

PROYECCIONES  
**Económicas**  
ABRIL - JUNIO DE 2021

ISSN 2745-0902



DE LA REFORMA QUE NO FUE A LAS  
NECESIDADES QUE HAY QUE CUBRIR



PROYECCIONES ECONÓMICAS  
DE ANIF



PROYECCIONES DEL MUNDO  
Y LA REGIÓN

# CONTENIDO



## EDITORIAL..... 3



## 1. DE LA REFORMA QUE NO FUE A LAS NECESIDADES QUE HAY QUE CUBRIR..... 4



## 2. PROYECCIONES ECONÓMICAS DE ANIF

- Crecimiento del PIB  
en el 2020 ..... 8
- Mercado laboral..... 16
- Situación monetaria y financiera..... 22
- Análisis de la inflación  
Primer trimestre 2021..... 27
- Análisis de la situación fiscal:  
resultados 2020 y perspectivas..... 31
- Resultados de la cuenta corriente  
al cuarto trimestre de 2020..... 36
- Resultados de la cuenta de capitales  
al cuarto trimestre de 2020..... 40
- Tasa de cambio..... 43
- Proyecciones económicas  
de ANIF para Colombia ..... 47



## 3. PROYECCIONES DEL MUNDO Y LA REGIÓN..... 48

- Producto Interno Bruto
- Cuenta Corriente
- Inflación
- Tasa de desempleo

Es una publicación de  
ANIF-Centro de Estudios Económicos

### Presidente de ANIF

Mauricio Santa María S.

### Vicepresidente de ANIF

Carlos Felipe Prada L.

### Investigador Jefe de ANIF

Anwar Rodríguez C.

### Investigadores

Juan Sebastián Burgos V.

Camila Ciurlo A.

Daniela Escobar L.

José Antonio Hernández R.

Laura Llano C.

Norberto Rojas D.

Erika Schutt P.

Martha Lucía Silva B.

Camilo Solano C.

### Pasante de Investigación

Samuel Malkun M.

### Diseño y producción electrónica:

Tatiana Herrera F.

PBX: 744 67 00

Línea gratuita: 01 8000119907

Fax: 217 0760 - 312 4550

Dirección: calle 70A No. 7-86

Correo electrónico: [anif@anif.com.co](mailto:anif@anif.com.co)

Página web: [www.anif.com.co](http://www.anif.com.co)

Esta publicación tiene carácter  
confidencial y exclusivo.

Se prohíbe su reproducción con fines  
de publicación o divulgación a terceros.

Este documento se finalizó el  
14 de mayo de 2021.

# EDITORIAL

---

Una nueva versión de Panorama nos convoca, esta vez damos a conocer los resultados y perspectivas del país y de nuestros principales socios comerciales al cierre del 2020. La crisis que desembocó la contención del virus SARS-CoV-2 no ha tenido precedente en Colombia y el mundo. Con las cifras del cuarto trimestre tenemos la imagen completa de lo que ha significado para la economía contener la pandemia.

Las consecuencias de ese esfuerzo ya empiezan a sentirse. Las cifras de pobreza monetaria, publicadas recientemente por el DANE, son alarmantes, más del 42% de la población en el país es pobre. La deuda que hemos adquirido para adecuar los sistemas de salud, sostener el empleo formal y asegurar una transferencia a los hogares más vulnerables, se ha traducido en un déficit que será cercano al 9% del PIB en 2021. Ante ese escenario y una economía a la que todavía no se le deja andar sin restricciones, una reforma fiscal es absolutamente necesaria.

Por esa razón, abrimos este número de Panorama con un análisis de lo que dejó el proyecto de Ley fallido de Solidaridad Sostenible (PLSS) y damos a conocer las propuestas de ANIF para una reforma más modesta que logre, al menos, recaudar 1.3% del PIB y que nos permita cierta estabilidad temporal de las finanzas públicas. No sin antes mencionar que es decepcionante que no se haya podido ni siquiera discutir el PLSS, un proyecto que, a todas luces, avanzaba en la solución de fallas estructurales de nuestro sistema de recaudo.

Como es habitual, continuamos con un análisis de las proyecciones de crecimiento económico de ANIF, en esta ocasión para 2021 y 2022, con énfasis en las principales variables de la economía doméstica y el sector externo.

# DE LA REFORMA QUE NO FUE A LAS NECESIDADES QUE HAY QUE CUBRIR

---

No hay duda de que el tema que acaparó todas las discusiones en los últimos meses es el de la reforma fiscal. Ante el escenario en el que se encuentra el país, de un déficit que rodea el 9% del PIB (deuda de 65%), de unas cifras de pobreza alarmantes (42.5% de la población) y de una economía que lucha por reactivarse después de la profunda crisis fruto de la pandemia, la reforma era y es absolutamente necesaria. Por eso, desde ANIF recibimos con sorpresa y tristeza la noticia del retiro del Proyecto de Ley de Solidaridad Sostenible (PLSS) que se dio el pasado 3 de mayo. El PLSS daba pasos importantes en la solución de problemas estructurales con los que carga el sistema tributario. También, sentaba las bases para generar los recursos necesarios que pudieran mitigar los efectos negativos de la pandemia en el empleo, la pobreza y la desigualdad, así como en procurar la sostenibilidad fiscal y la estabilidad macroeconómica del país. Solo por poner un par de ejemplos, contemplaba la ampliación de la base de contribuyentes de renta, proponía un esquema para gravar las mesadas pensionales superiores a los \$7 millones de pesos y así empezar a corregir la mala focalización de los subsidios pensionales del Régimen de Prima Media y, además, contenía un importante factor de redistribución

basado en la permanencia de programas sociales creados durante la pandemia. Se merecía, al menos, una discusión seria y pausada en el Congreso.

La discusión no tuvo ni siquiera oportunidad de darse y así fue fácil para los políticos de todas las vertientes convencer a la ciudadanía de que esta reforma iba en contra de su bienestar. No podemos dejar de señalar que es extraño que los que se decían defensores de las personas más vulnerables fueron, justamente, los primeros y más vocales opositores de la reforma que pretendía, precisamente, instaurar programas de alivio contra la pobreza. La situación económica, social y fiscal del país requería una reforma a la altura de las circunstancias y las consecuencias de no haberla tramitado las tendremos que asumir más pronto que tarde.

Pero hay que pasar página y por eso nos concentramos en las nuevas discusiones que ya se adelantan para llegar a un acuerdo de reforma más modesta que, por ahora, logre el recaudo adicional suficiente para manejar el estado de las finanzas públicas en el corto plazo. En ANIF nos dimos a la tarea de construir una nueva propuesta de reforma fiscal que genere consen-

so y que pueda ser aprobada por el legislativo. En ese orden, tomamos elementos de la primera propuesta presentada en los Informes Semanales No. 1521 al No. 1523 que consideramos válidos y planteamos nuevas recomendaciones sobre los impuestos de renta e IVA. Con este nuevo esquema de reforma planteamos un recaudo estimado de cerca de \$13.8 billones de pesos, es decir cerca de 1.4% del PIB.

## Impuesto de renta

La nueva propuesta que se plantea desde ANIF para el impuesto de renta mantiene tanto el umbral bajo el cual las personas empiezan a declarar y pagar, así como la estructura marginal con la que cuenta en la actualidad. En otras palabras, no se amplía la base de personas sujetas al pago.

Se propone, en cambio, la aplicación de una sobretasa sobre el impuesto a cargo y un límite más estricto para la renta exenta. Sobre el primer punto, se recomienda establecer una sobretasa del 15% sobre el valor a cargo que debe pagar cada persona. Sobre el segundo aspecto, proponemos limitar el valor de la renta exenta de las personas de más altos ingresos. En particular, limitar las deducciones al 25% para los declarantes de ingresos anuales iguales o superiores a \$100 millones (cerca de \$8.3 millones al mes). Esa modificación significaría un recaudo adicional de más de \$6.5 billones anuales (cifra que se aproxima a 0.6% del PIB). Bajo esta propuesta, más del 94% del recaudo por concepto del impuesto de renta de personas naturales vendría de las personas que pertenecen a los hogares de más altos ingresos. Es importante aclarar que la sobretasa sólo puede ser temporal y en ninguna circunstancia puede tener una vigencia mayor a un año.

## Pensiones

Cómo hemos mencionado en varias ocasiones, los subsidios a las pensiones se concentran en los deciles más altos de la distribución del ingreso, eso lo hace altamente regresivo y uno de los mayores causantes de inequidad en el país. Por lo tanto, gravar a las pensiones altas constituye un primer paso hacia una reforma pensional que permita tener un sistema coherente de protección a la vejez. A la vez, permite hacer una redirección del subsidio pensional para financiar programas sociales.

En ese sentido, la propuesta que realizamos desde ANIF es la implementación de una tarifa plana de 10% a las pensiones con una mesada mayor a \$6 millones, es decir al 10% de los pensionados de más altos ingresos. De esta forma se generaría un nuevo recaudo de \$428 mil millones de pesos (0.04% del PIB) provenientes del pago del impuesto de alrededor de 43 mil personas.

## Dividendos

La estructura del impuesto a los dividendos hace ineficiente su pago. En ese sentido, la propuesta de ANIF se enfoca en la simplificación de la estructura del pago impuesto para personas naturales o jurídicas con residencia fiscal en Colombia. Partiendo de eso, la propuesta aborda tres puntos fundamentales. Primero, la tarifa marginal vigente se incrementaría en 2.5pp para los dividendos en el caso en que el accionista sea una persona natural. Segundo, en el caso de que los ingresos por dividendos, de una persona natural, superen el 75% del total de los ingresos, proponemos aplicar la estructura de tasas marginales de impuesto de renta

de personas naturales, que se presentó unas líneas antes en otro apartado. Por último, el tercer punto, está orientado a las personas jurídicas y contempla mantener el impuesto que se paga por concepto de dividendos cuando el accionista es una persona jurídica (tarifa de 7.5%), a título de retención en la fuente sobre la renta. Este aplicaría únicamente para la sociedad que reciba los dividendos por primera vez. En este caso, la nueva estructura del impuesto tendría el potencial de generar cerca de \$500 mil millones (0.05% del PIB) de recaudo adicional año a año.

## Patrimonio

Hoy, la estructura del impuesto al patrimonio es poco efectiva, se cobra una tarifa plana de 1% para los patrimonios superiores a \$5.000 millones de patrimonio líquido, lo que crea incentivos para evadir o eludir el pago. Dado lo anterior, nuestra propuesta plantea una estructura de gradientes que imponga tarifas marginales para los distintos tramos, a partir de un umbral de patrimonios líquidos superiores a los \$1.500 millones. En ese esquema los patrimonios entre \$1.500 y \$2.000 millones se grabarían con una tarifa marginal de 0.75%. Seguido por unas tarifas de 1% para patrimonios de \$2.000 a \$2.500 millones y de 1.25% para el tramo de los \$2.500 a los \$4.000 millones. Finalmente, se propone una tarifa de 1.5% para los patrimonios líquidos que excedan los \$4.000 millones.

Bajo el sistema que proponemos, se ampliaría la base de contribuyentes de unos 7 mil a cerca de 30 mil individuos. De esa forma, el recaudo adicional por este concepto sería cercano a los \$343 mil mi-

llones (0.03% del PIB). Es importante aclarar que la propuesta sobre el nuevo impuesto marginal al patrimonio sería de carácter temporal, con una vigencia inicial de cuatro años. Tiempo en el que se deberá sufragar gran parte de la deuda adquirida por los costos asociados a la pandemia por el SARS-CoV-2.

## Personas jurídicas

En el frente de las personas jurídicas, nuestra propuesta toca tres puntos fundamentales. En primer lugar, se propone retrasar la disminución en la tarifa del impuesto de renta corporativa, dejándola en 32% durante el 2021 y el 2022. Lo anterior significa un recaudo adicional de cerca de \$1.5 billones (aproximadamente 0.14% del PIB) frente a lo hoy estipulado en el estatuto tributario.

Como segundo punto, proponemos la eliminación del descuento del pago del ICA sobre el impuesto de renta a cargo y la revisión del que se hace por el pago del IVA por la compra, construcción, importación de activos fijos. Ambos descuentos resultan ser sumamente distorsionantes. De acuerdo con información recibida de la DIAN, el valor total del descuento por el pago del ICA sobre el impuesto de renta de personas jurídicas tuvo un valor de más de \$1.6 billones de pesos en el 2019. Es decir, con su eliminación se podría obtener un recaudo adicional de cerca de 0.16% del PIB. Por su parte, el valor del descuento por el pago del IVA asociado activos fijos reales productivos fue de más de \$1.5 billones en ese mismo año. Proponemos que se mantenga el descuento, pero que no se haga sobre la renta sino sobre el pago del IVA.

El tercer punto, similar al segundo, gira en torno a la eliminación de exenciones y beneficios sectoriales. El sistema tributario debe funcionar con un terreno nivelado para todos los sectores y las exenciones sectoriales van en contra de ese principio. Lo anterior podría traer un recaudo adicional de \$500 mil millones anuales (valor cercano a 0.05% del PIB).

## IVA

Para el IVA, descartamos la posibilidad de ampliar la base de bienes y servicios que tendrían que pagar el impuesto, así como la eliminación de la tarifa reducida. Pero sí proponemos y nos sostenemos en la eliminación de la categoría de bienes exentos. En particular, se recomienda que los bienes y servicios que hoy están exentos del pago de IVA (14 subclases que representan más de 10% del consumo) queden en la categoría de excluidos. Con lo anterior, esas subclases siguen con una tarifa efectiva de 0%, pero sin generar la devolución en el último eslabón de la cadena. Con ese cambio, se lograría un recaudo adi-

cional de cerca de \$2.5 billones anuales (es decir 0.25% del PIB).

## Recaudo estimado

Desde ANIF construimos una nueva propuesta de reforma, cuyo objetivo es obtener los recursos suficientes para mantener la estabilidad macroeconómica y fiscal, por lo menos en 2021 y 2022. Las propuestas de reforma antes mencionada lograrían recaudar cerca de \$13.8 billones de pesos, es decir cerca de 1.4% del PIB.

Pese a que una reforma estructural ha quedado, una vez más, derrotada antes de poder dar la pelea, la deuda que tenemos con un sistema que recaude mejor, que haga más equitativa la distribución del ingreso y ayude a cerrar las brechas de pobreza y desigualdad, seguirá persiguiéndonos. En un año y medio volveremos a recorrer este mismo camino, estaremos discutiendo una nueva reforma, una que, no tenemos dudas, será más severa.

### Recaudo adicional de la nueva propuesta de reforma fiscal

|                    | Impuesto                  | Recaudo adicional<br>(% del PIB) |
|--------------------|---------------------------|----------------------------------|
| Personas Naturales | Impuesto de renta         | 0.65                             |
|                    | Impuesto a las pensiones  | 0.04                             |
|                    | Impuesto a los dividendos | 0.05                             |
|                    | Impuesto al patrimonio    | 0.03                             |
| Personas Jurídicas | Impuesto de renta         | 0.36                             |
| IVA                |                           | 0.25                             |
| <b>Total</b>       |                           | <b>1.38</b>                      |

Fuente: elaboración ANIF.

# CRECIMIENTO DEL PIB EN EL 2020

---

## El 2020 se fue entre crisis y esfuerzos de recuperación

Tal y como proyectamos en nuestra publicación anterior de *Panorama ANIF*, la contracción del PIB estuvo en el orden de 6.8% para todo el 2020, lejos de quienes estimaban valores incluso cercanos a -10%. Con los datos a cierre de 2020, publicados por el DANE el pasado 15 de febrero, tenemos la imagen completa del choque del SARS-CoV-2 sobre la economía colombiana. Confirmamos que la crisis que atravesó el país fue la más profunda de la historia y que sus consecuencias se sentirán por un largo tiempo. Dicho lo anterior, no podemos evitar hacer referencia a las sorpresas que trajeron los datos con corte al cuarto trimestre del año pasado. En particular, la caída del PIB fue menor a lo esperado por la mayoría de los analistas, públicos y privados.

Con lo anterior en mente, en esta sección analizaremos en detalle los resultados más recientes de actividad económica, PIB, ISE y los indicadores líderes. De

igual manera, presentaremos nuestras proyecciones de crecimiento actualizadas para el año en curso y para el 2022. Analizaremos los riesgos a la baja que estos pronósticos pueden enfrentar a lo largo del año, así como también los factores que podrían incidir positivamente en su desempeño.

## Análisis del Indicador de Seguimiento de la Economía ISE

El Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) nos permite hacer un análisis del comportamiento del aparato productivo del país mes a mes. De esa manera, podemos saber cuál fue la dinámica en la economía en el cierre del 2020 y en los primeros meses del año y entender qué efectos tuvo sobre la recuperación las restricciones y cierres impuestos en los principales centros urbanos.



### Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) por actividad

| Actividad económica                            | Serie Original<br>(Variación % anual) |            |             |              |              |              |             |              |             |             |             |             |             |             |
|------------------------------------------------|---------------------------------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                                | 2020                                  |            |             |              |              |              |             |              |             |             |             |             | 2021        |             |
|                                                | Ene                                   | Feb        | Mar         | Abr          | May          | Jun          | Jul         | Ago          | Sep         | Oct         | Nov         | Dic         | Ene         | Feb         |
| <b>Primarias</b><br>Agricultura Minería        | 1.7                                   | 6.5        | -2.3        | -11.3        | -11.7        | -8.0         | -6.2        | -8.5         | -6.6        | -8.2        | -9.2        | -4.0        | -7.8        | -8.5        |
| <b>Secundarias</b><br>Industria y Construcción | -0.8                                  | -1.10      | -14.9       | -50.9        | -28.2        | -11.0        | -14.9       | -15.6        | -11.8       | -9.6        | -10.4       | -10.6       | -9.8        | -7.3        |
| <b>Terciarias</b><br>Resto de sectores         | 5.1                                   | 5.8        | -4.2        | -15.9        | -13.3        | -10.1        | -8.4        | -8.8         | -4.5        | -3.0        | -1.2        | -0.1        | -2.4        | -1.6        |
| <b>ISE</b>                                     | <b>3.5</b>                            | <b>4.5</b> | <b>-6.0</b> | <b>-21.7</b> | <b>-16.0</b> | <b>-10.3</b> | <b>-9.5</b> | <b>-10.1</b> | <b>-6.2</b> | <b>-4.9</b> | <b>-3.8</b> | <b>-2.5</b> | <b>-4.3</b> | <b>-3.5</b> |

Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

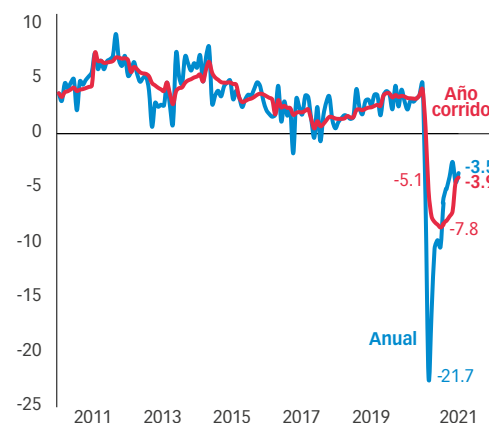
Para febrero de 2021, el ISE registró una variación anual de -3.5%, frente a la expansión de 4.5% vista en el mismo mes del año anterior, mientras que en la senda de año corrido la caída fue de 3.9%. Lo anterior muestra que, después de los malos resultados de enero, la economía retornó, una vez más, a la senda de recuperación. En efecto, en la serie corregida por efectos estacionales y de calendario, significan una expansión de 2.5% frente a lo registrado en enero, valor relativamente positivo frente a la contracción intermensual de 1.1% en ese primer mes del año.

