

# TENDENCIA ECONÓMICA

Editorial: Perspectivas económicas 2021-2022

Actualidad: 2021, año volátil para el mercado de TES

ISSN: 2665-6485 (En línea)

223

## TENDENCIA ECONÓMICA

223

### FECHA PUBLICACIÓN

29 de diciembre de 2021

ISSN: 2665-6485 (En línea)

### EDITORES

**Luis Fernando Mejía**

Director Ejecutivo

**Martha Elena Delgado Rojas**

Directora de Análisis Macroeconómico y  
Sectorial

### OFICINA COMERCIAL

Teléfono: 325 97 77

Ext: 340

comercial@fedesarrollo.org.co

### Diseño y diagramación

Jefferson Ruiz

### DISEÑO WEB Y DIAGRAMACIÓN DIGITAL AUTOMATIZADA

Editorial Dartagnan S.A.S.



Calle 78 No. 9-91 | Tel.: 325 97 77

Fax: 325 97 70 | A.A.: 75074

Bogotá, D.C. Colombia

comercial@fedesarrollo.org.co

## Contenido

Editorial: Perspectivas económicas 2021-2022

Actualidad: 2021, año volátil para el mercado de  
TES

Esta publicación  
se hace posible gracias al apoyo de:

VIGILADO SUPERINTENDENCIA  
FINANCIERA



**DAVIVIENDA**

Banco Davivienda S.A.

# Editorial: Perspectivas económicas 2021-2022

Por: Luis Fernando Mejía

**\*Con la colaboración de Martha Elena Delgado, Daniela López, Sandra Díaz, Andrés Felipe Gallego, Nicolás Cruz y Tatiana García.**

El 2021 ha enmarcado el inicio de la recuperación mundial después de la mayor contracción económica en la historia moderna del país, una recesión causada por los efectos de la crisis de la pandemia del COVID-19. A lo largo del 2021 buena parte de los sectores presentaron un comportamiento positivo, aunque en un contexto de incertidumbre frente a los diferentes fenómenos que afectaron la evolución de la economía mundial, como la aparición de nuevas variantes del COVID-19, los aumentos en los costos de transporte y los problemas de abastecimiento a nivel mundial, el aumento generalizado de la inflación y los indicios de una normalización de la política monetaria en las economías avanzadas.

De cara a este escenario de recuperación con incertidumbre, a continuación presentamos los principales mensajes de los capítulos de contexto internacional, crecimiento económico, sector externo, política fiscal, política monetaria y economía regional de la edición de diciembre de Prospectiva Económica. Para un análisis más detallado y proyecciones de mediano plazo le invitamos a consultar la edición completa.

## Contexto internacional

### *Socios Comerciales*

Estimamos que el crecimiento de los socios comerciales del país será de 4,3% en 2022. Este pronóstico obedece, por el lado de las exportaciones totales, a la aceleración proyectada para Estados Unidos y China, los cuales tienen la mayor participación dentro de este rubro. Por otro lado, teniendo en cuenta las exportaciones no tradicionales, el crecimiento externo relevante para el país sería de 4,3% en 2022.

### *Petróleo*

Para 2022 esperamos un precio del crudo de 71 dólares, un nivel similar al promedio observado en este año. Sin embargo, el mercado petrolero opera en un escenario de alta incertidumbre, por lo cual los precios del crudo enfrentan presiones al alza relacionadas con el comportamiento de los contagios de COVID-19, las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania, y el aumento de la demanda de petróleo en el contexto de un segundo año de recuperación económica mundial.

### *Tipo de cambio*

Para 2022, estimamos que la tasa de cambio tendrá un comportamiento más volátil que en 2021, ubicándose en promedio entre 3.700 y 3.780 pesos. Lo anterior, sustentado en la continuación de las monetizaciones del gobierno en el mercado spot, los altos precios del petróleo y la continuación de la normalización de la política monetaria por parte del Banco de la República, que continuarán

presionando a la baja el tipo de cambio. En contraste, los menores flujos de capitales como consecuencia del aumento de tasas de interés en Estados Unidos y el comportamiento del COVID-19 a nivel mundial, son factores que pueden llevar a la depreciación del peso colombiano respecto al dólar. Finalmente, es importante tener en cuenta que el período electoral en el país será un factor de volatilidad en el comportamiento del tipo de cambio.

