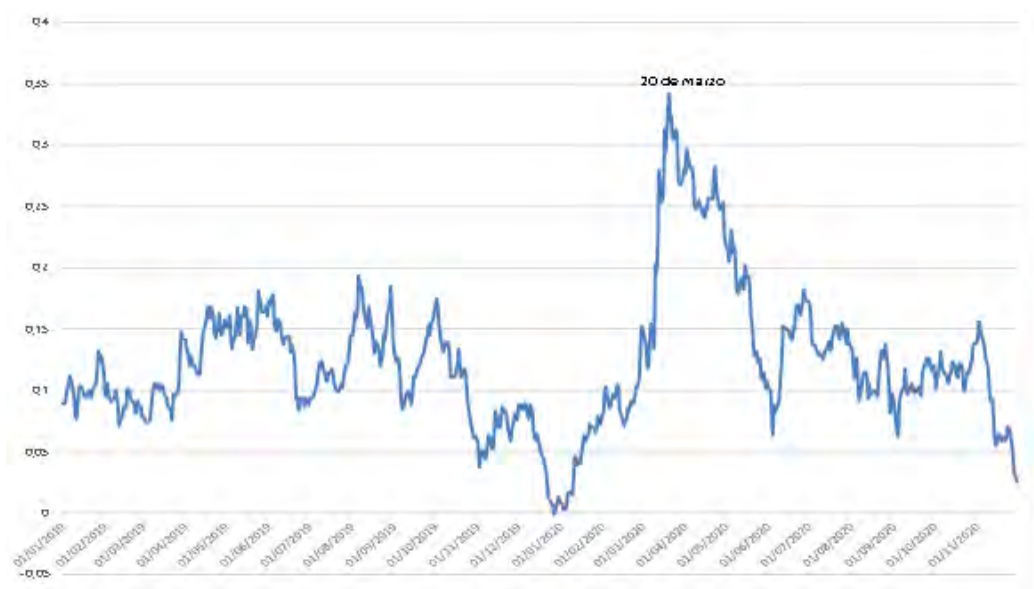
Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Figura 5. Valor del dólar en pesos: cada representativa de mercado (TRM) diaria desde principio de 2020.



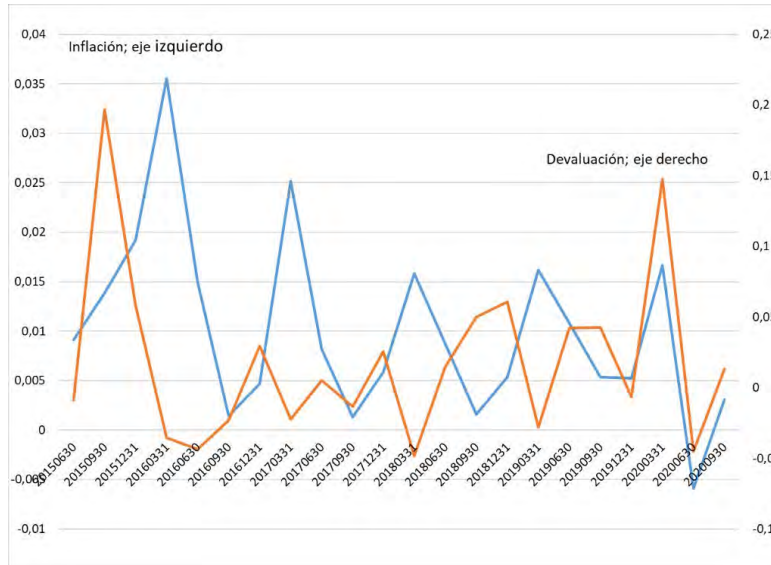
Fuente: Banco de la República.

Figura 6. Tasas anuales de devaluación (variación porcentual anual de la TRM diaria).
Enero 2019 – noviembre 2020.



Fuente: Banco de la República. Cálculos de los autores.

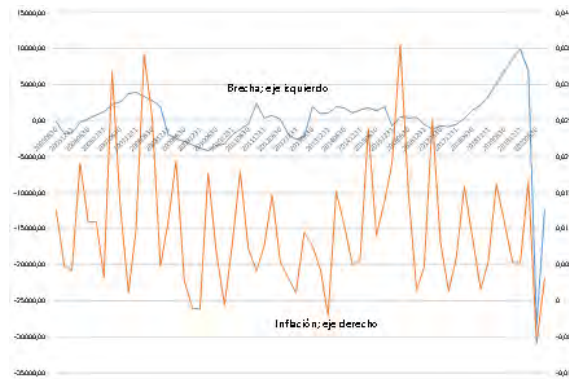
Figura 7. Inflación y devaluación (tasas trimestrales). Enero 2015 - septiembre 2020.



Fuente: DANE y Banco de la República. Cálculos de los autores.

Desde junio de este año otro factor potencialmente determinante de la inflación (pero que entre 2003 y 2019 fue de efecto insignificante) se volvió tan importante o quizás más que el comportamiento de la depreciación del peso: la brecha del PIB o diferencia entre el PIB observado y el PIB tendencial, a causa de la rápida y gigantesca reducción del PIB observado, ocasionada por la irrupción de la pandemia y, por ende, por las reacciones del Gobierno, empresas y hogares restringiendo la actividad económica y contrayendo la demanda agregada. La brecha que se generó fue tan grande que contribuyó a la desinflación del segundo semestre de 2020 (Figura 8).

Figura 8. La brecha del PIB (o componente cíclico según filtro Hodrick-Prescott) y la inflación trimestral. Enero 2005 - septiembre 2020.



Fuente: DANE. Cálculos de los autores.

III. La política monetaria

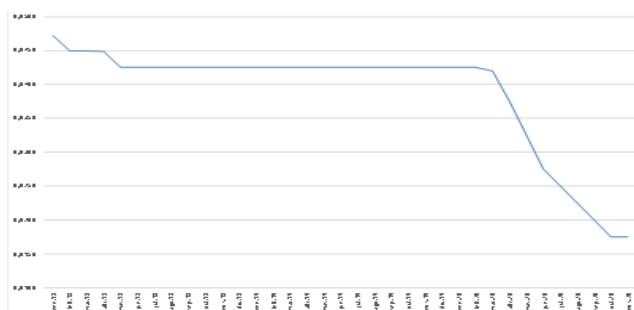
El principal indicador de política monetaria es la tasa de interés de intervención del Banco Central. En el caso colombiano la tasa de política del Banco de la República es el piso para las tasas negociadas en subastas de expansión monetaria. Su trayectoria temporal tiene un perfil no muy distinto al de las exhibidas por el piso y el techo del rango-meta para la tasa objetivo del Banco Central de Estados Unidos, aunque la evolución cuantitativa del piso y del techo de esta última indica una política expansiva mucho más agresiva y ejecutada desde antes (figuras 9 y 10). En el caso colombiano, la tasa de intervención ha caído de manera paulatina desde finales de marzo y casi simultáneamente con la disminución de la inflación.

Figura 9. Tasa de interés de política de Estados Unidos: techo del rango – meta de “Federal Funds Rate” (tasa anual). Enero 2019 – noviembre 2020.



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Figura 10. Tasa de interés de política. Banco de la República. (Tasa anual; promedio mensual). Enero 2018 - noviembre 2020.



Fuente: Banco de la República.

Capítulo 4

Balanza de Pagos al Cierre del Tercer Trimestre de 2020

Humberto Franco González¹³.

I. Cuenta corriente

Es sabido que la emergencia sanitaria provocada por la pandemia del Covid-19 y los menores precios del petróleo, han generado choques negativos en la economía colombiana, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda, cuya mayor consecuencia se vivió en el segundo trimestre del año con una contracción del PIB de **-15,8 %**, la cual ha empezado a ceder si se tiene en cuenta el comportamiento de esta variable en el tercer trimestre del año (**-9,0 %**). No obstante, el panorama no es del todo alentador, sobre todo desde la óptica de la demanda pues la menor capacidad de gasto de los agentes económicos ante el violento deterioro de sus ingresos, sumada a la incertidumbre que aún persiste entre consumidores e inversionistas, han llevado a que la demanda interna no tenga la vigorosidad que la caracterizó en momentos previos a la pandemia.

En este contexto, las cuentas externas del país han tenido el comportamiento esperado al punto que el déficit en cuenta corriente se estaría reduciendo en un punto porcentual, aproximadamente, en relación con el que se tuvo al finalizar el 2019 (**-3,4 %** del PIB en 2020 frente al **-4,3 %** del PIB de 2019), dada la mencionada debilidad de la demanda interna y, en términos generales, el comportamiento de los otros dos elementos de la cuenta corriente, cuyo desempeño también se ha venido dando en la dirección de la corrección del déficit externo.

En efecto, la disminución de las ganancias de las compañías con capital externo -(renta de factores o ingresos primarios) que se venía presentando desde el cuarto trimestre (T4) de 2018 y que se acentuó en el T2 de 2020-, la reducción, aunque leve, de las transferencias en cabeza de las remesas (ingresos secundarios) y la reducción del saldo negativo de la balanza comercial, han sido desempeños propios de una economía que ha sido avasallada por los choques anteriormente mencionados. De manera que el ajuste de la cuenta corriente que se ha venido observando en el transcurso de este año atípico, se ha soportado en condiciones adversas, las que, bajo ningún punto de vista, deberían ser la base de la corrección del déficit corriente de un país, sobre todo si se mira desde la perspectiva de su balanza comercial.

Una visión con mayor detalle es la siguiente: de las cifras presentadas por el Banco República (tabla 1), se deduce una reducción del saldo deficitario de la cuenta corriente al tercer trimestre del año de **US\$ 4 530,67 millones (42,8%)** al pasar de **US\$ -10 588,22 millones** al T3

¹³ Profesor del departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. hfranco@eafit.edu.co.

2019 a **US\$ -6 057,55 millones** al T3 2020, déficit que se encuentra desagregado de la siguiente manera: un leve incremento de **US\$ 151,58 millones** en los pagos factoriales (de **US\$ -1 711,14 millones** al T3 2019 a **US\$ -1 862,72 millones** al T3 2020), el mantenimiento del nivel de las transferencias corrientes con una reducción de apenas **US\$ 66,24 millones**, a pesar de las crisis por todos conocidas que aún no se superan (de **US\$ 6 321,49 millones** al T3 2019 a **US\$ 6 255,25 millones** al T3 2020) y el descenso en el déficit comercial de bienes y servicios del país (**10%**) representado en una disminución de **US\$ 938,30 millones** (de **US\$ -9 243,23 millones** al T3 2019 a **US\$ -8 304,93 millones** al T3 2020), con la característica de que el ajuste del saldo deficitario de la cuenta corriente en el marco de la balanza comercial de bienes y servicios, se ha venido presentando por el mayor descenso de las importaciones que el de las exportaciones, cuando lo ideal es que este ajuste se dé por la vía del mayor crecimiento de las exportaciones frente al de las importaciones.

