

PROYECCIONES
Económicas
OCTUBRE - DICIEMBRE DE 2021

ISSN 2745-0902



LOS DESAFÍOS PARA EL 2022



PROYECCIONES ECONÓMICAS
DE ANIF



PROYECCIONES DEL MUNDO
Y LA REGIÓN

CONTENIDO



EDITORIAL 3



1. LOS DESAFÍOS PARA EL 2022 4



2. PROYECCIONES ECONÓMICAS DE ANIF

- Resultados de PIB del tercer trimestre de 2021: sorpresa al alza 8
- Mercado laboral 14
- Situación monetaria y financiera 19
- Análisis de la inflación
Noviembre de 2021 25
- Análisis de la situación fiscal: resultados del
segundo trimestre de 2021 y perspectivas 29
- Resultados de la cuenta corriente
al tercer trimestre de 2021 32
- Resultados de la cuenta de capitales
al tercer trimestre de 2020 36
- Tasa de cambio 39
- Proyecciones económicas
de ANIF para Colombia 43



3. PROYECCIONES DEL MUNDO Y LA REGIÓN 44

- 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.

Camilo Solano C.

Daniel Escobar A.

Fabián Suárez N.

Samuel Malkún M.

Diseño y producción electrónica:

Tatiana Herrera F.

Brigitte Avellaneda. C

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

Página web: 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

23 de diciembre de 2021.

EDITORIAL

En esta nueva edición de Panorama damos a conocer los resultados y perspectivas del país y de nuestros principales socios comerciales al cierre del tercer de 2021. Las cifras son positivas, Colombia ha llegado a niveles de producción similares a los que veíamos antes de la llegada del virus SARS-CoV-2. El panorama parece favorable de cara al cierre del año e inicios del 2022.

Por esa razón, abrimos este número de Panorama con los desafíos que enfrentará el país en el 2022 si quiere asegurar una senda de recuperación sostenible. El trabajo que hay que adelantar en los frentes fiscal, pensional y laboral ya no dan espera. No hay duda de que una de las primeras acciones del nuevo gobierno debe ser plantear una agenda de reformas estructurales a tramitar a lo largo de su mandato.

Ahora, no podemos dejar de señalar el problema que representa la alta volatilidad de la TRM para el país. Cómo se avance en el frente fiscal y las elecciones serán, sin duda, un gran determinante del comportamiento de la TRM para el 2022, así como factores internacionales relacionados con el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

En vista del panorama que presentan las cifras, en ANIF cambiamos nuestras proyecciones de crecimiento para el 2021, pasamos de 8.4% al rango de 9.7%-10.1%. El ajuste se hace con base en los resultados favorables del PIB, de los indicadores líderes y teniendo en consideración que el último trimestre suele reflejar el dinamismo de la época decembrina. Ahora, también hacemos una modificación para el cierre del 2022, proyectamos un crecimiento de 3.8%, ligeramente superior al crecimiento potencial estimado en 3.5%.

LOS DESAFÍOS PARA EL 2022

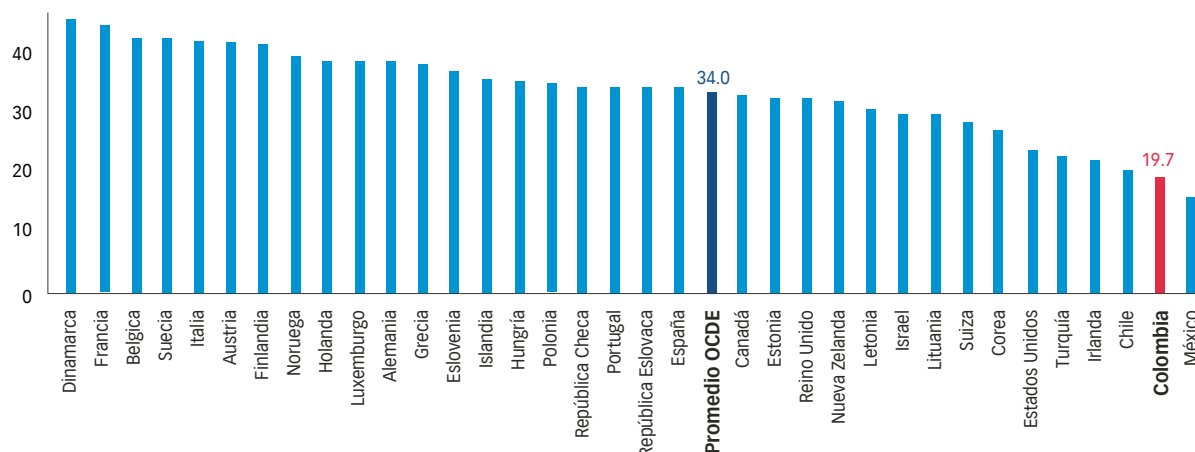
La economía del país se recupera a buen ritmo. El crecimiento en el tercer trimestre fue de 13.2%, superó las expectativas y sorprendió a analistas y mercados. Por otra parte, si bien en el mes de octubre el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) tuvo una variación intermensual de -0.2%, en el anual registró 9.3%, resultado impulsado, en mayor medida, por las actividades terciarias. Sumado a eso, los resultados de los principales indicadores líderes muestran que la economía sigue en la senda de recuperación. Sectores como la industria y el comercio superan ampliamente los niveles vistos en periodos prepandemia. Lo mismo sucede con la confianza de consumidores y empresas, que desde mayo crece de forma sostenida. Todas son cifras en la que profundizaremos en las secciones posteriores.

El optimismo de las cifras de crecimiento son un buen augurio para el inicio del 2022, sin embargo, no se pueden obviar los grandes desafíos que le esperan al país si quiere consolidar definitivamente la senda de recuperación, más aún si se tiene en cuenta que es-

tamos *ad portas* de una elección presidencial. Algunos de los retos son de carácter estructural, como pueden ser un acuerdo fiscal de fondo y una reforma integral al sistema de protección a la vejez. Otros, son problemas coyunturales que la pandemia ha puesto sobre la mesa y que no parecen menguar con la recuperación de las actividades productivas, se trata del rezago del empleo con respecto a las cifras de crecimiento y el desempleo de jóvenes y mujeres.

Bajo ese panorama, en primer lugar, para poder atender a cabalidad las necesidades sociales que nos plantean los próximos años (que además han crecido por la pandemia) y dejar de solventar las emergencias de corto plazo, tenemos que avanzar en las fallas estructurales de nuestro sistema de recaudo, que ya son bien conocidas. Tenemos una estructura de bajo recaudo y que no es progresiva. En comparación con otros países Colombia recauda poco (Gráfico 1). Tenemos, además, un problema estructural pues no recaudamos lo suficiente para financiar los gastos. Sumado a eso, nuestro sistema impositivo depende de

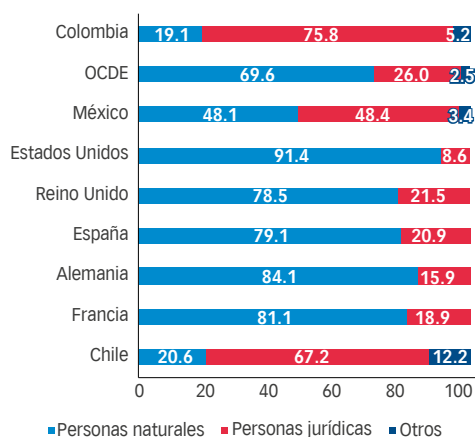
Gráfico 1. Recaudo total del Gobierno Central y Gobiernos Territoriales (% del PIB, 2019)



Fuente: elaboración ANIF con cifras oficiales del DANE, la OCDE y el MHCP.

manera desmedida del impuesto de renta de personas jurídicas (Gráfico 2). Sobre una base de contribuyentes pequeña recae una carga impositiva muy alta. Finalmente, la estructura es altamente compleja y da pie a la evasión y elusión.

Gráfico 2. Distribución del impuesto sobre ingreso, beneficio y ganancias del capital (%)

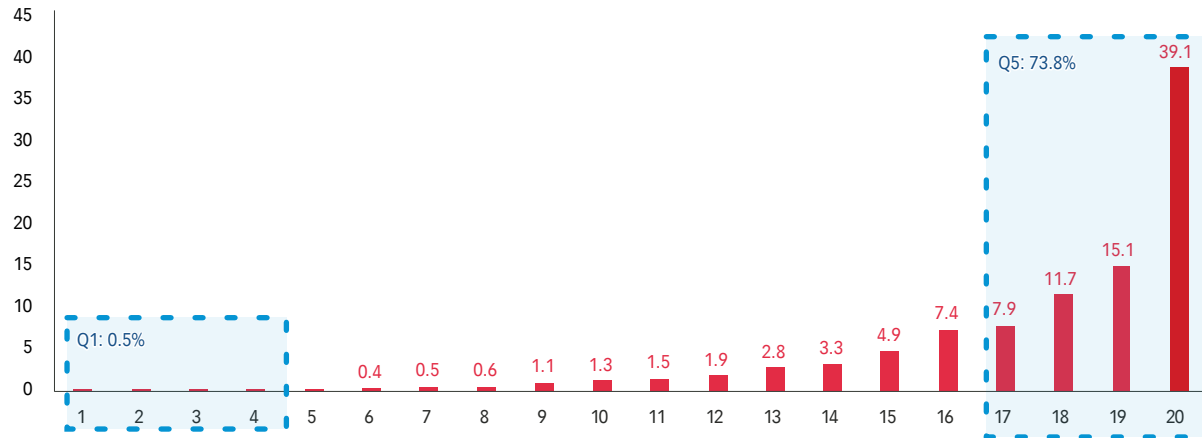


Fuente: elaboración ANIF con cifras oficiales del DANE, la OCDE y el MHCP.

Es inevitable pensar en los desafíos que enfrentamos hacia adelante en el frente fiscal. El déficit es cercano a los 9 puntos del PIB, sumado a eso, las metas de deuda que se planteó el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) y las necesidades sociales de los próximos años exigen al nuevo gobierno una verdadera reforma al sistema tributario. Una que siente las bases de una estructura de recaudo eficiente, progresiva y que no ahogue a los contribuyentes.

Lo segundo, es una reforma integral al sistema de protección a la vejez. El gasto para el pago de pensiones del régimen de prima media es, junto con el de educación, salud y defensa, uno de los más altos del Presupuesto General de la Nación (PGN). Pese a la cantidad de recursos priorizados para el rubro, \$64 billones de pesos para 2021, tan solo el 22% de la población en edad de pensionarse cuenta con una pensión. Adicionalmente, y tal vez lo más preocupante, es la alta inequidad que genera el sistema, pues además

Gráfico 3. Porcentaje del subsidio pensional por grupos de 5% de la población en función del ingreso per cápita del hogar (%)

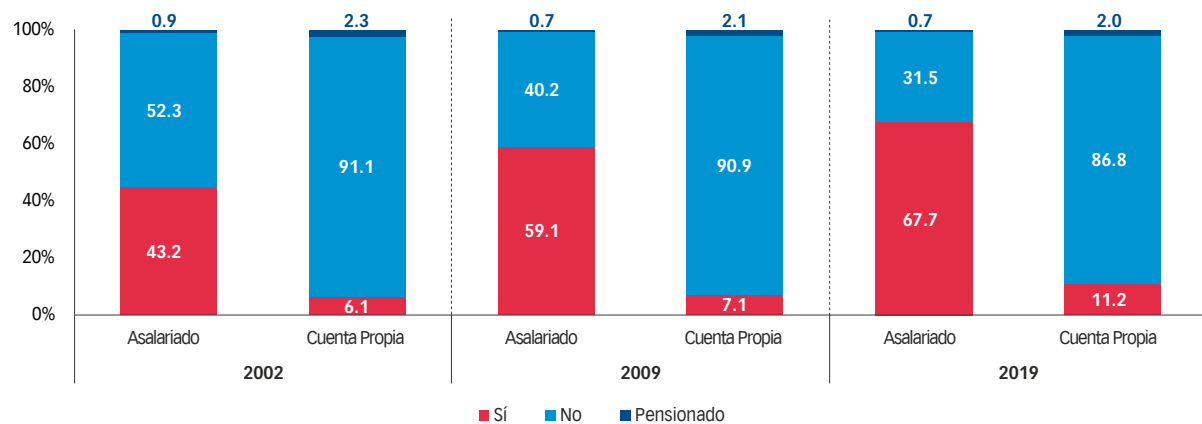


Fuente: elaboración ANIF con cifras oficiales del DANE.

que en su gran mayoría sólo las personas que pertenecen a los niveles de ingresos más altos de la población logran pensionarse, el 74% de los subsidios del sistema público benefician al 20% de la población de mayores ingresos (Gráfico 3). Un gran reto es crear un Sistema de Protección a la Vejez que resuelva la mala focalización de los subsidios.

Ahora, buena parte del problema recae en que la protección social a la vejez está fuertemente ligada a que tenemos un mercado laboral segmentado. Como muestra el Gráfico 4, el pago de pensiones depende en buena medida del vínculo laboral del trabajador, eso significa que desempleados y trabajadores por cuenta propia, a la larga, no pueden contribuir. Es ina-

Gráfico 4. Pago a pensiones vs. Vínculo con el mercado laboral (% 2002, 2009 y 2019)



Fuente: elaboración ANIF con cifras oficiales del DANE.

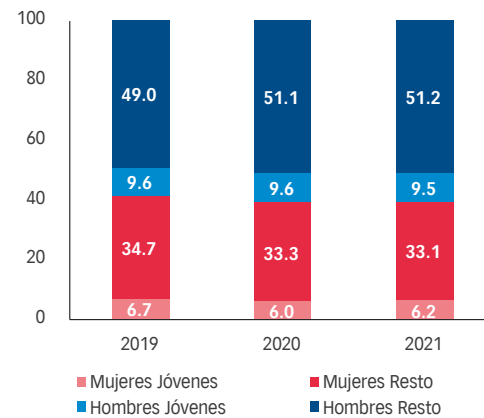
plazable construir un sistema integral de protección a la vejez que aumente la cobertura, que incluya a quienes históricamente han estado excluidos, que sea equitativo y sostenible financieramente. Eso nos lleva al tercer punto.

Como vimos en el Gráfico 4, seguimos teniendo un mercado laboral segmentado, en el que la formalidad está estrechamente ligada al tipo de vinculación que tengan los trabajadores. Eso necesariamente demanda avanzar en una reforma laboral que ajuste el mercado de trabajo a la realidad colombiana. Nos hemos caracterizado por tener problemas estructurales de altas tasas de desempleo e informalidad, tanto de trabajadores como de empresas. Lo anterior, debido a los costos de la contratación formal y de creación de empresas. La afiliación y contribución a seguridad social, el aporte a otras contribuciones parafiscales y el hecho de que el salario mínimo sea alto en comparación con el salario promedio de la economía, en especial para ciertas regiones, hacen que sea difícil la generación de empleo formal y, además, que la informalidad sea atractiva. Sumado a eso, hay que tener en cuenta que las micro, pequeñas y medianas representan alrededor del 99.6% de las empresas del país, generan cerca del 79.1% del empleo y se estima que el 40% del PIB. La alta carga tributaria con la que tienen que correr es otra barrera a la generación de empleo formal.

Otro gran reto tiene que ver con que, como hemos visto a lo largo de la reactivación, el empleo no se recupera en la misma proporción que el valor agregado de la economía y el rescate de la actividad productiva está excluyendo, en mayor medida, a jóvenes y mujeres. La composición del empleo por grupos de

género y edad muestra que, con respecto al 2019 por ejemplo, los hombres que no hacen parte del grupo de jóvenes ganaron más de dos puntos de participación, mientras que las mujeres los perdieron (Gráfico 5). La brecha de género en el empleo ha aumentado, en particular para las mujeres jóvenes.