El peor desempeño se registró en la rama de actividades primarias (agricultura y minería), con una variación anual de -8.5% y de -8.2% en el año corrido. El resultado respondió a malos desempeños tanto en el componente de agricultura, como en el de explotación de minas y canteras. No obstante, las actividades primarias fueron las de mayor corrección frente a enero, con una expansión intermensual de 2.3%. La siguiente rama en desempeño es la de actividades secundarias (industria y construcción), que reportó una variación anual de -7.3% y de -8.5% en la senda de año corrido. Su resultado se explica principalmen-

te por el mal comportamiento en el sector de la construcción y un bajo dinamismo de la industria.

La rama de mejor desempeño fue la terciaria, que comprende las actividades de comercio y del sector de los servicios, con una variación de -1.6% anual y de -2% en el año corrido. Esos números implican una corrección de 2.1% frente a lo registrado en enero, siendo la segunda más alta de las tres ramas.

**Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE)**  
(Variación %, a febrero de 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Actividades Terciarias  
(Variación anual a febrero, %)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Dentro de esta rama, el grupo de actividades de peor desempeño fue el de comercio al por mayor y por menor, transporte y almacenamiento y alojamiento y servicios de comida, cuya contracción fue de 8.7% (vs. 10.4% un año atrás), seguido por el suministro de servicios públicos (-4.3% vs. 6.7%). Por su parte, los crecimientos anuales más altos se dieron en el grupo de servicios sociales y entretenimiento (3.4% vs. 4%), las actividades inmobiliarias (2% vs. 2.5%) y en las actividades financieras y de seguros (0.8% vs. 4.9%).

Con todo lo anterior, vemos que los resultados en materia económica, aunque negativos, demuestran una mejoría con respecto al primer mes del año. Una vez más, eso obedece a que febrero vio el reinicio de los esfuerzos de reactivación de la vida productiva, lo que dio un poco más de espacio para que las firmas operaran. Las actividades de servicios y de comercio respondieron de forma particularmente positiva a esos esfuerzos, mientras que las secundarias lo hicieron en menor medida. Las perspectivas para el mes de marzo son positivas, tanto por un mayor dinamis-

**Actividades Terciarias  
(Variación año corrido a febrero, %)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

mo de la economía, como por un efecto estadístico de base, pues fue marzo de 2020 el primer mes en registrar una caída significativa en el ISE.

## Análisis por el lado de la oferta

Iniciamos nuestro análisis de los resultados de PIB por el lado de la producción con las actividades de agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. Para el cuarto trimestre de 2020, este sector registró una expansión de 3.4% (vs. 5% un año atrás), resultado que obedece al crecimiento del segmento de cultivos transitorios y permanentes (6.7% vs. 1.7%), y al de ganadería (2.1% vs. 5.4%). Los demás subsectores de la actividad reportaron caídas, en particular el cultivo permanente de café continúa con el lastre que carga desde el primer semestre del año. Para todo el 2020, las actividades de agricultura crecieron 2.8% (vs. 2.3% en el 2019), con variaciones positivas en todos los subsectores, a excepción de los cultivos de café que reportaron un crecimiento de -10.5%. Los mejores desempeños se observaron en

la pesca y acuicultura (22.1%) y los cultivos transitorios y permanentes (4.8%).

Le sigue los servicios sociales, que reportaron una expansión de 3.3% (vs. 4.7%). Vale la pena resaltar que los tres subsectores registraron variaciones positivas. Para todo el 2020, los servicios sociales crecieron 1% (vs. 5.1%), dada la contracción de 3.8% en la atención en salud humana y las variaciones positivas en educación (1.3%) y los demás componentes del sector (3.1%).

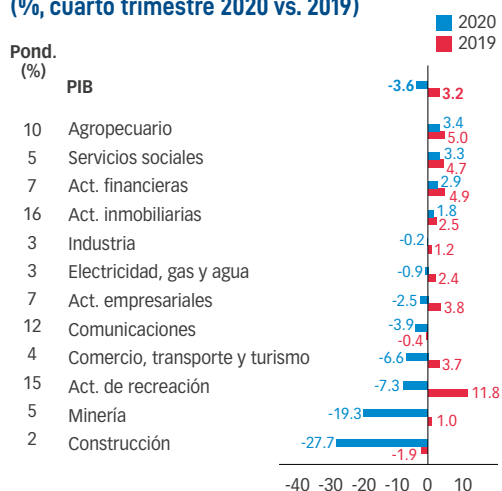
Dos sectores que tuvieron un comportamiento consistente durante todo el 2020 fueron las actividades inmobiliarias y las actividades financieras y de seguros. Para el cuarto trimestre las primeras crecieron 1.8% (vs. 2.5%), mientras que las segundas lo hicieron en 2.9% (vs. 4.9%). Para el año como un todo, las actividades inmobiliarias se expandieron a una tasa de 1.9% y las financieras en 2.1%.

Con respecto a la industria, el sector reportó un crecimiento anual de -0.2% en el cuarto trimestre de 2020,

que responde a un comportamiento mixto de los subsectores. Los peores desempeños se observaron en: (i) la fabricación de prendas, productos textiles y de cuero (-5.9% vs. 1.8%), (ii) fabricación de productos de madera y de corcho, artesanías y productos de papel y cartón (-1.6% vs. -2.3%) y (iii) elaboración de productos alimenticios, bebidas y productos de tabaco (-0.3% vs. 3.8%). En contraste, se registraron variaciones positivas en: (i) la fabricación de productos metalúrgicos y de aparatos electrónicos (2% vs. -1.5%), (ii) fabricación de muebles y colchones (0.7% vs. 1.2%) y (iii) coquización y refinación de petróleo (0.6% vs. 0.6%). Para el año corrido, el valor agregado industrial registró una caída de 7.7%, frente a un moderado crecimiento de 1.2% en el 2019. Dado que la mayor parte del 2020 fue un mal año, se registraron contracciones en todos los subsectores, las más agudas en la fabricación de (i) prendas textiles y artículos de cuero (-19.3%); (ii) muebles y colchones (-12.7%); y (iii) productos metalúrgicos y aparatos electrónicos (-11.2%).

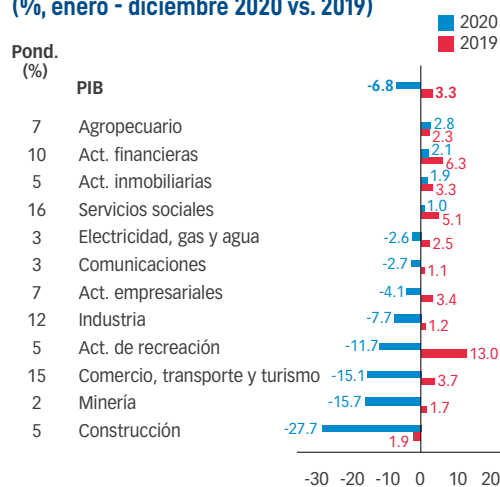
Las actividades de suministro de electricidad, agua y gas natural reportaron una caída de 0.9% en el cuarto

**Crecimiento anual del PIB por oferta  
(%, cuarto trimestre 2020 vs. 2019)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Crecimiento anual del PIB por oferta  
(%, enero - diciembre 2020 vs. 2019)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

trimestre, en contraste con la variación de 2.4% en el mismo período del 2019. Le siguen las actividades empresariales, que reportaron una variación anual en el cuarto trimestre de -2.5% (vs. 3.8%). Ese resultado se deriva de las caídas en ambos subsectores, de 3.2% (vs. crecimientos de 3.6%) en las actividades profesionales, científicas y técnicas y de 2% (vs. crecimientos de 3.9%) en las administrativas y de servicios de apoyo. Para el año corrido, las actividades empresariales cayeron 4.1% (vs. variaciones positivas de 3.4%). El segmento de las profesionales, científicas y técnicas se contrajeron 3.7% (vs. crecimientos de 3.3%), mientras que el de las administrativas de servicios de apoyo registraron una variación -4.5% (vs. 3.3%). Por su parte, el sector de información y comunicaciones presentó una disminución del valor agregado de 3.9% (vs. -0.4% un año atrás), mientras que en el año corrido ese valor fue de -2.7% (vs. variación de 1.1%).

Ahora bien, el sector de comercio, transporte y turismo, como hemos mencionado, ha sido de los más afectados por la pandemia y los cierres implementados para su contención. Más aún, dado su peso en el PIB (cerca de 17%) su contribución a la pérdida de empleo y valor agregado en el país ha tenido un gran impacto. Para el último trimestre del 2020, el sector registró una variación anual real de -6.6% (vs. 3.7%), lo que representa una mejora importante frente a las caídas del segundo (-34%) y tercer trimestre (-21.2%). De forma muy positiva, el comercio, minorista y mayorista, creció 3.9% (vs. 4.8%) y con eso recuperó gran parte del terreno perdido durante los meses de cuarentena estricta. En contraste, los servicios de alojamiento y comida cayeron 20.8% (vs. crecimientos de 3.3%) y los de transporte y almacenamiento en 16.9% (vs. variaciones positivas de 1.9%). En el año corrido, el sector se contrajo 15.1% (vs. una variación positiva

de 3.7%). El comercio registró una pérdida de valor agregado de 2.9% (vs. crecimientos de 4%), convirtiéndose así en el subsector menos afectado de la rama de actividades. Le siguieron el transporte y almacenamiento (-20.9% vs. 3.5%) y los servicios de alojamiento y comida (-36.8% vs. 3.4%).

Pasamos al sector de entretenimiento que registra una contracción de 7.3% (vs. una variación positiva de 11.8% un año atrás) en el último trimestre del año. Cabe decir, sin embargo, que esa caída representa una recuperación importante desde la variación de -33% vista en el segundo trimestre del 2020. En el año corrido, las actividades de entretenimiento registraron una caída de 11.2%, frente al crecimiento de 13% del año anterior.

El sector de la minería enfrenta retos que van más allá de la reactivación económica en la era del COVID-19. En efecto, su desempeño responde es muy sensible a las condiciones externas y la demanda internacional por energéticos. La actividad de explotación de minas y canteras presentó una contracción de 19.3% (vs. crecimientos de 1%) en el cuarto trimestre del 2020, que responde a caídas en casi todos los subsectores.

Finalmente, al sector de la construcción, cuya variación anual en el cuarto trimestre y el año completo fue de -27.7% (vs. -1.9% en el 2019, también para el trimestre y el año). Los resultados responden a las caídas en el valor agregado de todos los subsectores de la construcción (edificaciones -26.5% vs. -4.6%, obras civiles -29.6% vs. 3.5% y actividades especializadas para la construcción de edificaciones y obras civiles -27.5% vs. -3.2%). Por su parte, el año corrido registra una dinámica similar (edificaciones -27.2% vs. -8.4%, obras civiles -28.9% vs. 11.2% y actividades

especializadas para la construcción de edificaciones y obras civiles -27.3% vs. -2.8%).

En suma, los resultados de la actividad económica muestran el daño sufrido por el aparato productivo a causa de la pandemia y las medidas adoptadas para su contención. Encontramos que, por un lado, la mayoría de los sectores sufrieron pérdidas significativas en su valor agregado, que tardaremos en recuperar. Por el otro, aquellos sectores que sí lograron crecer en el 2020 presentan fuertes desaceleraciones con respecto a su nivel de crecimiento pre-pandemia.

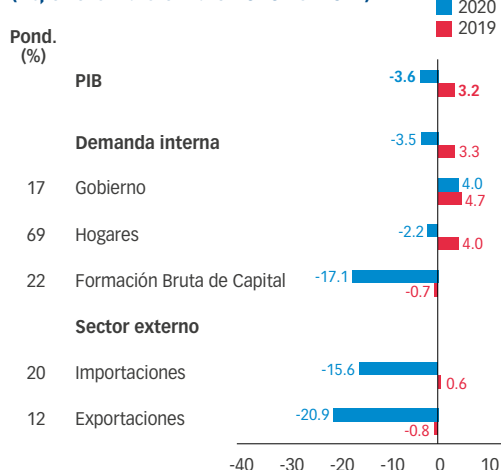
## Análisis por el lado de la demanda

Por el lado del gasto, observamos que persiste la debilidad en la demanda interna. En efecto, se contrajo a una tasa de 3.5% en el cuarto trimestre del 2020, frente a un crecimiento de 3.2% en el mismo período del 2019. El resultado es reflejo del impacto en el consumo de los hogares que registra una disminución de 2.2% (vs. un crecimiento de 4% un año atrás). Los ho-

gares privilegiaron la compra de bienes no durables (3.4% vs. 4.5%) y durables (8.6% vs. 6.8%), mientras que los semi-durables vieron su consumo reducido en más de 8.6%. De hecho, el consumo de prendas de vestir (-12.6% vs. 4.2%), transporte (-25.7% vs. 1.6%) y restaurantes y hoteles (-11.9% vs. 2.8%) tuvo grandes disminuciones, mientras que el de alimentos (3.3% vs. 5.1%), bebidas (3.2% vs. 2.7%), servicios públicos y de vivienda (6% vs. 2.7%) y la salud (5% vs. 4.7%) mostraron incrementos en el gasto. En el 2020 completo, el consumo final de los hogares tuvo un crecimiento real de -5.8% (vs. 3.9% un año atrás), cifra que muestra la magnitud del impacto sobre su bienestar.

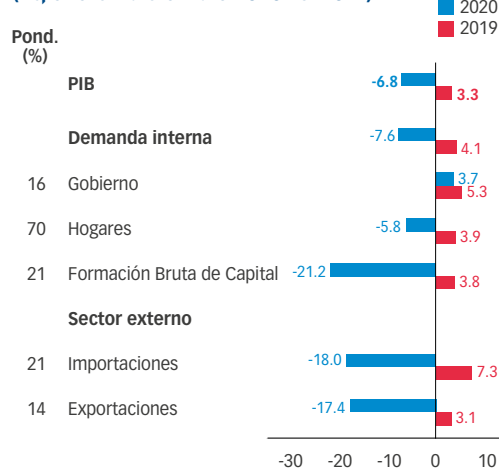
Por su parte, el consumo del gobierno creció 4% real anual en el último trimestre del año, similar al 4.7% del mismo período del año anterior. En el año corrido, esa variación fue de 3.7%, inferior al 5.3% del 2019. Las cifras confirman el esfuerzo de todos los niveles de gobierno para atender la crisis sanitaria y contener, hasta cierto punto, las consecuencias del cese de actividades y su reanudación parcial sobre las empresas y los hogares.

**Crecimiento anual del PIB por demanda**  
(%, enero - diciembre 2020 vs. 2019)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Crecimiento anual del PIB por demanda**  
(%, enero - diciembre 2020 vs. 2019)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

La formación bruta de capital, que representa el nivel de inversión en la economía, cayó 17.1% en el último trimestre del 2020 frente al -0.7% de 2019. Preocupa, una vez más, la caída en la inversión de vivienda (-26% vs. -10%) y en otros edificios y estructuras (-28.1% vs. -3.6%), pues apunta a que el rezago en la construcción podría persistir en el mediano plazo. Para el año completo, la inversión cayó 21.2% (vs. un crecimiento de 3.8%), lo que refleja una de las dificultades que enfrenta la economía en el mediano y largo plazo para retornar a su senda potencial.

En el frente externo, las importaciones y exportaciones caen a un compás similar. Al revisar las contracciones del cuarto trimestre se encuentra una mayor reducción en las exportaciones (-20.9% vs. -0.8%) que en las importaciones (-15.6% vs. crecimientos 0.6%). Una dinámica llamativa si tenemos en cuenta que hasta el tercer trimestre del año se había presentado una mayor caída en las importaciones. El comportamiento observado en los últimos tres meses del año encuentra relación con el proceso de reactivación de la estructura productiva del país y de los principales socios comerciales. De hecho, entre el tercer y cuarto trimestre del año, los mayores incrementos en las importaciones se observaron en bienes de capital y bienes intermedios y materias primas. Con eso, en el 2020, como un todo, se registró una contracción de 18.0% en las importaciones (vs. crecimientos de 7.3%) y de 17.4% en las exportaciones (vs. crecimientos de 3.1%).

## Perspectivas

Así las cosas, mantenemos casi inalterada nuestra perspectiva para el 2021. Para el primer trimestre

esperamos un crecimiento de 0% del PIB, ligeramente superior a lo proyectado por el Banco de la República (-0.3%). Para todo el 2021, esperamos que la economía colombiana crezca a una tasa cercana al 4.3%, por debajo del consenso de los analistas (promedio de 5.1% según el resultado más reciente de *Latin American Consensus Forecast*). Uno de los sectores de mejor proyección es la construcción que obedece, principalmente, a un efecto estadístico de base y, en menor medida, a los programas del Ministerio de Vivienda para estimular la compra de vivienda nueva y la construcción de nuevas obras civiles. De forma similar, se verá un repunte en las actividades de comercio, transporte y turismo, que estará condicionado al desempeño del mercado laboral y la recuperación de ingresos por parte de los hogares. La industria también será un sector con rol protagónico en la recuperación. Los demás sectores también verán buenos crecimientos, lo que, no obstante, no es suficiente para retornar al valor de la producción de la economía colombiana a sus niveles prepandemia.

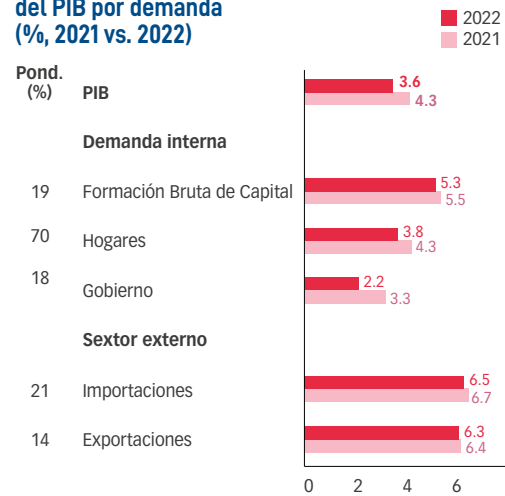
### Proyección de crecimiento anual del PIB por oferta (% 2021 vs. 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Por el lado del gasto, proyectamos una buena dinámica del consumo de los hogares que estará atada a la recuperación del empleo, en especial en el sector formal que ha sido el más golpeado y el de mayor lentitud en su recuperación. De forma similar, la formación bruta de capital estaría creciendo a tasas cercanas al 5% sobre todo, una vez más, por el efecto estadístico de base. El consumo del gobierno mantendrá un ritmo similar de crecimiento al observado en 2020, consecuente con el esfuerzo en términos de política pública para encaminar la reactivación económica. En el frente externo, importaciones y exportaciones crecerán a ritmos similares, tal y como lo hicieron en el 2020, y eso aportará poco a la corrección del déficit externo. Para el 2022, con base en el crecimiento inercial que traiga la economía del 2021, esperamos un crecimiento cercano al 3.6%.

**Proyección de crecimiento anual  
del PIB por demanda  
(%, 2021 vs. 2022)**



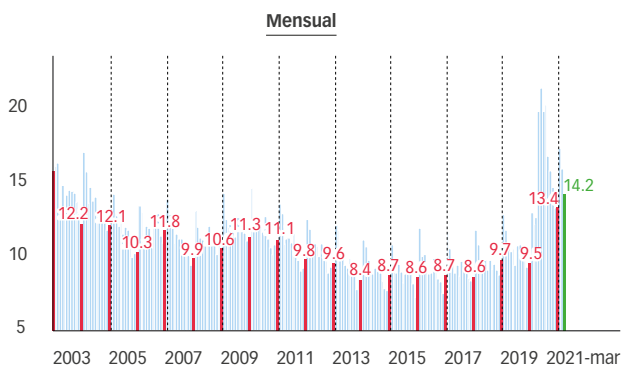
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

# MERCADO LABORAL

La Tasa de Desempleo (TD) nacional fue de 14.2% en marzo de 2021. La cifra se ubicó 1.5pp por encima con respecto al valor observado durante el mismo mes un año atrás y promedió 16.9% en los últimos 12 meses. Por otra parte, la Tasa de Ocupación (TO) fue de 51.7%, 0.1pp menor al valor registrado un mes atrás e

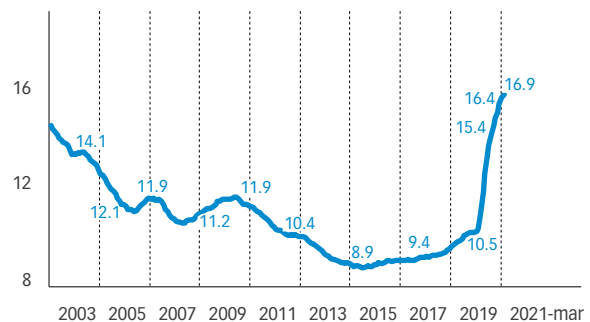
igual al valor registrado en marzo del año anterior. Es decir que, para el mes de marzo, 20.8 millones de personas se encontraban ocupadas, una diferencia de alrededor de 18 mil ocupados menos que en el mes anterior y de 300 mil ocupados más que en el mismo mes del año anterior.