Cuadro 1. cuenta corriente de Colombia.

	2019 (p)			2020 (pr)		
	I	II	III	I	II	III
Cuenta corriente	-3 585,81	-2 840,24	-4 162,16	-2 630,08	-1 653,14	-1 774,34
Exportaciones	16 631,14	18 023,79	17 136,98	14 966,29	10 802,45	12 618,30
Importaciones	20 216,95	20 864,04	21 299,14	17 596,36	12 455,58	14 392,64
Bienes y servicios	-2 709,89	-2 509,98	-4 023,37	-2 848,73	-2 377,73	-3 078,48
Exportaciones	12 799,79	13 717,86	12 858,32	11 691,68	7 841,5	8 956,45
Importaciones	15 509,68	16 227,84	16 881,68	14 540,41	10 219,58	12 034,92
Bienes	-1 973,32	-1 351,74	-2 771,59	-2 030,79	-1 377,28	-1 967,41
Exportaciones	10 279,45	11 498,45	10 344,72	9 376,50	7 097,03	8 178,70
Importaciones	12 252,76	12 850,19	13 116,31	11 407,29	8 474,31	10 146,10
Servicios	-736,57	-1 158,23	-1 251,77	-817,94	-1 000,45	-1 111,07
Exportaciones	2 520,35	2 219,41	2 513,60	2 315,18	744,82	777,75
Importaciones	3 256,92	3 377,64	3 765,38	3 133,13	1 745,26	1 888,82
Renta Factorial	-2 674,05	-2 541,52	-2 450,91	-1 919,13	-982,36	-1 106,39
Crédito	1 805,46	1 862,20	1 722,26	910,91	1 083,83	1 046,84
Débito	4 479,51	4 403,72	4 173,18	2 830,03	2 066,19	2 153,22
Transferencias	1 798,13	2 211,25	2 312,11	2 137,78	1 706,95	2 410,52
Crédito	2 025,88	2 443,73	2 556,40	2 363,70	1 876,77	2 615,02
Débito	227,76	232,48	225,92	225,92	169,82	204,50

Fuente: Banco de la República-Subgerencia de Estudios Económicos.

En este último rubro es de suma importancia detallar un poco más el desempeño tanto de las ventas de nuestros productos al resto del mundo, como el de las compras que le hacemos. De hecho, mientras las exportaciones se redujeron en **US\$ 13 404,88 millones (25,88 %)**, de **US\$ 51 791,91 millones** al T3 2019 a **US\$ 38 387,04 millones** al T3 2020, por factores como la menor demanda mundial y el deterioro de los términos de intercambio, las importaciones lo hicieron en **US\$ 17 935,54 millones (28,75 %)**, de **US\$ 62 380,13 millones** al T3 2019 a **US\$ 44 444,59 millones** al T3 2020, desempeño atribuible a la decadente demanda interna y a la depreciación del peso. De modo que estos comportamientos evidencian claramente la reducción del déficit comercial y, en consecuencia, su incidencia en el saldo de la cuenta corriente al cerrar los tres primeros trimestres del presente año.

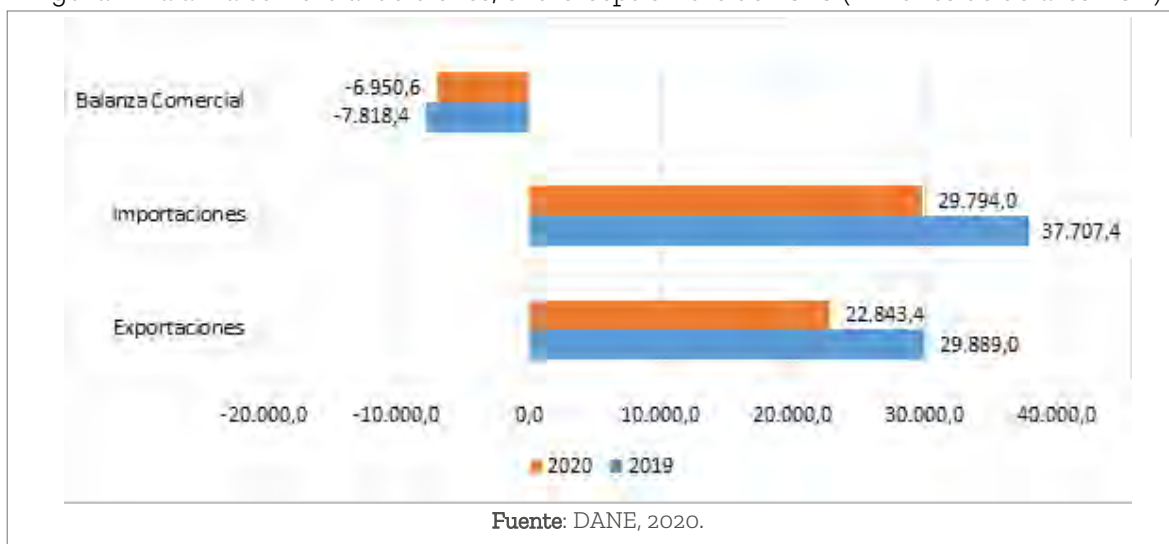
En términos de la clasificación de las exportaciones: tradicionales y no tradicionales, cabe resaltar que el comportamiento exportador de la balanza comercial de bienes durante los tres primeros trimestres del año, cifras entregadas por el DANE, es atribuible, sobre todo, a la caída en las ventas de productos tradicionales (**-35,5 %** de **US\$ 18 652,9 millones** 2019, a **US\$ 12 036,8 millones** en 2020), en las que el descenso en las ventas de petróleo y sus derivados, hicieron su mayor aporte (**-46,7 %** de **US\$ 12 147,6 millones** 2019, a **US\$ 6 477,7 millones** en 2020), seguidas por el descenso en las exportaciones no tradicionales (**-3,8 %**) y las del grupo sin oro ni esmeraldas (**-10,6 %**). En el caso específico del petróleo y sus derivados se debe mencionar, adicionalmente, que el resultado negativo de sus exportaciones no solo obedeció a los menores precios del crudo en relación con el año anterior, sino también al descenso de los volúmenes exportados¹⁴.

Ahora bien, en lo corrido de los tres primeros trimestres del año es posible manifestar que la reducción de **-20,4 %** en las importaciones de bienes del país (de **US\$ 39 533,6 millones** en 2019, a **US\$ 31 451,7 millones** en 2020), los rubros que más cayeron fueron -en su orden- el de combustibles y productos de la industria extractiva, con una variación negativa de **-44,0 %**, manufacturas (**-20,3 %**) y el de las importaciones de otros sectores (**-17,0 %**), y las compras externas de productos agropecuarios, alimentos y bebidas acumularon un descenso del **-2,8 %**.

De esta manera, al examinar la balanza comercial de bienes acumulada al tercer trimestre del año, se colige que el déficit que ha venido presentando este rubro de la cuenta corriente se redujo en **US\$ 867,8 millones** FOB, como se puede observar en la siguiente figura, pues pasó de **-US\$7 818,4 millones** en 2019 a **-US\$6 950,6 millones**, reducción que continua en la tónica de favorecer el saldo deficitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos, al punto que se podría estar hablando de una corrección en el saldo deficitario corriente del país en aproximadamente un punto porcentual, al pasar del **-4,3 %** del PIB -al finalizar el 2019- al **3,4 %** del PIB en las postrimerías del 2020. Lo anterior, representaría un crecimiento del **0,4 %** en relación con su valor al cerrar el primer semestre de este año, cuyo valor bordeó el **3,0 %** del PIB.

¹⁴ La variación porcentual de las ventas colombianas al resto del mundo, miradas mes a mes hasta octubre, da una idea clara del impacto de los choques externos y su efecto sobre la economía nacional a través del sector externo. En este sentido, el sector exportador presenta la siguiente variación en relación con el respectivo mes del año anterior: enero (11,7%), febrero (-5,2%), marzo (-28,5%), abril (-52,3%), mayo (-40,3%), junio (-26,4%), julio (-21,7%), agosto (-21,3%) y septiembre (-17,5%), evidenciándose una sostenida pero lenta recuperación desde que se tocó fondo en abril del presente año. El último dato en la materia que entrega el DANE, correspondiente al mes de octubre señala que las exportaciones colombianas le representaron ingresos al país por valor de US\$2.627,6 millones, lo que representa una reducción de -21,0% en relación con octubre de 2019, hecho que, infortunadamente, muestra una distorsión en la recuperación mensual que se traía desde abril. Como se ha sido habitual, este resultado lo explica básicamente la caída del -42,7% de las ventas externas de combustibles y productos de la industria extractiva (DANE, 2020).

Figura 1. Balanza comercial de bienes, enero-septiembre de 2020 (Millones de dólares FOB).



II. La Cuenta financiera

Tal como se ha venido insinuando en los informes anteriores sobre las cuentas externas del país, el desalentador panorama de la economía colombiana ha atentado contra la recurrente forma de financiar el saldo deficitario de la cuenta corriente del país, la que históricamente y para fortuna nuestra, se ha soportado en la inversión extranjera directa (IED), pues la notable reducción de este tipo de inversión, en casi el **50%** en relación con el año anterior (de **US\$ 10 842,07 millones** al T3 2019 a **US\$ 5 450,0 millones** al T3 2020, y la caída de **US\$ 804,78 millones** en el T3 en relación con el T2 del presente año (de **US\$ 1 393,4 millones** en T2 a **US\$ 588,62 millones** en T3), la ha relegado a un plano secundario. Esto se hace evidente en la siguiente tabla, de la cual se puede colegir que ha sido más la salida de capitales nacionales de inversión hacia los mercados internacionales, que la llegada de capitales de inversión extranjera hacia el territorio nacional. De hecho, la cuenta financiera permite observar una reducción en la financiación del déficit de la cuenta corriente en **US\$ 4 511,98 millones (44,6 %)** al pasar de **US\$ 10 105,98 millones** en los tres primeros trimestres de 2019 a **US\$ 5 594,9 millones** en igual periodo de este año¹⁵.