Gráfico 5. Participación en los ocupados por género y grupo de edad (%), 2019 - 2021



*Nota: Jóvenes se toma como el grupo de personas de 18 a 25 años de edad

Fuente: elaboración ANIF con cifras oficiales del DANE.

En poco tiempo las elecciones nacionales decidirán quién presidirá un nuevo Gobierno en el país. La nueva administración llega en medio de un número importante de desafíos, como lo dijimos aquí, coyunturales y estructurales, a los que tendrá que hacer frente en el corto plazo y durante los 4 años de mandato. De modo que, si bien la economía se recupera a buen ritmo, es necesario avanzar en las reformas fiscal y pensional de fondo, tomar medidas para dar fomento al empleo formal (flexibilizando la contratación por ejemplo) e impulsar políticas que incentiven la empleabilidad de jóvenes y mujeres.

RESULTADOS DE PIB DEL TERCER TRIMESTRE DE 2021: SORPRESA AL ALZA

El pasado martes 16 de noviembre el país conoció las cifras de PIB con corte al tercer trimestre del 2021. Los datos presentados por el DANE, tanto para los meses de septiembre y octubre como para el tercer trimestre son muy positivos y sorprendieron al alza a mercados y analistas. En efecto, la economía colombiana creció 13.2% en el tercer trimestre del año, dando muestra, una vez más, de su capacidad de recuperación. Cabe señalar que los datos de crecimiento continúan reflejando los efectos estadísticos de base creados por los registros históricamente negativos del año pasado. No obstante, también hay evidencia de que la economía colombiana está recuperando rápidamente su habilidad de generar valor agregado a niveles similares a los observados antes de la llegada de la emergencia sanitaria.

Es así como en esta sección estudiamos los principales resultados del PIB y el ISE al igual que su importancia en el marco del proceso de recuperación económica. En ese orden de ideas, también hacemos actualización de nuestras proyecciones para el cierre del 2021 y el 2022.

Indicador de Seguimiento de la Economía - ISE

El mes de octubre registró una variación anual del ISE de 9.3%, resultado impulsado por el comercio, los servicios sociales (administración pública y defensa, salud humana y educación) y la industria, que juntos suman más de 6.6pp de la variación total. Ese resultado, en términos intermensuales significa una

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) por actividad – Variación anual

Actividad Económica	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct
Primarias Agricultura Minería	-8.5	-10.3	3.9	9.2	2.4	3.4	2.6	1.7	4.3	1.7
Secundarias Industria y Construcción	-7.3	-6.1	24.4	79.0	11.5	10.8	12.9	12.7	14.2	6.6
Terciarias Resto de sectores	-2.7	-1.9	10.4	20.3	14.3	16.8	15.8	13.9	14.2	11.1
ISE	-4.3	-3.8	11.7	25.8	12.4	14.1	13.5	12.0	12.9	9.3

Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

desaceleración del crecimiento de la economía. En efecto, mientras que la variación intermensual en el mes de septiembre fue de 3.0%, en septiembre fue de -0.2%. Ese cambio de tendencia responde de forma particular al freno en las actividades primarias.

Las actividades primarias, que comprenden la agricultura y la minería, registraron un crecimiento de 1.7% anual, frente a una contracción de 8.3% en el mismo mes del año anterior. Dicha dinámica responde a los buenos resultados en el componente de minas y canteras, explicado, a su vez, por el desempeño favorable en la extracción de carbón. Además, en la serie corregida por efectos estacionales y de calendario, esta rama registró una caída de 2.3% frente al mes de septiembre, siendo así la variación intermensual más baja de las tres ramas.

Por su parte, las actividades secundarias presentaron una variación anual de 6.6%, con buenos resultados en el componente de industria.

Finalmente, las actividades terciarias presentaron un crecimiento de 11.1%, con variaciones positivas en

todos los sectores de la rama. Al tener una participación de 68% dentro del valor agregado total, las actividades terciarias fueron las de mayor contribución a la variación del ISE, con 8.8pp.

Es así como la economía colombiana genera un valor agregado de 102.6% con respecto al referente prepandemia (febrero de 2020), jalonada por las actividades terciarias que son las únicas que generan un valor superior a lo que se tenía en la prepandemia. Por el contrario, las actividades primarias aún se encuentran casi 9pp por debajo del referente, mientras que las actividades secundarias están en cerca de 97%.

Análisis por el lado de la oferta

Por el lado de la producción, el sector del comercio, los servicios de transporte y el turismo fue el de mayor crecimiento, reportando una variación anual de 33.8%, frente a una contracción de 21.2% en el tercer trimestre del año anterior. Al interior del sector, se observa una recuperación significativa del componente de alojamiento y servicios de comida, cuya variación anual

superó el 118%, seguido por el transporte y almacenamiento (32.1%) y el comercio al por mayor y por menor (16%). Cabe resaltar que, de la mano del resultado en las actividades de alojamiento está el del transporte aéreo, que creció cerca de 226% en el trimestre. Es así como el sector se dinamizó respondiendo al incremento en el consumo de bienes y servicios relacionados con el ocio. En ese orden de ideas, se encuentra que el segundo sector de la economía fue el de las actividades de recreación, cuyo crecimiento en el trimestre fue de 32% (vs. -11.6% un año atrás).

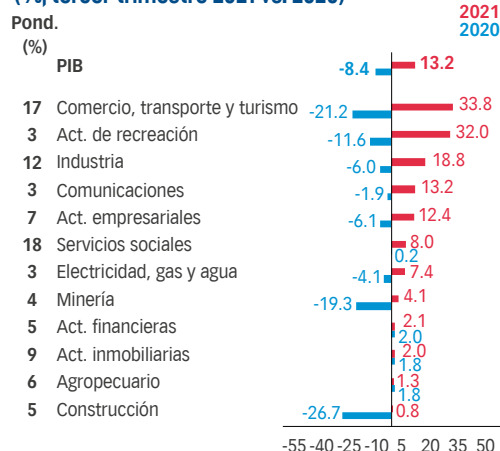
La industria creció 18.8%, destaca la variación positiva en todos los componentes del sector. Los de mejor desempeño fueron la fabricación de prendas y productos textiles (40.9% vs. -15.2%) y la manufactura de productos de madera (27.6% vs. -7.4%). En cambio, por debajo del crecimiento de la industria se encuentra la elaboración de bebidas, alimentos y productos de tabaco (12.3% vs. -4.6%) y la coquización y refinación de petróleo (16.1% vs. -3.6%). Le sigue en crecimiento a la industria el sector de la información y las

comunicaciones, cuya variación anual en el tercer trimestre fue de 13.2% (vs. -1.9%).

Seguimos con las actividades empresariales, que crecieron 12.4% en el trimestre, frente a -6.1% hace un año. El resultado obedece al incremento por la demanda de estos servicios de la mano con una mayor presencia de personal en las oficinas y sitios de trabajo. Por un lado, las actividades profesionales científicas y técnicas crecieron 11.4%, mientras que las de servicios administrativos y de apoyo a oficinas lo hicieron en 13.2%.

Los servicios sociales reportaron un crecimiento de 8%, muy superior al 0.2% visto un año atrás. Dada su participación en el valor agregado total (cerca de 15%), su variación significa que es el sector con la tercera contribución (1.3pp) más alta a la variación total, después del comercio (5pp) y la industria (2.3pp). Al interior de la actividad se encuentra que el subsector de mayor crecimiento fue el de salud humana con 13.3% (vs. 2.1%), seguido por la administración públi-

Crecimiento anual del PIB por oferta
(%, tercer trimestre 2021 vs. 2020)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Crecimiento anual del PIB por oferta
(%, Ene - Sept 2021 vs. 2020)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

ca, la defensa y los planes obligatorios de salud (6.2%) y la educación (5.7%). Por su parte, el suministro de electricidad, agua y gas creció 7.4% (vs. -4.1%), con la generación de energía creciendo más de 8%.

Ahora, la explotación de minas y canteras registró una variación anual de 4.1%, frente a una caída de 19.3% en el mismo periodo del 2020. Similar a lo observado el trimestre anterior, la dinámica del sector responde a la reactivación de las operaciones de carbón, cuya producción creció en 18.5% en este trimestre. De forma similar, la producción de gas natural creció en 8.1%, mientras que la de petróleo cayó 0.1%. Con eso, el valor agregado de la producción de petróleo y gas natural creció apenas 0.2%. De otra parte, la extracción de minerales metalíferos creció 2.4%, explicado principalmente por el desempeño en la producción aurífera, que creció 1.8%.

Siguen las actividades financieras y las actividades inmobiliarias, cuyos desempeños son muy similares a los vistos hace un año (2.1% y 2%, respectivamente). Algo similar ocurre con las actividades agropecuarias, cuya variación en el tercer trimestre del año fue de 1.3%, 0.5pp inferior a lo reportado en el 2020. Por un lado, se observan variaciones positivas en la silvicultura y la extracción de madera (11.7% vs. 1.1%), la ganadería (4% vs. 1%) y en los cultivos transitorios y permanentes (1.2% vs. 3.2%). Por el otro, hay contracciones en la pesca y acuicultura (-5.6% vs. 26.7%) y en los cultivos permanentes de café (-4% vs. -13.3%). Con respecto a esto último, según datos de la Federación Nacional de Cafeteros la producción cafetera cayó 2.4% en el tercer trimestre del año, aunque las

exportaciones recuperaron gran parte del terreno perdido durante la pandemia con una variación anual superior al 24%.

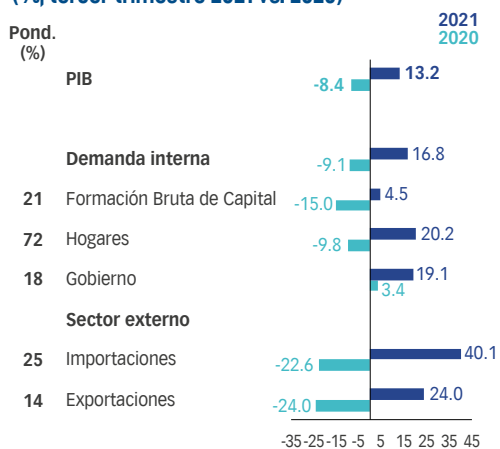
Finalmente, el crecimiento más bajo lo presentó la construcción, de apenas 0.8% frente a una caída superior al 26% en el mismo periodo de 2020. El resultado es un balance entre la caída en obras civiles de 12.8% y el crecimiento de 8.9% en la construcción de obras residenciales y no residenciales.

En suma, el tercer trimestre del año se caracterizó por un desempeño sobresaliente del comercio, la industria y los servicios sociales, de la mano con variaciones positivas en todas las demás actividades, incluyendo la construcción. Así, entre enero y septiembre la economía colombiana ha crecido 10.3% (vs. -8.0% en el mismo periodo de 2020). En la senda de año corrido, los sectores que lideraron el crecimiento fueron las actividades de recreación (34.6% vs. -13.3%), el comercio (21.8% vs. -18.3%) y la industria (18.4% vs. -10.4%). En contraste, se observan rezagos importantes en la explotación de minas y canteras (-2.2% vs. -14.7%).

Análisis por el lado de la demanda

Por el lado del gasto, se encuentra que la demanda interna creció 16.8% frente al -9.1% observado en el tercer trimestre de 2020. El crecimiento tuvo el impulso del consumo de los hogares y el gasto público. De forma similar, la formación bruta de capital registró un desempeño relativamente favorable de 4.5%, fren-

**Crecimiento anual del PIB por demanda
(%, tercer trimestre 2021 vs. 2020)**



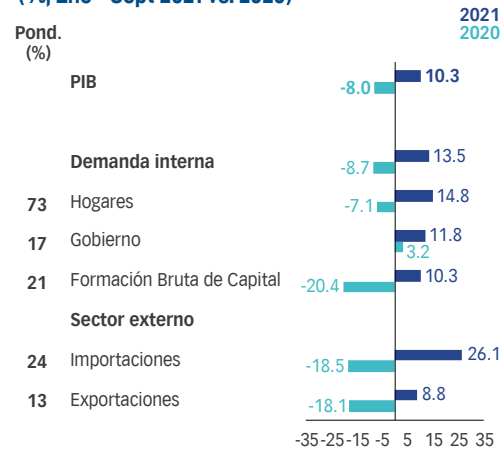
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

te a una caída de 15% en el 2020. Al interior del rubro, se observan crecimientos en la inversión en maquinaria y equipo (17.8% vs. -6.8%), productos de propiedad intelectual (15.5% vs. -9.1%), vivienda (14.5% vs. -28.1%) y recursos biológicos cultivados (13.3% vs. -5.2%), mientras que se registra una caída de 9.4% en la inversión en otros edificios y estructuras.

Por el lado del consumo de los hogares, cuyo crecimiento fue de 20.2%, hay una importante recuperación en el gasto de restaurantes y hoteles (81.4%), prendas de vestir (66.2%) y transporte (56.1%), que demuestran el cambio en el patrón de consumo que acompaña la reactivación. Por su parte, el gasto del gobierno creció 19.1%, que muestra una importante aceleración con respecto a lo observado un año atrás.

En el frente externo, una vez más el crecimiento de las importaciones supera con creces al de las exportaciones. Mientras que las primeras crecieron a una tasa superior al 40%, las ventas externas lo hicieron

**Crecimiento anual del PIB por demanda
(%, Ene - Sept 2021 vs. 2020)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

en 24%, dinámica que sin duda se verá reflejada en la balanza comercial del país.

Para el periodo enero-septiembre, la demanda interna creció 13.5% (-8.7%), variación impulsada por el consumo de los hogares (14.8% vs. -7.1%) y del gobierno (11.8% vs. 3.2%). Finalmente, las importaciones crecieron 26.1% (vs. -18.5%), mientras que las exportaciones lo hicieron en 8.8% (vs. -18.1%).

Perspectivas

Con todo lo anterior, hacemos una revisión al alza de nuestra proyección de crecimiento para el cierre del 2021, pasando de 8.4% al rango de 9.7%-10.1%. Hacemos el ajuste con base en los resultados favorables del PIB y de los indicadores líderes. Además, teniendo en consideración que el último trimestre suele reflejar el dinamismo de la época decembrina, es posible que el crecimiento de otra sorpresa posi-

tiva para el cierre del año. En efecto, nuestras proyecciones se apalancan en el buen comportamiento del comercio y la industria, siendo estos los de mayor crecimiento (19.3% y 15.9%, respectivamente), después de las actividades de recreación (28%). Estos resultados estarían atados a los efectos de base, que están presentes en mayor medida en los sectores mencionados. En contraste, esperamos que, dentro de los sectores más afectados por la pandemia, la minería y la construcción cierren con un crecimiento moderado. Lo anterior, a su vez, se explica por condiciones propias de cada sector, como la dependencia de condiciones internacionales en el caso de la minería y los problemas de precios e inventarios de la construcción. Por el lado del gasto, esperamos que los hogares presenten una importante recuperación de su consumo, atada al creciente dinamismo del mercado laboral.

Ahora, para el cierre del 2022 proyectamos un crecimiento de 3.8%, ligeramente superior al crecimiento potencial estimado en 3.5%. Con eso, la economía retornaría a condiciones normales, en ausencia de

efectos estadísticos de base y bajo el supuesto de la ausencia de choques económicos que nos desvíen de la senda de recuperación.