**Tasa de Desempleo - Total Nacional**  
(%, a marzo de 2021)

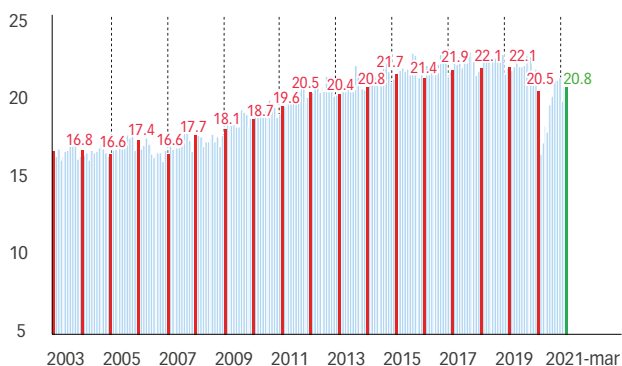


Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Promedio 12 meses**

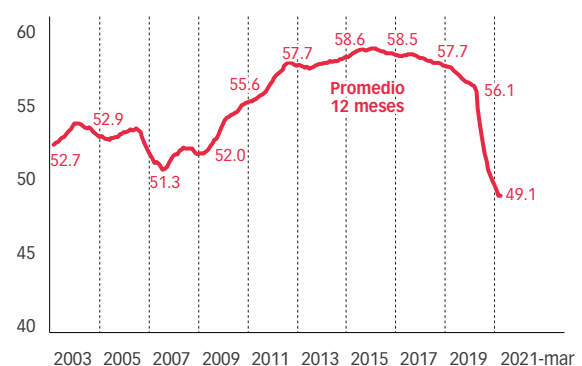


**Ocupados - Total Nacional**  
(Millones, a marzo de 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Tasa de Ocupación - Total Nacional**  
(%, a marzo de 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.



Los sectores que más se vieron afectados en materia de contracción de empleo en el mes de marzo fueron los servicios sociales (en donde se encuentra el empleo doméstico y la educación, las actividades empresariales y la agricultura). En estos sectores se perdieron aproximadamente 321 mil empleos frente a marzo de 2020, lo cual representa el 32% de la caída total de empleos en ese período. Este hecho toma mayor relevancia pues estamos comparando con el mes de marzo de 2020, mes marcado por el inicio de la pandemia, donde ya se empezaba a registrar una reducción importante del empleo en varios sectores.

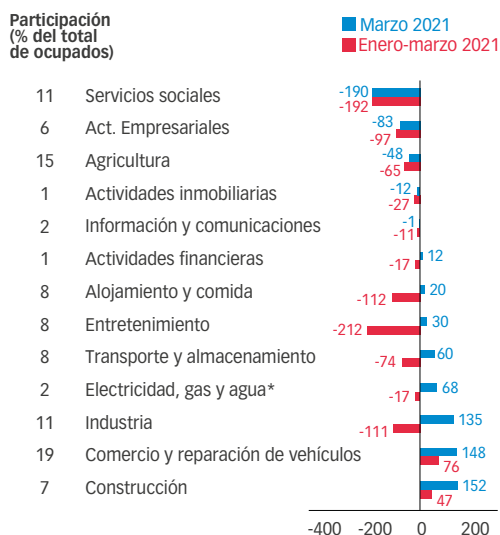
Ahora bien, si se miran los resultados del trimestre móvil de enero a marzo de 2021, se puede ver que, además de servicios sociales (-192 mil), el entretenimiento (-212 mil) y alojamiento y comida (-112 mil) son los sectores que más ocupados han perdido. Así, no es coincidencia que durante este período se haya agudizado aún más la brecha de género que

existe en el mercado laboral de nuestro país pues, justamente, es en los sectores en los que predomina el empleo femenino donde más se concentra la pérdida de ocupados.

De hecho, la situación laboral es cada vez más preocupante para las mujeres en nuestro país. Mientras que para los hombres la TD fue de 12% en marzo (vs 9.8% un año atrás), para las mujeres fue de 21%, vs (16.4%). Esto quiere decir que la brecha hoy es de 9pp entre hombres y mujeres (vs 6.6pp. en marzo de 2020). En materia de ocupación, las mujeres representan el 40% de los ocupados en el país (vs 60% hombres) y cargan con el 32% de la caída total de ocupados (vs. aumento de 132% hombres).

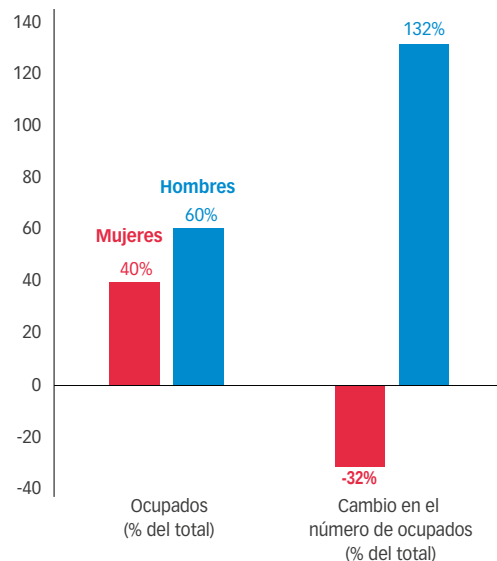
En todo el país, por cada 4 hombres que ingresan a la ocupación, sale 1 mujer. Este dato es sumamente preocupante pues muestra que la brecha está aumentando de manera crítica: los hombres están en-

### Pérdida anual de empleos por actividad económica (miles)



\*Incluye la rama de explotación de minas y canteras.  
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

### Brecha de género en la ocupación (% marzo 2021)

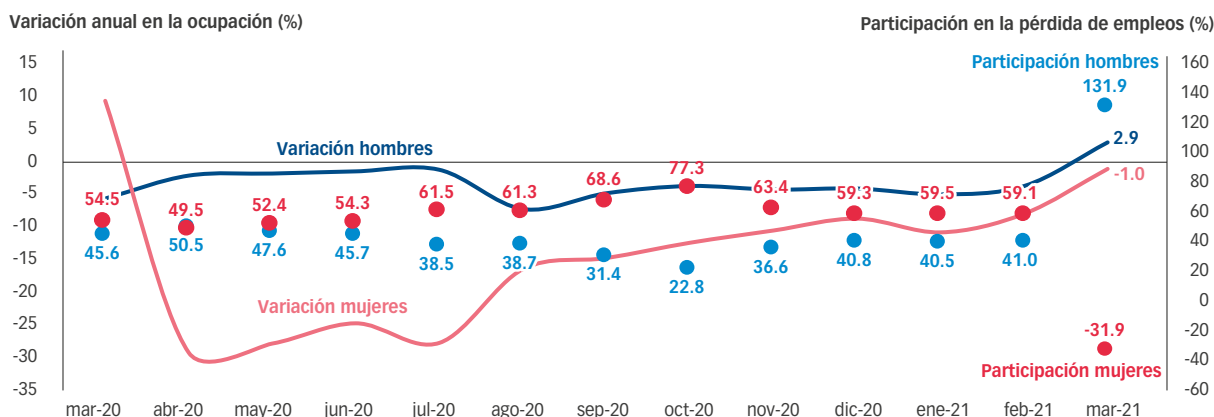


Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

trando a la ocupación mientras que las mujeres están saliendo. En materia de desocupación, por cada hombre adicional desocupado, hay dos mujeres. Es decir, en todos los frentes las más afectadas son las mujeres: se ocupan menos y se desocupan más.

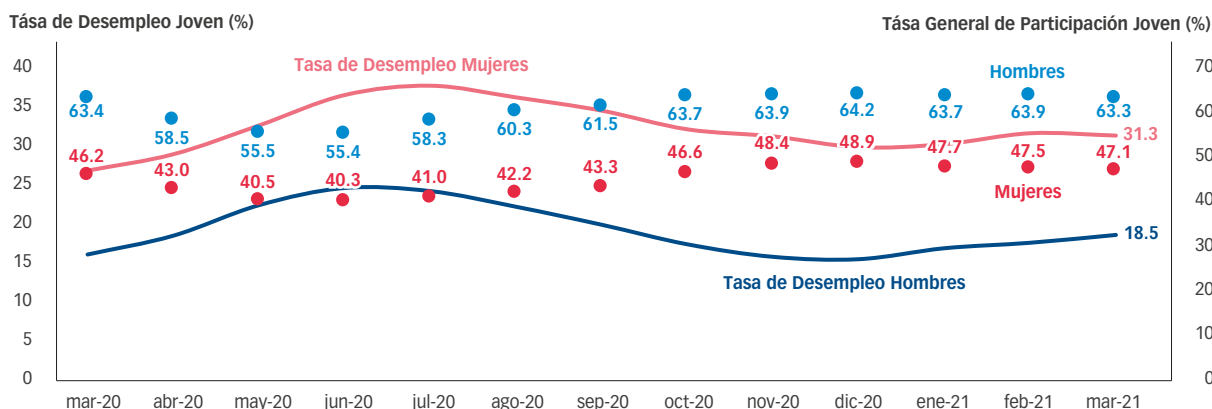
La situación para las mujeres jóvenes también es crítica. En cuanto a participación laboral joven, la brecha de género fue de 16.2pp. (63.3% hombres vs. 47.1% mujeres) en marzo, la cual, a pesar de mostrar una breve mejoría frente a febrero (16.4pp), sigue siendo preocupante. La brecha en la TD joven fue de 12.8pp. en marzo (18.5% hombres vs. 31.3% mujeres), lo cual también es una leve mejoría respecto a la brecha de febrero (14.1pp). Esto no se debe a que la situación para las mujeres jóvenes haya mejorado, sino que se mantuvo relativamente igual y para los hombres jóvenes empeoró.

### Brecha de género en la ocupación (%, marzo 2020- marzo 2021)



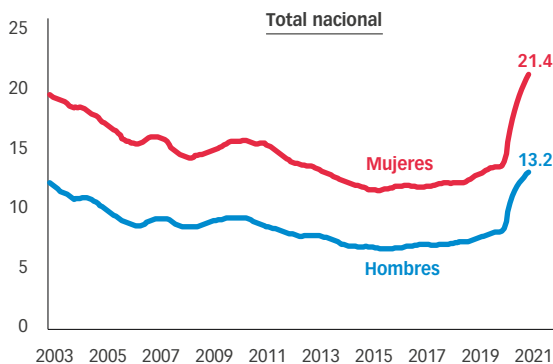
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

### Brecha de género en la participación joven (%, marzo 2020 - marzo de 2021)

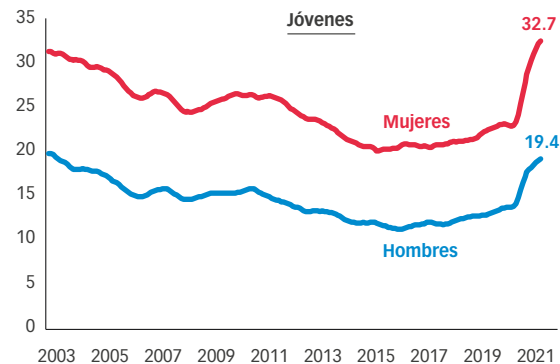


Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Tasa de Desempleo por género  
(Media móvil 12 meses, a marzo de 2021)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

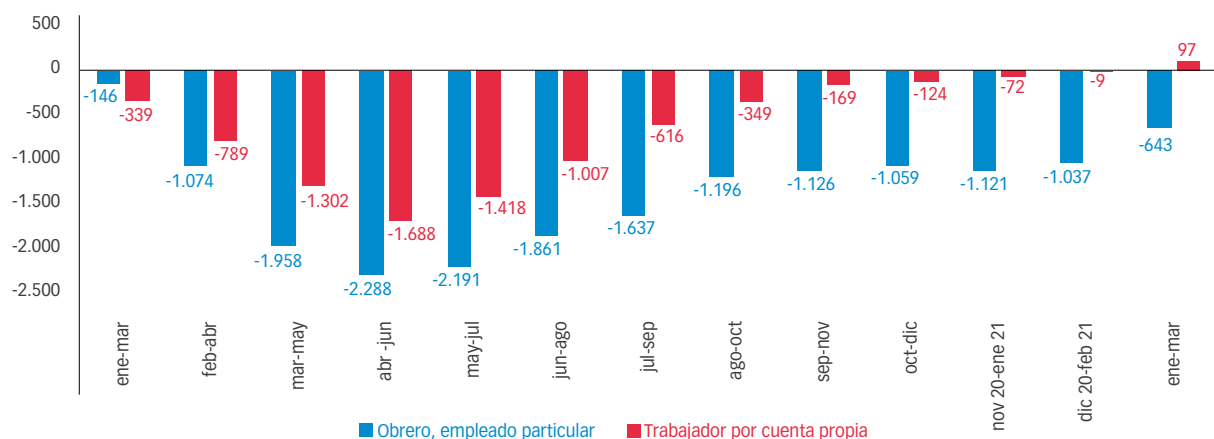


Al darle una mirada al promedio móvil de 12 meses de la TD por género para el total de la población y para los jóvenes, es evidente que la brecha, a pesar de que ya eran considerable en años anteriores, ha crecido de manera importante el último año. Para marzo de 2021, la brecha asciende a 8.2pp. para el total (vs. 8.1pp. en febrero) y a 13.3pp para los jóvenes (vs. 13.1 en febrero). Los datos confirman que las mujeres son las más afectadas por el deterioro económico

que trajo la emergencia sanitaria y las medidas tomadas para mitigarla.

Ahora, al analizar las cifras de diciembre por posición ocupacional, se observa que la mayor pérdida de empleo se ha dado en el sector formal y la recuperación de la ocupación se ha concentrado sobre todo en empleo informal. La caída en la ocupación de los trabajadores por cuenta propia siempre fue

**Cambio en ocupación de empleado particular vs. cuenta propia corte marzo 2021  
(miles)**

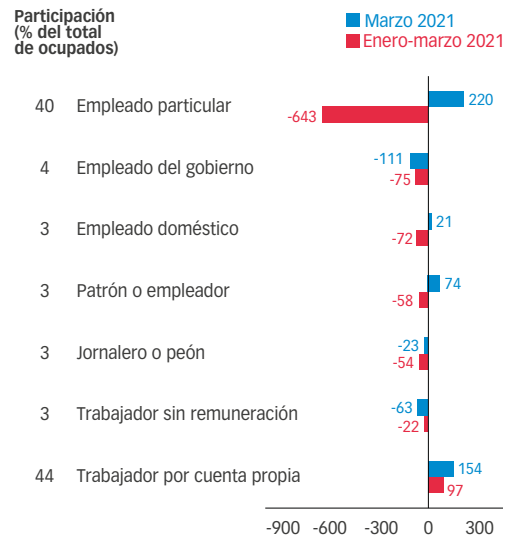


Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

menor que la de los asalariados. Esos dos grupos de trabajadores representan alrededor del 44% y el 40% de todo el empleo, respectivamente. Durante el último trimestre se presenta una pérdida de empleo formal en cifras cercanas al millón de personas, mientras que el informal ha venido recuperando terreno, e incluso en marzo del 2021 se ve cómo aumentó el número de ocupados cuenta propia en alrededor de 97 mil personas, mientras que el número de ocupados en el sector formal sigue en caída, alrededor de 643 mil ocupados formales salieron de la ocupación en marzo.

Otro aspecto relevante es la participación mayor que tienen las zonas urbanas en el deterioro de la desocupación. En efecto, el aumento en la población desocupada en zonas urbanas representa el 110% del total del aumento en la desocupación, ya que en zonas rurales se presentó una disminución del número de desocupados con respecto al mes anterior. Así mismo, la tasa de desempleo en la variación enero-marzo en las trece áreas metropolitanas fue de 18.1%,

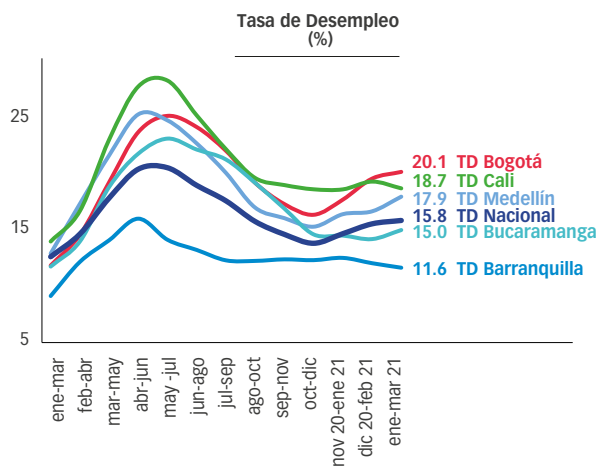
### Pérdida anual de empleos por posición ocupacional (miles)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

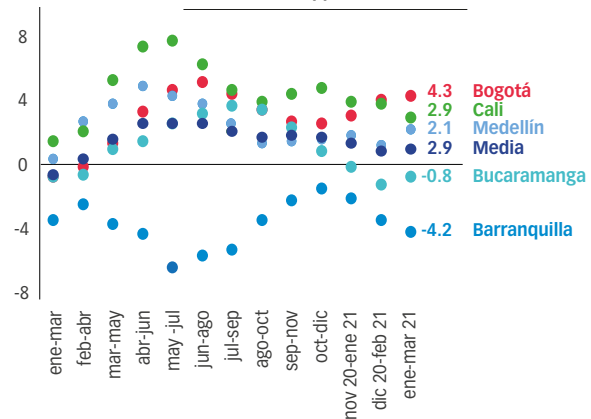
5.5pp por encima de los observado en 2020 (12.6%). La ciudad con la mayor tasa de desempleo promedio fue Ibagué (21.7%), mientras que Cartagena registró la menor (11.5%).