### **Escenario de crecimiento económico**

Durante el tercer trimestre del año se observó un importante impulso en el proceso de recuperación económica, en línea con la flexibilización de las medidas de contención a partir de junio y el avance en el proceso de vacunación, los cuales permitieron un mayor gasto privado y con ello mejores condiciones para la producción sectorial. Así, el PIB de 2021-III superó los registros prepandemia y se ubicó como el mejor trimestre desde que se publican datos de cuentas nacionales trimestrales en el país. En este sentido, las perspectivas de crecimiento para el último trimestre están asociadas al continuo incremento en la movilidad de las personas y a la reactivación de actividades gravemente afectadas en 2020, que llevarían al PIB a presentar un crecimiento de 9,5% en 2021 (Tabla 1).

Tabla 1. Proyecciones de Producto Interno Bruto 2021-2022

Rama de Actividad	Participación en el PIB, %	Variación anual del PIB, %			
	2020	2019	2020	2021p	2022p
<b>Sectores productivos</b>					
Agropecuario	7,6	2,3	2,6	1,9	3,1
Minería	4,1	1,7	-16,0	-1,2	3,4
Industrias manufactureras	11,0	1,2	-7,7	16,5	5,8
Electricidad, gas y agua	3,6	2,5	-2,6	4,7	3,4
Construcción	5,1	-1,9	-25,8	2,2	6,9
Edificaciones	2,4	-8,4	-24,4	6,8	6,0
Obras Civiles	1,5	11,2	-28,4	-5,8	8,9
Comercio y transporte	16,3	3,7	-15,2	20,7	7,3
Información y comunicaciones	2,9	1,1	-2,6	9,8	4,8
Actividades financieras y de seguros	4,9	6,3	2,1	3,0	3,1
Actividades inmobiliarias	9,6	3,3	1,9	1,9	2,7
Actividades profesionales, científicas y técnicas	7,0	3,4	-4,3	9,2	3,3
Administración pública y defensa	16,4	5,1	0,7	6,5	3,8
Actividades artísticas y de entretenimiento	2,4	13,0	-11,5	30,8	4,9
<b>Componentes de demanda</b>					
Consumo total	87,6	4,2	-3,9	13,1	4,5
Consumo privado	79,8	3,9	-5,6	13,6	4,2
Consumo público	20,2	5,3	3,7	13,0	6,0
Formación bruta de capital	19,0	3,8	-20,3	11,1	6,4
Exportaciones	13,5	3,1	-18,3	11,2	10,0
Importaciones	20,1	7,3	-17,3	27,4	9,6
<b>Producto Interno Bruto</b>		<b>3,3</b>	<b>-6,8</b>	<b>9,5</b>	<b>4,6</b>

Fuente: Cálculos Fedesarrollo.

Por el lado del gasto, el **consumo total** presentaría un crecimiento de 13,1%, consistente con un aumento del **consumo privado** de 13,6%, debido a la flexibilización de las medidas de restricción de movilidad en el segundo semestre del año y al avance en el proceso de vacunación contra el COVID-19, los cuales han permitido un mayor despliegue de gasto de los hogares en bienes y servicios que un año atrás se dejaron de demandar. Por otro lado, el **consumo público** presentaría un crecimiento de 13%, asociado al mayor gasto ocasionado por el retorno a las actividades presenciales, la adquisición de vacunas contra el COVID-19 y la continuidad de programas de atención social y protección del empleo en el corto plazo, tal y como se ha observado en lo corrido del año.

La **formación bruta de capital** registraría un incremento de 11,1% en 2021, explicado principalmente por el buen comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo, en línea con el desempeño del sector industrial. El incremento de la actividad edificadora de vivienda también aportaría positivamente a la variación del rubro, mientras que la menor inversión de obras civiles y edificaciones no residenciales afectarían negativamente el crecimiento de la inversión total.