En suma, el tercer trimestre trajo noticias muy positivas en materia económica, con variaciones en el PIB y el valor agregado que superaron las expectativas del mercado. Resaltamos que esa dinámica responde a la relativa tranquilidad del trimestre, considerando la ausencia de medidas restrictivas de la movilidad o manifestaciones que interfirieran en la operación de las empresas del país. Con eso, se evidencia la importancia de no dejar de sumar esfuerzos para preservar la senda de recuperación.

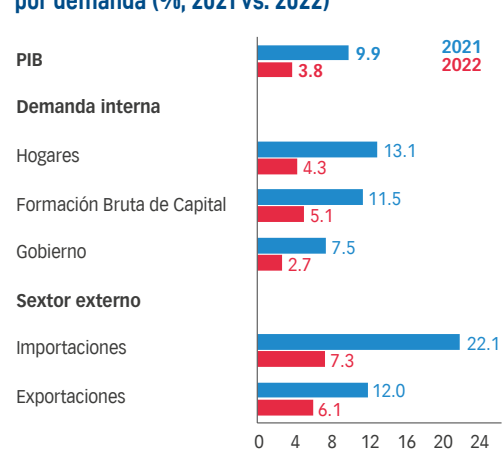
Una vez más, no podemos ignorar el rezago en la recuperación de la ocupación frente al valor agregado. Esa distancia requerirá medidas activas de recuperación del empleo, en especial del segmento formal. El sector externo también debe ser vigilado de cerca de aquí en adelante, pues los resultados más recientes indican que el déficit comercial podría crecer aún más de lo previsto inicialmente.

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



Fuente: cálculos ANIF con datos DANE.

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



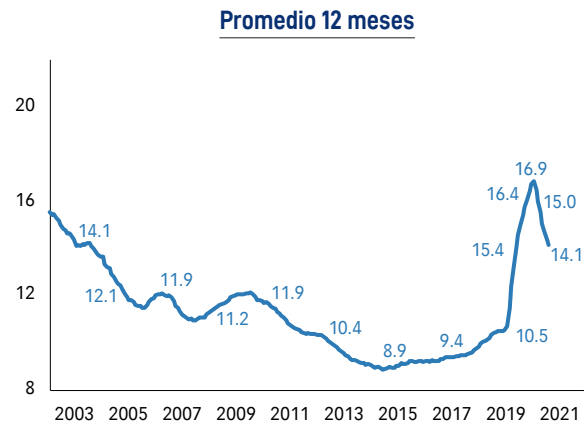
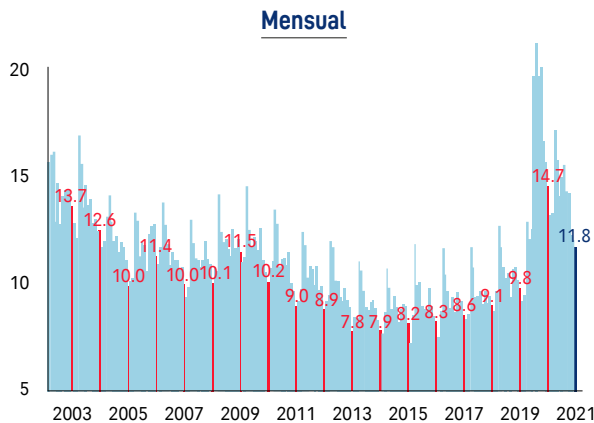
Fuente: cálculos ANIF con datos DANE.

MERCADO LABORAL

La Tasa de Desempleo (TD) nacional fue de 11.8% en octubre de 2021. La cifra se ubicó 2.9pp por debajo al valor observado durante el mismo mes un año atrás y promedió 14.1% en los últimos 12 meses. Por otra parte, la Tasa de Ocupación (TO) fue de 54.6%, 0.9pp mayor al valor registrado un mes atrás y 1.4pp más alta que lo registrado en el mismo mes del año anterior, con esto la Tasa de Ocupación (TO) promedió

52.2% en los últimos 12 meses. Es decir que, para el mes de octubre, 22.1 millones de personas se encontraban ocupadas, una diferencia de alrededor de 399 mil ocupados más que en el mes anterior y de 854 mil ocupados más que el mismo mes del año anterior. Sin embargo, revisando la variación bienal, todavía presentamos un rezago de 685 mil ocupados con respecto a octubre de 2019 (22.8 millones).

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Ocupados y Tasa de Ocupación – Total Nacional
(a octubre de 2021)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

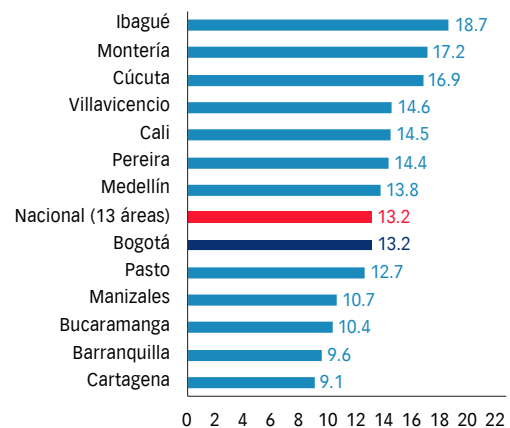


En cuanto al desempleo en las 13 principales ciudades del país, la TD se ubicó en 12.3%, 0.7pp por debajo del registro de septiembre (13.0%). Corrigiendo por factores estacionales, también se ve que la TD disminuyó 0.4pp con respecto a septiembre y se ubicó en 13.7% (vs. 14.1%). Al comparar con octubre del año anterior observamos una disminución de 4.4pp (16.8%). Analizando la reducción en el desempleo desde otro ángulo, vemos un aumento importante en puestos de trabajo en las 13 principales ciudades en el mes de octubre, pues de los 854 mil que se generaron, el 71% (607 mil) se dieron en estas ciudades.

Durante el trimestre agosto-octubre, la TD para las 13 ciudades fue de 13.2%. Al realizar una revisión de la situación por diferentes ciudades encontramos que Cartagena (9.1%), Barranquilla (9.6%) y Bucaramanga (10.4%) fueron las ciudades que presentaron las menores tasas de desempleo, mientras que Ibagué (18.7%), Montería (17.2%) y Cúcuta (16.9%) registraron las mayores.

Todas las ciudades presentaron disminuciones en la TD con respecto al año anterior, Manizales (-9pp), Bucaramanga (-8.8pp) y Cartagena (-6.3pp) fueron las ciudades que presentaron las mayores reducciones, mientras que Pereira (-1.2pp), Medellín (-3,1pp) y Montería (-3.2pp) presentaron las menores. Esto no significa que esas ciudades hayan tenido un mal desempeño en este trimestre en materia de reduc-

**Tasa de desempleo 13 principales ciudades
(%, Trimestre móvil agosto - octubre 2021)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

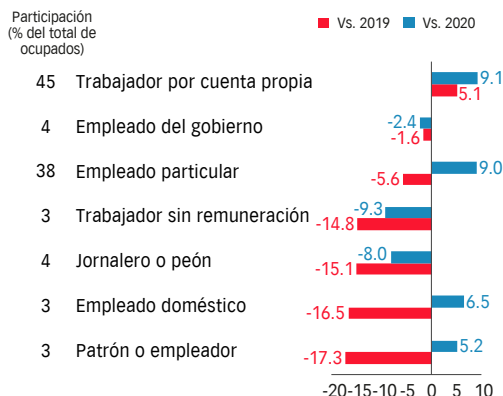
ción de desempleo, lo que se evidencia es que la TD en esas ciudades para el mismo periodo de 2020 no era tan alta como la de las otras ciudades y, por ese efecto base, presentan variaciones anuales menores al resto.

Entre los ocupados adicionales que presenta octubre con respecto al mismo mes del año anterior, 766 mil son empleados particulares y sólo 195 mil son emplea-

dos por cuenta propia, esto significa una buena noticia para la recuperación del empleo formal en el país. En el trimestre móvil de agosto a octubre, los trabajadores por cuenta propia aumentaron 9.1pp frente al mismo trimestre de 2020 e incluso aumentaron 5.1pp frente al mismo periodo de 2019, mientras que los empleados particulares, que son en su mayoría formales, crecieron 9pp frente a 2020, pero disminuyeron 5.6pp frente a 2019. Recordemos que el empleo por cuenta propia fue menos afectado en la pandemia que el empleo particular y se recuperó más rápido.

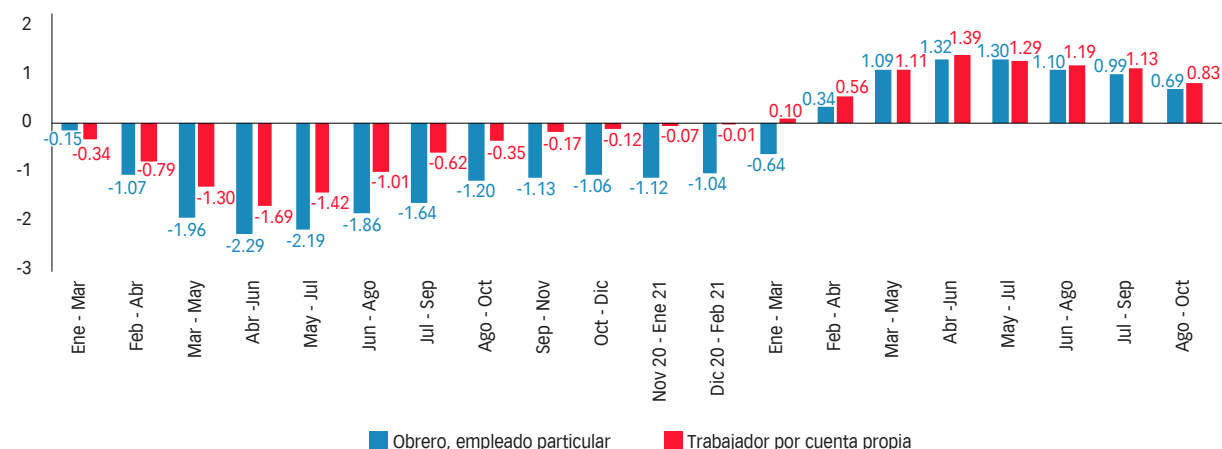
Desglosando el cambio en ocupación por sectores, podemos darnos cuenta de que, en octubre, 54% del total de nuevos ocupados (854 mil) con respecto a octubre de 2020 se ubican en los sectores de Actividades empresariales (212 mil), Industria manufacturera (137 mil) y Alojamiento y comida (113 mil). En contraste, los sectores de entretenimiento (-54 mil), Información y comunicaciones (-31 mil) y Actividades inmobiliarias (-29 mil) presentaron variaciones anual negativas frente a octubre de 2020. Hay que tener en cuenta que el mes de octubre de 2020 suponía un mes de recuperación

Pérdida/Creación anual de empleos por posición ocupacional (variación porcentual, trimestre móvil agosto - octubre 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Cambio en ocupación de empleado particular vs. cuenta propia corte octubre 2021 (millones)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

en ese año, en el que las actividades de empleo presentaron repuntes importantes frente al resto de meses de 2020. Adicionalmente, los factores estacionales del mes de octubre, que en el 2020 fueron casi inexistentes, pero que en 2021 vuelven a comportarse en sus dinámicas habituales, hacen que se vea un decremento en el número de ocupados en ciertos sectores, pero lo cierto es que ese es un comportamiento históricamente habitual en el mercado laboral por dicho periodo del año. La verdadera señal de alerta es que la TD desestacionalizada dentro de este mismo año haya aumentado de septiembre a octubre y que la inactividad haya hecho lo mismo. Esos dos factores pueden llegar a afectar la recuperación del empleo, pero el comportamiento por sectores de la economía es relativamente normal.

En materia de género, los resultados del mes de octubre nos presentaron señales positivas respecto a la recuperación del empleo femenino: creció más la población ocupada femenina que masculina. En octubre

de 2021 la TD para las mujeres fue de 15.9% mientras que para los hombres fue de 8.7%, es decir, una brecha de 7.2pp, 2.2pp inferior a la observada en octubre del año anterior (9.4pp). Sin embargo, la brecha de género sigue siendo más amplia que la que veíamos antes de la pandemia pues en octubre de 2019 era de 4.7pp. Además, la brecha se redujo 0.2pp con respecto a septiembre (7.0%).

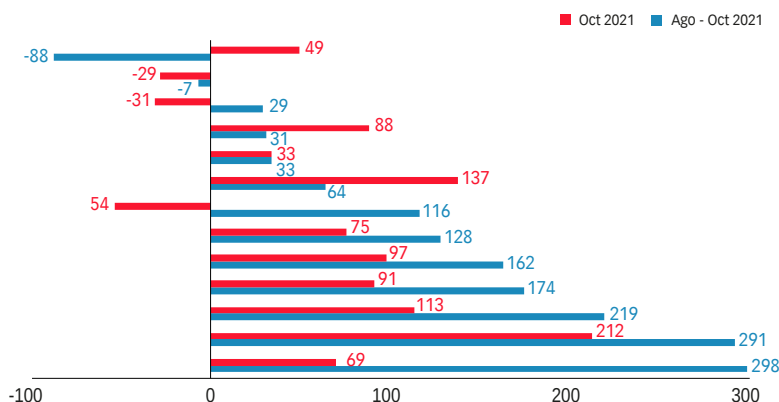
En términos de ocupación, de los 854 mil ocupados adicionales en octubre de este año frente a 2020, 279 mil son hombres (32.7%) y 575 mil son mujeres (67.3%), es decir, se presentó una corrección en la brecha de género en el mercado laboral para el mes de octubre. Para las 13 principales ciudades la situación es similar pues 151 mil hombres recuperaron su trabajo mientras que 456 mil mujeres lo hicieron.

Frente a los 659 mil desocupados menos que hay frente a octubre de 2020, 414 mil mujeres salieron del desempleo mientras 281 mil hombres lo hicieron. En

Pérdida/Creación anual de empleos por actividad económica (miles)

Participación
(% del total
de ocupados)

17	Agricultura
1	Actividades inmobiliarias
1	Información y comunicaciones
1	Actividades financieras
2	Electricidad, gas y agua*
12	Industria
8	Entretenimiento
7	Construcción
7	Transporte y almacenamiento
11	Servicios sociales
7	Alojamiento y comida
7	Act. Empresariales
18	Comercio y reparación de vehículos



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

resumen, octubre es un mes en el que el empleo femenino aumentó de manera más que proporcional frente al empleo masculino.

El único revés que sufrió el empleo de las mujeres en octubre fue el aumento en inactividad. De los 344 mil inactivos más frente a octubre de 2020 178 mil son mujeres y 166 mil son hombres. Como lo hemos venido comentando en varias oportunidades, el impacto de la pandemia en la inactividad fue muy fuerte, especialmente para las mujeres. Para octubre, de los 15.4 millones de inactivos que hay en el país, 10.1 millones son mujeres y 5.4 millones son hombres.

Un aspecto importante por mencionar es que se observa que el aumento en la inactividad principalmente en las mujeres de 55 años o más frente a octubre de 2020 (+404 mil de inactivas) lo que sugiere que las mujeres entre 25 a 54 años (donde hay 137 mil inactivas menos) están saliendo del mercado laboral mien-

tras que las mayores se mantienen en las actividades del hogar.