### Tasa de Desempleo Principales Ciudades (marzo 2020 - marzo de 2021)

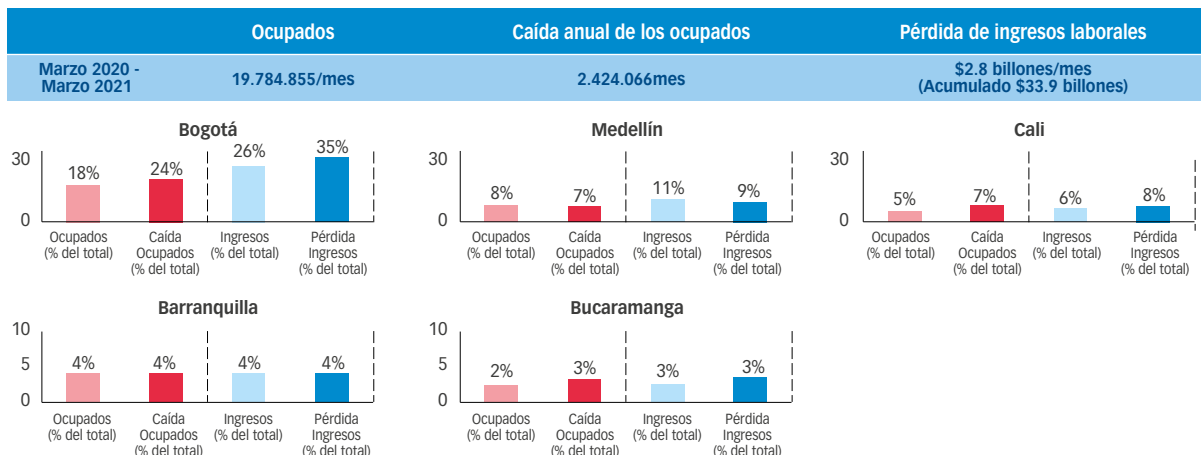


Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

### Diferencia frente a la TD Nacional (pp)



## Desempeño del mercado laboral y pérdida de ingresos en las principales ciudades de Colombia (%, a marzo de 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Cabe señalar que las 5 ciudades que en conjunto representan el 45% del total en la caída de ocupados a nivel nacional (Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla y Bucaramanga) contribuyen con un valor de 59% en la pérdida de ingresos laborales totales en el mes de marzo.

## Perspectivas

Ahora bien, la senda en materia laboral que se verá en el segundo semestre de 2021 dependerá, en buena medida, de la reactivación de la actividad económica en todo el país y del avance en la implementación del Plan Nacional de Vacunación. Dicho lo anterior, en ANIF esperamos que para el año 2021 el desempleo total nacional promedio se encuentre entre 12.5% y 13.0%.

Esos resultados presentan riesgos al alza en la medida en que las administraciones locales y regionales continúen utilizando medidas restrictivas para

mitigar la propagación del virus. Desde ANIF hemos llamado la atención, en repetidas oportunidades, sobre el alto impacto que tienen esas medidas en el bienestar de los hogares y su baja efectividad para reducir el número de contagios y muertes por SARS-CoV-2. Hacemos nuevamente un llamado para fortalecer el autocuidado.

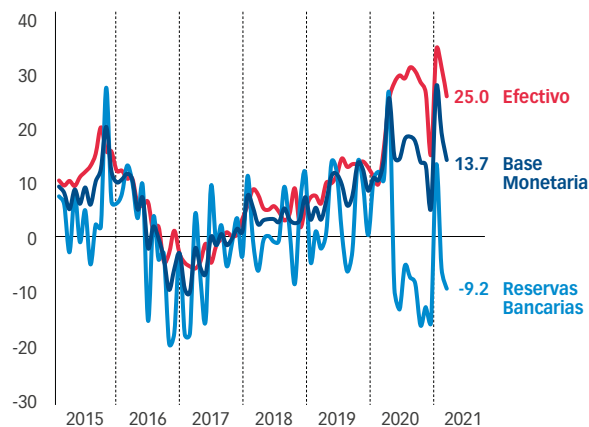
Adicionalmente, para consolidar la recuperación del mercado laboral en lo que resta de 2021, es necesario implementar estrategias diferenciales para mitigar la carga más que proporcional que los efectos de la pandemia han tenido sobre las mujeres y los jóvenes. Un buen inicio es generar apoyos adicionales para la pequeña y mediana empresa. Si se toman estas medidas, se avanza correctamente con el Plan Nacional de Vacunación y a su vez se termina de consolidar la reactivación del comercio, esperaríamos desde ANIF que para el año 2022 el desempleo total nacional promedio oscile entre 11.5% y 12%, retornando paulatinamente a registros de antes de la pandemia.

# SITUACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

## Agregados monetarios y cartera de crédito

Con corte a febrero de 2021, la base monetaria, que se compone del efectivo y las reservas bancarias, registró una variación real anual de 13.7%, frente a una expansión de 13.9% vista en el mismo período del año anterior. Ese resultado es un balance entre la expansión del efectivo y la caída en las reservas bancarias. (Gráfico de Base Monetaria).

**Base monetaria y sus componentes**  
(variación % real anual, a marzo de 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

El componente de efectivo presentó una expansión de 25% real anual en el mes de marzo (vs. 10.2% un año atrás), eso indica, por segundo mes consecutivo, una desaceleración frente a lo visto en enero. En efecto, el primer mes del año la variación real del efectivo estuvo por encima del 33%, mientras que para febrero fue de 30.6%. Dicha desaceleración es consecuencia, principalmente, de un efecto base, pues el inicio de la pandemia en marzo de 2020 se tradujo en una preferencia por la liquidez por parte de varios agentes de la economía. Sin embargo, el hecho de que las variaciones reales estén por encima del promedio histórico (9.6% en el período 2015-2021), indica que esa preferencia persiste aún hoy.

Por su parte, las reservas bancarias decrecieron 9.2% (vs. crecimiento 10.2% un año atrás), dinámica que obedece, al igual que con el efectivo, al efecto base de marzo de 2020. Al inicio de la pandemia los agentes dejaron a un lado las inversiones para incrementar su liquidez, dejando el dinero en cuentas de fácil acceso.

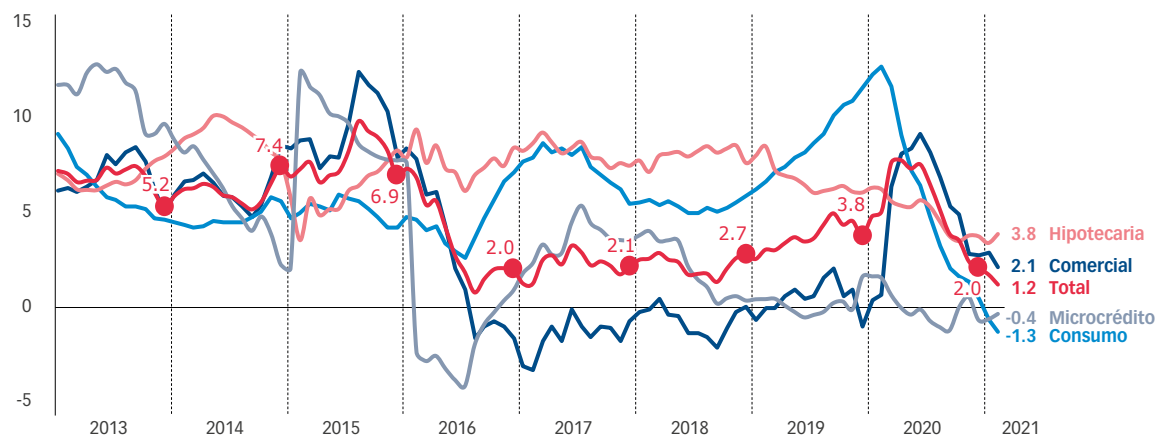
En cuanto a la cartera de créditos, se observa una expansión de 1.2% real anual (incluyendo titularizaciones) para el mes de febrero<sup>1</sup>, con variaciones positivas en dos de las cuatro modalidades.

La expansión de la cartera total estuvo liderada por la modalidad hipotecaria, cuya variación en el mes de referencia fue 3.8% (vs. 6.2% un año atrás). Su comportamiento va atado al dinamismo observado en las ventas de vivienda tanto en el segmento VIS como en el No-VIS. Le sigue en desempeño la modalidad comercial, que registró un crecimiento real de 2.1% (vs. 0.7%), después del pico de junio (crecimiento de 9%). Esa dinámica se asocia con una expansión de las líneas de crédito ofrecidas durante la pandemia, que fueron aprovechadas en un principio por las empresas de mayor tamaño. Posteriormente esta se desaceleró, tanto por una menor oferta como por una menor demanda, en especial del segmento de grandes empresas.

Del lado de las modalidades con variaciones negativas, encontramos que la de mayor contracción en febrero fue la de consumo, con una variación real anual de -1.3% frente a un crecimiento de 12.6% en el mismo mes del año anterior. La caída de los ingresos laborales de los hogares, dado el deterioro del mercado laboral ha tenido un efecto negativo tanto en la demanda como en la oferta de crédito. En efecto, los bancos limitaron su oferta de crédito de los productos más riesgosos, como las tarjetas de crédito y la libre inversión, que contribuyeron a la desaceleración de esta modalidad. De forma similar, la cartera de microcrédito presentó una caída de -0.4% (vs. crecimiento de 1.5%) y continuó con esa tendencia observada a lo largo de todo casi el 2020.

Por su parte, el índice de calidad de la cartera se ubicó en 5% (vs. 4.6% un año atrás), valor inferior al registro del mes de enero y superior al mínimo de 3.8% de junio de 2020. Ese comportamiento se debe a las

**Evolución de la cartera bruta + *leasing* y titularizaciones**  
(variación % real anual, a febrero de 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en Superintendencia Financiera, Titularizadora Colombiana y DANE.

<sup>1</sup> Último mes con información disponible a la fecha.

estrategias transitorias de gestión del riesgo de la Superintendencia Financiera (Circulares 7 y 14), cuyo efecto inmediato fue una marcada desaceleración del vencimiento de la cartera en general. Esta, incluso, alcanzó a presentar variaciones negativas durante la vigencia de las Circulares. Lo anterior como consecuencia de la ampliación de los plazos de pago y los períodos de gracia otorgados a una parte importante del crédito. Relacionado con lo anterior, las modalidades que más se acogieron a la medida son las que hoy presentan el mayor deterioro. En efecto, se trata de la de microcrédito (7.4%) y la de consumo (6.4%), que además presentaron los valles más pronunciados en junio y julio, dado el aplazamiento en el vencimiento de esas carteras.

En contraste, las modalidades comercial e hipotecaria presentaron los indicadores de calidad más bajos, con 4.5% y 3.6% respectivamente. Dado que la cartera vencida retomó una senda creciente posterior al fin de los programas de las Circulares 7 y 14, la Superintendencia ha introducido una nueva serie

de medidas que buscan darle una solución más estructural a la problemática. Por ejemplo, con la Circular 22, que establece el Programa de Apoyo a Deudores (PAD), se estipula que los establecimientos de crédito podrán redefinir las condiciones del crédito de los deudores que tengan afectaciones en su ingreso o capacidad de pago por causa de la emergencia económica y sanitaria.

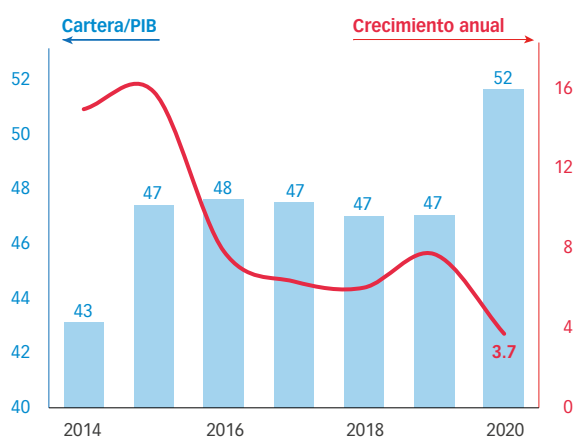
## Perspectivas

Con todo lo anterior, en ANIF prevemos un crecimiento de la cartera inferior al 2% para el primer trimestre del año. Como vimos durante el 2020 y lo que lleva del 2021, el sector financiero reacciona con un rezago a las condiciones del sector real, razón por la cual las afectaciones se empezaron a sentir a finales del año pasado. De forma similar, esperamos que el deterioro de la cartera continúe por lo menos en el corto plazo.

En esa línea, proyectamos que la tendencia de meses anteriores persista, con la modalidad hipotecaria y la comercial liderando el crecimiento de la cartera, mientras que la modalidad de consumo continuará rezagada. En particular, para este primer trimestre del año esperamos que la modalidad de consumo cierre con un crecimiento cercano a 0%, mientras que la hipotecaria podría crecer a un ritmo superior al 3.2% y la comercial a una tasa cercana a 2.7%.

Por el lado de la cartera de consumo, nuestra expectativa se basa en el mal desempeño del mercado laboral en los primeros meses del año, lo que afecta tanto la oferta como la demanda de crédito. Por el lado de los consumidores, estos tienen menor apetito por la deuda, en particular de créditos de libre de inversión y tarjetas de crédito. Así mismo, los esta-

**Crecimiento y stock de la cartera bruta  
+ leasing y titularizaciones  
(A diciembre de 2020, % del PIB)**



Fuente: cálculos ANIF con base en Superintendencia Financiera, Titularizadora Colombiana y DANE.



blecimientos de crédito continuarán limitando su oferta, especialmente de esos productos, dado que son más riesgosos.

En el caso de la cartera comercial, esperamos que su buen ritmo continúe, dada la apuesta de recuperación del sector productivo en los meses que vienen. De otra parte, esperamos que el segmento de pequeñas y medianas empresas incremente su demanda por crédito, ahora que los esfuerzos de reactivación económica les han abierto un mayor espacio de operación. Finalmente, la cartera hipotecaria no presentará mayores cambios en los próximos meses, razón por la cual el cierre del trimestre proyectado no difiere ampliamente de lo observado en los primeros dos meses del año.

Cabe decir que nuestras proyecciones presentan un riesgo a la baja, que se deriva de la incertidumbre alrededor de la situación política y económica del país. Por un lado, las marchas y protestas han creado un entorno complicado de abastecimiento y movilidad en varias zonas del país, principalmente en el Valle del Cauca. A lo anterior se le suma la posibilidad de

perder el grado de inversión, dada la dificultad de aprobar una reforma tributaria en el legislativo, lo que afecta las perspectivas externas del país en términos de flujos de capital y costo de la deuda. Finalmente, el avance del proceso de vacunación, la posibilidad de nuevos picos de contagio y la prolongación del que se vive actualmente, disminuyen las perspectivas generales para la economía.

## Mercado de renta variable

La tendencia positiva que han tenido las bolsas alrededor del mundo, impulsada por las expectativas positivas de los inversores, se ha mantenido durante los primeros cuatro meses de 2021. Estas expectativas están fundamentadas en los levantamientos de los confinamientos de varias regiones a nivel global y el avance en la vacunación. Reflejo de lo anterior es que la difícil situación vivida en marzo de 2020 del desplome de los índices bursátiles más importantes parece haber sido superada por completo. El índice S&P 500 ha tenido una variación anual (10 de mayo de 2020 – 9 de mayo de 2021) de 42.9%, pasando de rondar los

**Evolución del Colcap  
(A mayo 5 de 2021)**



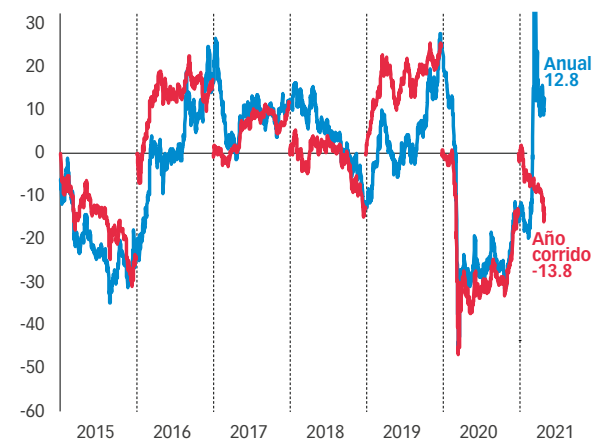
Fuente: Cálculos ANIF con base en bvc.

2,930 puntos a tener un nivel de 4,188. En esta misma línea, el *Nikkei 225* pasó de un nivel cercano a los 20,366 puntos (10 de mayo de 2020) a rondar los 29,518, es decir, tuvo un crecimiento del 44.9%. Finalmente, si bien el mercado de renta variable europeo también ha mostrado un rendimiento positivo donde, por ejemplo, el *Euro 50* presentó un crecimiento aproximado del 39.6%, para el período analizado la mejor sorpresa la dio el *FTSE 100*, que por sus compañías petroleras, aerolíneas y bancos no había tenido buenos resultados. Al cierre de 2020 y para mayo de 2021 finalmente presentó una variación anual de 7.14%. Estos resultados son alentadores y muestran que gradualmente el mundo, en términos generales, está en la vía de superación de la crisis económica derivada de la pandemia del virus SARS-CoV-2.

Sin embargo, en el escenario colombiano no parece haber una tendencia positiva sostenida de crecimiento como la que se observó en los mercados norteamericano, asiático y europeo. Al revisar la variación anual del índice COLCAP a 4 de mayo de 2021, se tiene que ha crecido en un 9.4%. No obstante, cuando se tiene en cuenta la variación año corrido en 2021, el

índice ha decrecido en un 13.8%, con niveles máximos en enero de 1,460 puntos a un valor actual cercano a los 1,218. El escenario es bastante preocupante para la economía colombiana, no sólo por la inestabilidad política que se vive en la actualidad, sino también en cuanto al crecimiento económico, pues el COLCAP no presentaba valores de estas magnitudes desde finales de 2016. Cabe resaltar que el valor presentado actualmente es apenas el 75.4% de aquel máximo aproximado de 1,614 puntos.

**Evolución del Colcap**  
(Variación % anual, a mayo 5 de 2020)



Fuente: cálculos ANIF con base en bvc.

# ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN

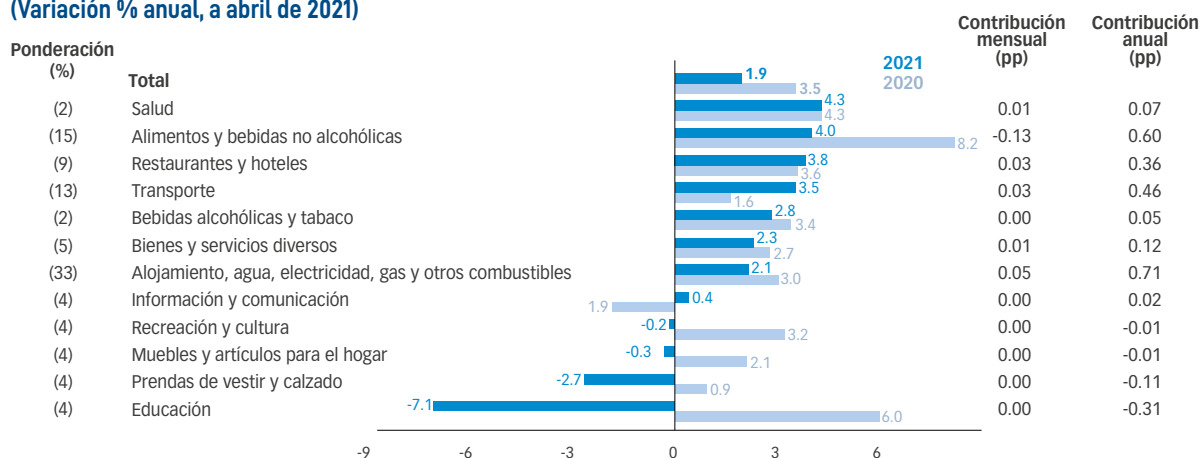
## PRIMER TRIMESTRE 2021

En lo que va del 2021 la inflación se ha ubicado por debajo del rango-meta de largo plazo del Banco de la República (2%-4%). En particular, se tiene que la variación anual del IPC en el primer trimestre del año presentó tres de los valores más bajos en la historia del país (después del 1.49% de noviembre 2020) y que, además, mes a mes fue consistentemente menor que la del mes previo (diciembre 1.61%, enero 1.60%, febrero 1.56% y marzo 1.51%). En abril, sin embargo, la inflación anual vio por primera vez desde diciembre un aumento y presentó

un valor de 1.95%, lo que responde, como veremos en esta sección, a un alza tanto del componente núcleo como el de alimentos.