En cuanto a las **exportaciones**, en 2021 presentarían un crecimiento de 11,2%, asociado a una mejor

dinámica de las ventas externas de carbón en el segundo semestre, en un entorno de altos precios del *commodity* debido a la escasez de hidrocarburos a nivel global y a la acelerada recuperación económica a nivel mundial. A su vez, la reapertura en el segundo semestre continuaría impulsando el incremento de las exportaciones vía turismo, ante el mayor gasto en el país por no residentes.

Por último, las **importaciones** presentarían una variación anual de 27,4% en 2021, producto de un importante efecto estadístico y del aumento en la demanda de los bienes de capital, en línea con el buen comportamiento de la industria manufacturera y la continua compra de vacunas de COVID-19 por parte del Gobierno nacional.

Dentro de las actividades productivas que sustentarían el crecimiento del PIB para 2021 se destaca el sector de **comercio, transporte, almacenamiento, alojamiento y servicios de comida**, que sería el sector con la mayor contribución al crecimiento del PIB total (3,1 puntos porcentuales, pps), incrementándose a un ritmo de 20,7%. El sector, que se encuentra por encima de los niveles de producción prepandemia, continuaría con la tendencia al alza asociada al incremento en la movilidad de las personas y a los descuentos generados por los días sin IVA. Paralelamente, el alojamiento y los servicios de comida seguirían con el proceso de recuperación ante las menores medidas de distanciamiento social, especialmente en la temporada decembrina. Por su parte, el subsector de transporte y almacenamiento se expandiría en línea con el aumento en el uso del transporte urbano, en la medida en que se han retomado las actividades presenciales, mientras que el transporte ligado al turismo (aéreo e intermunicipal) continuaría recuperándose ante la mayor demanda de servicios turísticos.

La **industria manufacturera** tendría una variación anual de 16,5% en 2021 y una contribución de 1,9 pps a la variación del PIB, obedeciendo al buen comportamiento que ha registrado el sector en lo corrido del año, a pesar del deterioro observado en mayo como consecuencia de los bloqueos en las vías del país. La demanda de energía no regulada por parte del sector industrial ha permanecido en niveles históricamente altos hasta el 14 de diciembre según XM, evidenciando así el buen dinamismo del sector. Este comportamiento estaría relacionado con la confianza industrial, que llegó a su nivel más alto desde 2007 en el mes de agosto y se ha mantenido en terreno positivo en todos los meses posteriores.

El sector de la **construcción** crecería a un ritmo de 2,2%, contribuyendo con 0,1 pps al crecimiento del PIB, explicado por el aumento de 6,8% en la construcción de edificaciones, pero contrarrestado por la contracción de 5,8% en la construcción de obras civiles. Por un lado, las edificaciones en lo corrido de enero-septiembre de 2021 se ubicaron en 7,1% por encima del valor agregado del mismo periodo de 2020, cuyas expectativas en la producción del último trimestre estarían ancladas a niveles similares a los observados en el tercer trimestre. Por su parte, las obras civiles se ubicaron en un 5,4% por debajo de la producción de enero-septiembre de 2020, en un entorno de menor construcción de infraestructura vial.

Entre tanto, el sector de **explotación de minas y canteras** presentaría la única variación negativa en 2021 (-1,2%), con una contribución de -0,02 pps a la tasa de crecimiento del PIB. Este comportamiento se fundamenta principalmente en una contracción en la producción de petróleo, teniendo en cuenta que en lo corrido del año hasta octubre la producción alcanzó un promedio de

734 mil barriles por día (kbpd), lo que representa una reducción de 6,5% frente al mismo periodo de 2020 (786 kbpd). Contrarrestando ligeramente este resultado, el subsector carbonífero aportaría positivamente a la variación del sector, considerando que un año atrás se presentaron situaciones sociales en la mina de Cerrejón, las cuales profundizaron el efecto negativo de la pandemia en el mes de mayo.