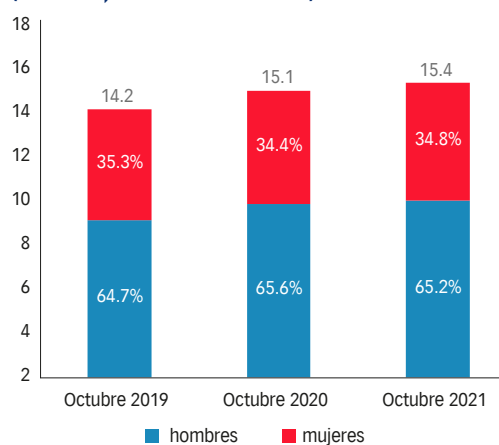
Perspectivas

En los últimos meses del año nos encontramos en un momento en el cual se deben tomar las decisiones correctas para continuar con una senda de recuperación del empleo que nos permitan superar los niveles que había antes de la emergencia de sanitaria.

Los importantes avances en el crecimiento económico que se están presentando este año deben ser respaldados por una recuperación equivalente de los niveles de empleo formal. En ese sentido, la senda en materia laboral que se verá en el 2022 dependerá, en buena medida, de las medidas que se tomen para fortalecer el empleo formal y el empleo femenino en el país, para que la reactivación del mercado laboral siga el camino de recuperación que ha venido presentando la economía en los últimos meses. Dicho lo anterior, esperamos que para el año 2021 el desempleo total nacional promedio se encuentre entre 13.5%-14%.

Adicionalmente, si se implementan medidas que nos permitan acelerar la generación de empleo formal y que, además, beneficien especialmente a las mujeres, los jóvenes y aquellos de menores ingresos, esperaríamos desde ANIF que para el año 2022 el desempleo total nacional promedio oscile entre 12.5% y 13%, acercándonos cada vez a registros de antes de la pandemia.

**Inactivos por género - Total Nacional
(Millones, octubre 2019 - 2021)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

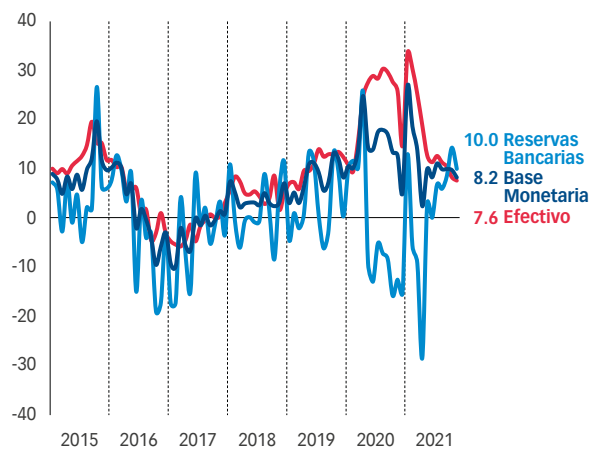
SITUACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

Agregados monetarios y cartera de crédito

Con corte a noviembre de 2021, la base monetaria, que se compone del efectivo y las reservas bancarias, registró una variación real anual de 8.2%, frente a una expansión de 17.9% vista en el mismo periodo

del año anterior, confirmando que la tendencia de moderación en la preferencia por la liquidez continúa. Ese resultado es una combinación de crecimientos positivos en ambos componentes.

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



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

El componente de efectivo presentó una expansión de 7.6% real anual en el mes de noviembre (vs. 25.6% un año atrás), resultado que continúa con la tendencia de desaceleración en el componente. En efecto, después de alcanzar un crecimiento máximo de 30% en agosto de 2020, el efectivo ha presentado una marcada tendencia decreciente en el indicador, con variaciones consistentemente inferiores al mes anterior desde julio de 2021. Recordemos que dicha desaceleración es consecuencia, principalmente, de un efecto estadístico de base, pues el inicio de la pandemia en marzo de 2020 se tradujo en una mayor preferencia por la liquidez por parte de varios agentes de la economía. Ahora

que la variación anual del componente se encuentra por debajo de la media histórica (9.8%), todo parece indicar que dicha preferencia cede de la mano de mejores resultados en materia económica.

Por su parte, las reservas bancarias crecieron 10% (vs. caída de 12.5% un año atrás), dinámica que obedece al efecto base del año pasado. Efectivamente, al inicio de la pandemia el estrés en los mercados pudo haber reducido las reservas, situación que se viene corrigiendo durante este año.

En cuanto a la cartera de créditos, se observa un crecimiento de 1.2% real anual (incluyendo titularizaciones) para el mes de septiembre¹, con variaciones positivas en tres de las cuatro modalidades.

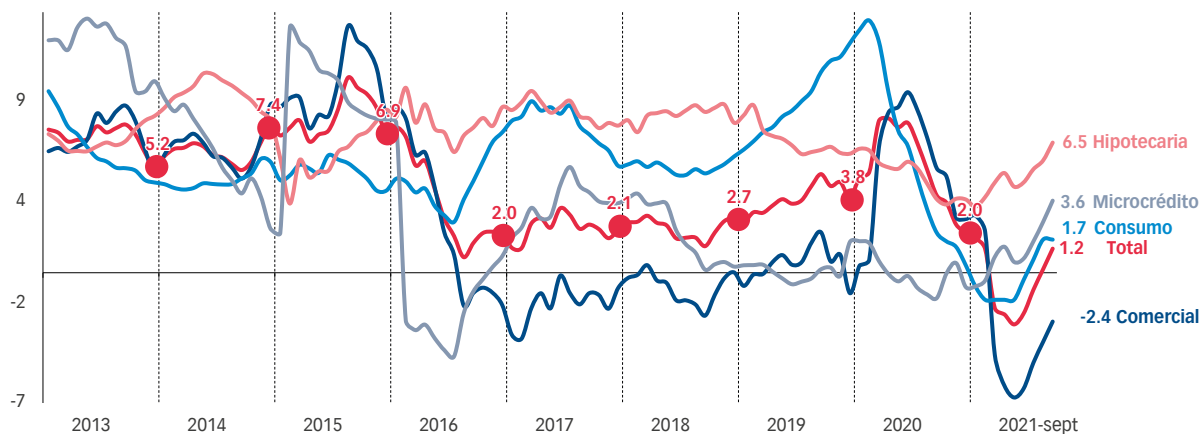
El comportamiento de la cartera total se explica principalmente por el bajo desempeño en la modalidad

comercial, cuya variación anual en el mes de referencia fue de -2.4%, frente a una expansión de 5.2% en el mismo mes del año anterior. Cabe decir que esta modalidad lleva presentando variaciones negativas desde marzo de 2021, lo que corresponde a un efecto estadístico de base negativo. En efecto, la expansión de crédito otorgado a las empresas en el marco de la pandemia hace que en este año los desempeños de la modalidad sean negativos. Adicionalmente, después de ver la caída más pronunciada en el mes de mayo, esta se desacelera, mostrando que poco a poco el crédito comercial se normaliza.

Ahora bien, el mejor desempeño se vio en la cartera hipotecaria con una variación anual de 6.5% (vs. 5.3% un año atrás), siendo esta la más alta para la modalidad en más de dos años. Evidentemente, la

¹ Último mes con información disponible a la fecha.

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



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

colocación de cartera de vivienda responde sensible y positivamente a los diferentes programas de subsidio a compra de vivienda nueva, que se prevé continuarán hasta mitades del siguiente año. Le sigue la cartera de consumo, cuya variación real anual para el mes de julio fue de 4.8%, la más alta en más de 15 meses. Su comportamiento obedece a varios factores, entre los que se cuentan la percepción de riesgo por parte de las entidades financieras lo que limita la colocación de crédito, así como una menor demanda atada a los resultados del mercado laboral. En la medida que estos fenómenos han ido cediendo, esta modalidad se ha ido recuperando.

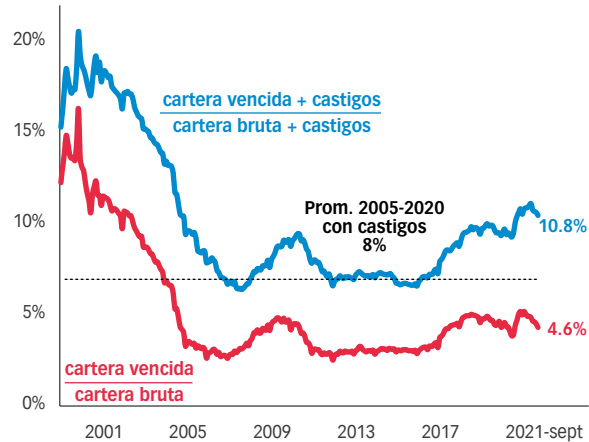
Finalmente, la cartera de microcrédito registró un crecimiento de 3.6% (vs. -1.2%), continuando con la aceleración de la modalidad que se observa desde inicios de este año. Cabe observar que sus variaciones anuales están explicadas fundamentalmente por efectos estadísticos de base. En efecto, después de una fuerte contracción de esta modalidad durante lo más álgido de la pandemia en 2020, comportamiento que en su momento se debió a una menor oferta de créditos de esta modalidad por su elevado riesgo, esta se recupera lentamente.

En ese sentido, esperamos que las tendencias observadas en cada modalidad continúen durante buena parte del 2022. En particular, esperamos que el crecimiento de la cartera comercial retorne a terreno positivo durante el primer trimestre de ese

año. Además, una vez los programas de subsidio a la compra vivienda lleguen a su fin, hacia mediados del 2022, proyectamos una desaceleración de la cartera hipotecaria. Por su parte, las modalidades de consumo y microcrédito seguirán ganando impulso en la medida que se recupere y dinamice el mercado laboral. Siguiendo esa línea de pensamiento, pronosticamos que la cartera total alcance tasas de crecimiento reales superiores al 6% al cierre de 2022.

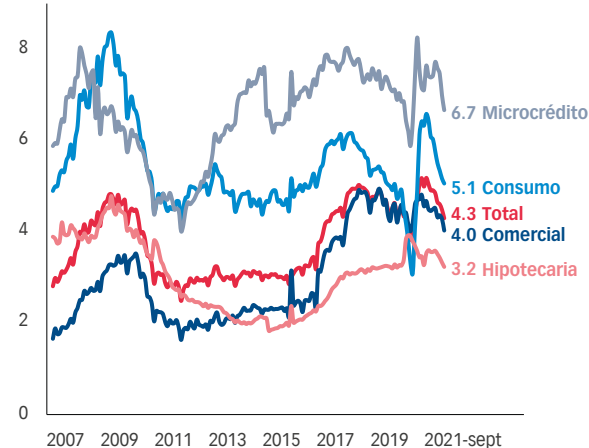
En cuanto a la calidad de la cartera, se registra un ICC de 4.3% (vs. 4.7% el año anterior) en septiembre, después de haber alcanzado un máximo de 5.2% entre noviembre de 2020 y enero de 2021. Recordemos que la materialización del deterioro de gran parte de la cartera se postergó artificialmente con las diferentes medidas adoptadas desde la Superintendencia Financiera por medio de la Circular 007 y 014. Bajo esas circulares se implementó el Programa de Apoyo a Deudores, encaminado a otorgar periodos de gracia para el pago de obligaciones y proteger la liquidez del sistema financiero. Una vez dichas medidas llegaron a su fin, se empezó a deteriorar una porción significativa de la cartera, aunque inferior a lo inicialmente previsto. Al interior del total de la cartera, se observa que el mayor deterioro se da en las modalidades de microcrédito (6.7% vs. 8.3%) y de consumo (5.1% vs. 4.9%). En cambio, la modalidad hipotecaria fue la de menor deterioro (3.2% vs. 3.6%), seguida por la comercial (4.0% vs. 4.7%).

**Calidad de la cartera con castigos
(A septiembre de 2021)**



Fuente: cálculos ANIF con base en Superintendencia Financiera.

**Calidad de la cartera
(%, a septiembre de 2021)**



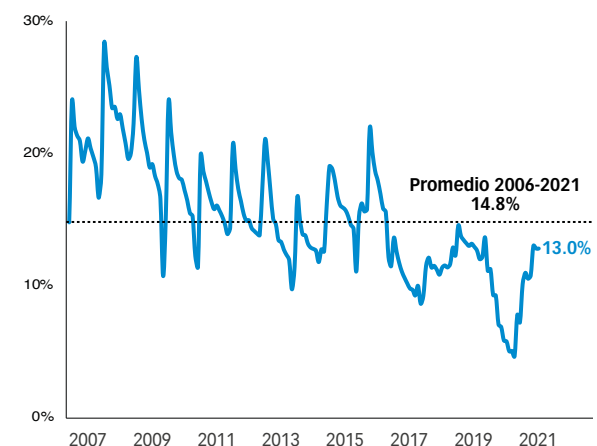
Fuente: cálculos ANIF con base en Superintendencia Financiera.

Es importante resaltar que cuando se incluye la cartera castigada dentro de la estimación del indicador de calidad, se observa una tendencia al alza un poco

más marcada. Lo anterior sugiere que la cartera que está muy deteriorada y que sale del balance de las entidades financieras está presentando un comportamiento negativo. Con todo, esperamos que el indicador de calidad se mantenga en niveles moderados, sin saltos importantes en el deterioro del crédito.

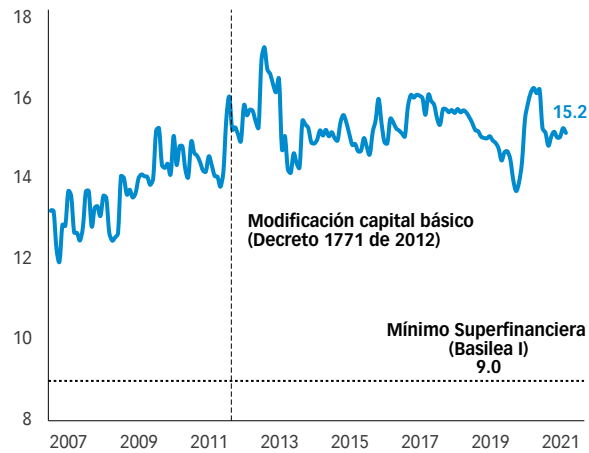
En cuanto al balance de los bancos, se observa que su rentabilidad se encuentra aún por debajo de su promedio histórico. Por ejemplo, el ROA, que mide la rentabilidad sobre los activos, se ubica en 1.6%, 0.1pp por debajo del promedio de 1.73%. Sin embargo, vale resaltar que es una recuperación importante del mínimo de 0.6% observado entre octubre y diciembre de 2020. De forma similar, el ROE (rentabilidad sobre patrimonio) también se encuentra por debajo del promedio histórico, pero con tendencia a la recuperación. Por su parte, la solvencia se encuentra por encima del 15%.

**Rentabilidad sobre el patrimonio-ROE
(%, a septiembre de 2021)**



Fuente: cálculos ANIF con base en Superintendencia Financiera.

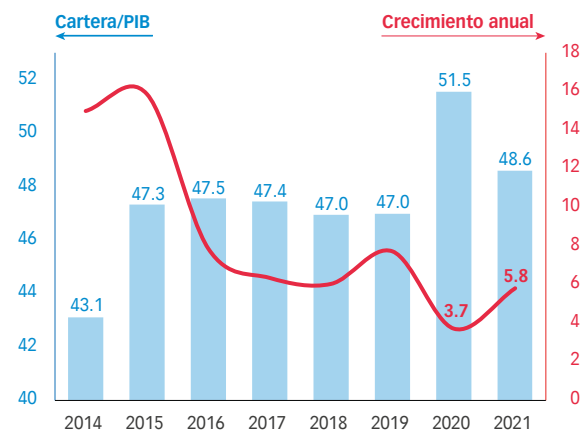
Indicador de solvencia
(%, a septiembre de 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en Superintendencia Financiera.