Esa aceleración anual se explica, principalmente, por los crecimientos de las divisiones de gasto de salud (variación de 4.3%), alimentos y bebidas no alcohólicas (4.0%) y restaurantes y hoteles (3.8%), que contrarrestaron los crecimientos negativos de las divisiones de educación (-7.1%), prendas de vestir y calzado (-2.7%), muebles y artículos para el hogar

### Precios al consumidor por grupo de gasto (Variación % anual, a abril de 2021)



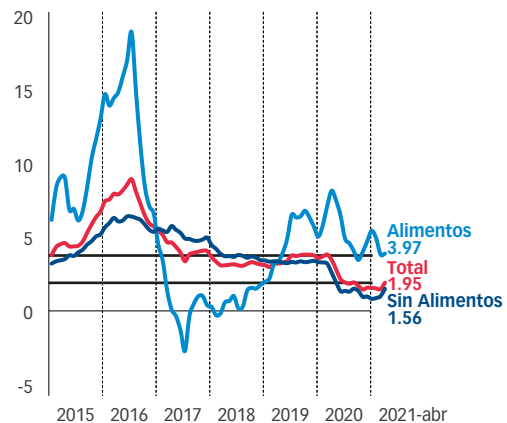
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

(-0.3%) y recreación y cultura (-0.2%). A pesar de eso, de ese análisis todavía se evidencia la baja demanda por bienes semi-durables, lo cual no es de sorprenderse pues la pandemia afectó fuertemente los ingresos de los hogares, haciéndolos cambiar sus patrones de consumo para priorizar bienes de primera necesidad. Eso, además, se confirma por los indicadores de pobreza y empleo, que presentaron resultados bastante desfavorables a lo largo del 2020.

En suma, los choques de demanda y oferta fueron los principales factores determinantes de las variaciones positivas de inflación en los sectores de salud y alimentos y bebidas no alcohólicas. Por un lado, el aumento en la demanda por servicios médicos aumentó no solo el costo de la prestación del servicio sino también el precio de los productos para poder facilitar la atención. Por el otro, de acuerdo con los Boletines Semanales de Precios Mayoristas realizados por el DANE el 23 y 30 de abril, la oferta de alimentos disminuyó, lo que pudo haber ocasionado el alza en los precios. En su conjunto, los datos de inflación por grupos de gasto nos indican que no fue la recuperación de la economía y el consumo lo que impulsó el alza de precios en abril.

En esa línea, la variación anual de los alimentos para el mes de abril se ubicó en 3.97%, mientras que la inflación subyacente (sin alimentos) fue de 1.56%. Si bien esos valores son bajos frente a aquellos de abril 2020 (8.23% y 2.66% respectivamente), cuando se compara con marzo del 2021 se ve un aumento de 0.5pp en la primera y de 0.02pp en la segunda. Pese a esos tímidos aumentos, todo parece indicar que la demanda por bienes que no son de primera necesi-

**Precios al consumidor**  
(Variación % anual, a abril de 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

dad continúa rezagada. Para abril en particular, en este punto confluyen varios factores como las restricciones a la movilidad impuestas con el inicio de la Semana Santa y las marchas y protestas que empezaron en la última semana del mes. Con esto último, en ANIF proyectamos que la variación total del IPC en mayo aumente 0.73pp, cerrando por encima de 2.7%. Más aún, dado el choque en la disponibilidad de alimentos en los principales centros de abasto del país, por las marchas y bloqueos de vías, esperamos que la inflación de alimentos supere el 5%, siendo el componente que más contribuirá al resultado total.

En términos de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República (BR) decidió en su última reunión del 30 de abril, por mayoría de 6 a 1, mantener inalterada su tasa de intervención en 1.75%<sup>2</sup>. Esa decisión tuvo en consideración: (i) la inflación anual hasta marzo (1.51%); (ii) la estabilidad de las expectativas de inflación para el 2021 y 2022, así como su

<sup>2</sup>El voto que se separó de la mayoría fue por una reducción de 25pb.

convergencia hacia la meta de 3%; (iii) la revisión al alza de los pronósticos propios del BR sobre crecimiento para 2021, que pasó de 5.2% a 6.0%; (iv) la debilidad del mercado laboral (TD en marzo fue de 14.2%) y los resultados de pobreza monetaria (42.5% en 2020); (v) las condiciones financieras internacionales que, aunque menos holgadas, siguen siendo favorables y (vi) la incertidumbre frente al ajuste fiscal.

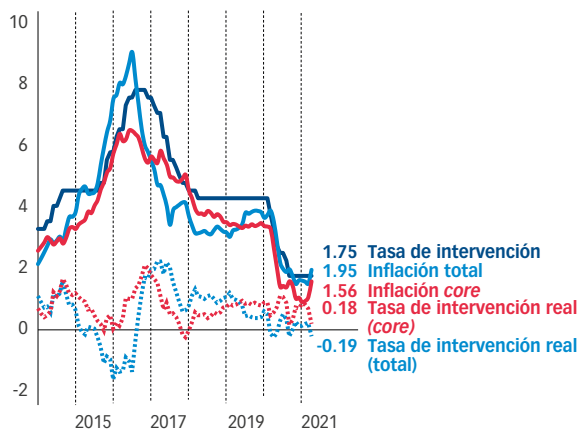
A nuestro parecer hay dos efectos contrarios que debemos monitorear para identificar posibles cambios en las decisiones de política monetaria. Por un lado, se tiene la incertidumbre en cuanto a la recuperación económica, que se deriva de la amenaza por el crecimiento de los contagios y las medidas restrictivas, así como las dudas sobre el futuro de la reforma fiscal. Por otro lado, la acelerada recuperación económica en Estados Unidos (EEUU), como parece ser el caso según las cifras recientemente divulgadas para el primer trimestre de 2021 (6.4%) y el incremento de la inflación (4.15% - variación anual a abril 2021), junto con un aumento en las tasas de interés de mediano y largo plazo en los mercados internacionales. Mientras

que el primer efecto da espacio a un mayor impulso monetario, el segundo pondría presión para incrementar las tasas de interés.

## Perspectivas

Ahora bien, ambos escenarios de proyecciones sobre la tasa de intervención del Banco de la República y de la inflación en Colombia para 2021 y 2022 se encuentran estrechamente relacionados, aunque sujetos a un alto nivel de incertidumbre. Comenzando por el último indicador, desde ANIF se espera que la inflación para 2021 tenga una variación de 2.95%, manteniéndose en el rango meta del Banco y ligeramente por debajo de las expectativas de los analistas (media de 2.84%). A su vez, para 2022 el pronóstico es de 3.08%, también muy cercano al consenso del mercado de 3.13%. Estos resultados obedecen a la recuperación de la producción en el país y el gradual aumento de la demanda por parte de los consumidores, así como un efecto base en el caso del 2021. Nuestro escenario es consistente con una recuperación gradual de la demanda agregada, en la medida en que los hogares recuperen lentamente sus ingresos principalmente por un mercado laboral más dinámico.

**Inflación y tasa de intervención del Banco de la República (% a abril de 2021)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

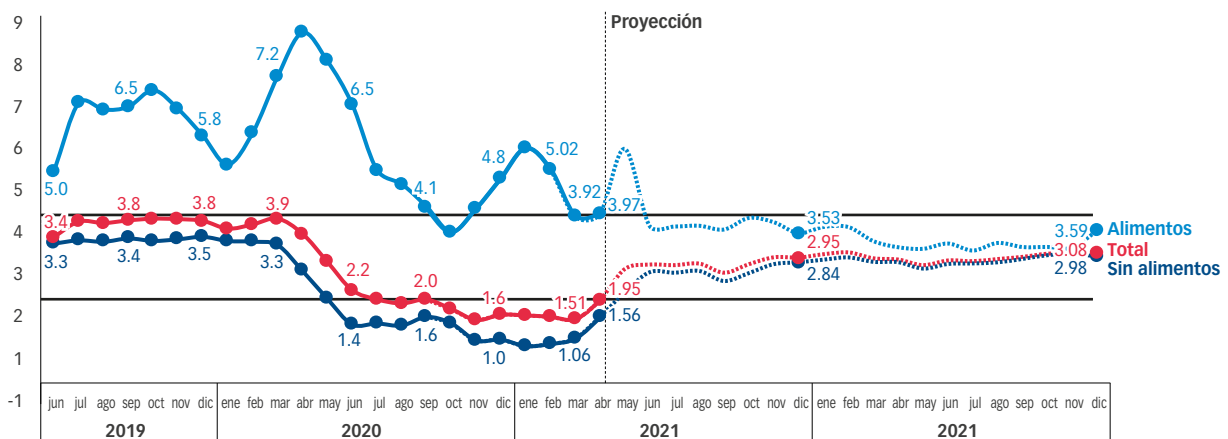
Por otra parte, si bien es cierto que la depreciación observada del peso frente al dólar durante el último mes puede generar presiones al alza en la inflación, se espera que sea transitoria por la coyuntura política que atraviesa el país y vuelva a estabilizarse para los próximos meses. No obstante, no se deben perder de vista las perspectivas que puedan tener las calificadoras de riesgo sobre la economía colombiana y su grado de inversión, factor que aporta el mayor grado de incertidumbre. Sin embargo, al no ha-

ber cambios en estas perspectivas y teniendo en cuenta que el Gobierno está preparando un nuevo proyecto de reforma fiscal, se espera que este factor no afecte en mayor medida la inflación.

Finalmente, desde ANIF se espera que la tasa de intervención del Banco de la República se mantenga inalterada durante los próximos meses debido al comportamiento proyectado de la inflación mencionado anteriormente. En efecto, el comportamiento

en el nivel de precios no parece ser un signo de preocupación, mientras que el crecimiento y el mercado laboral aún no se recuperan al ritmo esperado. Con eso, la tasa de intervención se mantendría en su nivel actual de 1.75% hasta finales del presente año. Por otro lado, para el 2022 esperamos que la tasa de intervención se acerque al 2.75%, manteniendo una política monetaria ligeramente expansiva, consistente con nuestros escenarios de crecimiento y proyecciones de inflación.

**Proyección de inflación a 2021**  
(Variación % anual, a abril de 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en Instituto Nacional de Salud (INS).

# ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FISCAL

## RESULTADOS 2020 Y PERSPECTIVAS

Los datos con corte al cuarto trimestre del 2020 publicados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público han dado elementos para cuantificar el impacto de la emergencia sanitaria y económica que atraviesa el país. Las cifras fiscales del año dan cuenta del esfuerzo en términos de gasto hecho por el ejecutivo para manejar la crisis, al tiempo que recibió menores ingresos.

Para el Sector Público No Financiero (SPNF), el déficit cerró en -7.6% del PIB frente al -2.4% del año anterior, lo que significa un deterioro de 5.2pp. Ese resultado se explica principalmente por el incremento en el déficit del Gobierno General y en el del Sector Público No Modelado (SPNM), pues el balance de las Empresas Públicas se mantuvo relativamente estable frente al registro en el 2019.

### Balance del Sector Público No Financiero al cierre de IV TRIM 2020

|                                    | IV TRIM (\$MM) |                | IV TRIM (% del PIB) |             |
|------------------------------------|----------------|----------------|---------------------|-------------|
|                                    | 2019           | 2020           | 2019                | 2020        |
| <b>I. Gobierno General</b>         | <b>-27.657</b> | <b>-72.172</b> | <b>-2.6</b>         | <b>-7.2</b> |
| Gobierno Central (GC)              | -27.549        | -78.394        | -2.6                | -7.8        |
| Gobierno Nacional Central          | -26.049        | -77.763        | -2.5                | -7.8        |
| Resto del Nivel Central            | -1.500         | -631           | -0.1                | -0.1        |
| Regionales y Locales               | -4.138         | 1.122          | -0.4                | 0.1         |
| Administraciones Centrales         | -4.217         | 2.966          | -0.4                | 0.3         |
| Resto del Nivel Regional y Local   | 80             | -1.844         | 0.0                 | -0.2        |
| Seguridad Social                   | 4.029          | 5.100          | 0.4                 | 0.5         |
| Salud                              | 326            | 159            | 0.0                 | 0.0         |
| Pensiones                          | 3.703          | 4.941          | 0.3                 | 0.5         |
| <b>II. Empresas Públicas</b>       | <b>-574</b>    | <b>-1.957</b>  | <b>-0.1</b>         | <b>-0.2</b> |
| Nivel Nacional                     | -166           | 39             | 0.0                 | 0.0         |
| Nivel Local                        | -408           | -1.995         | 0.0                 | -0.2        |
| <b>III. SPNM</b>                   | <b>2.639</b>   | <b>-1.857</b>  | <b>0.2</b>          | <b>-0.2</b> |
| <b>Balance Total 1</b>             | <b>-25.593</b> | <b>-75.985</b> | <b>-2.4</b>         | <b>-7.6</b> |
| <b>Balance primario del SPNF 2</b> | <b>5.690</b>   | <b>-52.473</b> | <b>0.5</b>          | <b>-5.2</b> |
| <b>Balance primario del SPNF</b>   | <b>7.560</b>   | <b>-45.486</b> | <b>0.7</b>          | <b>-4.5</b> |

\* Cifras preliminares. 1. La discrepancia estadística para el SPNF fue de 0.8% del PIB para 2020, al restarle las amortizaciones realizadas durante 4T2020 de la operación de sustitución pasivos (\$2.432 mm), las amortizaciones de pasivos no explícitos de vigencias previas por subsidios de energía y gas (\$2.426 mm) y bonos pensionales (\$3.590 mm), se obtiene una discrepancia estadística de \$470 mm (0.05% del PIB). Para más información sobre esta discrepancia metodológica, por favor, consultar el Anexo 1. 2. De acuerdo con el artículo 2 de la Ley 819 de 2003, se descuenta \$1.869mm y \$6.986 mm del balance del SPNF por transferencias de utilidades del Banco de la República giradas al GNC y registradas como ingreso fiscal durante 2019 y 2020, respectivamente.

Fuente: elaboración ANIF con base en Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

### Balance del Gobierno Nacional Central al IV trimestre de 2020

|                         | IV TRIM (\$MM) |                | IV TRIM (% del PIB) |             |
|-------------------------|----------------|----------------|---------------------|-------------|
|                         | 2019           | 2020           | 2019                | 2020        |
| <b>Ingresos totales</b> | <b>171.861</b> | <b>152.568</b> | <b>16.2</b>         | <b>15.2</b> |
| Tributarios             | 148.418        | 130.763        | 14.0                | 13.0        |
| No tributarios          | 1.477          | 1.658          | 0.1                 | 0.2         |
| Fondos especiales       | 1.481          | 1.414          | 0.1                 | 0.1         |
| Recursos de capital     | 20.485         | 18.733         | 1.9                 | 1.9         |
| <b>Gastos totales</b>   | <b>197.910</b> | <b>230.332</b> | <b>18.7</b>         | <b>23.0</b> |
| Intereses               | 30.800         | 28.337         | 2.9                 | 2.8         |
| Funcionamiento**        | 148.772        | 181.696        | 14.0                | 18.1        |
| Inversión**             | 18.511         | 20.393         | 1.7                 | 2.0         |
| Préstamo neto           | -174           | -94            | 0.0                 | 0.0         |
| <b>Balance total</b>    | <b>-26.049</b> | <b>-77.763</b> | <b>-2.5</b>         | <b>-7.8</b> |
| <b>Balance primario</b> | <b>4.752</b>   | <b>-49.427</b> | <b>0.4</b>          | <b>-4.9</b> |

\*Cifras preliminares

\*\* El gasto de funcionamiento e inversión incluye pagos y deuda flotante.

Fuente: elaboración ANIF con base en Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

A su vez, el deterioro del balance del Gobierno General (-7.2% del PIB vs. -2.6% en el 2019) se asocia con el déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) que cerró en -7.8% del PIB en el año de referencia, 5.3pp más alto que el del 2019. El incremento se explica tanto por una caída en los ingresos de 1 punto porcentual del PIB, como por un marcado aumento en los gastos (4.3 puntos). Cabe decir que el balance tuvo un menor deterioro al esperado inicialmente por el gobierno, puesto que las proyecciones del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) estipulaban que cerraría en -8.2% del PIB.

Por su parte, el balance primario pasó a terreno negativo, con -4.9% del PIB (desde 0.4% en 2019). Este último dato da cuenta de la preocupante situación fiscal que atraviesa el país. Lo que nos dice, en últimas, es que el gobierno central no tiene recursos suficientes para atender sus gastos estructurales.

Ahora, el menor déficit del GNC en el 2020 (frente a las proyecciones del MFMP) no significa un retorno más rápido a la senda de la Regla Fiscal. Al contrario, el Ministerio prevé que el balance para el 2021 sería de -8.6% del PIB, significativamente superior a lo proyectado en el MFMP (-5.1% del PIB). En ANIF esperamos que las finanzas públicas se deterioren aún más, con un déficit del GNC cercano al -9% para este año y de -6.3% para el 2022.

### Perspectivas fiscales de largo plazo: necesidades crecientes de gasto e ingresos deficientes

Durante gran parte de su historia, sobre todo de las últimas décadas, la estructura fiscal colombiana se ha caracterizado por tener varias limitaciones que ponen de presente la importancia de llevar a cabo una reforma profunda. El sistema actual es de muy



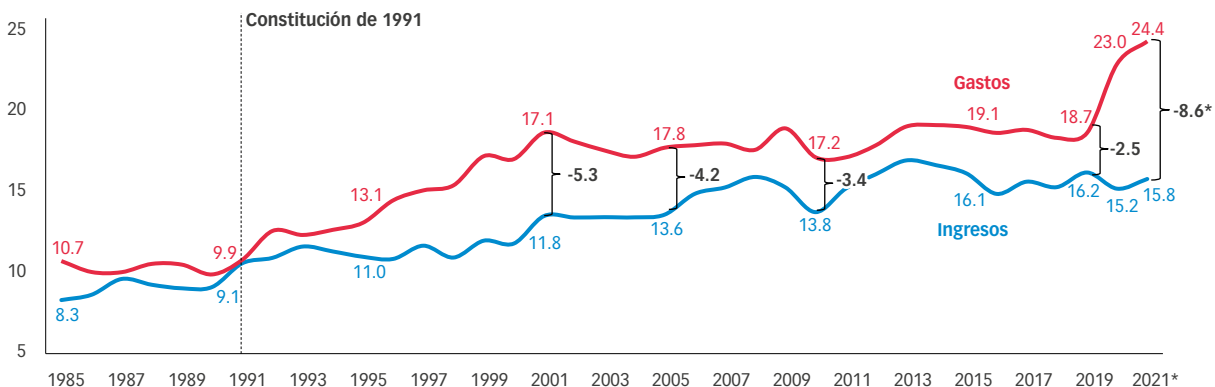
bajo recaudo, tanto en términos absolutos (no es suficiente para financiar necesidades actuales), como relativos (comparándolo con el nivel de ingreso otros países). Así mismo, se caracteriza por tener una mayor carga tributaria para las personas jurídicas, contrario a lo que sucede en la mayoría de los países del mundo y contrario, también, a lo que aconseja la teoría económica.

El recaudo tributario del Gobierno Nacional Central (GNC) en el 2019, antes de la llegada del virus, alcanzó tan sólo 14 puntos del PIB. De ese recaudo, 5.8 puntos corresponden al IVA, 6.4 al impuesto de renta y 1.8 a otros impuestos. Una de las características principales de la situación fiscal del país es que los gastos del Gobierno Central han sido mayores a sus ingresos a lo largo de varias décadas (déficit estructural) y, particularmente, desde 1991. Es decir que el recaudo no es suficiente para cubrir las crecientes necesidades del Estado. Nos quedamos cortos para financiar un gasto en el que, en especial su componente social, ha crecido mucho en los últimos 30 años. El déficit promedio desde 1991 hasta el 2019 fue de 3.01% del PIB. Sin embargo, en el 2020, a raíz

de la pandemia, alcanzamos un déficit de 6 puntos del PIB, con corte al tercer trimestre. Se espera que al cierre del año esa cifra llegue a 9% del PIB. En tan solo un año el déficit casi que se multiplicó por cuatro, pues en 2019, había sido de 2.5 puntos del PIB. Ese aumento del déficit se debió fundamentalmente a la abrupta caída de los ingresos del Gobierno Central y a un incremento en los gastos.