Para 2022, anticipamos un crecimiento de la economía colombiana del 4,6%, en donde los efectos negativos del paro nacional y las medidas de contención en el primer semestre de 2021 implicarían un efecto de baja base estadística. En el año en mención, nuestras expectativas están asociadas a un buen comportamiento en el consumo de los hogares, pero que se moderaría al tiempo que el exceso de liquidez de 2020 se va agotando. Si bien contemplamos mejores niveles de inversión con respecto a 2021, los riesgos asociados a condiciones financieras globales más ajustadas y nuevas cepas del COVID-19 podrían ralentizar la recuperación en este rubro, que no ha alcanzado los niveles prepandemia.

Para 2022, el **consumo total** presentaría un crecimiento de 4,5%, siendo impulsado por el **consumo privado** que tendría un aumento de 4,2%, gracias a una completa recuperación en el consumo de bienes y servicios postergados en 2021, pero que se iría desacelerando ante un menor efecto de base estadística y el progresivo agotamiento del ahorro de los hogares. Del lado del **consumo público**, la dinámica de crecimiento se desaceleraría a 6%, en línea con la reducción del gasto extraordinario con ocasión de la pandemia del COVID-19, además de la disminución esperada en el gasto gubernamental en ese año, en línea con los compromisos fiscales del gobierno nacional. Además, prevemos un incremento de 6,4% en la **formación bruta de capital**, donde la limitación en la construcción durante mayo y junio de 2021 asociada al paro nacional implicaría un importante efecto base en el rubro de inversión, que se iría recuperando gradualmente ante los bajos niveles observados en los dos años anteriores.

Por su parte, esperamos que las **exportaciones** se expandan a un ritmo de 10%, retornando a los niveles prepandemia, obedeciendo a la mayor exportación de productos minero-energéticos en un entorno de altos precios y una mayor inversión generada en 2021. Asimismo, una normalización en la movilidad nacional e internacional asociada a las menores restricciones relacionadas con el COVID-19 impactaría positivamente la demanda por servicios de turismo en el país. Por otro lado, esperamos un crecimiento de 9,6% en las **importaciones**, jalonadas por el mayor gasto de residentes en el exterior, así como por la continuidad en la importación de insumos para la industria.

Desde el enfoque de la producción, el **comercio, transporte, alojamiento y servicios de comida** tendría un crecimiento en su valor agregado de 7,3% y un aporte de 1,2 pps al crecimiento del PIB total, explicado por una completa recuperación del subsector de servicios de alojamiento y servicios de comida, y las mejores perspectivas desde el transporte de personas en línea con la normalización en la movilidad, un incremento en los servicios turísticos postergados en 2020 y 2021 y un efecto de base estadística ante la menor actividad en los meses de enero y abril de 2021 por las restricciones en la movilidad, y las afectaciones del paro nacional en el mes de mayo.

Por su parte, esperamos un crecimiento del sector **manufacturero** de 5,8% y una contribución de 0,8 pps a la variación del PIB, en línea con un importante efecto base de mayo de 2021 asociado a los

bloqueos de las vías del país y a un aumento más moderado en la producción mensual. Entre tanto, esperamos que el sector **minero** se expanda a un ritmo del 3,4%, aportando 0,1 pps al incremento del PIB, jalonado principalmente por el incremento en la producción de petróleo, respondiendo a precios favorables y a los mayores niveles de inversión generados en 2021.

Finalmente, el crecimiento esperado para el sector de la **construcción** es de 6,9% (contribución de 0,4 pps a la tasa de crecimiento de la economía) y se debe a una continua recuperación del sector edificador (6%) y a las mejores perspectivas de las obras civiles (8,9%). Por un lado, el desempeño del sector edificador obedecería a una mayor disposición a comprar vivienda en un entorno de mejores ingresos en los hogares, lo que contribuiría positivamente a acelerar el ritmo de comercialización y a disminuir el nivel de inventarios dentro del sector. Por otro lado, el comportamiento de la construcción de obras civiles respondería a la mayor inversión, en línea con una mayor ejecución de los proyectos de infraestructura vial del programa Compromiso por Colombia.

Las expectativas de crecimiento para 2022 necesariamente contemplan riesgos a la baja que de materializarse podrían afectar la dinámica productiva y nuestras proyecciones de crecimiento.