Finalmente, de la mano con la normalización del PIB, se tiene que la profundización financiera, después de haber superado el umbral de 51%, se encuentra, durante los primeros tres trimestres del año, en 48.6%, retornando lentamente al nivel de 47% observado antes de la pandemia.

Crecimiento y stock de la cartera bruta
+ leasing y titularizaciones
(A septiembre de 2021, % del PIB)

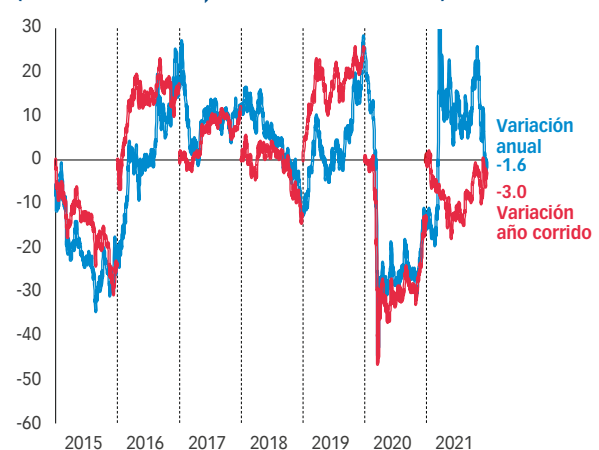


*Datos con corte a septiembre de 2021
Fuente: cálculos ANIF con base en Superintendencia Financiera, Titularizadora Colombiana y DANE.

Mercado de renta variable

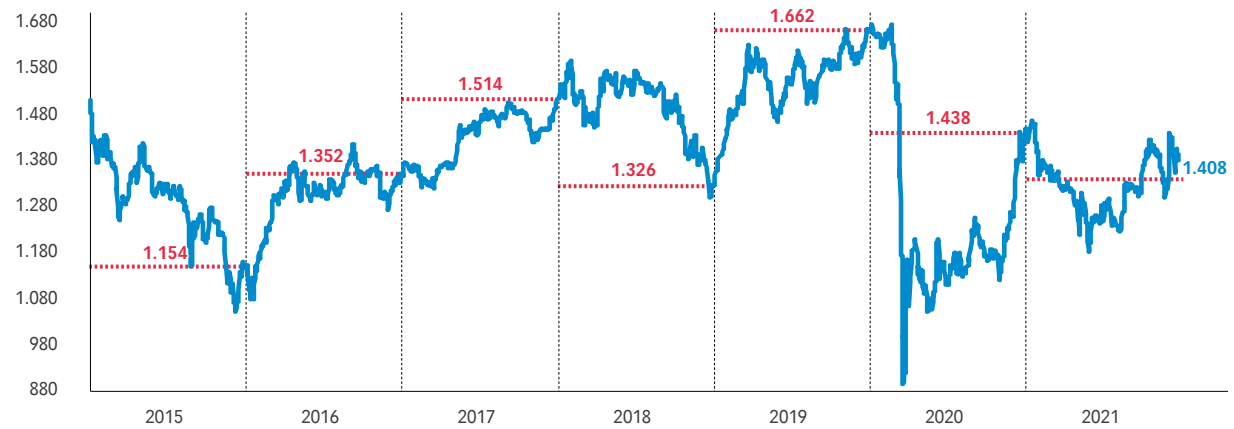
Los mercados de renta variable alrededor del mundo han continuado con desempeños relativamente positivos, después del desplome sufrido al inicio de la pandemia, en marzo de 2020. Después de alzas continuas y pronunciadas que se empezaron a dar luego de esos mínimos históricos, los principales índices bursátiles se estabilizan e incluso superan sus niveles prepandemia. No obstante, las noticias que rodean la nueva variante del SARS-CoV-2 (Ómicron) generan una mayor volatilidad en los mercados. Por ejemplo, el S&P 500 hoy se ubica en 4,696 puntos, lo que representa una variación anual de más de 20%. Por su parte, el Eurostoxx 50 registra un crecimiento anual de casi 22%, con 4,217 puntos hoy. El Nikkei 25 también presenta un comportamiento similar a su contraparte europea y americana, con una variación anual de 8%. En el frente local, el Colcap hoy por hoy está por encima de los 1,395 puntos, lo que implica un crecimiento anual de -1.6% con respecto a lo registrado en el mismo mes de 2020.

Evolución del Colcap
(Variación % anual, a diciembre 23 de 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en bvc.

**Evolución del Colcap
(A diciembre 23 de 2021)**



Fuente: Cálculos ANIF con base en bvc.

ANÁLISIS DE INFLACIÓN

NOVIEMBRE DE 2021

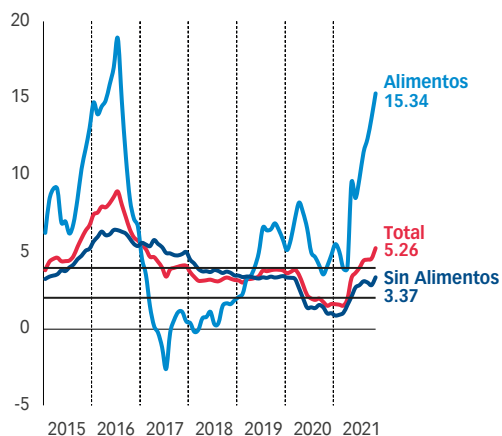
Conforme pasan los meses, la economía colombiana sigue mostrando señales de un importante ritmo de crecimiento. Parecen haber quedado en el pasado las secuelas que generaron los picos epidemiológicos sobre la actividad productiva que, de la mano del plan de vacunación, parece retornar rápidamente a la senda de crecimiento potencial. Las últimas cifras muestran que Colombia se encuentra dentro de los países con mayor tasa de vacunación en el mundo. Eso se ve reflejado en el sorpresivo crecimiento del tercer trimestre, que implicó revisiones al alza en las expectativas del cierre de año.

De forma similar, el repunte del nivel de precios al consumidor parece no dar tregua en el 2021; producto del paro nacional que tuvo lugar en el segundo trimestre del año, se han presentado algunas dificultades en la producción y suministro de algunos bienes que sin duda han repercutido en el precio final de los productos. Recientemente el DANE dio a conocer las

cifras del IPC correspondientes al mes de noviembre; la noticia de la variación anual de 5.26% y mensual del 0.50%, superior en 0.65pp al valor registrado en el mismo mes de 2020 tomó por sorpresa a los analistas que esperaban una variación promedio del 0.18%. Esto da como resultado que, en lo corrido del año, los precios acumulan un crecimiento de 4.58%, superando el rango meta del Banco de la República y aun a la espera del desempeño de este indicador en el mes de diciembre.

Dentro de las divisiones de gasto que más han contribuido al crecimiento total en el año corrido, se encuentra en primer lugar la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, con 2.35pp y cuya variación anual fue de 15.3%. Al ver los productos específicos que están detrás del incremento se observa un componente importante de la carne de res, la leche, la papa y los huevos, que son los responsables de más de la mitad de la subida en precios. Las razones para

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



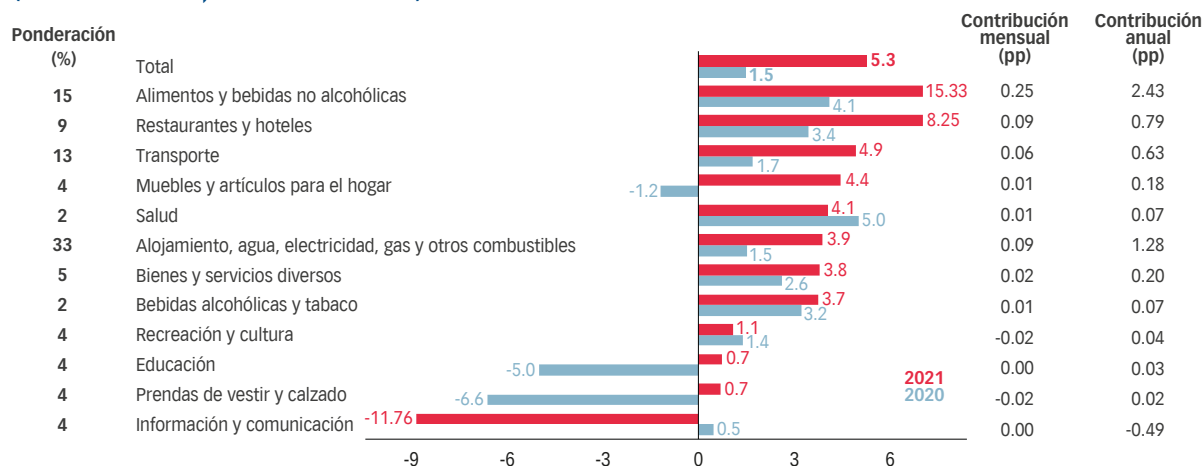
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

la variación en estos productos son las mismas que hace un mes: escasez de oferta a nivel nacional por vocación al mercado exportador, encarecimiento de insumos agropecuarios para el ganado y la afectación de pasos terciarios por la temporada de lluvias. Le sigue la división de alojamiento, agua, electricidad, gas y otros con 1.11 pp, seguido de restaurantes y hoteles

con 0.74pp. Estos resultados reflejan que los alimentos siguen aportando cerca de la mitad de la inflación generada en el año, explicados por los choques de oferta de la primera mitad del año. Posteriormente y en concordancia con la recuperación paulatina del empleo, se han generado choques de demanda positivos que implican mayor nivel de ingreso agregado en las familias y por tanto aumento en su capacidad de compra.

Por otro lado, hubo dos divisiones de gasto con variaciones negativas para el mes de noviembre: prendas de vestir y calzado (-0.63%) y recreación y cultura (-0.50%). La disminución en precios de la primera categoría corresponde a los efectos del día sin IVA, pero en este caso el producto que más contribuyó fueron las prendas de vestir para niños debido a la cercanía de navidad. Para recreación y cultura el cambio negativo se debe a la disminución en precios de paquetes turísticos para enero y febrero, meses en los que la demanda es inferior.

Precios al Consumidor por Divisiones de Gasto
(Variación % anual, a noviembre de 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

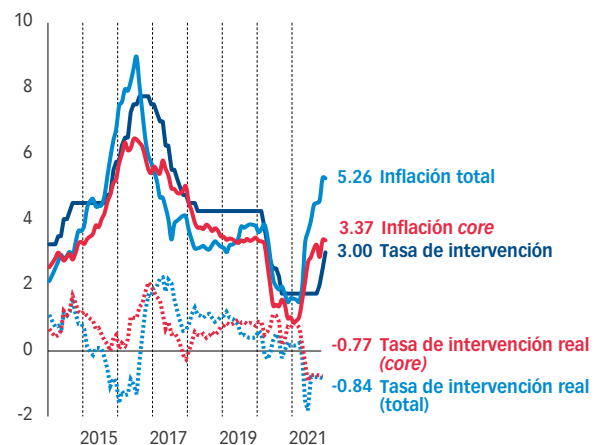
Al estudiar la inflación por dominios geográficos se observan diferencias notorias entre ciudades. Cúcuta reporta una variación mensual (0.92%) de casi el doble que el total nacional (0.50%). El gas domiciliario, que vio un incremento de 7.70%, responde por 15pb de ese incremento. Los almuerzos informales (1.67%) y las papas (18.57%) contribuyen 11pb cada uno. Bogotá se ubica muy cerca del total nacional, con una variación mensual de 0.47%. Se debe resaltar que a lo largo de los once meses del año la capital ha acumulado una inflación año corrido de 4.14%, menor a la acumulada a nivel nacional. Tunja y Medellín son las ciudades con menor inflación en noviembre, cada una con variaciones de 0.35%.

La variación mensual del IPC para el mes de noviembre es la más alta desde mayo, cuando vimos los efectos del paro nacional. Recordemos que la inflación afecta desproporcionalmente a las familias de bajos ingresos. De continuar esta senda al alza, las autoridades deben tomar medidas correctivas para evitar una pérdida en el poder adquisitivo de los colombianos.

Derivado de estos resultados, el Banco de la República ha decidido desde octubre del presente año iniciar la normalización de su política monetaria, para controlar la escalada del nivel de precios. Ello llevó a que en octubre se incrementara en 25 puntos básicos la tasa de interés que estaba vigente desde el 2020, y 50 puntos en cada uno de los meses de subsiguientes. Esto da como resultado que a 17 de diciembre (última reunión de la junta directiva del Banco), la tasa de intervención se ubique en 3.0%. Al mismo tiempo de querer controlar el acelerado crecimiento de los precios al consumidor, la junta pretende reducir el estímulo monetario a la actividad económica por presen-

tar un mejor desempeño del esperado, además de alinear sus propósitos con los recientes movimientos mundiales que ya reflejan una normalización de política monetaria, particularmente en Estados Unidos. Finalmente, se tiene en consideración el anuncio de incremento del salario mínimo para el 2022 de 10.07% que podría generar una percepción de normalidad de aumentos nominales muy superiores a la inflación, desanclando las expectativas de esta.

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



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

Perspectivas

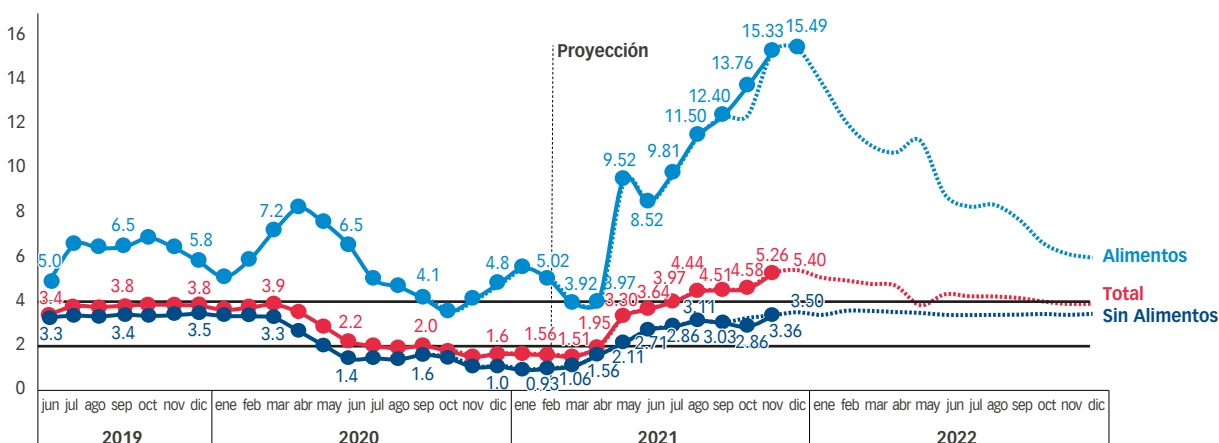
Con todo lo anterior, esperamos que la inflación anual cierre el 2021 entre 5.3% y 5.4%. Los principales motores del crecimiento de los precios de la economía, a saber, el componente de alimentos, la división de restaurante y hoteles y la de transporte continuarían presionando al alza los precios, especialmente en la actual coyuntura de época decembrina.

En efecto, diciembre se caracteriza (en tiempos “normales”) por un mayor consumo de los hogares tanto de bienes durables como de no durables, lo que crea un efecto calendario inflacionario. Para el 2022, la normalización de la política monetaria llevaría a la inflación al rango meta del Banco de la República. Nuestras proyecciones apuntan a que el cierre del próximo año vería una tasa cercana al 3.8%.