¹⁵ Al considerar la recuperación económica que se viene presentando con motivo de la reapertura de la actividad productiva y las mejores perspectivas externas, se debería esperar un repunte de la inversión extranjera en el último trimestre del año y, sobre todo, en el transcurso del año 2021 y subsiguientes, para que se volviera a consolidar como la principal fuente de financiación del déficit corriente del país.

Cuadro 2. Cuenta financiera de Colombia.

CUENTA FINANCIERA						
	2019 (p)			2020 (pr)		
	I	II	III	I	II	III
Cuenta Financiera	-3.336,17	-3.213,57	-3.556,24	-2.289,01	-2.124,67	-1.181,22
Inversión Extranjera Directa	3.390,16	4.148,42	3.303,49	3.467,99	1.393,40	588,62
Inversión de Cartera	666,85	919,31	270,93	-652,53	4.704,86	1.959,83
Prestamos y otros Créditos	-23,75	505,20	-92,97	1.480,27	688,64	740,45
Activos de Reserva	2.350,92	526,46	253,64	-171,18	2.589,80	205,46
Errores y Omisiones	249,64	-373,33	605,93	341,07	-471,53	593,12

Fuente: Banco de la República-Subgerencia de Estudios Económicos.

Por su parte, la inversión de portafolio o de cartera ha presentado un comportamiento atípico, pues en un año de pandemia como este no solo se mantuvo la salida neta de recursos que se observó en los tres primeros trimestres del año anterior, sino que la misma se incrementó en **US\$4 155,07 millones** en igual periodo del presente año, con mayor fuerza en el segundo trimestre del año. En efecto, mientras la inversión de cartera le representó al país activos financieros por valor de **US\$ 1 857,09 millones** al T3 2019, en los mismos trimestres del año la acumulación de estos se hizo por valor de **US\$ 6 012,16 millones** al T3 2020. Esta salida se fundamentó en incrementos en activos financieros por parte del sector privado, y en la reducción en la colocación de títulos de deuda en los mercados internacionales por parte de estos mismos agentes económicos.

En relación con los préstamos y otros créditos, se precisa manifestar que estos, prácticamente, se han constituido en los mayores financiadores del saldo deficitario de la cuenta corriente, pues en valores absolutos pasaron de **US\$ 388,47 millones** al T3 2019 a **US\$ 2 909,36 millones** al T3 2020, lo que representa un crecimiento del **86,6 %** de este tipo de financiación en el periodo de análisis. En este resultado, el principal protagonista ha sido el Gobierno que ha hecho desinversiones y adquisiciones de pasivos para la financiación de sus actividades.

Capítulo 5

Las cuentas fiscales ante un choque sin precedentes

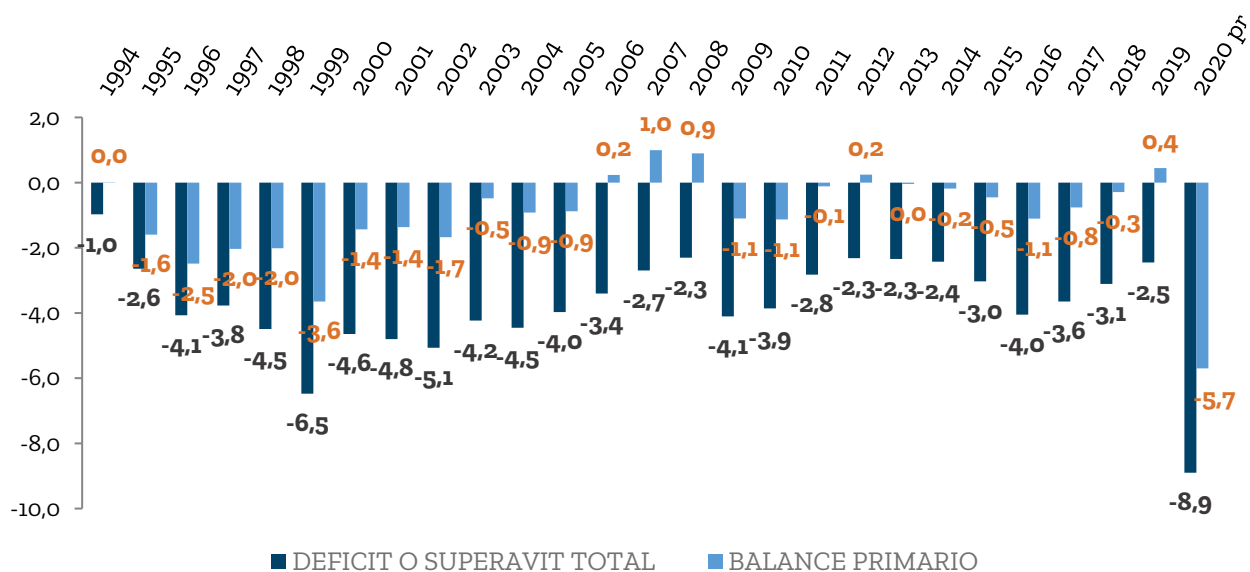
Álvaro Hurtado Rendón ¹⁶

El año 2020 ha sido un año extremadamente atípico, ya que no es normal que una crisis económica afecte la brecha del producto, conjugando elementos de oferta y de demanda. Sin embargo, la pandemia del Covid-19 mostró que a nivel mundial se pueden enfrentar ambas situaciones con sus consecuentes efectos sobre los componentes de la demanda agregada, pero aún más preocupante, con efectos sobre la oferta, es decir, sobre el PIB potencial.

El Gobierno Nacional tuvo que suspender la regla fiscal y utilizar las cláusulas de escape que le permitieran utilizar sus instrumentos de forma contra cíclica, con el fin de matizar la caída del PIB y evitar un aumento de la brecha negativa del producto para el año 2020 y los años siguientes. Con este objetivo se suspendió la regla fiscal durante los años 2020 y 2021 y, este hecho, obligó al gobierno a proyectar resultados fiscales no muy halagadores y, peor aún, a revisarlos constantemente. Es así, como en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) se esperaba un déficit del **8,2 %** del PIB (MHCP, 2020), sin embargo, las nuevas revisiones por parte del Gobierno a noviembre, del presente año, han llevado a considerar un nuevo escenario de déficit fiscal del Gobierno Nacional Central, siendo este del orden del **8,9 %** con respecto al PIB ([Ver gráfico 1](#)).

¹⁶ Profesor del departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. ahurtad1@eafit.edu.co.

Gráfico 1. Déficit/Superávit del Gobierno Nacional Central (% PIB)



Fuente: MHCP (2020). Cálculos propios.

Es claro que el déficit que enfrentamos es el mayor de las últimas décadas. El año 1999 ostentaba el déficit del GNC más elevado, siendo este del **6,5 %** del PIB y, de igual forma, el déficit primario más elevado también se encontraba en año 1999, siendo del **3,6 %** del PIB. A pesar de que en el año 2007 y 2008 enfrentamos una crisis internacional, se puede notar que se obtuvieron superávits primarios del orden del **1 %** y del **0,9 %**, respectivamente. Es importante notar que las cuentas fiscales se venían ajustando desde el año 2016, donde se obtuvo un déficit del **4%** del PIB, para luego pasar a déficits del orden del **3,6 %**, **3,1 %** y **2,5 %** del PIB en los años 2017, 2018 y 2019, respectivamente.

Por su parte, el año 2020 presenta una destorcida de grandes magnitudes, donde los gastos aprobados para la atención de la contingencia creada por el Covid-19 se han revisado constantemente. Es así como el Gobierno considero, inicialmente, un gasto de 2,5 % del PIB (MHCP, 2020), sin embargo, las constantes revisiones nos han llevado a nuevas cifras de gasto, este puede representar según el MHCP, alrededor de **\$40 billones**, aproximadamente un **4 %** del PIB (MHCP, 2020). Estos gastos están representados en **\$11 billones** para la atención de la emergencia sanitaria, que puede representar el **1,1 %** del PIB; la atención a la población vulnerable a través de los diferentes apoyos y subsidios autorizados, que pueden representar alrededor del **1,5 %** del PIB y toda la atención a la contingencia del empleo, que puede significar un rubro de aproximadamente el **1,3 %** del PIB (Ver cuadro 1). Así, con el objetivo de atender la emergencia sanitaria se aprobó la ley 2064 del 9 de diciembre de 2020, por medio de la cual se declaró de interés general la estrategia de inmunización, o la denominada "Ley de Vacunas", en días anteriores el Ministerio de Hacienda había autorizado un giro de **\$437 188 millones**, con

cargo al Fondo de Mitigación de Emergencias (FOME), para la adquisición inicial de **10 millones** de dosis de vacunas contra el coronavirus a un precio de **12 dólares** por dosis, explicando que el proceso de vacunación se iniciará el primer trimestre de 2021, y seguirá extendiéndose el resto del año. Se aclara que el MHCP, utilizando sus facultades legales, podrá realizar distribuciones en el presupuesto de ingresos y gastos sin cambiar su destinación.

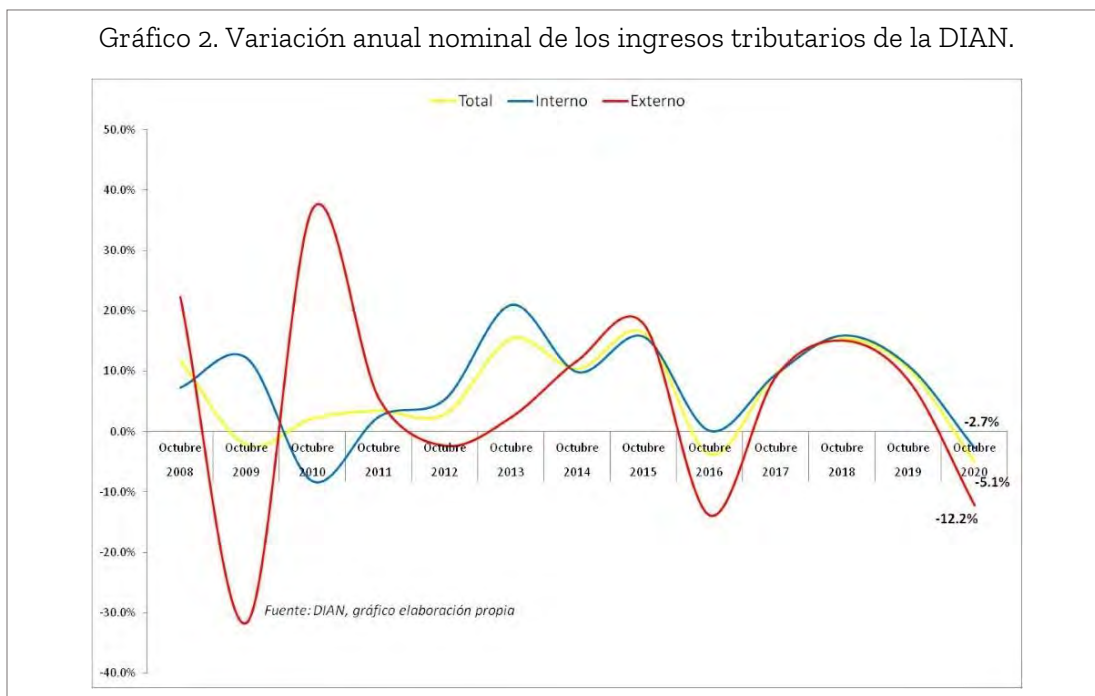
Cuadro 1. Gastos aprobados con corte a noviembre para atención de la contingencia.