Como lo hemos mencionado en anteriores ocasiones, la recuperación de la actividad productiva no se ha visto reflejada de la misma manera en el mercado laboral. El reciente incremento de 10,07% en el salario mínimo, que representa un mayor incremento con respecto a nuestra estimación de inflación (5,3%) y de productividad laboral (2,2%), puede poner en riesgo el empleo formal. En este sentido, las decisiones de consumo de los hogares en el límite de la informalidad, así como las de inversión de pequeñas y medianas empresas podrían verse afectadas.

El avance en la vacunación ha representado un importante estímulo en el proceso de reactivación económica. Sin embargo, existe una parte importante de la población que no se encuentra vacunada y continúa siendo vulnerable a nuevas variantes del COVID-19<sup>[1]</sup>. En este sentido, la variante *ómicron* podría representar un riesgo en el crecimiento de la actividad del país, en cuanto un nuevo pico de contagios podría llevar a que las autoridades tomen nuevamente decisiones de restricción a la movilidad, los aforos y/o cierres de establecimientos.

Las elecciones legislativas y presidenciales en Colombia generan una importante fuente de incertidumbre. Así, las decisiones de consumo e inversión presentarían una desaceleración en el primer semestre del 2022 ante la expectativa electoral. Los capitales locales y extranjeros estarían atentos a los resultados de las elecciones para retomar los niveles de inversión. Por su parte, la normalización de la política monetaria, no solo en Colombia sino también a nivel mundial, puede tener efectos sobre el crecimiento del país. Las condiciones financieras cada vez más ajustadas implicarían que el costo del endeudamiento para el consumo e inversión se encarecería y podrían posponer las decisiones de apalancamiento financiero de los agentes. A su vez, el incremento en el impuesto de renta para las empresas también afectaría las decisiones de inversión, especialmente de capitales nuevos y de empresas pequeñas y medianas que hasta ahora están logrando retomar su actividad.

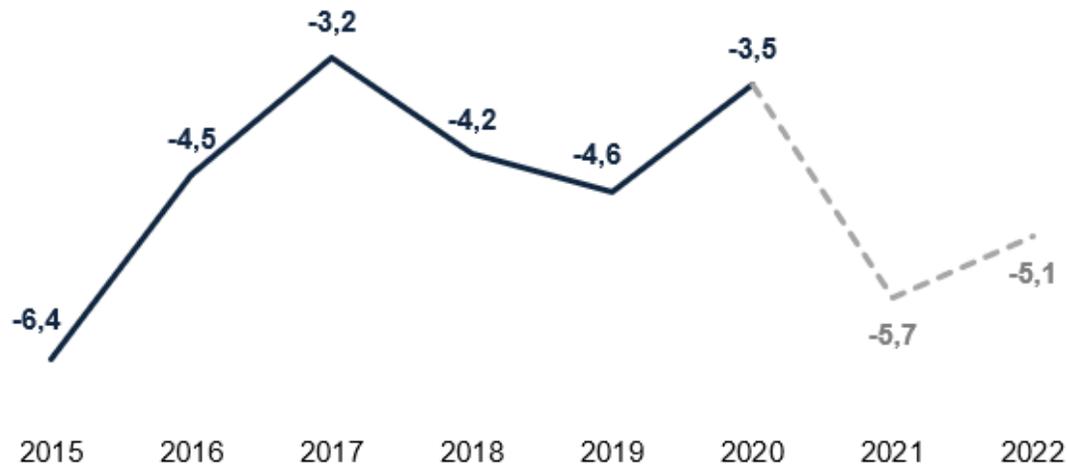
**Sector externo: el segundo mayor déficit de cuenta corriente de este siglo**

Los datos de los primeros tres trimestres de la cuenta corriente registraron un déficit como porcentaje del PIB de 5,5%, lo que representa un incremento de 2,1 puntos porcentuales (pps) frente al déficit observado en el mismo periodo de 2020 (3,3%). Lo anterior es resultado de un aumento del déficit en la balanza comercial, en donde las importaciones superaron el aumento de las exportaciones, y más recientemente por el inicio de la recuperación del ingreso primario. Las dinámicas en estos componentes fueron compensadas por el intenso crecimiento de las remesas.