En cuanto a la política monetaria, esperamos que los incrementos en la tasa de interés continúen durante el 2022. En este punto, las condiciones externas juegan un rol importante en las decisiones de la Junta

Directiva del Banco de la República. Los costos del transporte internacional, tanto por mar como por aire, la crisis de los contenedores, el fin de los estímulos de la Fed en los Estados Unidos y el plan de por lo menos tres incrementos de la tasa de política monetaria en ese país son factores a considerar a la hora de fijar la tasa de intervención en Colombia. Siguiendo esa línea de pensamiento, proyectamos que la normalización de la política monetaria del país el próximo año lleve a la tasa de intervención a niveles por encima del 4%. Evidentemente, las decisiones también ponderarán el comportamiento del mercado laboral y de la actividad económica.

Proyección de inflación a 2021
(Variación % anual, a noviembre de 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FISCAL

RESULTADOS DEL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2021 Y PERSPECTIVAS

Los datos con corte al segundo trimestre del 2021 publicados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público muestran que el impacto de la crisis sobre la situación fiscal del país empieza a ceder. Las cifras, además, dan cuenta del esfuerzo en términos de

gasto hecho por el ejecutivo para manejar la crisis y sus secuelas.

Para el Sector Público No Financiero (SPNF), el balance cerró en -2.4% del PIB lo cual no representa cam-

Balance del Sector Público No Financiero al cierre de II-trimestre 2021

	II-TRIM (\$MM)		II-TRIM (% del PIB)	
	2020	2021*	2020	2021*
I. Gobierno General	-20.064	-27.118	-2.0	-2.4
Gobierno Central (GC)	-31.320	-39.110	-3.1	-3.5
Gobierno Nacional Central	-30.903	-34.612	-3.1	-3.1
Resto del Nivel Central	-417	-4.499	0.0	-0.4
Regionales y Locales	9.378	10.208	0.9	0.9
Administraciones Centrales	7.858	9.838	0.8	0.9
Resto del Nivel Regional y Local	1.521	370	0.2	0.0
Seguridad Social	1.878	1.784	0.2	0.2
Salud	155	131	0.0	0.0
Pensiones	1.723	1.653	0.2	0.1
II. Empresas Públicas	-894	54	-0.1	0.0
Nivel Nacional	145	90	0.0	0.0
Nivel Local	-1.039	-144	0.1	0.0
III. SPNM	-2.724	473	-0.3	0.0
Balance Total 1	-23.682	-26.699	-2.4	-2.4
Balance primario del SPNF 2	-13.809	-13.431	-1.4	-1.2
Balance primario del SPNF	-6.822	-6.902	-0.7	-0.6

* Cifras preliminares. 1. La discrepancia estadística para el SPNF fue de 0,19% del PIB para 2T2021, al restarle las amortizaciones realizadas durante el periodo de pasivos no explícitos de vigencias previas por sentencias, conciliaciones, laudos arbitrales y el sistema de salud (\$1.217 mm), se obtiene una discrepancia estadística de \$940 mm (0,08% 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 \$6.986 y \$6.529mm del balance del SPNF por transferencias de utilidades del Banco de la República giradas al GNC y registradas como ingreso fiscal durante 2T2020 y 2T2021, respectivamente. Fuente: DGPM – MHCP.

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

Balance del Gobierno Nacional Central al II-trimestre de 2021

	II-TRIM (\$MM)		II-TRIM (% del PIB)	
	2020	2021*	2020	2021*
Ingresos totales	83.244	92.036	8.3	8.3
Tributarios	71.877	81.293	7.2	7.3
No tributarios	538	1.154	0.1	0.1
Fondos especiales	577	643	0.1	0.1
Recursos de capital	10.253	8.945	1.0	0.8
Gastos totales	114.147	126.647	11.4	11.4
Intereses	15.940	18.884	1.6	1.7
Funcionamiento**	88.479	97.139	8.8	8.8
Inversión**	9.760	10.638	1.0	1.0
Préstamo neto	-31	-13	0.0	0.0
Balance total	-30.903	-34.612	-3.1	-3.1
Balance primario	-14.963	-15.728	-1.5	-1.4

* Cifras preliminares.

** Gasto de funcionamiento e inversión incluye pagos y deuda flotante. Incluye el gasto ejecutado a través del FOME.

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

bio alguno frente a lo registrado hace un año. Ese resultado se explica principalmente por el incremento en el déficit del Gobierno General, que pasa de -3.1% del PIB a -3.5%, deterioro que se ve compensado por el aumento del balance en el rubro de Sector Público No Modelado, que pasa de -0.3 puntos del PIB a 0 (473 mil millones de pesos), y en el de empresas públicas que aumenta 0.1pp.

A su vez, el deterioro del balance del Gobierno General (-2.4% del PIB vs. -2.0% en el 2020) se asocia con el déficit del Gobierno Central que cerró en -3.5% del PIB en el trimestre de referencia, 0.4pp más alto que el del 2020. Dicho deterioro viene del desempeño del gobierno central diferente al Gobierno Nacional Central (GNC), cuyo balance pasó de 0 (-417 mil millones de pesos) en el segundo trimestre de 2020 a -0.4 puntos del PIB en el mismo periodo de 2021. De otra parte, el balance total del GNC se

mantiene inalterado frente a lo que se observó hace un año, con cambios menores en los ingresos tributarios y en el pago de intereses.

Por su parte, el balance primario del GNC continua en terreno negativo, aunque presenta una leve mejora de 0.1pp con respecto al mismo periodo de 2020 (-1.4% del PIB vs. -1.5% del PIB en 2020) 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.

Revisión de las metas fiscales 2021

De acuerdo con el Marco Fiscal de Mediano Plazo presentado por el Ministerio de Hacienda en junio de este año, se esperaba que el déficit del GNC se

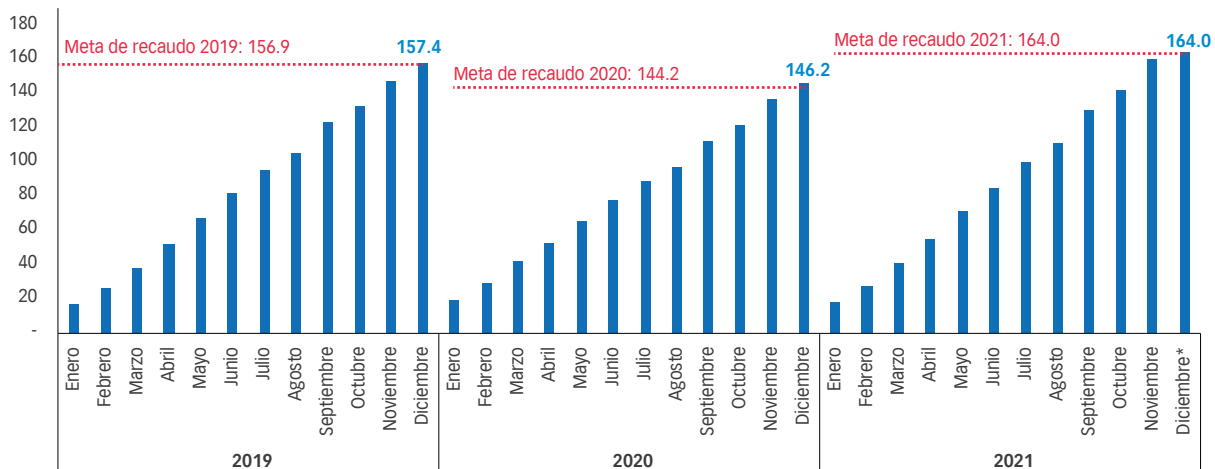
ubicara en 8.6% del PIB y la deuda pública neta por encima de 65% del PIB. No obstante, el pasado 16 de diciembre, el Ministerio de Hacienda anunció la revisión de su proyección de crecimiento económico de 8.5% a 9.7% para el 2021, con lo cual actualizan su meta de déficit fiscal de 8.6% a 7.6% como porcentaje del PIB.

Este desempeño, mejor que el esperado, se ha visto reflejado en las finanzas públicas junto con el esfuerzo de la DIAN por aumentar el recaudo, que a noviembre ya cumplió con la meta del presente año superando los 9.1 billones de pesos. En efecto, de acuerdo

con esta institución, con corte a noviembre se habría logrado recaudar más de 160 billones de pesos, mientras que para el 13 de diciembre ya se había recaudado 164 billones de pesos, alcanzando así el 100% de la meta planteada.

Esta mejora en el déficit fiscal y el gran desempeño de la actividad económica, reducen la proyección de deuda pública en 3 puntos porcentuales para la actual vigencia, ubicándola en 62.1% como porcentaje del PIB, indicando una estabilización mucho más rápida de la prevista en el Marco Fiscal de Mediano Plazo.

**Recaudo de los tributos administrados por la DIAN
(Billones de pesos, año corrido)**



*Datos con corte al 13 de diciembre.
Fuente: cálculos ANIF con base en MHCP.

RESULTADOS DE LA CUENTA CORRIENTE

AL TERCER TRIMESTRE DE 2021

La cuenta corriente del país registró un déficit de 6.4% del PIB durante el tercer trimestre de 2021 (equivalente a -US\$5.120 millones), lo que representa un aumento de 3.3pp respecto al déficit de -3.1% del PIB presentado un año atrás (-US\$2.088 millones). Con eso, el déficit de cuenta corriente se ubicó en -5.5% del PIB (-US\$12.594 millones) en lo corrido a septiembre de 2021, frente al -3.3% del PIB registrado en enero-septiembre 2020 (-US\$6.492 millones).

El déficit de la cuenta en el tercer trimestre de 2021 se explica principalmente por la ampliación del balance deficitario de la balanza comercial de bienes. A eso se le suma los mayores egresos por concepto de renta de los factores y el incremento del déficit comercial de servicios. Esos resultados fueron compensados de forma parcial por aumento en los ingresos por transferencias corrientes. Adicional al incremento derivado del comportamiento de los componentes, el incremento en el déficit de la cuenta frente al resultado del segundo trimestre se desprende del aumento del dé-

ficit corriente en dólares y del efecto de la depreciación del peso en el PIB nominal. Factores que fueron medianamente compensados por el crecimiento del PIB nominal.

En cuanto a los resultados de los primeros nueve meses del año, la cuenta corriente presenta una dinámica muy similar a la observada en el trimestre. Frente a enero-septiembre 2020 el déficit de cuenta corriente presentó un incremento de 2.2pp como resultado de aumento en dólares del déficit, que fue parcialmente compensado por el crecimiento del PIB nominal. Ahora, por componentes, la principal explicación está relacionada con el aumento del déficit de la balanza comercial de bienes (incremento de 66% respecto a 2020). Seguido del incremento de los egresos por concepto de renta de los factores (56.9%) y de la ampliación del déficit de la balanza comercial de servicios (50.3%). Esos resultados fueron parcialmente compensados por el aumento de los ingresos percibidos por concepto de las transferencias corrientes (24.2%).

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

	2019 Ene-sep (III-19)	2020 Ene-sep (III-20)	2021 Ene-sep (III-21)
Cuenta Corriente	-11.336	-6.492	-12.594
% PIB	-4.7	-3.3	-5.5
Bienes y servicios	-10.540	-9.047	-14.538
% PIB	-4.4	-4.6	-6.3
Bienes (Balanza Comercial)	-7.105	-5.998	-9.957
% PIB	-3.0	-3.1	-4.3
Exportaciones	30.848	23.829	29.768
Importaciones	37.953	29.827	39.725
Servicios	-3.435	-3.049	-4.581
% PIB	-1.4	-1.6	-2.0
Ingreso Primario (Renta de los factores)	-7.413	-3.758	-5.896
% PIB	-3.1	-1.9	-2.6
Ingreso Secundario (Transferencias corrientes)	6.617	6.313	7.840
% PIB	2.8	3.2	3.4
Remesas de trabajadores	5.289	4.991	6.285
Cuenta de Capital y Financiera	10.593	5.589	12.086
% PIB	4.4	2.9	5.3
Inversión Directa	7.956	3.966	5.107
% PIB	3.3	2.0	2.2
Inversión Extranjera Directa	10.647	5.390	7.160
% PIB	4.5	2.8	3.1
Inversión de cartera	1.527	3.274	4.261
% PIB	0.6	1.7	1.9
Activos	330	2.664	1.550
Pasivos	1.857	5.938	5.811
Otra Inversión	4.541	1.020	3.454
% PIB	1.9	0.5	1.5
Derivados Financieros	-300	-48	-217
% PIB	-0.1	0.0	-0.1
Variación activos externos *	-3.131	-2.624	-519
% PIB	-1.3	-1.3	-0.2
Saldo de Reservas Internacionales Netas	52.869	56.978	58.721
% PIB	15.8	17.6	25.6

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

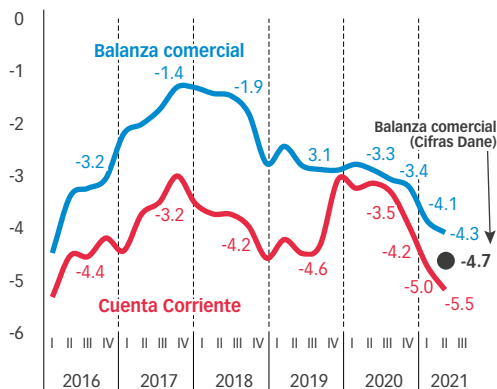
Ahora bien, el déficit de la cuenta corriente para el periodo enero-septiembre de 2021 se compuso de la siguiente forma: (i) el déficit de la balanza comercial (-US\$14.538 millones), equivalente al -6.3% del PIB (vs. -4.6% del PIB presentado un año atrás); (ii) el déficit en la renta de los factores (-US\$ 5.896 millones), correspondiente al -2.6% del PIB (-1.9% del PIB); y (iii) el superávit en las transferencias corrientes (US\$7.840 millones), con lo cual se ubica en el 3.4% del PIB (vs 3.2% del PIB).

Al interior de la balanza comercial, las exportaciones se expandieron un 24.9% anual en los tres primeros trimestres de 2021 hacia niveles de US\$29.768 millo-

nes (vs. US\$23.829 millones un año atrás). Ese incremento se originó por el aumento en las exportaciones de petróleo y sus derivados, en los productos industriales, oro no monetario y café. Vale la pena señalar que el incremento de las exportaciones de petróleo crudo, oro no monetario y café se debe a un aumento tanto en el precio como en el volumen de venta. Lo anterior, resulta ser coherente con la recuperación de la demanda, los mejores precios del Brent y el café y la caída en la oferta de café brasileiro.

Las importaciones, por su parte, registraron durante enero-septiembre un crecimiento de 33.2%, con lo

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



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

cual se llegó a US\$39.725 millones (vs. US\$29.827 millones). En este caso, el incremento se dio de forma generalizada. Sin embargo, las importaciones que terminaron por jalonar el crecimiento fueron las de los insumos y bienes de capital (crecimiento de 36.2%), los bienes de consumo (18.7%) y los combustibles y lubricantes (36.0%).

Por el lado de la balanza de servicios, las exportaciones totalizaron US\$5.081 millones, lo que representa un incremento de 16.2% anual (vs. US\$4.372 millones). Lo anterior se deriva de las mayores exportaciones de servicios modernos (21%) y tradicionales (15%), que en el caso de los tradicionales responde al aumento de viajeros extranjeros en el país. En cuanto a las importaciones, el aumento en lo corrido del año fue de 30.2%, alcanzando así un valor de US\$9.662 millones (vs. US\$7.421 millones). En ese resultado, las importaciones de servicios tradicionales jalonaron el crecimiento al registrar una expansión de 75%, explicada por el incremento de los servicios de transporte de carga. Cabe resaltar que el incremento en el transporte de carga se ha dado como

resultado de la escasez de contenedores y el aumento del volumen importado.