Ejes de acción	Usos aprobados
1. Atención emergencia sanitaria	\$ 11.162
2. Atención a población en condición vulnerable	\$ 15.620
3. Protección del empleo y reactivación económica	\$ 13.807
Total	\$ 40.589

Fuente: MHCP (2020).

Por otro lado, los ingresos tributarios totales del Gobierno se han visto reducidos en un **5,1 %** nominal anual en octubre de 2020 con respecto al mismo periodo. Sin embargo, a pesar de la situación actual, los ingresos tributarios por renta -a octubre- muestran un crecimiento anual nominal del orden del **3,5 %**, que, si bien es cierto, muestran un crecimiento nominal anual inferior a octubre del año 2019 (del **6,7 %**), se destaca que son cifras positivas. Sin embargo, el efecto negativo sobre los ingresos tributarios del Gobierno derivados del pago de renta de los colombianos, será notorio en el año 2021. Los ingresos tributarios internos a octubre de 2020 han mostrado un decrecimiento en términos nominales anuales con respecto al mismo periodo del año anterior, del orden del **2,7 %** nominal anual. Por su parte, los externos para este mismo periodo, mostraron una reducción del **12,2 %** nominal anual (Ver [gráfico 2](#)). A octubre de 2020, para lo corrido del año, las variaciones nominales anuales a nivel total, interno y externo son del **-8,5 %**, **-8,1 %** y **-10,3 %**, respectivamente. De igual forma, la variación en los ingresos por renta, IVA y de impuesto a la gasolina y el ACPM, en términos nominales anuales, han sido del **-3,7 %**, del **-12,2 %** y del **-21,9 %**, respectivamente.

Gráfico 2. Variación anual nominal de los ingresos tributarios de la DIAN.



Este coctel nocivo de aumento en los gastos y de reducción en los ingresos, ha generado un déficit de grandes proporciones, como se mencionó anteriormente, y ha obligado a que el Gobierno tenga que acudir a la deuda como un mecanismo para cubrir sus necesidades de financiamiento. De esta forma, también la deuda ha tenido que ser revisada constantemente y, se espera, que el nivel de deuda bruta del año 2020 ascienda a una cifra del orden del **66 %** del PIB, mientras que la deuda neta se proyecta en un orden del **54,5 %** del PIB, hechos que no estaban en ninguna proyección.

Las anteriores cifras muestran la gran magnitud de la atención de la contingencia, ya que estamos pasando de una deuda bruta del **50,3 %** del PIB, y neta del **48,3 %** del PIB en 2019, a lo ya mencionado, que muestra aumentos del **15 %** del PIB en la deuda bruta, y del **6,2 %** del PIB en la neta en un solo año (Ver gráfico 3). Con este fin, el Gobierno utilizó, a finales de este año, un desembolso de la Línea de Crédito Flexible (LCF) que se encontraba aprobada desde el 2009, proveniente del Fondo Monetario Internacional, esta por un valor del **US\$ 5 400 millones**¹⁷, un valor aproximado del 2% del PIB, este préstamo se utilizara para responder a mayores necesidades de financiamiento para la atención de la contingencia y a consolidar una postura fuerte en términos de reservas internacionales, dado el panorama de incertidumbre global, que aun atravesamos.

¹⁷ Por un monto de DEG 3 750 millones. Este elemento es resultado del aumento aprobado en esta Línea de Crédito Flexible del 25 de septiembre de 2020, donde se aumento el cupo a US\$ 17 600 millones (DEG 12 267 mil millones).

Gráfico 3. Deuda del Gobierno Nacional Central (% del PIB).



Por otro lado, el presidente de la República sancionó la ley 2063 de noviembre 28 de 2020, referente al Presupuesto General de Nación (PGN), con una cifra de **\$313,9** billones. Este rubro asciende a **\$58,548** billones, representando un valor superior al **5 %** del PIB. De acuerdo con el Gobierno, del presupuesto, sin deuda, se dedicará así: **\$11,9** billones al transporte, **\$5,4** billones a vivienda, **\$47,4** billones a educación, **\$15,9** billones a inclusión social, **\$736** mm a deporte, **\$1092** mm a ambiente y **\$507** mm a cultura; para un total de **\$243,5** billones en 2021, mostrando un crecimiento nominal del **16 %** con respecto al año 2020 en el total de estos rubros (MHCP, 2020). Los gastos de endeudamiento aprobados representan **\$70,5** billones, es decir, aproximadamente un **7 %** del PIB, y muestran una variación nominal, con respecto a 2020, de un **32%**. Por otro lado, los gastos de funcionamiento ascienden a **\$184,9** billones, que muestran una variación nominal del **11 %**, con respecto a lo asignado en 2020. Sin embargo, no es claro el rubro de los recursos destinados al Acuerdo de Paz que, según cálculos de Fedesarrollo, pueden ascender a **\$9** billones por año.

Lo acontecido y lo proyectado para el año 2021 ha obligado al Gobierno a hacer explícita la necesidad prioritaria de una reforma tributaria, unida a una reforma pensional y a una laboral, con el objetivo de incidir en el PIB potencial, principal bono para lograr pagar la deuda. Es así, como el Gobierno ha esbozado que es necesario pagar la deuda y que tendremos una necesidad muy alta en ingresos tributarios según sus últimas revisiones, las cuales pueden ascender aproximadamente a un **3 %** del PIB, con el objetivo de hacer sostenibles las finanzas públicas. Según el Gobierno, en los primeros meses del 2021, se debe discutir la reforma dado que el alto nivel de gasto y la caída en los ingresos hacen mandatorio la reforma, es así, como se propone

que para el mes de febrero se tendrá el informe preliminar y a partir de allí se comenzaría la discusión y consolidación de la reforma.

Referencias bibliográficas

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) (2020). Recuperado el 7 de diciembre de 2020. Link: https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/Minhacienda/pages_minhacienda.
https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/SaladePrensa/pages_Presentaciones/presentaciones2020

Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) (2020). Recuperado el 6 de diciembre de 2020. Link: Estadísticas (dian.gov.co)

Presidencia de la Republica de Colombia (2020). Recuperado el 10 de diciembre de 2020. Link: <https://dapre.presidencia.gov.co/normativa/normativa/LEY%202064%20DEL%2009%20DE%20DICIEMBRE%20DE%202020.pdf>

Capítulo 6

Perspectivas de los Mercados Financieros y la banca para el 2021

Jaime Alberto Ospina Mejía¹⁸

Aunque los mercados financieros mundiales siguen recuperándose luego de la estrepitosa caída que se presentó entre marzo y abril del 2020, debido a la incertidumbre en la economía mundial por la pandemia del Covi-19, las perspectivas de crecimiento para el 2021 son alentadoras e irán de la mano con la normalización que puedan tener las economías. Lo anterior, en la medida en que los procesos de vacunación se masifiquen y sean efectivos en el control del virus.

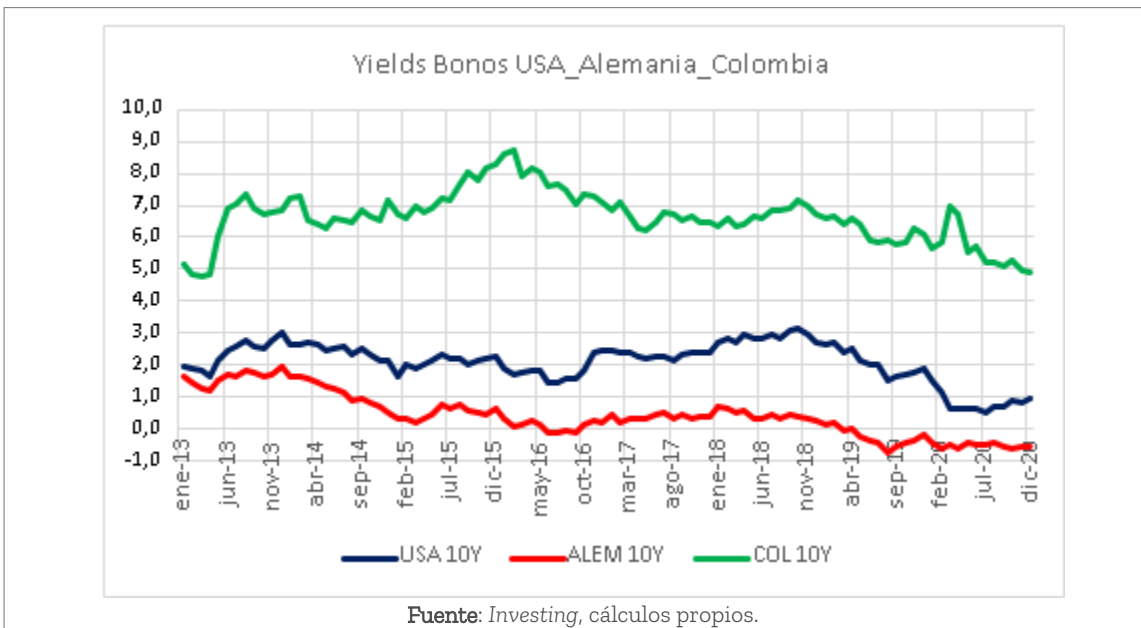
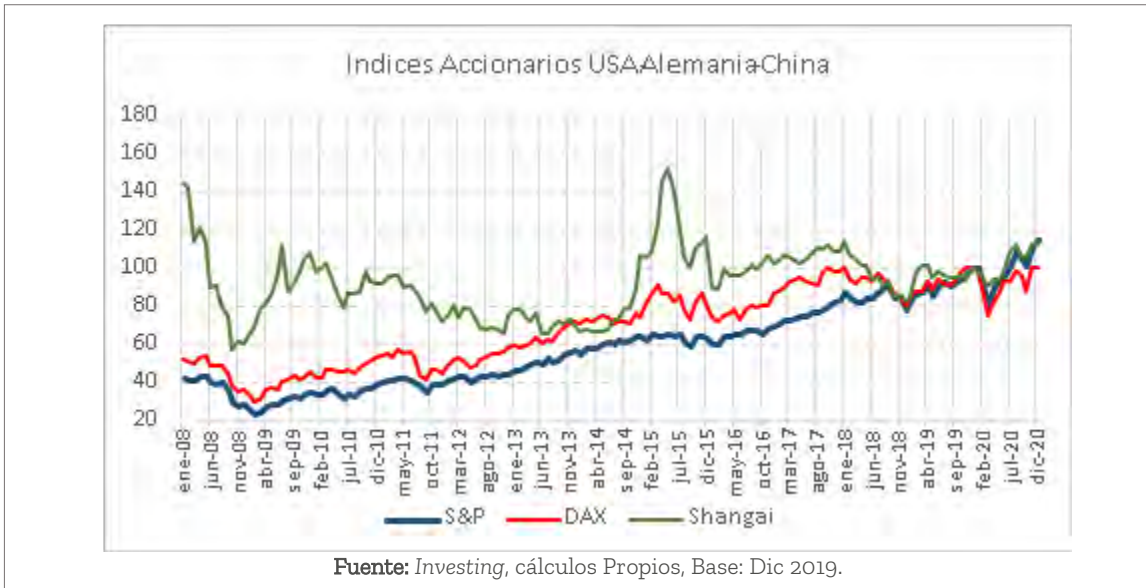
Sin embargo, no se esperan crecimientos en V, sino más bien aumentos lentos y sostenidos en los principales índices accionarios de las principales bolsas de América, Europa y Asia. Todo esto viene acompañado con menores niveles de volatilidad comparados a los que estábamos acostumbrados en este 2020.