Particularmente, en los primeros diez meses de 2021 las exportaciones se incrementaron 25,4% frente al mismo periodo del año anterior y disminuyeron 3,7% frente al mismo periodo de 2019. Así mismo, las importaciones en los últimos meses han presentado niveles históricamente altos y en lo que va del año se encuentran 35,2% y 7,5% por encima de los niveles de 2020 y 2019, respectivamente.

Para final de 2021 aumentamos nuestro pronóstico de déficit de la cuenta corriente como porcentaje del PIB de 5,2% a 5,7% (Gráfico 1). Lo anterior, como resultado del amplio déficit observado en el tercer trimestre, que seguiría abriéndose en lo que resta del año a causa de mayores compras externas que por la temporada de fin de año mantendrían el impulso al alza y también por la reciente recuperación del comercio de servicios, mayor a la esperada, donde las importaciones de servicios crecieron 41,2% en lo corrido del año, superando ampliamente los niveles del año pasado. Por su parte, la recuperación de las exportaciones de servicios compensaría solo parcialmente esta expansión. Así mismo, las nuevas variantes del COVID-19 constituyen un factor importante que condicionaría la reactivación del comercio de bienes y servicios, pero que sería contrarrestado por el progreso de la vacunación, el cual esperamos no se vea interrumpido y siga permitiendo la recuperación económica.

**Gráfico 1. Proyecciones de la cuenta corriente**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos Fedesarrollo.

Por su parte, aunque las importaciones de bienes superarían ampliamente los niveles prepandemia, las exportaciones presentarían niveles ligeramente similares a 2019. Adicionalmente, la renta factorial presentaría una recuperación mucho mayor, en la medida en que sigan aumentando los pagos de dividendos a la inversión extranjera directa (IED) asociados a la persistencia de altos precios de materias primas, y las remesas presentarían un nivel histórico este año, el más alto de este siglo, compensando parcialmente la apertura del déficit comercial y el aumento del ingreso primario.

En el 2022 esperamos un cierre de la cuenta corriente de alrededor de 0,6 pps, que se daría por la paulatina recuperación de las cantidades exportadas, así como por la persistencia de los altos precios de las materias primas. Aunado a esto la demanda externa de nuestros socios comerciales seguiría fortaleciéndose y el comercio de servicios se recuperaría completamente volviendo a los niveles prepandemia. Por su parte, los costos de transporte internacional se normalizarían lo que reduciría su impacto en el monto total de las importaciones. Respecto a la cuenta de ingreso primario, esta presionaría el déficit al alza puesto que el ingreso de IED y los buenos precios de los *commodities* permitirían un aumento en la remisión de utilidades al capital. En contraste, las remesas no crecerían el siguiente año en la medida que poco a poco las ayudas gubernamentales se desmonten, aun cuando el empleo latino no se haya recuperado en su totalidad.

## Política fiscal

La duración de la pandemia más allá de lo previsto ha hecho necesario extender la respuesta de política pública hasta el año 2021, lo cual ha llevado a inflexibilidades en el gasto fiscal y presiones adicionales para contrarrestar los efectos de la emergencia económica y social sobre la actividad productiva y las variables sociales del país. No obstante, la reactivación económica observada en lo

corrido del año y los altos niveles que ha alcanzado el precio del petróleo suponen un aumento en los ingresos del Gobierno.

La proyección de ingresos totales para este año se ubicaría alrededor de 16,2% del PIB, respondiendo a los mayores ingresos tributarios esperados este año como resultado de un mejor pronóstico de crecimiento económico y a la dinámica del recaudo.

Por el lado de los ingresos tributarios, esperamos que, en 2021, estos se ubiquen en 13,7% del PIB, donde el rápido avance de la reactivación compensaría la caída en el recaudo del impuesto de renta a empresas petroleras, generada por el desplome de los precios del crudo en 2020. A su vez, la pérdida de vigencia de los alivios tributarios implementados durante la emergencia económica contribuirá al incremento de los ingresos tributarios en este año. El efecto estimado por Fedesarrollo, de la Ley Inversión Social que el Gobierno ejecutará a partir de este año, se reflejaría en un recaudo de 0,1% del PIB en 2021 y se incrementaría hasta un 0,3% del PIB en 2022.