El mayor déficit del rubro de la renta de los factores se explica, en mayor medida, por el incremento en los egresos por utilidades asociadas a la Inversión Extranjera Directa (IED) en Colombia y en menor medida por el incremento de la renta vinculada a las inversiones de cartera. Mientras que, se disminuyó el pago de los intereses de créditos con el extranjero. En cuanto a las utilidades derivadas de la IED, se destaca las actividades de explotación petrolera, minas y canteras, establecimientos financieros y servicios empresariales y transporte y comunicaciones.

Frente a las transferencias corrientes, se registró un crecimiento de 24.2% frente al superávit de US\$6.313 millones registrado en enero-septiembre de 2021. El incremento de las transferencias se desprende de aumento de las remesas (25.9% anual), provenientes de Estados Unidos, España y LATA, y los ingresos por otras transferencias (25.9%). Los cuales ayudaron a compensar el crecimiento de 44% anual que se registró en los egresos por transferencias al exterior.

Perspectivas

Teniendo en cuenta el panorama de la cuenta corriente en lo corrido del año a septiembre de 2021, para el cierre del año ANIF proyecta una expansión del déficit, con lo cual se ubicaría en -5.4% del PIB en 2021 (equivalentes a -US\$ 16.714 millones). Resultado que contrasta con el déficit de -3.5% del PIB registrado en 2020. Ese reajuste de las proyecciones se deriva del efecto positivo que la reactivación económica ha tenido sobre la demanda interna. La cual ha impul-

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

	2018	2019	2020	2021*	2022*
Cuenta corriente	-14.041	-14.801	-9.568	-16.714	-16.031
% PIB	-4.2	-4.6	-3.5	-5.4	-4.9
I. Bienes y Servicios	-10.556	-14.146	-13.157	-18.864	-17.169
% PIB	-3.2	-4.4	-4.8	-6.1	-5.3
Bienes (Balanza Comercial)	-6.394	-9.863	-8.870	-13.764	-13.369
% PIB	-1.9	-3.1	-3.3	-4.5	-4.1
II. Renta de los factores	-11.442	-9.710	-5.198	-7.000	-7.500
% PIB	-3.4	-3.0	-1.9	-2.3	-2.3
III. Transferencias	7.957	9.055	8.788	9.150	8.638
% PIB	2.4	2.8	3.2	3.0	2.7

*Proyectado.

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

sado el crecimiento de las importaciones de bienes y servicios, por encima del crecimiento de las exportaciones. De igual manera, el reajuste contempla los mayores egresos de utilidades asociadas a la IED, como respuesta a los mejores desempeños de las actividades productivas y, en el caso del sector petrolero, de los mejores precios.

Bajo ese panorama, el déficit de cuenta corriente para 2021 obedecería principalmente a la expansión de la balanza comercial de bienes en términos porcentuales (-4.5% del PIB en 2021 vs. -3.3% del PIB en 2020) y de la renta de los factores (-2.3% del PIB vs. -1.9% del PIB). Los cuales estarían parcialmente compensados

por las transferencias corrientes (3.0% del PIB vs. 3.2% del PIB).

Ahora, para 2022 se prevé una disminución en el valor del déficit de la cuenta corriente hacia -US\$ 16.031 millones, con lo cual el peso porcentual del déficit se ubicaría en -4.9% del PIB. Ese resultado va de la mano del crecimiento de la economía de 3.8% proyectado por ANIF y de la devaluación del peso frente al dólar (proyección de \$3.800 promedio para 2022, correspondiente a una devaluación de 1.6%). Cabe decir que la articulación de esta proyección depende de los resultados electorales y la estabilidad fiscal del país.

RESULTADOS DE LA CUENTA DE CAPITALES AL TERCER TRIMESTRE DE 2020

En el tercer trimestre de 2021, el déficit de la cuenta corriente que se analizó en el apartado anterior se fondeó con un superávit en la cuenta de capitales de 6.6% del PIB (equivalentes a US\$5.305 millones). Superior en 3.8pp al superávit registrado un año atrás, el cual se ubicó en 2.8% del PIB (US\$1.875 millones). Con eso, en los tres primeros semestres de 2021 el superávit de la cuenta de capitales sumó US\$12.086 millones, correspondientes al 5.3% del PIB. Lo que re-

presenta un incremento de 2.4pp frente al 2.9% del PIB registrado en el mismo periodo en 2020, equivalentes a US\$5.589 millones.

El desempeño de la cuenta de capitales entre enero y septiembre de 2021 se explica por el aumento en los ingresos de capital extranjero (US\$19.857 millones vs. US\$14.146 millones), de salidas de capital colombiano hacia el exterior (US\$7.036 millones

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

	2018	2019	2020	2021*	2022*
Cuenta de capital y financiera	12.559	13.240	8.092	16.560	15.925
% del PIB	3.8	4.1	3.0	5.4	4.9
Inversión directa	6.172	10.836	5.802	7.150	7.800
% del PIB	1.8	3.4	2.1	2.3	2.4
Inversión Extranjera Directa	11.299	13.989	7.459	10.300	11.500
% del PIB	3.4	4.3	2.7	3.4	3.5
Inversión de cartera	-862	-24	1.792	4.900	3.900
% del PIB	-0.3	0.0	0.7	1.6	1.2
Otra inversión	8.852	5.904	4.411	5.350	5.100
% del PIB	2.6	1.8	1.6	1.7	1.6
Activos de Reservas	1.187	3.333	4.328	1.000	1.180
% del PIB	0.4	1.0	1.6	0.3	0.4
Saldo Reservas Internacionales Netas	48.393	53.167	59.031	60.031	61.211
% del PIB	14.5	16.4	21.7	19.5	18.8

* Proyectado

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

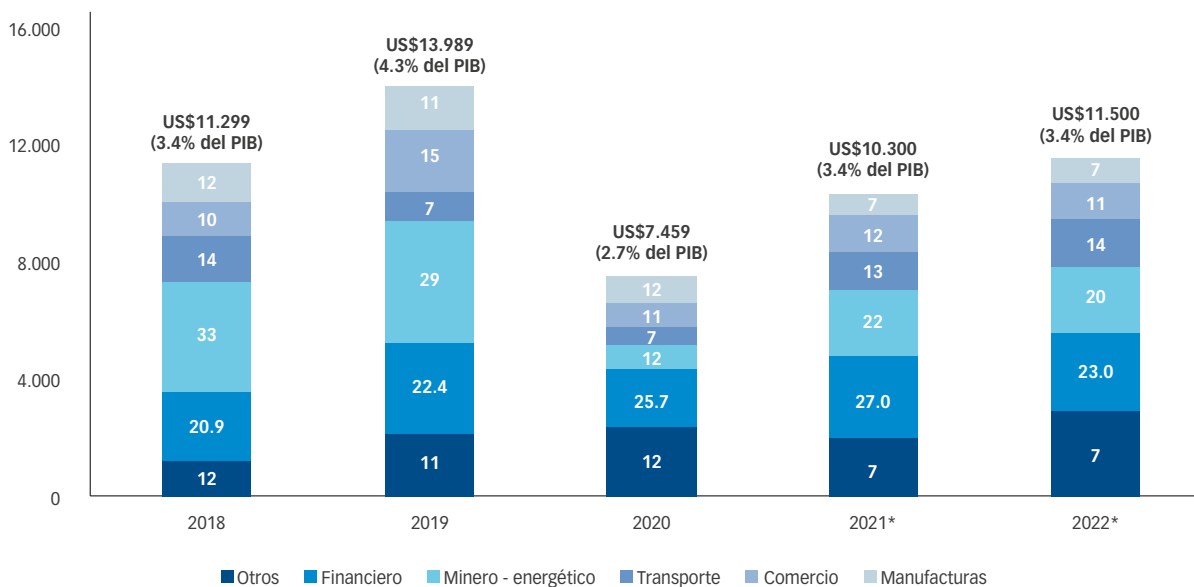
vs. US\$5.885 millones) y en el pago de derivados financieros por parte de residentes (US\$217 millones vs. US\$48 millones). De igual forma, se registró un aumento de las reservas internacionales por un valor de US\$519 millones.

Por componentes sobre salen los flujos de: (i) inversión directa (US\$5.107 millones), equivalentes al 2.2% del PIB (vs. 2.0% del PIB en 2020); (ii) inversión de cartera (US\$4.261 millones), correspondiente al 1.9% del PIB (vs. 1.7% del PIB); y "otras inversiones" (US\$3.454 millones), equivalentes a 1.5% del PIB (vs. 0.5% del PIB). Todo eso es consistente con una acumulación de Reservas Internacionales por US\$519 millones (0.2% del PIB), llevando a un saldo neto de RIN (Reservas Internacionales Netas) de US\$58.721 millones.

Al interior del rubro de inversión directa, la Inversión Extranjera Directa (IED) bordeó los US\$7.160 millones correspondientes al 3.1% del PIB. Monto superior a los US\$5.390 millones registrados un año atrás. Por actividad económicas, los servicios financieros fueron los que mayor IED registraron (25% del total), seguidos por transporte y comunicaciones (20%), industria manufacturera (16%), minería y petróleo (12%), comercio y hoteles (8%) y electricidad (7%).

Los mencionados déficits externos nos llevan a pronosticar un superávit de la cuenta de capitales de 5.4% del PIB para 2021 (vs. 3.0% del PIB en 2020), incluyendo los activos de reserva. En esa línea proyectamos una recomposición en cuanto a los flujos de:

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



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

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

Sector	2018	2019	2020*	2021*	2022*
Minero - energético	3.727	4.117	896	2.266	2.300
Manufacturas	1.310	1.499	894	721	805
Comercio	1.146	2.125	847	1.236	1.265
Financiero	2.358	3.132	1.920	2.781	2.645
Transporte	1.550	1.006	538	1.339	1.610
Otros	1.208	2.109	2.364	1.957	2.875
IED Bruta	11.299	13.989	7.459	10.300	11.500
IED Bruta (% del PIB)	3.4	4.3	2.7	3.4	3.4
IED Colombiana en el ext.	5.126	3.153	1.721	3.150	3.700
IED Neta	6.172	10.836	5.738	7.150	7.800
IED Neta (% del PIB)	1.8	3.4	2.1	2.3	2.3

*Proyectado.

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

(i) IED neta, que pasaría de 2.1% del PIB en 2020 al 2.3% del PIB en 2021 (US\$7.150 millones); (ii) inversión de cartera, que aumentaría de 0.7% del PIB en 2020 hacia el 1.6% del PIB en 2021 (US\$4.900 millones); y (iii) otras inversiones, que se espera registren una expansión del 1.6% del PIB en 2020 al 1.7% del PIB en 2021 (US\$5.320 millones).

Ese panorama es consistente con un escenario de expansión de Reservas Internacionales Brutas, por un valor de US\$1.000 millones. Lo que dejaría al país con un saldo total de US\$59.721 millones en 2021. De cara a 2022, se prevé un superávit en la cuenta de 4.9% del PIB (US\$ 15.925 millones), con acumulaciones de RIN equivalentes al 0.4% del PIB (US\$1.180 millones).

TASA DE CAMBIO

Durante el 2021 la tasa representativa del mercado ha estado caracterizada por su alta volatilidad, producto de la rebaja en la calificación crediticia por parte de Standard & Poor's, que significó un incremento en el valor de la TRM de 2.16% en el plazo de una semana; además, la inestabilidad social generada por las manifestaciones del segundo trimestre que dieron como resultado la retirada de la reforma tributaria del Congreso de la República por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que llevaron igualmente a la calificadora Fitch a retirar el grado de inversión crediticio para la economía colombiana.

Estas decisiones estuvieron acompañadas de una salida de capitales producto del nerviosismo de los inversionistas; según el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), en julio esta ascendió a los US\$96 millones, contrastando con la dinámica positiva que venía presentando el flujo de capitales hasta la fecha. Según el Banco de la República, la prima de riesgo ha venido aumentando para el país, como resultado del deterioro de las finanzas públicas.

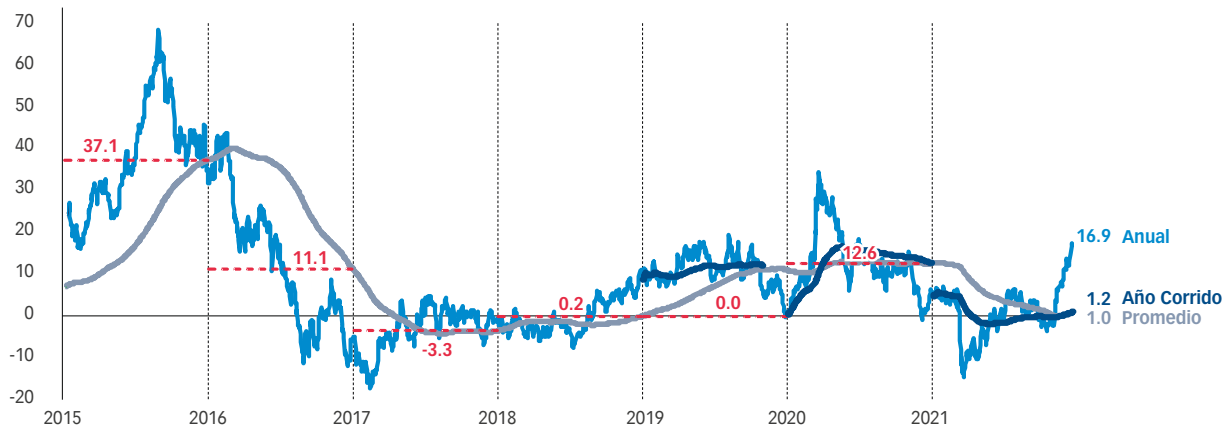
Hasta el inicio del último trimestre, el dato más alto registrado en el año de la TRM tuvo lugar el 10 de

Evolución de la TRM y promedios anuales
(Pesos por dólar, diciembre 20 de 2021)



Fuente: cálculos ANIF con base en Superintendencia Financiera.

**Evolución de la TRM y Promedios anuales
(%, a diciembre 20 de 2021)**



Fuente: cálculos ANIF con base en Superintendencia Financiera.

agosto, con un valor de \$3988.2, con un promedio anual hasta cierre del trimestre de \$3697. Sin embargo, ni los buenos resultados de crecimiento de la economía en lo que va corrido del año que dan cuenta de que la reactivación va por mejor camino de lo esperado, han logrado atenuar el precio de la divisa norteamericana en el país, cuya devaluación se ha acelerado en la última parte del año; el precio de la divisa en el mes de octubre fue de \$3773.4 y para el mes de noviembre, ascendió a \$3904.2, alcanzando en este mes el precio más alto del año, superando la barrera de los 4000 pesos (\$4011 el 30 de noviembre).