En cuanto a los mercados de renta fija, se destacan los bajos niveles de rentabilidad de los bonos de riesgo soberano en los principales mercados mundiales, que alcanzaron puntos mínimos a mediados del 2020. En Alemania, por ejemplo, las tasas han sido negativas, y en Estados Unidos cercanas a cero. Esta situación se vio reforzada por el exceso de liquidez irrigado por los bancos centrales, donde el gran apetito por este tipo de activos de refugio en épocas de incertidumbre explica las rentabilidades negativas.

Se espera que para el 2021 esta situación no cambie mucho, en la medida que continúen las políticas expansivas de liquidez y la incertidumbre en la recuperación de la actividad económica. Sin embargo, una mayor confianza en la recuperación económica para el próximo año podría llevar a que los agentes invirtieran en activos de mayor riesgo, transitando a una tendencia alcista en las rentabilidades de los bonos soberanos.

¹⁸ Profesor del departamento de Finanzas y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. jospina3@eafit.edu.co

Gráfico 1. Índices accionarios y renta fija.



I. Perspectivas de crecimiento y calidad de la cartera en Colombia

La demanda de crédito venía creciendo de manera acelerada en los últimos años, jalonado, especialmente, por el crédito comercial y de consumo. Esto producto de un importante

crecimiento económico en el país. Sin embargo, durante este 2020, la crisis mundial sanitaria desaceleró esa dinámica, en especial el consumo de los hogares.

Como resultado del buen desempeño, durante estos años, la cartera vencida venía disminuyendo, incluso, durante la pandemia, apoyado en los periodos de gracia y otras medidas que buscan mitigar el deterioro prematuro de la cartera. Sin embargo, en los últimos periodos se observa un incremento de la cartera vencida, lo que estaría reflejando el comienzo del deterioro de la cartera luego del vencimiento de importantes periodos de gracia. Se espera que la cartera vencida siga creciendo y, de otro lado, que la tasa de crecimiento de la cartera bruta siga reduciéndose hasta niveles del **1 %**, en términos reales, para finales del 2020, y que para finales de 2021 presente una leve recuperación que podría alcanzar niveles de crecimiento del **3 %**.

De otro lado, la proporción de cartera vencida sobre cartera bruta, se estuvo deteriorando en años anteriores producto del decrecimiento de la cartera. Luego, en los años más recientes, comenzó a mejorar en la medida que se aceleró el crédito, en especial, el comercial y de consumo. Mientras tanto, el nivel de provisiones de cartera vencida venía aumentando de manera tendencial, siguiendo las normas recomendadas por Basilea de hacer provisiones contracíclicas, que tengan el efecto de amortiguar -con las reservas- las épocas de deterioro en la cartera. Sin embargo, para los últimos periodos, se observa un deterioro del índice de calidad de cartera y una disminución en el cubrimiento de esta, que indudablemente está en línea con el incremento que empieza a experimentar la cartera vencida y la disminución del crecimiento del crédito.

Se espera que para finales del año el índice de calidad de cartera continúe deteriorándose, alcanzando niveles del **10%** de cartera vencida sobre cartera bruta, y recuperándose levemente para el 2021 disminuyendo a niveles del **8 %**, en la medida que reduce el crecimiento de la cartera vencida y crece la cartera bruta.

Gráfico 2.

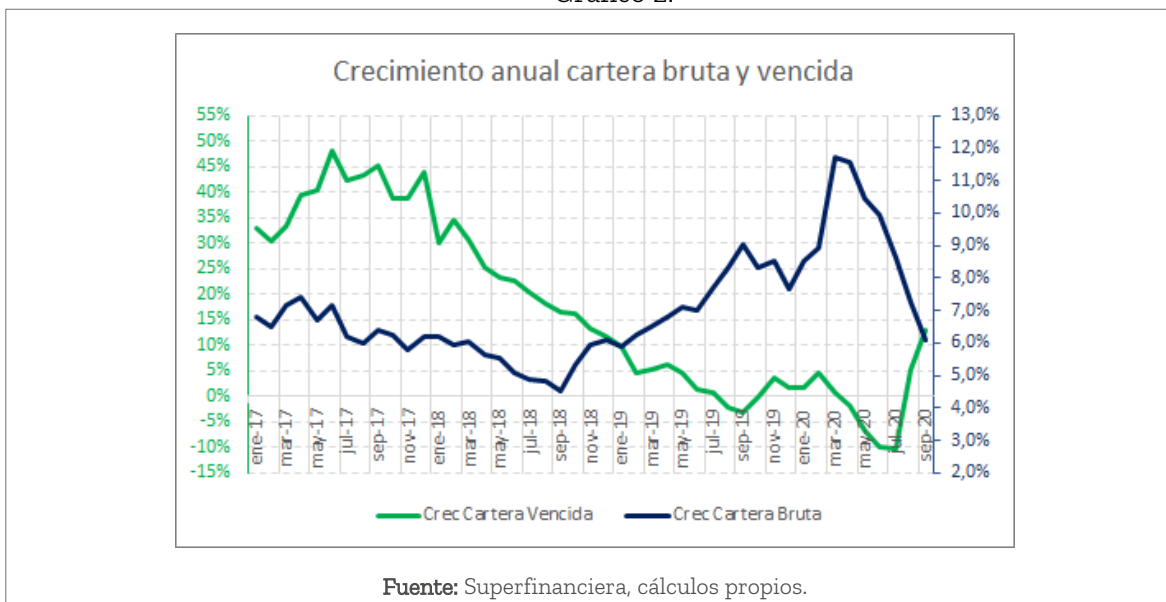
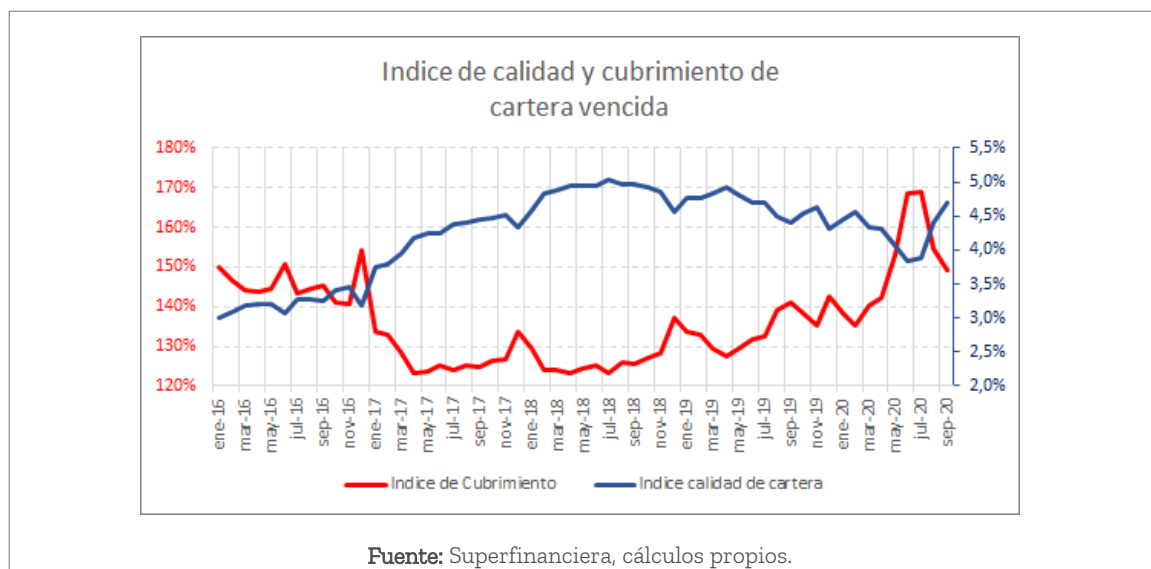


Gráfico 3.