Por otra parte, esperamos que la nación reciba ingresos de capital por un 2,2% del PIB en 2021, respondiendo a los ingresos por utilidades del Banco de la República (0,6% del PIB). Este efecto compensaría ligeramente la reducción sustancial en los ingresos derivados de los dividendos que la nación recibirá por parte de Ecopetrol. Por otro lado, se incluye en este rubro de ingresos un monto del 1,2% del PIB, correspondiente a la enajenación del 51,4% de participación que la Nación tiene sobre ISA.

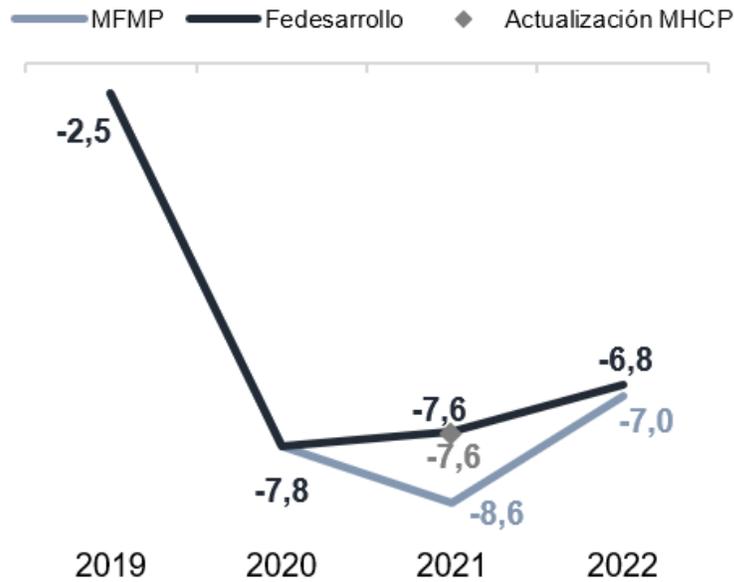
En 2022, la ejecución de la estrategia de optimización de activos de la nación tendría un alto nivel de incertidumbre, por lo que únicamente esperamos que se materialice un 0,3% del PIB en los ingresos por este concepto.

Frente al gasto público, este se ubicará alrededor de 23,8% del PIB en 2021. Los gastos en inversión presentarían un incremento en 2021 con respecto al año anterior, resultado de la mayor inversión en planes de reactivación que el Gobierno planea realizar para apoyar la reactivación económica en este año. Los gastos de funcionamiento presentarían una contracción de 1,1 pps (como porcentaje del PIB) frente a lo observado en 2020, en línea con un incremento sustancial en el PIB nominal superior al aumento del gasto en billones de pesos. Finalmente, las proyecciones incluyen los gastos derivados la Ley de Inversión Social que estima el Gobierno, que ascenderían a 1% del PIB en 2021, 0,5% en 2022.

#### *Balance fiscal y deuda del GNC*

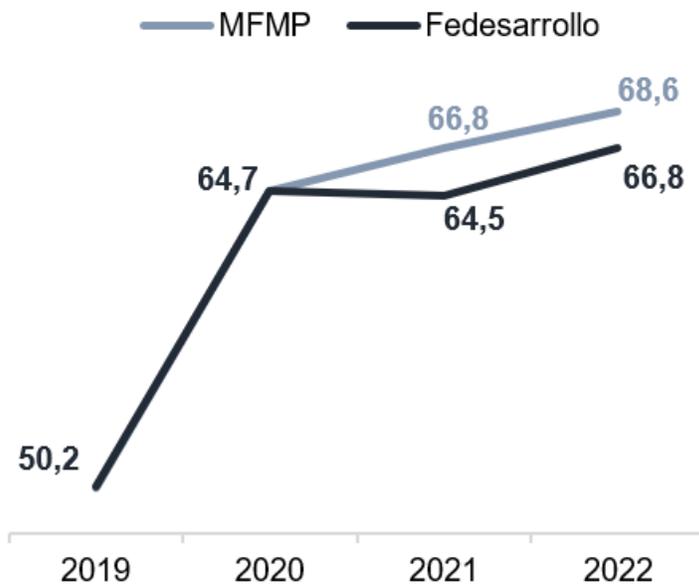
En línea con la senda de ingresos y gastos mencionada anteriormente, estimamos que el déficit fiscal del GNC en el escenario central se ubique en 7,6% del PIB en 2021, para luego disminuir hasta un 6,8% del PIB en 2022. Por su parte, la deuda bruta del GNC se ubicaría en un 64,5% del PIB en 2021, en línea con lo observado en las cifras hasta octubre (sin cuentas por pagar), la cual cerró en un 59,5% del PIB estimado para 2021, junto con la reciente reducción en la proyección de deuda neta por parte del Gobierno nacional, que pasó de 65,1% a 62,1% (Gráfico 3).