El panorama a futuro no es el más alentador, si se consideran las necesidades crecientes de gasto. Al analizar el presupuesto de inversión y funcionamiento, se pudo ver que las prioridades de gasto están en el sistema de salud, la educación, la defensa, el sistema pensional y la inclusión social. Sectores que demandan cada día más inversión y no hay evidencia de que esas necesidades vayan a caer en el futuro. Es importante recalcar que si tenemos en cuenta los recursos que están por fuera del presupuesto, el gasto en salud es el más importante, de lejos. Así mismo, el gasto del sistema pensional sigue creciendo, a causa de los subsidios implícitos del Régimen de Prima Media (RPM), que son muy cuantiosos (cerca de 3% del PIB) y que no favorecen a las personas de menores ingresos.

**Ingresos y Gasto del Gobierno Central  
(% del PIB, 1985-2021\*)**



\*2021: proyección Ministerio de Hacienda y Crédito Público  
Fuente: Elaboración ANIF con base en MHCP y Banco de la República.

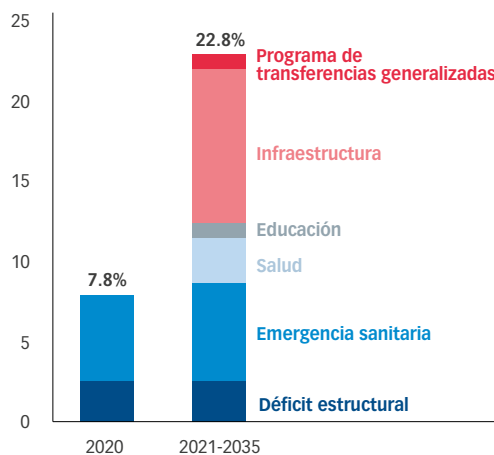
Con todo lo anterior, el país ha arrastrado un déficit estructural<sup>3</sup> (los ingresos siempre han estado por debajo de los gastos) que, de entrada, supone la necesidad de generar mayores recursos, incluso en un escenario sin pandemia. Ahora bien, si a esas necesidades estructurales (2-2.5% del PIB) le sumamos las nuevas, generadas por la pandemia, estaríamos hablando de necesidades por el orden de 9% del PIB

De acuerdo con nuestros cálculos, en los próximos 10-15 años, surgirán necesidades de gasto adicionales que traerán el sector salud, la educación, la infraestructura y las nuevas necesidades de política social, que estimamos serían del orden de 15 puntos del PIB. En salud, el envejecimiento de la población, el cambio tecnológico y la demanda por más y mejores servicios serán las variables que generarán presión

fiscal en el mediano y largo plazo del orden de 4-5 puntos del PIB adicionales (este número lo sacamos de un modelo muy detallado que desarrollamos para el gasto en salud hasta 2037).

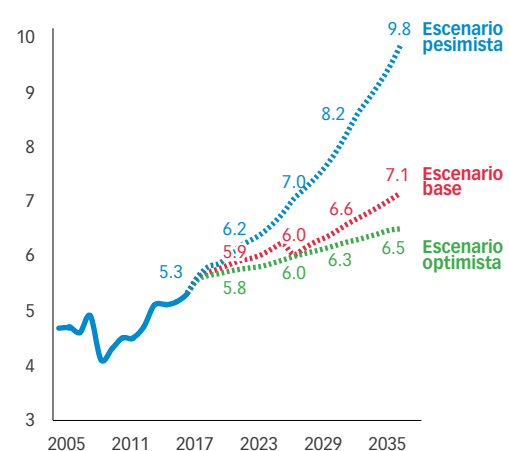
Por su parte, en educación, la implementación de la jornada continua y la ampliación de la gratuidad, las mejoras requeridas en calidad, así como los compromisos con la financiación de la educación superior, serán los principales aspectos que guiarán el gasto y las necesidades a futuro. Para modernizar el país se requiere una apuesta importante en infraestructura, finalizar las obras de 4G y la primera y segunda ola de obras 5G que actualmente están en estructuración. Finalmente, la necesidad de una política social amplia que parta de recomponer buena parte del gasto social actual también demandará nuevos recursos. En

**Necesidades de recursos para los próximos 10-15 Años (% del PIB)**



Nota: según el MFMP para el período 2021-2048 se comprometieron un total de 9.5% del total del PIB 2020 para el sector transporte y los programas de vivienda, con lo cual, se asegura la apuesta del Estado para el desarrollo de la infraestructura en el país  
Fuente: cálculos ANIF.

**Proyecciones de gasto del aseguramiento en salud (% del PIB)**



Fuente: cálculos ANIF.

<sup>3</sup>El déficit estructural corresponde a la diferencia entre los ingresos y gastos del Gobierno Nacional, ajustados por efectos del ciclo económico, por los efectos extraordinarios y transitorios de la actividad minero-energética y por los demás efectos cíclicos.

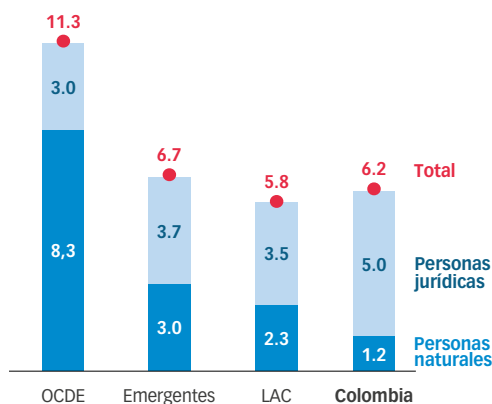
resumen, las necesidades totales podrían llegar a sumar alrededor de 23% del PIB para los próximos 15 años, incluyendo el déficit estructural y el que se generó este año como consecuencia de la pandemia.

Otro de los problemas con la estructura tributaria se deriva del hecho de que la carga tributaria del impuesto de renta recae desproporcionadamente sobre las personas jurídicas y no tanto en las personas naturales. Específicamente, el 80% del recaudo total corresponde a personas jurídicas y tan solo el 20% a personas naturales. Esa proporción es inversa a lo que sucede en la mayoría de los países del mundo, en especial los de mayor nivel de desarrollo. Ese desequilibrio, dicho sea de paso, es un claro desincentivo a la generación de empleo y a la inversión, lo que es problemático para una economía con una tasa de desempleo estructural alta y un segmento informal cercano al 50%.

El corolario de esto es, por supuesto, que el número de personas naturales contribuyentes al impuesto de renta es muy pequeño (una base estrecha). En efecto, tan solo 3.4 millones de personas declaran renta cada año, mientras que cerca de 1.6 millones efectivamente se ven obligados a pagar el impuesto. Sin lugar a duda, esa cifra es muy baja si se tiene en cuenta que en el país hay cerca de 22 millones de personas ocupadas.

Se podría decir, entonces, que el esquema tributario actual parte de la invisibilidad económica de millones de personas, hecho que se traduce en que la carga tributaria a las personas naturales que sí pagan termine siendo muy alta. Adicionalmente, la imposibilidad de recaudar un mayor monto por impuesto de renta a personas naturales ha significado una dependencia cada vez mayor del IVA, que es sumamente regresivo y distorsionante.

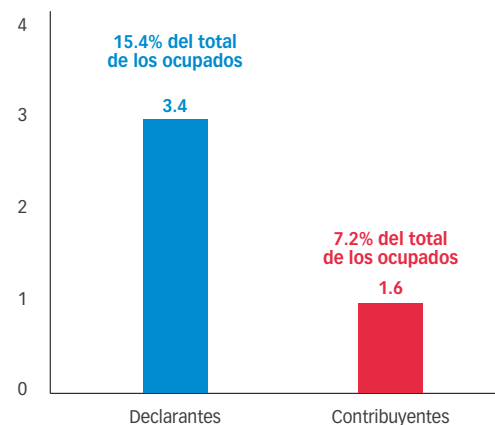
**Recaudo Tributario por sujeto gravado  
(% del PIB)**



Nota: último dato comparable.

Fuente: MHCP. "Exposición de Motivos del proyecto de Ley de reforma fiscal" con base en "OECD Revenue Statistics 2020".

**Personas naturales que  
declaran ingresos y pagan impuesto de renta  
(Millones, 2019)**



Nota: Datos de ocupados DANE (GEIH 2019).

Fuente: DIAN y MHCP.

# RESULTADOS DE LA CUENTA CORRIENTE

## AL CUARTO TRIMESTRE DE 2020

La cuenta corriente del país registró un déficit de 4.1% del PIB durante el cuarto trimestre de 2020 (equivalente a -US\$3.114 millones), lo que representa un aumento de 0.2pp respecto al déficit de -3.9% del PIB presentado un año atrás (-US\$3.279 millones). Con eso, el déficit de cuenta corriente en 2020 se ubicó en -3.3% del PIB (-US\$9.083 millones), frente al -4.4% del PIB registrado en 2019 (-US\$14.285 millones).

El déficit de la cuenta se explica por los balances deficitarios de la balanza comercial de bienes y servicios, así como por el rubro de renta de los factores. Los cuales fueron parcialmente compensados por el superávit registrado en las transferencias corrientes. Como se señaló antes, el déficit presentado resulta ser menor al observado un año atrás (-1.1pp), es decir en 2019. Eso se explica por la conjugación de la contracción del PIB nominal (0.2pp) y el efecto que la depreciación del peso generó en el PIB nominal medido en dólares (0.3pp), lo que contrarrestó parcialmente la reducción del déficit corriente en dólares (1.6pp). En términos de los rubros, el menor déficit se deriva de la caída en los egresos de la renta factorial (-46.7%) y del déficit de la balanza comercial de bienes (-6.3%), mientras que la balanza de servicios (+1.8%) y los in-

gresos por transferencias corrientes presentaron crecimientos (0.2%).

Ahora bien, el déficit de la cuenta corriente para el período enero-diciembre de 2020 se compuso de la siguiente forma: (i) el déficit de la balanza comercial (-US\$7.918 millones), equivalente al -2.9% del PIB (vs. -2.6% del PIB presentado un año atrás); (ii) el déficit en la renta de los factores (-US\$5.386 millones), correspondiente al -2.0% del PIB (vs. -3.1% del PIB); y (iii) el superávit en las transferencias corrientes (US\$ 8.724 millones), el cual se ubicó en el 3.2% del PIB (vs. 2.7% del PIB).

Al interior de la balanza comercial, las exportaciones se contrajeron un 21.0% anual en 2020, hacia niveles de US\$33.481 millones (vs. US\$42.368 millones un año atrás). Ese deterioro obedeció a una contracción generalizada de las exportaciones, que obedecen a las menores ventas de petróleo y sus derivados, de carbón, productos industriales, ferrometálicos y flores. En contraste, se observaron crecimientos en las exportaciones de oro no monetario, café y banana. Cabe señalar que la caída en las ventas de crudo (-38.6% precio de exportación y -10.5% en el volu-

men exportado), carbón (-22.2% y -4.7%) y ferroníquel (-9.2% y -10.4%) fue el resultado de la disminución en los precios de exportación y el volumen exportado. Por su parte, el incremento en las ventas de oro monetario fue impulsado por el aumento en el precio y el volumen de exportación (27.1% y 32.2%). En cuanto a las ventas externas de café, el alza fue el resultado del incremento del precio de exporta-

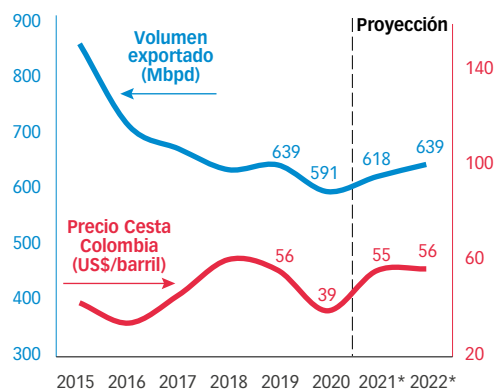
ción (16.7%), en tanto el volumen exportado presentó disminuciones (-7.7%). En cuanto a las importaciones, la contracción experimentada (-18.5%) fue generalizada a lo largo de 2020, llegando a US\$41.400 millones (vs. US\$50.818 millones, un año atrás). En este resultado las mayores caídas se observaron en la importación de insumos y bienes de capital para la industria (-13.0%), la adquisición de combustibles

**Balanza de pagos  
(US\$ millones)**

|                                                       | 2018<br>Ene-dic | 2019<br>Ene-dic | 2020<br>Ene-dic |
|-------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Cuenta Corriente</b>                               | <b>-13.634</b>  | <b>-14.285</b>  | <b>-9.083</b>   |
| %PIB                                                  | -4.1            | -4.4            | -3.3            |
| <b>Bienes y servicios</b>                             | <b>-9.501</b>   | <b>-12.876</b>  | <b>-12.421</b>  |
| %PIB                                                  | -2.8            | -4.0            | -4.6            |
| Bienes (Balanza Comercial)                            | -5.144          | -8.451          | -7.918          |
| %PIB                                                  | -1.5            | -2.6            | -2.9            |
| Exportaciones                                         | 44.440          | 42.368          | 33.481          |
| Importaciones                                         | 49.584          | 50.818          | 41.400          |
| Servicios                                             | -4.357          | -4.425          | -4.503          |
| %PIB                                                  | -1.3            | -1.4            | -1.7            |
| <b>Ingreso Primario (Renta de los factores)</b>       | <b>-11.776</b>  | <b>-10.114</b>  | <b>-5.386</b>   |
| %PIB                                                  | -3.5            | -3.1            | -2.0            |
| <b>Ingreso Secundario (Transferencias corrientes)</b> | <b>7.643</b>    | <b>8.704</b>    | <b>8.724</b>    |
| %PIB                                                  | 2.3             | 2.7             | 3.2             |
| Remesas de trabajadores                               | 6.321           | 6.733           | 6.853           |
| <b>Cuenta de Capital y Financiera</b>                 | <b>12.559</b>   | <b>13.240</b>   | <b>8.092</b>    |
| %PIB                                                  | 3.8             | 4.1             | 3.0             |
| <b>Inversión Directa</b>                              | <b>6.409</b>    | <b>11.095</b>   | <b>5.724</b>    |
| %PIB                                                  | 1.9             | 3.4             | 2.1             |
| Inversión Extranjera Directa                          | 11.535          | 14.314          | 7.690           |
| %PIB                                                  | 3.4             | 4.4             | 2.8             |
| <b>Inversión de cartera</b>                           | <b>-1.297</b>   | <b>-250</b>     | <b>1.346</b>    |
| %PIB                                                  | -0.4            | -0.1            | 0.5             |
| Activos                                               | 1.646           | 541             | 6.169           |
| Pasivos                                               | 349             | 291             | 7.515           |
| <b>Otra Inversión</b>                                 | <b>8.656</b>    | <b>5.812</b>    | <b>4.843</b>    |
| %PIB                                                  | 2.6             | 1.8             | 1.8             |
| <b>Derivados Financieros</b>                          | <b>-21</b>      | <b>-84</b>      | <b>507</b>      |
| %PIB                                                  | 0.0             | 0.0             | 0.2             |
| <b>Variación activos externos *</b>                   | <b>-1.187</b>   | <b>-3.333</b>   | <b>-4.328</b>   |
| %PIB                                                  | -0.4            | -1.0            | -1.6            |
| <b>Saldo de Reservas Internacionales Nestas</b>       | <b>48.393</b>   | <b>53.167</b>   | <b>59.031</b>   |
| %PIB                                                  | 14.5            | 16.4            | 21.7            |

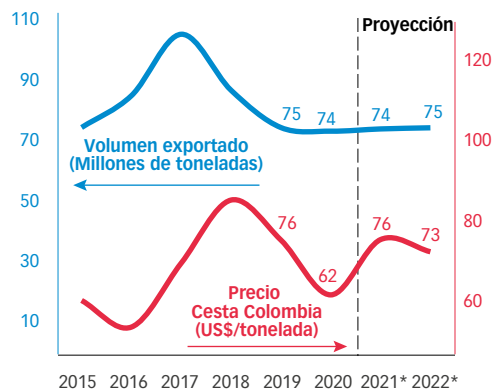
\*Variación (+) de los activos externos se presenta con signo (-).  
Fuente: elaboración ANIF con base en Banco de la República.

**Volumen exportado de petróleo y precio de la Cesta Colombia (Mbpd, US\$/baril)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Volumen exportado de carbón y precio de la Cesta Colombia (Millones de toneladas, US\$/tonelada)**



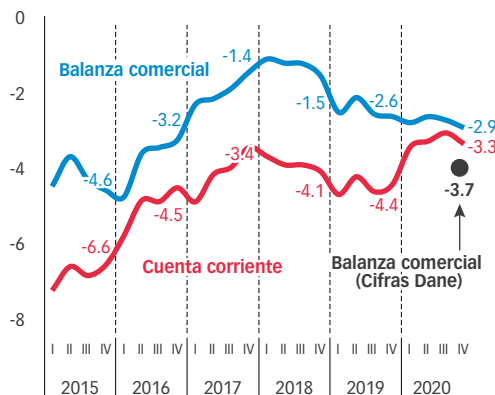
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

y lubricantes (-49.9%), bienes de consumo (-15.5%) y equipo de transporte (-31.1%).

El menor déficit de la renta de los factores se explica principalmente por la disminución en los egresos por las utilidades vinculadas a las Inversión Extranjera Directa (IED) en Colombia, seguido por los pagos de crédito externos y la renta asociada a la inversión de cartera. En cuanto a las utilidades de la IED las mayores caídas se presentaron en las empresas que operan en los sectores de explotación petrolera, servicios financieros y empresariales, transporte y comunicaciones, industrias manufactureras y minas y cantera. Sin embargo, la contracción en las utilidades fue el resultado de la reducción experimentada en todos los sectores.

Las transferencias corrientes, por su parte, experimentaron un crecimiento de 0.2% frente al superávit registrado en 2019. Lo anterior se debe al incremento de los ingresos por remesas de trabajadores (1.8% anual) provenientes de Estados Unidos. Así mismo, se registró una contracción de 10.0% anual en los egresos por transferencias al exterior.

**Cuenta corriente y balanza comercial acumulada (% del PIB)**



Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República y DANE.

## Perspectivas

De esta forma, la conjugación de distintos factores, la depreciación del peso, la contracción de la economía, el cese a las actividades económicas como resultado de las medidas de aislamiento, la menor capacidad de consumo de los hogares ante la pérdida de ingresos laborales, así como el incremento en la deuda pública, resultado del crédito otorgado por el Fondo

Monetario Internacional, se tradujeron en un menor déficit de la cuenta corriente en 2020. De cara a 2021, el escenario de reactivación económica nacional e internacional, apalancado por la existencia de las vacunas contra el virus, nos lleva a pronosticar un déficit de cuenta corriente de 3.5% del PIB (equivalente a -US\$10.450 millones). Ahí el pleno desarrollo de las actividades económicas, la recuperación del empleo y las menores restricciones en los intercambios internacionales han de jugar un papel clave. No obstante, la estabilidad política, económica y social de Colombia será un factor decisivo en la consolidación de un mejor escenario.

Bajo ese panorama, el déficit de cuenta corriente obedecería, principalmente, a la reducción en el peso por-

centual de la balanza comercial en el PIB (-2.8% del PIB en 2021 vs. -2.9% del PIB en 2020) y de las transferencias corrientes (2.9% del PIB vs. 3.2% del PIB), los cuales serían contrarrestado por el mayor peso porcentual de la renta de los factores (-2.4% del PIB vs. -2.0% del PIB).

Ahora, para 2022 se prevé un incremento en el valor del déficit de la cuenta corriente hacia -US\$11.420 millones, con lo cual el peso porcentual del déficit se ubicaría en -3.6% del PIB. Ese resultado va de la mano del crecimiento de la economía de 3.6% proyectado por ANIF, la apreciación del peso frente al dólar (proyección de \$3.585 promedio para 2021, correspondiente a una apreciación de 1.8%). Cabe decir que la articulación de esta proyección depende de los resultados electorales y la estabilidad del país.