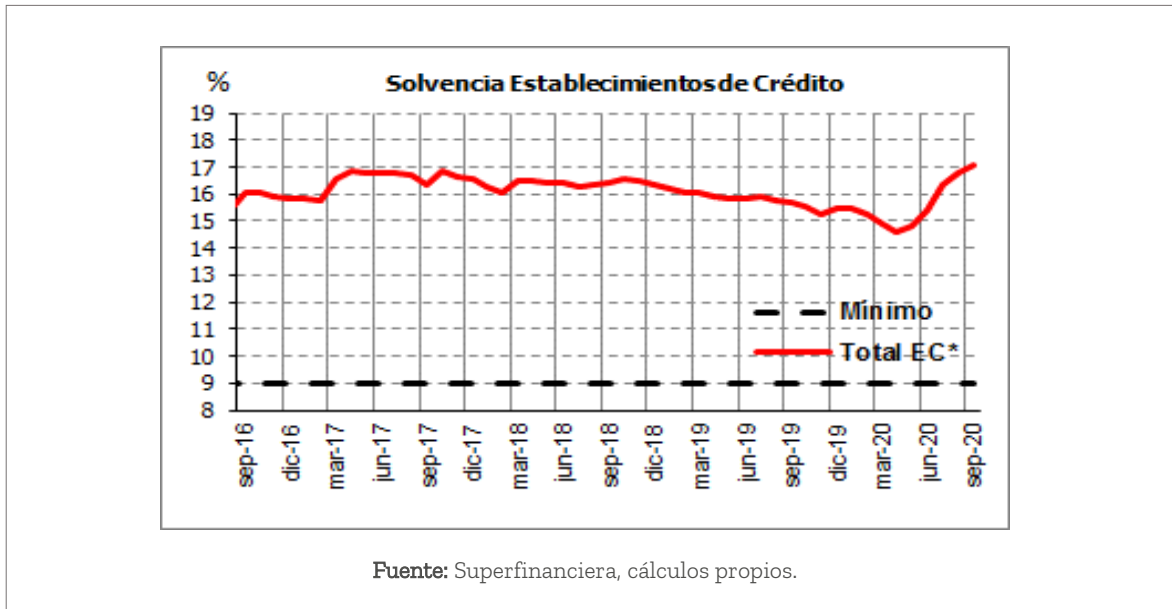


I. Perspectivas de solvencia y fortalecimiento patrimonial

El índice de solvencia de la banca en Colombia ha mantenido un margen amplio de 5 puntos porcentuales, en promedio, del mínimo que exigen los entes reguladores. Esto les permite a los bancos tener un nivel suficiente de capital para enfrentar la crisis mundial sanitaria, sin comprometer los niveles mínimos de solvencia que la banca debe tener para salvaguardar los recursos de los depositantes, y ejercer la actividad crediticia. Al mes de septiembre la solvencia de los bancos ha seguido mejorando, producto de la disminución que han tenido en el momento los activos ponderados por riesgo debido a los periodos de gracia y normas que flexibilizan el deterioro de la cartera.

Se espera que para finales del año la solvencia disminuya al **16 %**, producto de la menor rentabilidad patrimonial que tendrá el sector y de los mayores castigos de cartera. Para el 2021 se espera que este deterioro se acentúe más, pudiendo alcanzar niveles del **14 %**, lo que, sin embargo, en ningún momento compromete la solvencia del sistema, ya que los castigos en su gran mayoría estarán soportados por las provisiones cíclicas y contracíclicas que se vienen acumulando.

Gráfico 4.



II. Rentabilidad y márgenes de la Banca Perspectivas de rentabilidad de los activos financieros

Los niveles de rentabilidad de la banca, en los últimos años, han venido reduciéndose como consecuencia de los mayores niveles de capital que se han reservado y los menores márgenes financieros. Sin embargo, la rentabilidad que se venía recuperando gracias a la alta dinámica del crédito, en especial del consumo, se detuvo con la recesión que ha generado la pandemia en este año. La rentabilidad ha vuelto a caer a niveles de un dígito y podría ser aún más profunda mientras no haya una reactivación del crédito importante. En los últimos meses, las utilidades de la banca privada continúan disminuyendo casi en un **50 %** respecto al mismo periodo del 2019, profundizando aún más la caída en la rentabilidad patrimonial.

Se espera que para fin del año esta rentabilidad llegue a niveles del **6 %** y que para el próximo esta tendencia decreciente continúe de manera más suave, alcanzando niveles del **4,5 %** para finales del 2021.

En cuanto al diferencial de tasas de interés activas y pasivas en los EC, estas han tendido a disminuir en los últimos años, especialmente durante el primer cuatrimestre del 2020, producto de una caída en las tasas de colocación y una estabilidad en las tasas de captación. Sin embargo, luego de las medidas adicionales que se han tomado de liquidez por parte del BR, las tasas de captación se han reducido y las de colocación no lo hacen al mismo ritmo, debido a la mayor percepción del riesgo por parte de los EC. Esta tendencia se ha acentuado en los últimos meses, aunque con una leve estabilidad debido, en parte, a que el banco central no continuó reduciendo más las tasas de interés de intervención como parte de su política monetaria.

Se espera que, para el resto del año, no haya más reducciones de tasas y, por tanto, no exista grandes cambios en el diferencial, hoy en día en niveles del **6,5 %**. En la medida que el próximo año las tasas de intervención se mantengan estables o aumenten levemente, y que se dé así mismo una menor percepción del riesgo por parte de los EC para hacer los préstamos, podríamos esperar un diferencial de tasas que disminuya a niveles del 5% para finales del 2021.

Gráfico 5.

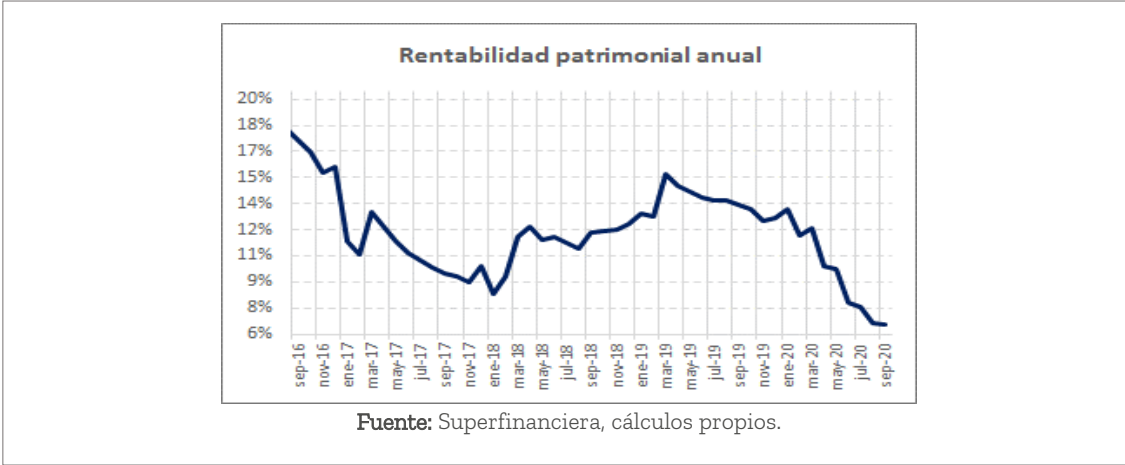
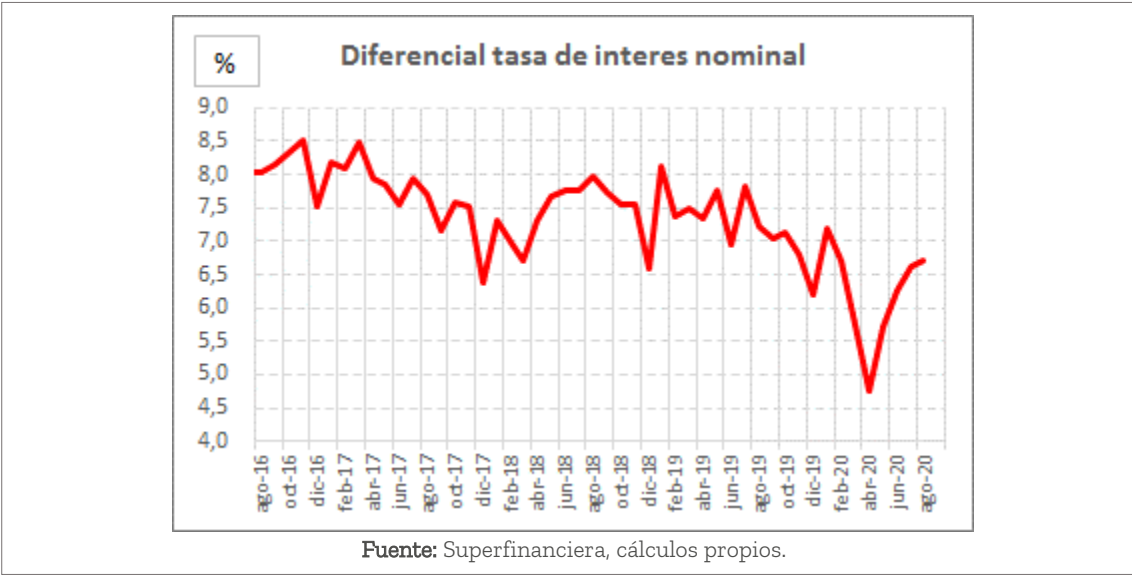


Gráfico 6.



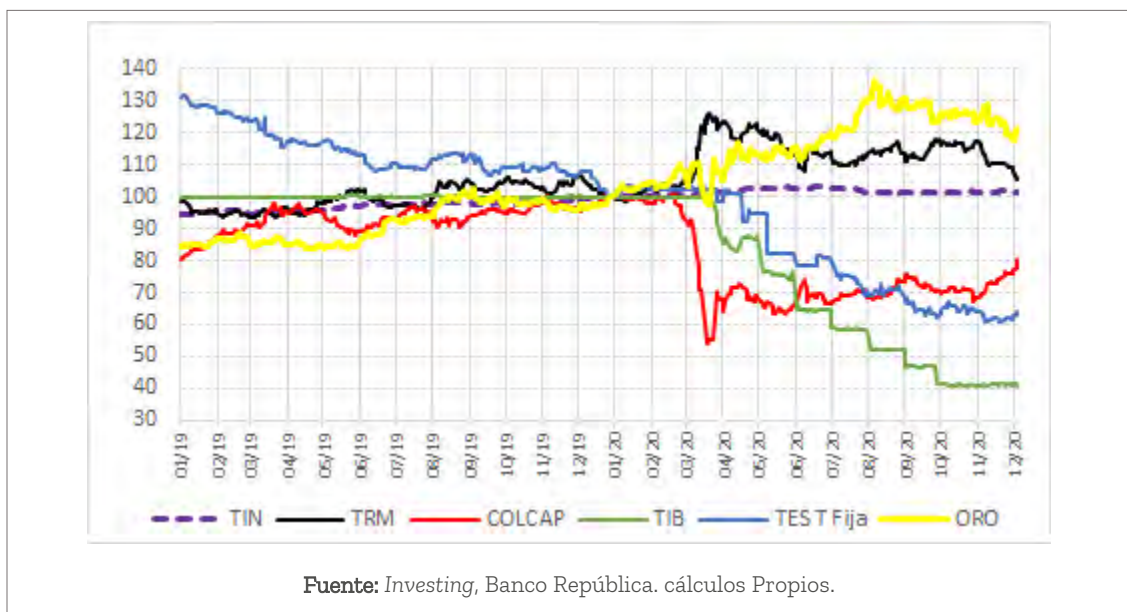
III. Perspectivas de rentabilidad de los activos financieros

Las rentabilidades son cíclicas y, por esto, es importante hacerle seguimiento a los macro activos, no con el ánimo de hacer recomendaciones de inversión, sino de entender el papel fundamental que estos han tenido en la rentabilidad de las inversiones de los portafolios. Colombia ha sido un país en el que ha existido una alta preferencia por la inversión en instrumentos de liquidez y renta fija, buscando encontrar básicamente flexibilidad para oportunidades de inversión en momentos de incertidumbre, y rentabilidades que se ajusten a niveles de riesgo conservadores.