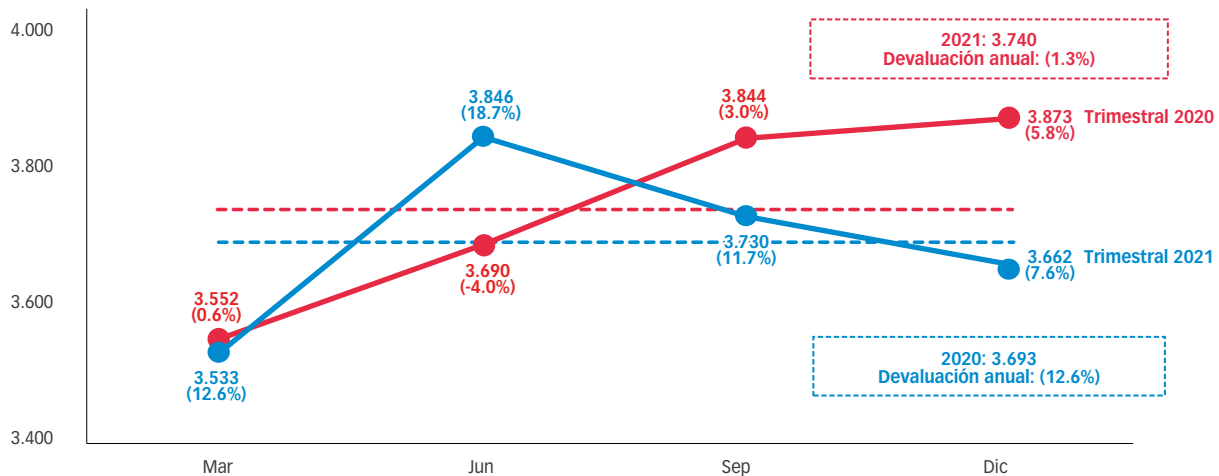
Esta dinámica obedece principalmente a un contexto internacional marcado por la incertidumbre, derivada del aumento de casos de contagios por COVID-19 en Europa, lo que ha motivado a países como Austria y República Checa a imponer nuevas restricciones a la movilidad. De manera más reciente, Francia y Alemania han decidido restringir el acceso a lugares públicos a los no vacunados, con el fin de promover su inmunización.

Pero Europa no es la única afectada por el repunte de casos. China, de quien se esperaba un fuerte desempeño económico en el presente año, ha tomado medidas drásticas a fin de contener la expansión del virus, lo que ha comprometido su aparato productivo reduciendo las expectativas de crecimiento. Esto ha llevado a que los flujos de capitales mundiales busquen refugio en mercados más seguros, alejándolos de los mercados emergentes como el nuestro.

Todas estas acciones junto con el anuncio por parte de la OMS de la nueva variante del virus (Ómicron), ha sumado volatilidad a los mercados mundiales, afectando el precio de la divisa.

Por si fuera poco, contribuye a la turbulencia global el mejor desempeño económico de los Estados Unidos, que presentó un crecimiento en el tercer trimestre de 2.1%, cumpliendo con las expectativas del mercado, atrayendo mayor inversión y afectando la disponibilidad de esta moneda en los demás países. Junto con

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



Fuente: cálculos ANIF con base en FRED.

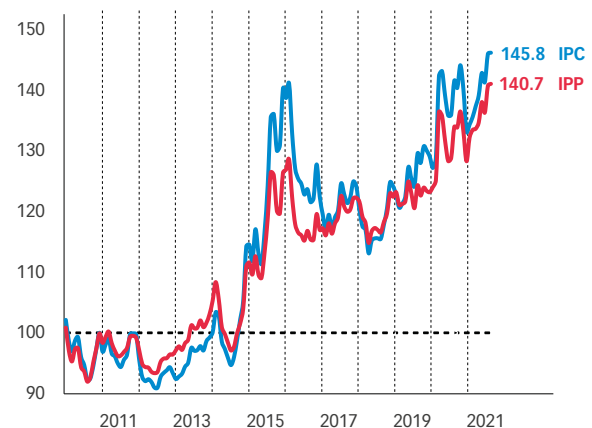
esta mejor dinámica de crecimiento, también se observa un mayor repunte en la inflación del país, lo que ha alentado aún más la normalización de la política monetaria en el país norteamericano. Según Chicago Mercantile Exchange, el 95% de los encuestados cree que la FED incrementará sus tasas de interés.

Así mismo, la jornada electoral que tendrá el país el próximo año, plantea un futuro inquietante en un contexto con enormes retos para la reactivación total de la economía.

Finalmente, vale la pena mencionar que el precio del barril de petróleo Brent ha tenido una clara tendencia al alza durante gran parte del año; la reactivación de la dinámica económica en la mayoría de las potencias mundiales ha aumentado su demanda y por tanto el precio. Producto de eso, el precio del barril se trataba en enero a un promedio de US\$55 y asciende en octubre a US\$83.75. Sin embargo, el mercado del petróleo no fue ajeno al descubrimiento de la nueva va-

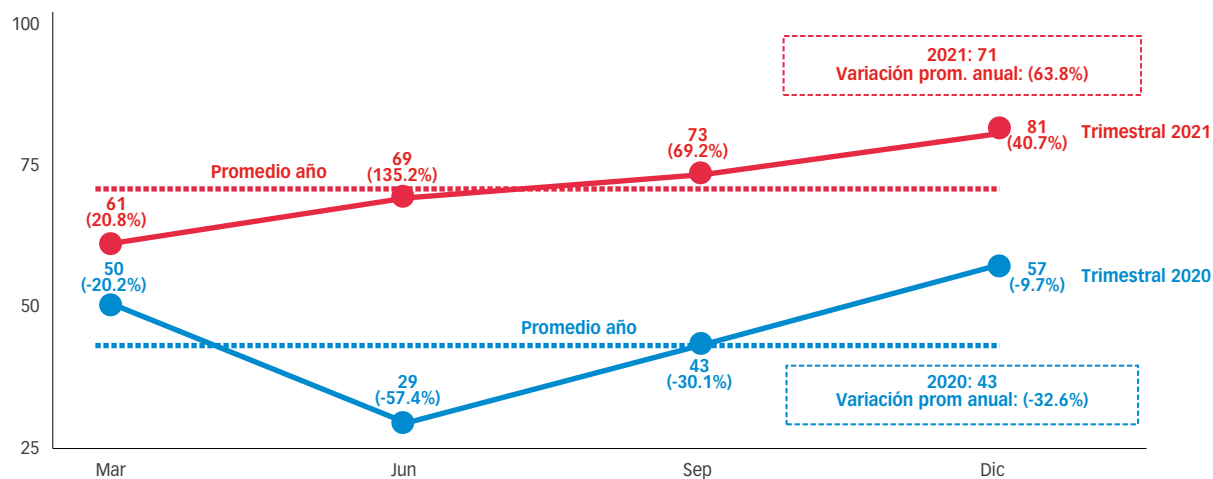
riante ómicron del COVID-19 y ha visto golpeadas parte de sus ganancias en lo corrido del año. En noviembre, el precio promedio por barril descendía hasta los 80.85, alcanzando un descenso abrupto el 30 de noviembre hasta los 70.57 dólares.

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



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

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



Fuente: cálculos ANIF con base en FRED.

A todo esto, se le suman el aumento en la demanda por escasez de gas y carbón y restricciones relativas de la oferta por acuerdo entre los países de OPEP+ para el suministro del producto al mercado.

Perspectivas

Sin lugar a duda que el cierre de año para la TRM estará marcado por una alta volatilidad, asociada a la incertidumbre generada por los contagios de COVID 19, el descubrimiento de la nueva variante y la normalización de la política monetaria estadounidense. El desempeño económico de nuestro país, más alto de lo esperado, pareciera no compensar la intranquilidad que viven hoy los mercados mundiales. Dicho esto, en ANIF consideramos que la TRM cerrará el año con un valor de \$3740. Además, creemos que el precio del Brent cerrará el año con un promedio anual de 71 dólares por barril, en línea con las recientes dinámicas mundiales y proyecciones de algunos organismos nacionales.

De cara al 2022, prevemos que el comportamiento del dólar estará enmarcado en un contexto global de gran variabilidad, derivado de la nueva cepa del COVID-19 que mantienen inquietos los mercados; en cuanto al contexto interno, las jornadas electorales que se celebran en la primera mitad del año, también influirán en la dinámica de la divisa. Estos factores nos hacen pronosticar un precio promedio de \$3800 en el año.

Respecto al Brent, de la mano de la reactivación económica de las grandes potencias, se espera que la demanda se estabilice y no se presenten valores tan bajos como al inicio de 2021. Aun con ello, la incertidumbre internacional también afectará su precio, por lo que esperamos un precio promedio por barril de US\$75.

Debido a la alta volatilidad que caracterizará el año entrante, estaremos haciendo un monitoreo especial para actualizar las proyecciones de ser necesario.

Proyecciones económicas de ANIF para Colombia

COLOMBIA (PROYECCIONES ANIF)	OBSERVADO			PROYECTADO	
	2018	2018	2020	2021	2022
PRODUCCIÓN (VARIACIÓN % ANUAL)					
Producto Interno Bruto	2.5	3.3	-6.8	9.9	3.8
COMPONENTES DE PRODUCCIÓN DEL PIB					
Agropecuario	2.4	1.9	2.8	2.5	2.7
Minas y canteras	-1.9	2.0	-15.7	1.6	2.6
Industria	1.8	1.6	-7.7	15.9	2.6
Electricidad, gas y agua	2.5	2.8	-2.6	5.4	2.3
Construcción	-0.4	-2.0	-27.7	3.1	3.0
Comercio, transporte y turismo	2.7	4.8	-15.1	19.3	4.3
Comunicaciones	2.9	1.7	-2.7	8.6	4.2
Actividades financieras	3.6	5.7	2.1	4.3	4.6
Actividades inmobiliarias	2.7	3.0	1.9	2.7	3.3
Actividades empresariales	3.8	3.7	-4.1	8.9	3.7
Servicios sociales, comunales y personales	4.6	4.9	1.0	6.8	3.9
Actividades de recreación	2.3	3.4	-11.7	28.0	5.8
COMPONENTES DE GASTO DEL PIB					
Consumo de los hogares	3.2	3.9	-5.8	13.1	4.3
Consumo del gobierno	7.4	5.3	3.7	7.5	2.7
Inversión	1.5	3.8	-21.2	11.5	5.1
Exportaciones	0.6	3.1	-17.4	12.0	6.1
Importaciones	5.8	7.3	-18.0	22.1	7.3
DESEMPLEO					
Tasa nacional de desempleo (promedio)	9.7	10.5	16.1	13.5 - 14.0	12.5 - 13.0
Tasa de desempleo trece ciudades (promedio)	10.8	11.2	18.4	14.5 - 15.0	13.0 - 13.5
INFLACIÓN (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)					
IPC total nacional	3.2	3.8	1.6	5.3 - 5.4	3.8
TASAS DE INTERÉS (%)					
Repo nominal					
Promedio año	4.3	4.3	2.7	2.0	3.4
Fin de año	4.25	4.25	1.75	3.00	4.00
Repo real					
Promedio año	1.0	0.7	0.2	-3.1	-1.8
Fin de año	1.0	0.4	0.1	-2.2	-1.2
DTF nominal					
Promedio año	4.7	4.5	3.4	2.0	3.8
Fin de año	4.5	4.5	1.9	3.0	4.1
DTF real					
Promedio año	1.4	0.9	0.8	-3.1	0.0
Fin de año	1.3	0.7	0.3	-2.2	0.2
TIPO DE CAMBIO Y DEPRECIACIÓN					
TRM (promedio año)	2.956	3.281	3.698	3.740	3.800
Depreciación nominal anual del peso (promedio)	0.2	11.0	12.6	1.3	1.6
SECTOR EXTERNO (US\$ MILES DE MILLONES)					
Exportaciones FOB	44.4	42.4	33.5	40.4	42.4
Exportaciones no tradicionales FOB	49.6	50.8	41.4	54.2	55.8
Importaciones FOB	-5.1	-8.5	-7.9	-13.8	-13.4
Balanza comercial FOB	-13.6	-14.3	-9.1	-16.7	-16.0
Cuenta corriente	48.4	53.2	59.0	59.7	60.9
Reservas Internacionales Netas					
SECTOR EXTERNO (% DEL PIB)					
Cuenta corriente	-4.1	-4.4	-3.3	-5.4	-4.9
Balanza comercial	-1.5	-2.6	-2.9	-4.5	-4.1
Cuenta de capital	-3.8	-4.1	-3.0	-5.4	-4.9
IED Bruta	3.5	4.4	2.8	3.4	3.4
IED Neta	1.9	3.4	2.1	2.3	2.3
SITUACIÓN FISCAL (% DEL PIB)					
Balance del Gobierno Nacional Central	-3.1	-2.5	-7.8	-8.0	-6.3

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

PROYECCIONES

PRODUCTO INTERNO BRUTO

Producto Interno Bruto (Var. Porcentual anual)

	Observado			Proyección			
	2018	2019	2020	2021*	2021**	2022*	2022**
Estados Unidos	2.9	2.3	-3.4	6.0	5.5	5.2	3.5
China	6.8	6.0	2.3	8.0	7.8	5.6	4.7
Zona Euro	1.9	1.5	-6.5	5.0	5.0	4.3	4.6
Japón	0.6	0.0	-4.7	2.4	2.0	3.2	3.7
México	2.2	-0.2	-8.3	6.2	5.9	4.0	2.9
Colombia	2.6	3.3	-6.8	7.6	8.8	3.8	4.0
Perú	4.0	2.2	-11.1	10.0	11.7	4.6	3.1
Chile	3.7	0.9	-5.8	11.0	11.1	2.5	2.6
Ecuador	1.3	0.0	-7.8	2.8	7.7	3.5	3.1
Brasil	1.8	1.4	-4.1	5.2	4.9	1.5	1.1

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

CUENTA CORRIENTE

Cuenta Corriente (% del PIB)

	Observado			Proyección	
	2018	2019	2020	2021	2022
Estados Unidos	-2.1	-2.2	-2.9	-3.5	-3.5
China	0.2	0.7	1.8	1.6	1.5
Zona Euro	3.0	2.4	2.2	2.6	2.7
Japón	3.5	3.4	3.3	3.5	3.3
México	-2.1	-0.3	2.4	0.0	-0.3
Colombia	-4.1	-4.5	-3.4	-4.4	-4.0
Perú	-1.7	-0.9	0.8	0.4	0.1
Chile	-3.9	-3.7	1.4	-2.5	-2.2
Ecuador	-1.2	-0.1	2.5	1.7	1.7
Brasil	-2.7	-3.5	-1.8	-0.5	-1.7

Fuente: World Economic Outlook, edición octubre de 2021.

INFLACIÓN

Inflación (Var. Porcentual anual)

	Observado			Proyección	
	2018	2019	2020	2021	2022
Estados Unidos	2.4	1.8	1.2	4.7	4.6
China	2.1	2.9	2.4	1.1	1.8
Zona Euro	1.8	1.3	0.3	2.5	2.7
Japón	1.0	0.5	0.0	-0.2	0.5
México*	4.8	2.8	3.2	6.8	3.7
Colombia*	3.2	3.8	1.6	4.8	3.6
Perú*	2.2	1.9	2.0	6.0	3.4
Chile*	2.6	3.0	3.0	6.4	4.2
Ecuador *	0.3	-0.1	-0.9	1.4	1.2
Brasil*	3.7	4.3	4.5	9.8	4.9

Fuente: Los datos de Estados Unidos, Zona Euro y Japón son fuente Global Data Watch de J.P. Morgan, edición noviembre 2021. Los datos de China son fuente World Economic Outlook, edición octubre de 2021. El resto de países son fuente Latin American Consensus Forecast, edición noviembre 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	5.4	3.5
China	3.8	3.6	4.2	3.8	3.7
Zona Euro	7.2	6.7	7.9	8.0	8.1
Japón	2.4	2.4	2.8	2.8	2.4
México	3.3	3.5	4.4	4.1	3.7
Colombia	9.7	10.5	16.1	14.5	13.8
Perú	6.7	6.6	13.0	8.7	6.5
Chile	7.4	7.2	10.8	9.1	7.4
Ecuador	3.7	3.8	5.3	4.6	4.2
Brasil	12.3	11.9	13.5	13.8	13.1

Fuente: *Centros de estadística de cada país; **World Economic Outlook, edición octubre de 2021.