**Proyección de la cuenta corriente**  
(US\$ millones; % del PIB)

|                            | 2018           | 2019           | 2020          | 2021*          | 2022*          |
|----------------------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>Cuenta Corriente</b>    | <b>-13.634</b> | <b>-14.285</b> | <b>-9.083</b> | <b>-10.450</b> | <b>-11.420</b> |
| <b>% del PIB</b>           | <b>-4.1</b>    | <b>-4.4</b>    | <b>-3.3</b>   | <b>-3.5</b>    | <b>-3.6</b>    |
| Bienes y Servicios         | -9.501         | -12.876        | -12.421       | -12.000        | -11.500        |
| <b>% del PIB</b>           | <b>-2.8</b>    | <b>-4.0</b>    | <b>-4.6</b>   | <b>-4.1</b>    | <b>-3.6</b>    |
| Bienes (Balanza Comercial) | -5.144         | -8.451         | -7.918        | -8.400         | -8.100         |
| <b>% del PIB</b>           | <b>-1.5</b>    | <b>-2.6</b>    | <b>-2.9</b>   | <b>-2.8</b>    | <b>-2.5</b>    |
| Renta de los factores      | -11.776        | -10.114        | -5.386        | -7.100         | -8.200         |
| <b>% del PIB</b>           | <b>-3.5</b>    | <b>-3.1</b>    | <b>-2.0</b>   | <b>-2.4</b>    | <b>-2.6</b>    |
| Transferencias             | 7.643          | 8.704          | 8.724         | 8.650          | 8.280          |
| <b>% del PIB</b>           | <b>2.3</b>     | <b>2.7</b>     | <b>3.2</b>    | <b>2.9</b>     | <b>2.6</b>     |

\*Proyectado.

Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

# RESULTADOS DE LA CUENTA DE CAPITALES AL CUARTO TRIMESTRE DE 2020

En el cuarto trimestre de 2020, el déficit en cuenta corriente, que se analizó en el apartado anterior, se fondeó con un superávit en la cuenta de capitales de 3.3% del PIB (equivalentes a US\$ 2.509 millones), inferior en 0.1pp al superávit registrado un año atrás que fue de 3.4% del PIB (US\$2.845 millones). Con eso, en 2020 el superávit de la cuenta de capitales sumó US\$8.092 millones, correspondientes al 3.0% del PIB, lo que representa una caída frente a los US\$13.240 millones registrados en 2019 (equivalentes a 4.1% del PIB).

El desempeño de la cuenta de capitales durante 2020 se explica por el incremento de los ingresos de capital extranjero (US\$23.492 millones vs. US\$17.033 millones un año atrás), en las salidas de capital colombiano hacia el exterior (US\$11.579 millones vs. US\$376 millones) y en la adquisición de derivados financieros que resultó en un aumento en el pago de no residentes a residentes por este concepto (-US\$507 millones vs. US\$84 millones). De igual forma, se registró un incremento de las reservas internacionales por un valor de US\$4.328 millones.

## Proyección de la cuenta de capitales (US\$ millones; % del PIB)

|                                             | 2018          | 2019          | 2020          | 2021*         | 2022*         |
|---------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Cuenta de capital y financiera</b>       | <b>12.559</b> | <b>13.240</b> | <b>8.092</b>  | <b>10.445</b> | <b>11.515</b> |
| <b>% del PIB</b>                            | <b>3.8</b>    | <b>4.1</b>    | <b>3.0</b>    | <b>3.5</b>    | <b>3.6</b>    |
| Inversión directa                           | 6.409         | 11.095        | 5.724         | 7.180         | 8.100         |
| <b>% del PIB</b>                            | <b>1.9</b>    | <b>3.4</b>    | <b>2.1</b>    | <b>2.4</b>    | <b>2.5</b>    |
| Inversión Extranjera Directa                | 11.535        | 14.314        | 7.690         | 9.500         | 11.000        |
| <b>% del PIB</b>                            | <b>3.4</b>    | <b>4.4</b>    | <b>2.8</b>    | <b>3.2</b>    | <b>3.4</b>    |
| Inversión de cartera                        | -1.297        | -250          | 1.346         | 2.150         | 1.000         |
| <b>% del PIB</b>                            | <b>-0.4</b>   | <b>-0.1</b>   | <b>0.5</b>    | <b>0.7</b>    | <b>0.3</b>    |
| Otra inversión                              | 8.656         | 5.812         | 4.843         | 4.500         | 3.900         |
| <b>% del PIB</b>                            | <b>2.6</b>    | <b>1.8</b>    | <b>1.8</b>    | <b>1.5</b>    | <b>1.2</b>    |
| Activos de Reservas                         | 1.187         | 3.333         | 4.328         | 3.500         | 1.500         |
| <b>% del PIB</b>                            | <b>0.4</b>    | <b>1.0</b>    | <b>1.6</b>    | <b>1.2</b>    | <b>0.5</b>    |
| <b>Saldo Reservas Internacionales Netas</b> | <b>48.393</b> | <b>53.167</b> | <b>59.031</b> | <b>62.531</b> | <b>64.031</b> |
| <b>% del PIB</b>                            | <b>14.5</b>   | <b>16.4</b>   | <b>21.7</b>   | <b>21.2</b>   | <b>20.0</b>   |

\* Proyectado.

Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.



Por componentes sobresalen los flujos de: (i) inversión directa (US\$5.724 millones), equivalentes al 2.1% del PIB (vs. 3.4% del PIB en 2019); (ii) inversión de cartera (US\$1.346 millones), correspondientes al 0.5% del PIB (vs. -0.1 del PIB); y (iii) “otras inversiones” (US\$4.843 millones), equivalentes a 1.8% del PIB (vs. 1.8% del PIB). Todo eso es consistente con acumulaciones de Reservas Internacionales Brutas por US\$4.328 millones (1.6% del PIB) en 2020, con un saldo neto de RIN (Reservas Internacionales Netas) de US\$59.039 (21.7% del PIB).

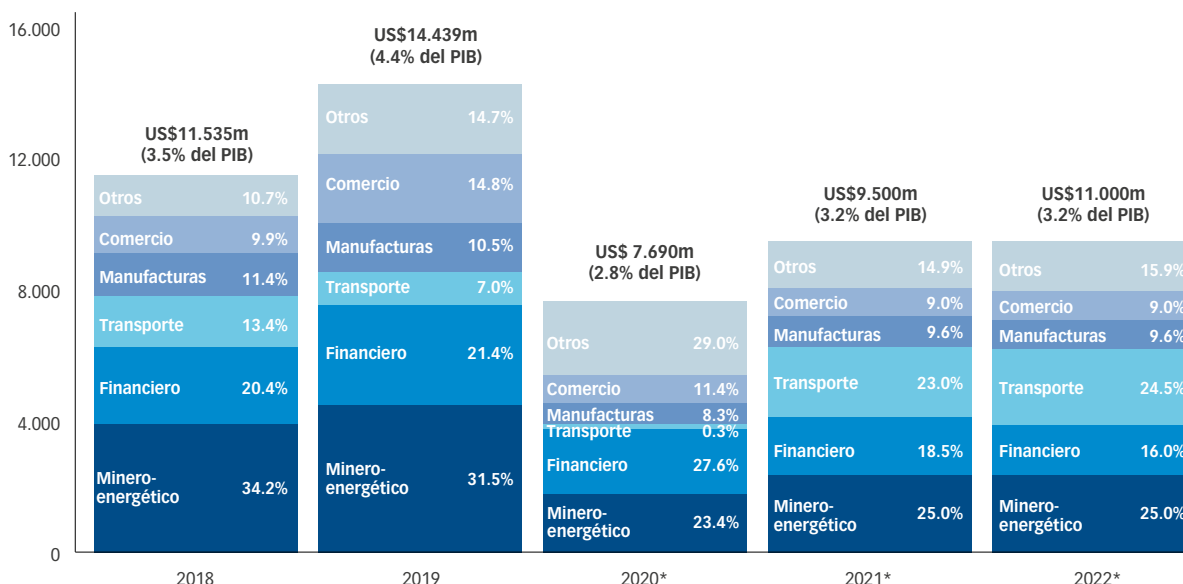
Al interior del rubro de inversión directa, la Inversión Extranjera Directa (IED) bordeó los US\$7.690 millones correspondientes al 2.8% del PIB, monto menor en un 46.3% al registrado en el 2019 como un todo. Por actividad económica, los servicios financieros fueron los que mayor IED registraron (28% del total), seguidos por

minería y petróleo (23%), comercio y hoteles (11%), electricidad (10%) e industria manufacturera (8%).

## Perspectivas

Los mencionados déficits externos nos llevan a pronosticar un superávit de la cuenta de capitales de 3.6% del PIB para el año 2021 (vs. 3.0% del PIB en 2020), incluyendo los activos de reserva. En esa línea proyectamos una recomposición en cuento a los flujos de: (i) IED neta, que pasaría de 2.1% del PIB en 2020 al 2.5% del PIB en 2021 (US\$7.500 millones); (ii) inversión de cartera, que aumentaría del 0.5% del PIB en 2020 hacia un 0.7% del PIB en 2021 (US\$2.150 millones); y (iii) otras inversiones, que registrarían una reducción del 1.8% del PIB en 2020 al 1.5% del PIB en 2021 (US\$4.500 millones).

**Inversión Extranjera Directa en Colombia**  
(US\$ millones, % del total)



\* Proyectado

Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

Ese panorama es consistente con un escenario de expansión de Reservas Internacionales Brutas, por un valor de US\$3.500 millones, lo que dejaría al país con un saldo total de US\$62.531 millones (21.2% del PIB) en 2021. De cara a 2022, se prevé

superávit en la cuenta de capitales de 3.6% del PIB (-US\$11.515 millones), con acumulaciones de Reservas Internacionales Netas (RIN) equivalentes al 0.5% del PIB, contabilizando un saldo total de US\$64.031 millones.

**Inversión Extranjera Directa (IED) en Colombia  
(US\$ millones)**

| Sector                           | 2018          | 2019          | 2020*        | 2021*        | 2022*         |
|----------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| Minero-energético                | 3.941         | 4.512         | 1.797        | 2.376        | 2.376         |
| Manufacturas                     | 1.310         | 1.499         | 642          | 912          | 912           |
| Comercio                         | 1.146         | 2.125         | 879          | 855          | 855           |
| Financiero                       | 2.358         | 3.060         | 2.119        | 1.758        | 1.521         |
| Transporte                       | 1.550         | 1.008         | 21           | 2.186        | 2.328         |
| Otros                            | 1.231         | 2.109         | 2.231        | 1.412        | 1.511         |
| <b>IED Bruta</b>                 | <b>11.535</b> | <b>14.314</b> | <b>7.690</b> | <b>9.500</b> | <b>11.000</b> |
| <b>% PIB</b>                     | <b>3.5%</b>   | <b>4.4%</b>   | <b>2.8%</b>  | <b>3.2%</b>  | <b>3.4%</b>   |
| Inv. colombiana en el extranjero | 5.126         | 3.219         | 1.966        | 2.000        | 2.001         |
| <b>IED Neta</b>                  | <b>6.409</b>  | <b>11.095</b> | <b>5.724</b> | <b>7.500</b> | <b>8.999</b>  |
| <b>% PIB</b>                     | <b>1.9%</b>   | <b>3.4%</b>   | <b>2.1%</b>  | <b>2.5%</b>  | <b>2.8%</b>   |

\*Proyectado.

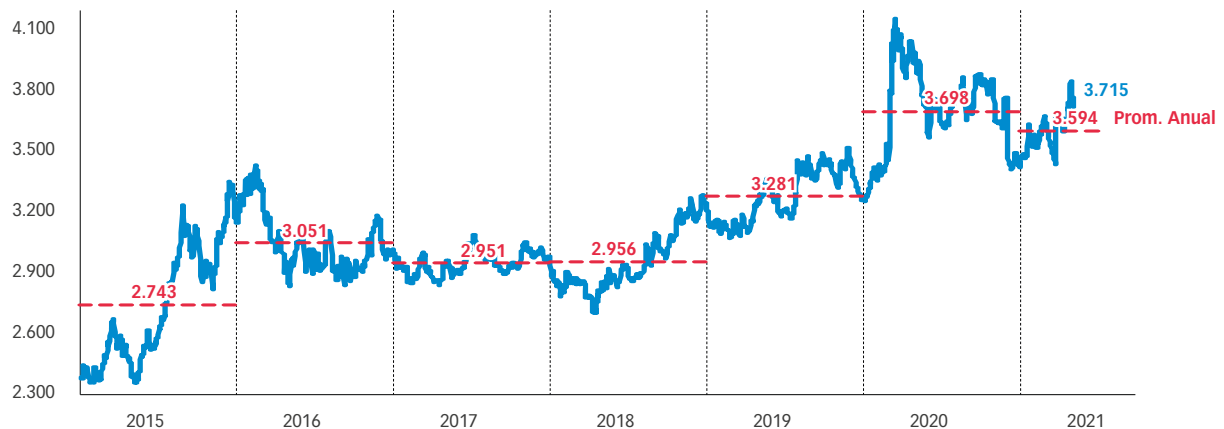
Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

# TASA DE CAMBIO

Consecuente con la tendencia que vimos a lo largo de 2020, la tasa representativa del mercado (TRM) se mostró muy volátil en los primeros meses de 2021. Durante la primera semana de enero la TRM llegó a tener niveles mínimos cercanos a los \$3.421 pesos, muy diferente de los valores de la primera semana de mayo, cuando se aproximó a los \$3.846 pesos. No obstante,

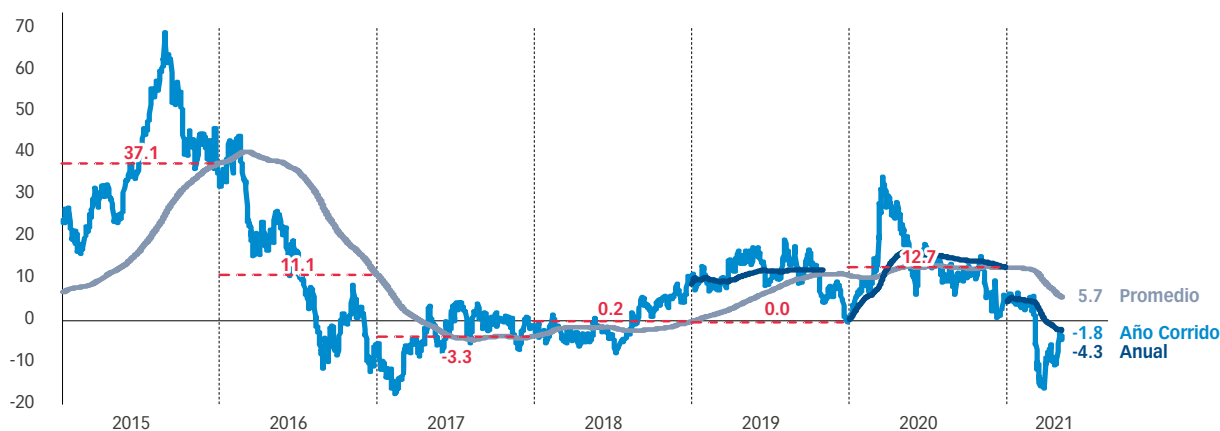
cabe resaltar que, al tomar los valores del año corrido, la TRM presentó un valor promedio de \$3.594 pesos, cifra menor en un 2.81% a la de 2020 que se situó en \$3.698 pesos. En esta sección se presentarán y analizarán los factores y sucesos ocurridos en Colombia y el mundo que han producido esta volatilidad de la TRM en el mercado colombiano en el transcurso de 2021.

**Evolución de la TRM y promedios anuales**  
(Pesos por dólar, a mayo 11 de 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

**Evolución de la TRM y Promedios anuales  
(%, a mayo 11 de 2021)**

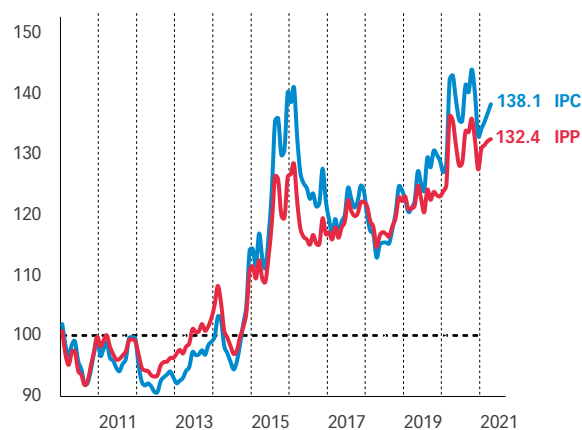


Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

La tendencia positiva que presentó la TRM a inicios del 2021 puede entenderse por los siguientes efectos. La flexibilización en las normas sociales para contener los efectos adversos de la pandemia en materia de salud pública, provocaron presiones al alza en el crecimiento de los distintos sectores económicos del país. A su vez, este crecimiento incipiente provocó que las perspecti-

vas internacionales sobre la economía colombiana mejoraran y despertaran el interés de los inversionistas extranjeros. Además, es importante mencionar que las tasas de interés de los bonos de deuda colombianos son relativamente más altas que las de aquellos de economías más desarrolladas y, al contar con la calificación de grado de inversión crediticia, se vuelven más atractivos para los inversionistas que buscan obtener la mayor rentabilidad de sus inversiones. Todo lo anterior, en conjunto, promovió el ingreso de dólares al mercado suficientes como para disminuir el valor de la TRM en un 9.13% entre el 5 de diciembre de 2020 y el 5 de enero de 2021, continuando así con la apreciación que presentaba el peso colombiano frente al dólar al cierre del año pasado.

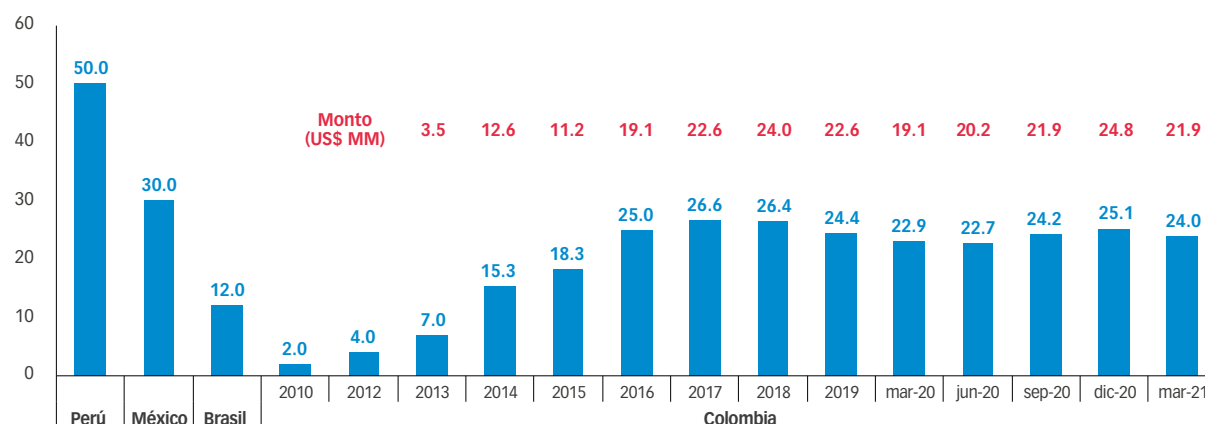
**Índice de Tasa de Cambio Real  
(Comercio global, a marzo de 2021, base 2010=100)**



Fuente: Cálculos ANIF con base en Banco de la República.