Si analizamos el comportamiento en los últimos dos años de los principales activos de inversión a precios constantes del 2019, encontramos que el oro y el dólar han sido los que mayor crecimiento han tenido durante este periodo, con un nivel de volatilidad, por supuesto, significativo, cuando se incorpora el primer semestre del 2020. Generalmente, este tipo de activos son utilizados por los inversionistas como activos de refugio. En un tercer lugar, lo siguen los títulos inmobiliarios (Tin), producto de la Titularizadora colombiana, con un crecimiento mucho más moderado, pero aun presentando rendimientos positivos. A continuación, están los desempeños de los activos de renta fija, principalmente Títulos de deuda Publica (TES), instrumentos de Liquidez (Tasa interbancaria TIB como referencia) y finalmente el índice Colcap, de renta variable, que ha presentado una reacción en los últimos meses del año. Esto llevaría a pensar que la recuperación del mercado accionario puede tomar una forma de V para el 2021, la cual hasta el momento venía siendo más en forma de L. Esto, por supuesto, muy ligado a que mejoren las condiciones de incertidumbre que actualmente tienen la economía de la región, respecto al control de la pandemia, con una vacuna que comience a implementarse el próximo semestre de manera efectiva. Se espera, además, que, para fin del 2021, el índice Colcap se recupere y se acerque a los niveles que tenía en diciembre del 2019.

Finalmente, en los instrumentos de renta fija, en especial la rentabilidad de los bonos de deuda pública, se espera comiencen a mejorar en la medida que se invierta en activos de mayor riesgo, y se genere una mayor confianza en el crecimiento de largo plazo de la economía. Esto, igualmente, va de la mano de las tasas de interés que están en niveles mínimos, y muy seguramente continuarán así durante gran parte del año, pero probablemente en la medida que aumente la actividad económica podrán tener un leve incremento para finales del 2021, mejorando un poco la rentabilidad de los activos de corto plazo que están en niveles mínimos.

Gráfico 7. Principales macroactivos financieros.



IV. Consideraciones Finales

En resumen, podemos concluir que el 2020 pasará a ser un año sin precedentes, donde muchas de las tendencias que se presentan hasta el momento continuarán, en su mayoría, hasta el primer semestre del 2021. Veamos en la siguiente tabla cuáles son las proyecciones en el grupo de coyuntura económica de la Escuela de Economía y Finanzas EAFIT.

Tabla 1.

Proyecciones	Dic 2020	Dic 2021
Crecimiento real cartera bruta	1 %	3 %
Índice de calidad cartera	10 %	8 %
Índice de solvencia	16 %	14 %
Rentabilidad patrimonial	6 %	4,5 %
Diferencial nominal tasas de interés	6,5 %	5 %

Fuente: Cálculos Propios Grupo de Coyuntura Económica EAFIT

Capítulo 7

Perspectivas para el 2021 de la tasa de cambio, precio del petróleo y tasas de interés

Jaime Alberto Ospina Mejía¹⁹

Isaac Hurtado Rivera²⁰

I. Tasa de Cambio y Precio del Petróleo

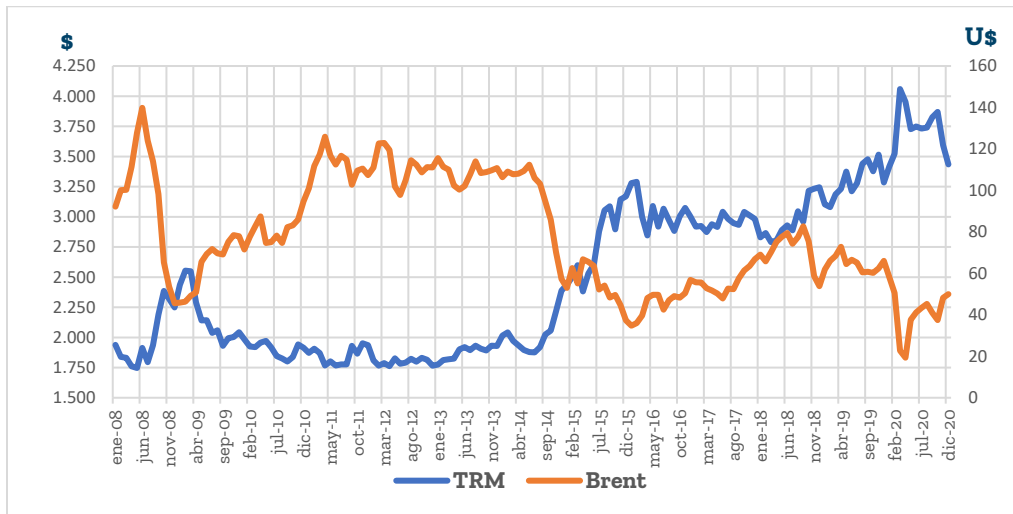
Las monedas de algunos países emergentes, como el peso colombiano, se caracterizan por su volatilidad, en gran parte explicada por la dependencia que tienen *commodities* como el petróleo, para Colombia, o el cobre, para Chile. Estas, además, están asociadas a elevadas percepciones de riesgo de tipo institucional o individual. Esto lleva a que, ante cualquier noticia positiva o negativa, los mercados reaccionen de manera asimétrica, primando el impacto del pesimismo que induce a reorientar los flujos de capitales de países con mayor riesgo a economías o “activos refugio” como el oro o los bonos emitidos por países desarrollados, aunque su rendimiento sea menor.

Durante marzo y abril del presente año, la expansión de la pandemia y, a su vez, de las cuarentenas a nivel mundial, se presentó un pánico generalizado en los inversionistas, a raíz de la incertidumbre sobre el futuro económico inmediato de los países y de las empresas, lo que llevó a una preferencia marcada por la liquidez y por los “activos refugio”, e hizo que las monedas de países emergentes sufrieran una gran devaluación. Además, desacuerdos dentro de la OPEP sobre la cuota de producción de crudo, sumados a la caída en la demanda de este *commodity*, provocaron la caída en el precio del petróleo, agravando la situación para este grupo de monedas, sobre todo para el peso colombiano, al ser su principal producto de exportación. Sin embargo, en los últimos meses, las medidas de política económica en el mundo, tanto monetarias como fiscales, la emisión de títulos de deuda pública y privada, y la recuperación del precio del petróleo, provocaron una recuperación de la moneda, que se ilustra en el [Grafico 1](#).

¹⁹ Profesor del departamento de Finanzas y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. jospina3@eafit.edu.co

²⁰ Magíster en Economía de la Universidad EAFIT, integrante del Grupo de Coyuntura. ihurtado@eafit.edu.co

Gráfico 1. Tasa Cambio vs Petróleo Brent.



Fuente: Banco de la Republica, cálculos propios.

En prospectiva, el anuncio reciente del comienzo de la aplicación de la vacuna contra el Covid-19, por parte de Pfizer y Moderna, generó una ola de optimismo en los mercados financieros, pues es sinónimo de que las economías, en un futuro cercano, podrán retomar su actividad económica sin restricciones, recuperar el nivel de riqueza que se tenía previo a la pandemia y continuar su senda de crecimiento. Por consiguiente, la demanda internacional de crudo aumentará al reactivarse todos los sectores económicos, por lo que el precio del petróleo tenderá a subir, apreciando divisas como el peso colombiano en el corto y mediano plazo.

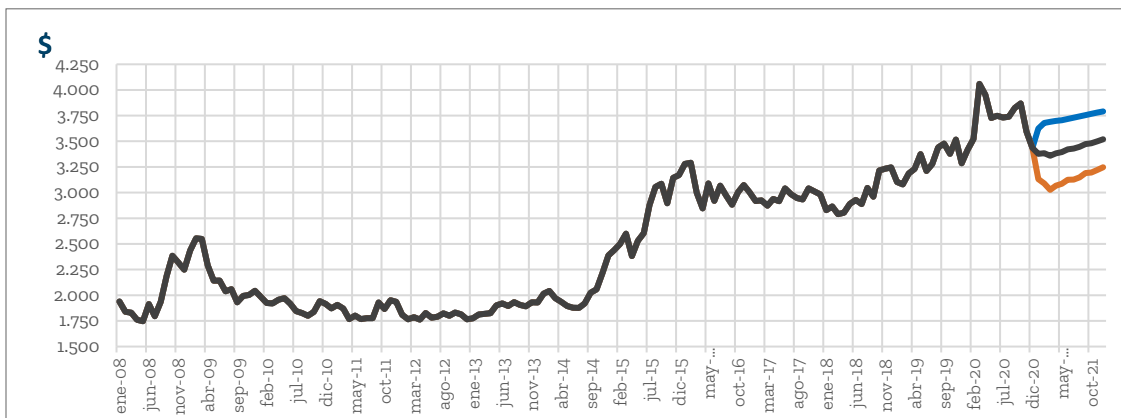
Así mismo, las decisiones futuras de política monetaria que tome la FED determinarán el precio del dólar, ya que es bien sabido que la inyección de liquidez en los años posteriores a la crisis de 2008, llevó a un debilitamiento del dólar a nivel mundial. En este momento la tasa de interés de referencia de la FED está entre **0% y 0,25 %**, y no hay perspectivas de que se hagan más movimientos hasta 2023, lo que significa un gran nivel de liquidez por un tiempo relativamente prologando, que puede ocasionar que continúe el debilitamiento del dólar a nivel mundial por otro tiempo.