Sin embargo, a partir de abril el peso comenzó a sufrir una nueva depreciación frente al dólar estadounidense y en mayo llegó a los niveles máximos que se han observado durante el 2021. El aumento del desempleo y de la pobreza, además de los nuevos confinamientos y cierres del comercio, debilitaron los resultados de

**Participación de los portafolios *offshore* dentro del mercado de deuda pública soberana (%)**

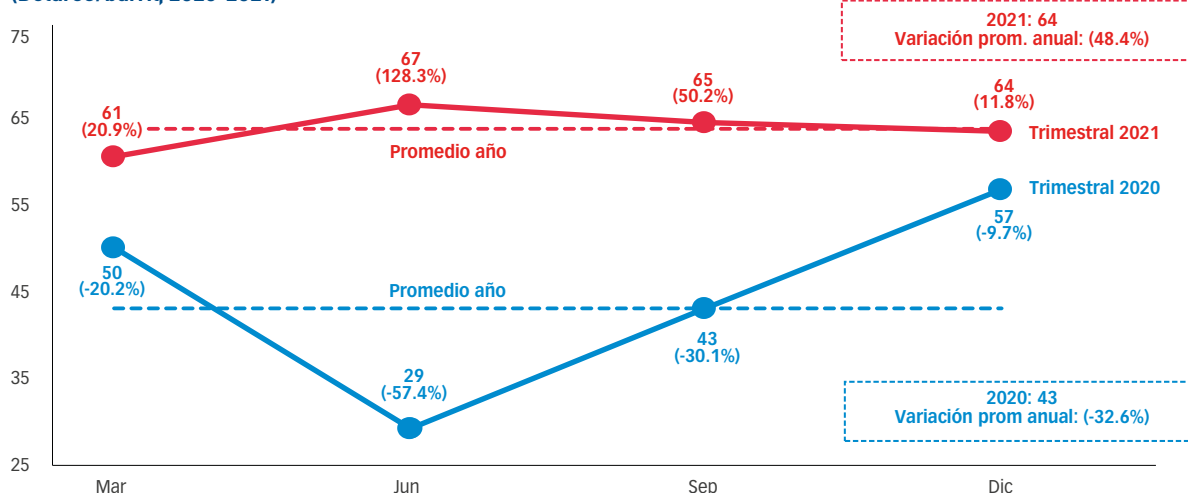


Datos de Perú, México y Brasil corresponden a julio de 2018.  
Fuente: Cálculos ANIF con base en MHCP y FMI

crecimiento de la economía colombiana. Además, durante las últimas semanas la crisis política y social por la que atraviesa el país ha reforzado este pobre desempeño económico y ha presionado a la baja las perspectivas internacionales de la economía colombiana. Sumado a eso, el repunte en el número de contagios en algunos países europeos y la crisis sanitaria que vi-

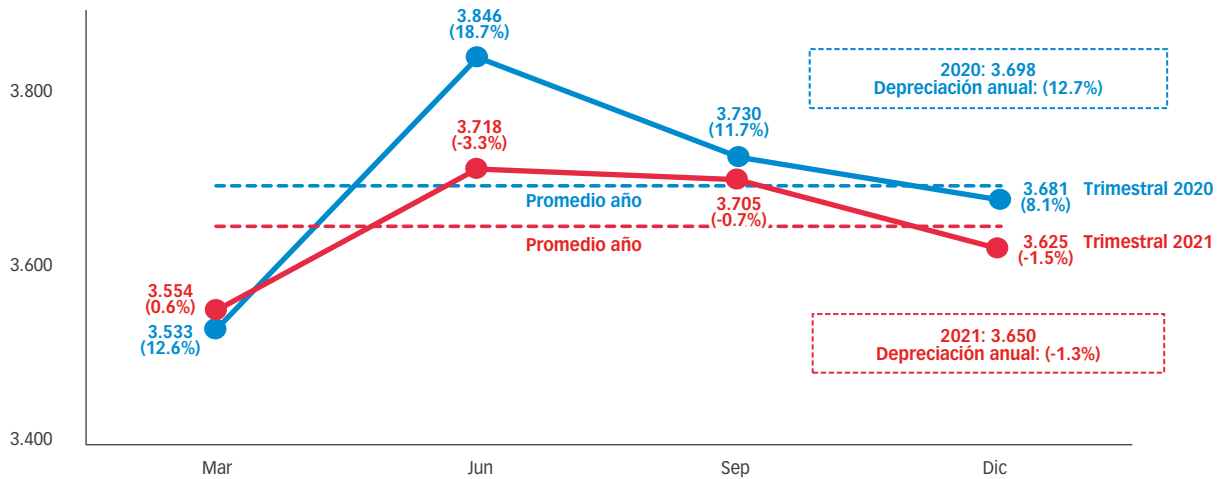
ve la India, país que estaba impulsando la demanda por materias primas como el petróleo, han replanteado a la baja las perspectivas de crecimiento económico global que se tenían al comenzar el año. Por esta razón, los inversionistas han optado, por ejemplo, por una mayor demanda de bonos del Tesoro de Estados Unidos como mecanismo de cobertura ante una posi-

**Trayectoria del precio del Petróleo-Brent (Dólares/barri, 2020-2021)**



Fuente: cálculos ANIF con base en FMI. World Economic Outlook. Global Data Watch. LatinFocus.

**Tasa de cambio y depreciación anual  
(Pesos por dólar, 2020-2021)**



Fuente: cálculos ANIF con base en FMI, World Economic Outlook, Global Data Watch, LatinFocus.

ble continuidad de la crisis económica. Eso como resultado de las perspectivas de reactivación económica que ha presentado este país como resultado de los planes fiscales y la postura de la Reserva Federal sobre su política monetaria expansiva.

## Perspectivas

Como se pudo observar, la TRM en Colombia ha tenido una alta volatilidad y desde ANIF se espera que este comportamiento se mantenga hasta final de año, con una tasa de cambio estimada de \$3.650 pesos por dólar. Actualmente los bonos de deuda colombianos y de los demás países de la región presentan rendimientos superiores a otras economías, razón por la que es posible seguir atrayendo flujos de dinero desde el extranjero que generen una apreciación del peso frente al dólar. Sin embargo, existe un alto grado de incertidumbre sobre la posible pérdida del grado de inversión cre-

diticia de la economía colombiana que podría generar una fuga de capitales, depreciando así la moneda local. Por otra parte, la caída en la demanda por crudo del mercado indio, junto con el aumento en la producción anunciado hasta el mes de julio por parte de la OPEP+, puede generar una alta volatilidad en los precios del petróleo que podrían alterar la cotización del dólar en el país.

Desde ANIF se espera que el precio por barril de petróleo de referencia Brent cierre el 2021 en USD\$64 barril. Finalmente, si las consecuencias del tercer pico de contagios se trasladan al plano económico de los países emergentes y estos no muestran resultados positivos hacia el final del primer semestre de 2021, es probable que los inversionistas prefieran refugiarse en activos más seguros como los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, factor que fortalecería al dólar frente al peso colombiano.

## Proyecciones económicas de ANIF para Colombia

| COLOMBIA (PROYECCIONES ANIF)                   | OBSERVADO |       |       | PROYECTADO |           |
|------------------------------------------------|-----------|-------|-------|------------|-----------|
|                                                | 2018      | 2018  | 2020  | 2021       | 2022      |
| <b>PRODUCCIÓN (VARIACIÓN % ANUAL)</b>          |           |       |       |            |           |
| Producto Interno Bruto                         | 2.5       | 3.3   | -6.8  | 4.3        | 3.6       |
| <b>COMPONENTES DE PRODUCCIÓN DEL PIB</b>       |           |       |       |            |           |
| Agropecuaria                                   | 2.4       | 1.9   | 2.8   | 3.6        | 3.1       |
| Minas y canteras                               | -1.9      | 2.0   | -15.7 | 4.0        | 3.3       |
| Industria                                      | 1.8       | 1.6   | -7.7  | 3.1        | 1.7       |
| Electricidad, gas y agua                       | 2.5       | 2.8   | -2.6  | 3.9        | 2.4       |
| Construcción                                   | -0.4      | -2.0  | -27.7 | 5.9        | 4.0       |
| Comercio, transporte y turismo                 | 2.7       | 4.8   | -15.1 | 4.9        | 3.5       |
| Comunicaciones                                 | 2.9       | 1.7   | -2.7  | 4.5        | 4.7       |
| Actividades financieras                        | 3.6       | 5.7   | 2.1   | 4.7        | 7.2       |
| Actividades inmobiliarias                      | 2.7       | 3.0   | 1.9   | 4.3        | 3.3       |
| Actividades empresariales                      | 3.8       | 3.7   | -4.1  | 4.0        | 3.5       |
| Servicios sociales, comunales y personales     | 4.6       | 4.9   | 1.0   | 4.4        | 4.4       |
| Actividades de recreación                      | 2.3       | 3.4   | -11.7 | 4.4        | 2.8       |
| <b>COMPONENTES DE GASTO DEL PIB</b>            |           |       |       |            |           |
| Consumo de los hogares                         | 3.2       | 3.9   | -5.8  | 4.3        | 3.8       |
| Consumo del gobierno                           | 7.4       | 5.3   | 3.7   | 3.3        | 2.2       |
| Inversión                                      | 1.5       | 3.8   | -21.2 | 5.5        | 5.3       |
| Exportaciones                                  | 0.6       | 3.1   | -17.4 | 6.4        | 6.3       |
| Importaciones                                  | 5.8       | 7.3   | -18.0 | 6.7        | 6.5       |
| <b>DESEMPLEO</b>                               |           |       |       |            |           |
| Tasa nacional de desempleo (promedio)          | 9.7       | 10.5  | 16.1  | 12.5-13.0  | 11.5-12.0 |
| Tasa de desempleo trece ciudades (promedio)    | 10.8      | 11.2  | 18.4  | 13.5-14.0  | 12.5-13.0 |
| <b>INFLACIÓN (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)</b>  |           |       |       |            |           |
| IPC total nacional                             | 3.2       | 3.8   | 1.6   | 2.9        | 3.1       |
| <b>TASAS DE INTERÉS (%)</b>                    |           |       |       |            |           |
| <b>Repo nominal</b>                            |           |       |       |            |           |
| Promedio año                                   | 4.3       | 4.3   | 2.7   | 1.9        | 2.4       |
| Fin de año                                     | 4.25      | 4.25  | 1.75  | 2.00       | 2.75      |
| <b>Repo real</b>                               |           |       |       |            |           |
| Promedio año                                   | 1.0       | 0.7   | 0.2   | -0.5       | -0.6      |
| Fin de año                                     | 1.0       | 0.4   | 0.1   | -0.9       | -0.3      |
| <b>DTF nominal</b>                             |           |       |       |            |           |
| Promedio año                                   | 4.7       | 4.5   | 3.4   | 2.0        | 2.7       |
| Fin de año                                     | 4.5       | 4.5   | 1.9   | 2.1        | 2.8       |
| <b>DTF real</b>                                |           |       |       |            |           |
| Promedio año                                   | 1.4       | 0.9   | 0.8   | -0.4       | -0.3      |
| Fin de año                                     | 1.3       | 0.7   | 0.3   | -0.9       | -0.3      |
| <b>TIPO DE CAMBIO Y DEPRECIACIÓN</b>           |           |       |       |            |           |
| TRM (promedio año)                             | 2.956     | 3.281 | 3.698 | 3.650      | 3.585     |
| Depreciación nominal anual del peso (promedio) | 0.2       | 11.0  | 12.7  | -1.3       | -1.8      |
| <b>SECTOR EXTERNO (US\$ MILES DE MILLONES)</b> |           |       |       |            |           |
| Exportaciones FOB                              | 44.4      | 42.4  | 33.5  | 39.2       | 43.0      |
| Exportaciones no tradicionales FOB             | 14.8      | 15.0  | 15.3  | 15.5       | 15.7      |
| Importaciones FOB                              | 49.6      | 50.8  | 41.4  | 47.6       | 51.1      |
| Balanza comercial FOB                          | -5.1      | -8.5  | -7.9  | -8.4       | -8.1      |
| Cuenta corriente                               | -13.6     | -14.3 | -9.1  | -10.5      | -11.4     |
| Reservas Internacionales Netas                 | 48.4      | 53.2  | 59.0  | 62.5       | 64.0      |
| <b>SECTOR EXTERNO (% DEL PIB)</b>              |           |       |       |            |           |
| Cuenta corriente                               | -4.1      | -4.4  | -3.3  | -3.5       | -3.6      |
| Balanza comercial                              | -1.5      | -2.6  | -2.9  | -2.8       | -2.5      |
| Cuenta de capital                              | -3.8      | -4.1  | -3.0  | -3.5       | -3.6      |
| IED Bruta                                      | 3.5       | 4.4   | 2.8   | 3.2        | 3.4       |
| IED Neta                                       | 1.9       | 3.4   | 2.1   | 2.5        | 2.8       |
| <b>SITUACIÓN FISCAL (% DEL PIB)</b>            |           |       |       |            |           |
| Balance del Gobierno Nacional Central          | -3.1      | -2.5  | -7.8  | -9.0       | -6.3      |

Fuente: proyecciones ANIF con base en DANE y Banco de la República.

# PROYECCIONES

Las expectativas de crecimiento de la actividad económica mundial, tras un año de la declaratoria de pandemia, presentan una revisión al alza. Para 2021 se espera un crecimiento cercano al 6% (última revisión del FMI en abril), lo que significa un incremento de 0.5pp frente al 5.5% pronosticado en enero. Las mejores expectativas se encuentran relacionadas con los nuevos paquetes de ayuda fiscal de algunas de las grandes

economías, la velocidad del proceso de vacunación y la adaptación de la actividad económica a una movilidad moderada. Pese a las mejores expectativas, la proyección aun contempla una gran incertidumbre relacionada con las divergencias en la recuperación de las economías, el acceso a vacunas y las condiciones financieras. De cara a 2022, se espera un crecimiento de 4.4%, 0.2pp por encima de las proyecciones de enero.

## PRODUCTO INTERNO BRUTO

### Producto Interno Bruto (Var. Porcentual anual)

|                | Observado |      |       | Proyección |        |       |        |
|----------------|-----------|------|-------|------------|--------|-------|--------|
|                | 2018      | 2019 | 2020  | 2021*      | 2021** | 2022* | 2022** |
| Estados Unidos | 3.0       | 2.2  | -3.5  | 6.4        | 6.3    | 3.5   | 4.1    |
| China          | 6.7       | 5.8  | 2.3   | 8.4        | 9.3    | 5.6   | 5.7    |
| Zona Euro      | 1.9       | 1.3  | -6.8  | 4.4        | 5.1    | 3.8   | 5.0    |
| Japón          | 0.6       | 0.3  | -4.9  | 3.3        | 3.9    | 2.5   | 2.6    |
| México         | 2.2       | -0.1 | -8.2  | 5.0        | 4.8    | 3.0   | 3.0    |
| Colombia       | 2.6       | 3.3  | -6.8  | 5.1        | 5.1    | 3.6   | 3.8    |
| Peru           | 4.0       | 2.2  | -11.1 | 8.5        | 9.4    | 5.2   | 4.7    |
| Chile          | 3.7       | 0.9  | -5.8  | 6.2        | 6.2    | 3.8   | 3.4    |
| Ecuador        | 1.3       | 0.0  | -7.5  | 2.5        | 3.1    | 1.3   | 2.5    |
| Brasil         | 1.8       | 1.4  | -4.1  | 3.7        | 3.1    | 2.6   | 2.4    |

Fuente: \*World Economic Outlook, edición abril de 2021 \*\* Las proyecciones de Estados Unidos, China, Zona Euro y Japón son fuente Global Data Watch de J.P. Morgan, edición abril de 2021; las proyecciones del resto de países son fuente Latin American Consensus Forecast, edición abril de 2021.



## CUENTA CORRIENTE

### Cuenta Corriente (% del PIB)

|                | Observado |      |      | Proyección |        |
|----------------|-----------|------|------|------------|--------|
|                | 2018      | 2019 | 2020 | 2021*      | 2022** |
| Estados Unidos | -2.2      | -2.2 | -3.1 | -3.2       | -3.1   |
| China          | 0.2       | 0.7  | 1.9  | 1.6        | 1.2    |
| Zona Euro      | 3.0       | 2.3  | 2.2  | 2.5        | 2.5    |
| Japón          | 3.5       | 3.4  | 3.3  | 3.7        | 3.7    |
| México         | -2.1      | -0.3 | 2.5  | 1.2        | 0.4    |
| Colombia       | -4.1      | -4.4 | -3.3 | -3.5       | -3.5   |
| Peru           | -1.7      | -1.5 | 0.5  | 0.1        | -0.4   |
| Chile          | -3.9      | -3.8 | 1.3  | -0.5       | -1.3   |
| Ecuador        | -1.2      | -0.1 | 2.5  | 1.9        | 1.7    |
| Brasil         | -2.2      | -2.7 | -0.9 | -1.1       | -1.5   |

Fuente: Latin American Consensus Forecast, edición abril de 2021.

## INFLACIÓN

### Inflación (Var. Porcentual anual)

|                | Observado |      |      | Proyección |        |
|----------------|-----------|------|------|------------|--------|
|                | 2018      | 2019 | 2020 | 2021*      | 2022** |
| Estados Unidos | 2.4       | 1.8  | 1.2  | 2.8        | 2.2    |
| China          | 2.1       | 2.9  | 2.5  | 1.7        | 2.3    |
| Zona Euro      | 1.8       | 1.3  | 0.3  | 1.7        | 1.1    |
| Japón          | 1.0       | 0.5  | 0.0  | 0.2        | 0.5    |
| México*        | 4.8       | 2.8  | 3.2  | 4.0        | 3.4    |
| Colombia*      | 3.2       | 3.8  | 1.6  | 2.8        | 3.2    |
| Peru*          | 2.2       | 1.9  | 2.0  | 2.3        | 2.2    |
| Chile*         | 2.6       | 3.0  | 3.0  | 3.3        | 3.0    |
| Ecuador *      | 0.3       | -0.1 | -0.9 | 1.0        | 1.1    |
| Brasil*        | 3.7       | 4.3  | 4.5  | 4.8        | 3.8    |

Fuente: Los datos de Estados Unidos, Zona Euro y Japón son fuente Global Data Watch de J.P. Morgan, edición abril de 2021. Los datos de China son fuente Latin Focus Consensus Forecast, edición abril de 2021. El resto de países son fuente Latin American Consensus Forecast, edición abril de 2021.

## TASA DE DESEMPLEO

### Tasa nacional de desempleo (% de la población económicamente activa)

|                | Observado |      |      | Proyección |        |
|----------------|-----------|------|------|------------|--------|
|                | 2018      | 2019 | 2020 | 2021*      | 2022** |
| Estados Unidos | 3.9       | 3.7  | 8.1  | 5.8        | 4.2    |
| China          | 3.8       | 3.6  | 4.2  | 3.6        | 3.6    |
| Zona Euro      | 7.2       | 6.7  | 7.1  | 8.7        | 8.5    |
| Japón          | 2.4       | 2.4  | 2.8  | 2.8        | 2.4    |
| México         | 3.3       | 3.5  | 4.4  | 4.4        | 4.2    |
| Colombia       | 9.7       | 10.5 | 16.1 | 13.9       | 12.0   |
| Peru           | 6.7       | 6.6  | 12.8 | 10.0       | 8.0    |
| Chile          | 7.4       | 7.2  | 10.6 | 9.5        | 8.4    |
| Ecuador        | 3.7       | 3.8  | 5.0  | 5.7        | 5.5    |
| Brasil         | 12.3      | 11.9 | 13.5 | 14.1       | 13.2   |

Fuente: Los datos observados y estimados se tomaron de los centros de estadística de cada país; \*Las proyecciones de Estados Unidos, China, Zona Euro y Japón son fuente World Economic Outlook, edición abril 2021. Los datos del resto de países son fuente Latin Focus Consensus Forecast, edición abril de 2021.