Otro aspecto a tomar en cuenta, en el futuro cercano, es el nivel de endeudamiento del sector público que está alcanzando niveles superiores al **55 %** del PIB, gracias a los estímulos fiscales del Gobierno colombiano para enfrentar la pandemia. Esto significa que el riesgo de impago de las obligaciones del Estado está creciendo, en contraste con la tributación. Esta situación ya la están tomando en cuenta, tanto los inversionistas como las calificadoras de riesgo, como por ejemplo Moody`s, que cambió su perspectiva para el país -de estable a negativa- en meses pasados. En el caso hipotético de que el próximo año perdamos el grado de inversión, la salida de capitales afectaría de manera negativa al peso colombiano. Sería una lástima que esto ocurriera, pues, dadas las bajas tasas de interés de los bonos en el mundo desarrollado actualmente, tanto los títulos de deuda en países emergentes como las acciones se vuelven más apetecidos en busca de una mejor rentabilidad, por lo que habría grandes flujos de capitales hacia países como Colombia. Sin embargo, consideramos que este escenario de

degradación de la calificación es poco probable si la economía se recupera el próximo año y el precio del petróleo se mantiene en niveles del orden de **U\$50/pb**.

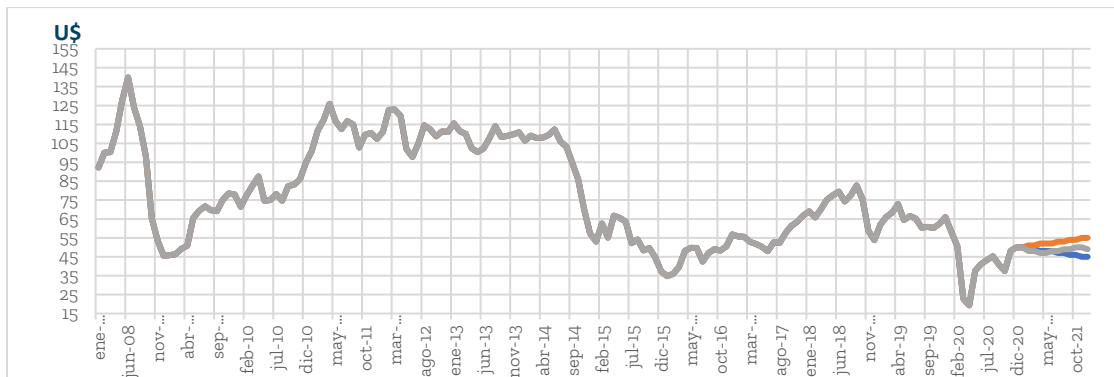
Así, entonces, esperamos una tasa de cambio para 2021 en promedio de \$3550 pesos colombianos por dólar (**Gráfico 2**) así como un precio de petróleo Brent de \$49 dólares por barril (**Gráfico 3**). Igualmente, consideramos escenarios alcistas y moderados para cada una de las variables, teniendo en cuenta posibles escenarios que se puedan presentar durante el próximo año, especialmente los que tienen que ver con el comportamiento de las economías por el efecto de la pandemia y su efecto sobre el precio del crudo, el debilitamiento del dólar como moneda en el mundo y el diferencial entre tasas de interés externas y locales como incentivo en el flujo de capitales.

Gráfico 2. Proyecciones Tasa de cambio para el peso colombiano/dólar.



Fuente: Banco de la Republica, cálculos propios.

Gráfico 3. Proyecciones Precio del Petróleo Brent.



Fuente: Investing, y EIA EEUU, cálculos propios.

II. Tasa de interés

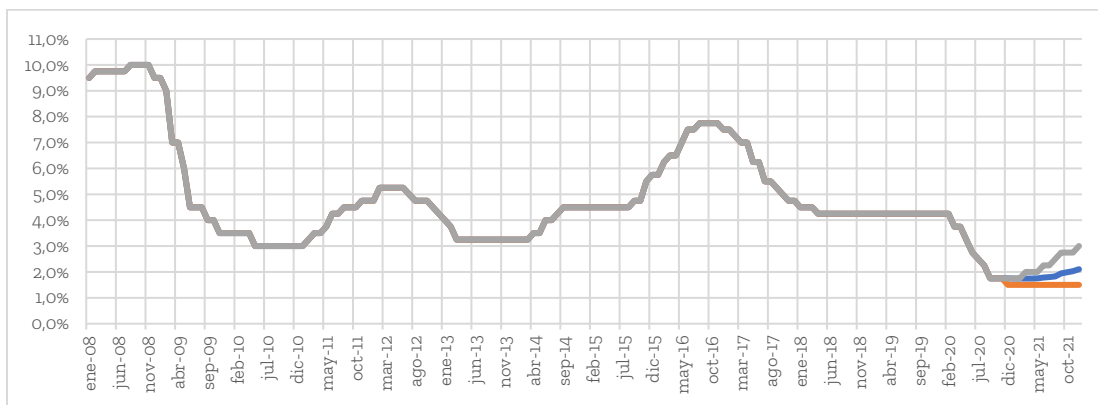
A raíz de la caída en la actividad económica mundial, y a la pérdida de empleo, tanto el consumo como la inversión cayeron un **18 %** y **30 %** respectivamente para el segundo trimestre del 2020. Ante ninguna señal de un posible desvío por encima del rango meta fijado por el Banco de la República para la inflación, pero teniendo en cuenta la brecha del producto presente en su función de reacción, el banco decidió bajar la tasa de interés de **4,25 %** en marzo progresivamente hasta llegar a una tasa de mínimos históricos de **1,75 %** en septiembre, con el objetivo de incentivar la economía, como el resto de bancos centrales alrededor del mundo.

Según el ministerio de salud, en el primer semestre de 2021, llegarán las primeras dosis de la vacuna contra el Covid-19. Con esto, las perspectivas de recuperación económica son alentadoras pues se espera una expansión de la demanda agregada, en especial, por parte del consumo de los hogares y del Gobierno, de cuyos efectos dependerá la recuperación del empleo, lo que terminará causando presiones inflacionarias. Además, el crecimiento esperado de la demanda de crudo a nivel mundial y, por tanto, el aumento del precio del petróleo puede también ser otro factor causante del crecimiento en el nivel de precios para el próximo año.

Aunque se presentó una depreciación de la tasa de cambio, sobre todo en el primer semestre del año 2020, llegando a superar los **\$4100** pesos, la debilidad en la demanda hizo que se apaciguara el efecto *pass-through*, excepto para el caso de los alimentos, lo que estuvo relacionado con su carácter de bienes de primera necesidad y con el pánico por un posible desabastecimiento. Con la esperada apreciación del peso colombiano con respecto al dólar para el 2021, no hay razones para creer que la inflación pueda crecer por este efecto, ni siquiera en los alimentos.

De otro lado, según Oceanic Niño Index (ONI), hay indicios para esperar que se presente el fenómeno de La Niña en el primer semestre del 2021, aunque de corta duración. Así pues, si bien se pueden tener presiones inflacionarias de diferente naturaleza, se espera que se mantenga la tasa de política monetaria la mayor parte del año, con la posibilidad de que suba a los niveles del **2 %** en el segundo semestre. Consideramos, igualmente, escenarios alcistas y bajistas en las tasas de intervención. (Gráfico 4)

Gráfico 4. Proyecciones Tasa intervención Banco de la Republica.

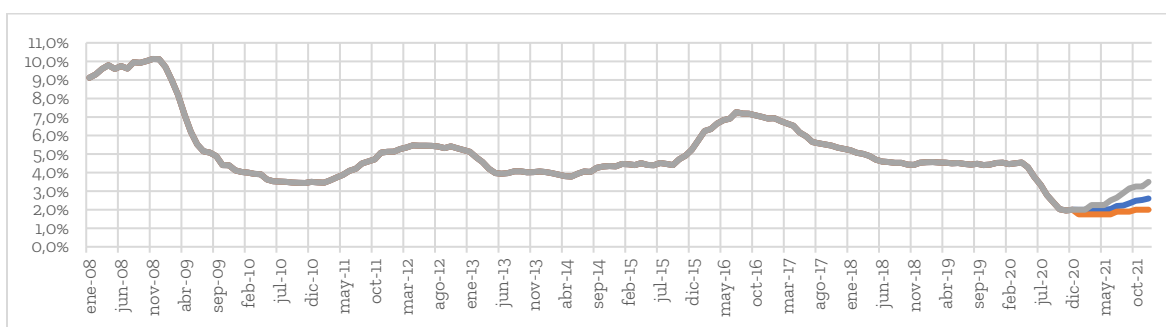


Fuente: Banco de la Republica, cálculos propios.

Finalmente, como es conocido en el medio, la tasa de referencia activa de muchos créditos, y pasiva para la renta fija en Colombia, es la DTF, la tasa de interés calculada bajo el método de promedio ponderado de las tasas de interés de captación de los CDTs a 90 días, con base en las captaciones semanales que hacen los EC del sistema financiero colombiano. A su vez, esta tasa guarda una correlación positiva muy estrecha con la tasa de intervención que fija el Banco de la República, a la cual nos referimos en el párrafo anterior. Sin embargo, la DTF no se refleja tan rápidamente en las tasas activas de los préstamos por diversos factores de riesgo, que hacen que los márgenes financieros no caigan en la misma proporción.

Con base en lo anterior, estimamos una tasa DTF en promedio de 2,6% para finales del 2021 con escenarios alcistas y bajistas condicionados a la política monetaria del próximo año y la demanda de crédito. (Gráfico 5)

Gráfico 5. Proyecciones Tasa de interés -DTF-.



III. Consideraciones Finales

En resumen, podemos concluir que el año 2021 pueden darse cambios importantes en la tasa de cambio, mientras que, para variables como el precio del petróleo y las tasas de interés, no se esperan cambios muy significativos. Todo ello dependerá, especialmente, del comportamiento de las economías por el efecto de la pandemia, y su efecto sobre el precio del crudo, el debilitamiento del dólar como moneda en el mundo y el diferencial entre tasas de interés externas y locales como incentivo en el flujo de capitales.

Veamos en la siguiente tabla cuáles son las proyecciones por escenarios del grupo de Coyuntura Económica de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT.

Tabla 1.

Escenarios	2021		
	Bajista	Moderado	Alcista
Tasa de cambio	\$3.250	\$3.550	\$3.750
Precio del petróleo	U\$45	\$49	U\$55
Tasa de intervención BR	1,5 %	2,1 %	3,0 %
Tasa de interés DTF	2,0 %	2,6 %	3,5 %

Fuente: Cálculos Propios Grupo de Coyuntura Económica EAFIT.



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

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