**Gráfico 2. Balance fiscal del GNC**  
(% del PIB)



Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo

**Gráfico 3. Deuda bruta del GNC**  
(% del PIB)



Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo

No obstante, dado el nivel de incertidumbre actual, existen riesgos al alza y a la baja que, en caso de materializarse, podrían afectar las proyecciones anteriormente mencionadas. Los riesgos a la baja se encuentran asociados a: i) un menor ritmo de crecimiento económico al esperado, que ralentizaría la recuperación económica y contribuiría negativamente a la generación de ingresos tributarios y a la dinámica de la deuda, ii) la reversión en la tendencia creciente de los precios del petróleo que se ha observado durante lo corrido del año, lo cual retrasaría la recuperación de los

ingresos vía renta petrolera (dividendos e ingresos tributarios), iii) mayores inflexibilidades en el gasto debido a un mayor descontento social, a su vez explicado por el deterioro del mercado laboral y la destrucción de negocios, además de mayores exigencias sociales en el periodo posterior a la pandemia, iv) la existencia de trabas para llevar a cabo las reformas estructurales necesarias de cara a las elecciones presidenciales y de congreso en el año 2022, v) un cuarto pico de contagios producto de la variante *ómicron* del COVID-19 que lleve a cuarentenas y medidas de contención estrictas que puedan afectar la reactivación económica, y vi) los altos niveles de riesgo país que Colombia enfrenta debido a la volatilidad e incertidumbre asociada a la pandemia, así como la consecuente depreciación de la tasa de cambio que podría llevar a un encarecimiento de la deuda externa (Cuadro 1).

**Cuadro 1. Riesgos sobre las finanzas públicas**

Riesgos sobre las finanzas públicas		
	Al alza	A la baja
Salud	Aceleración en la vacunación	Cuarto pico de contagios producto de la variante ómicron
Crecimiento económico	Un mayor crecimiento al esperado incrementaría los ingresos tributarios y contribuiría favorablemente a la dinámica de la deuda vía mayor actividad productiva	Un menor crecimiento al esperado desaceleraría la recuperación de los ingresos tributarios y contribuiría en menor grado a la dinámica de la deuda vía menor actividad productiva
Político		Elecciones presidenciales y del congreso en 2022 podrían poner trabas a la implementación de reformas estructurales con medidas impopulares que busquen incrementar los ingresos de la nación
Volatilidad		Los mayores niveles de riesgo país y la consecuente depreciación de la tasa de cambio podrían llevar a un encarecimiento de la deuda externa
Precios del petróleo	Niveles mayores a los esperados en el precio del petróleo acelerarían la recuperación de los ingresos provenientes de la renta petrolera (impuestos y dividendos)	Niveles menores a los esperados en el precio del petróleo harían más lenta la recuperación de los ingresos provenientes de la renta petrolera (impuestos y dividendos)
Gasto público y presiones sociales	Un desmonte relativamente rápido de los gastos realizados durante la pandemia disminuiría la presión sobre el gasto público	Un mayor descontento social en el periodo postpandemia y una inflexibilidad en el gasto de emergencia dificultarían la reducción del gasto público

Fuente: Fedesarrollo

### Política monetaria: La ola inflacionaria global enciende las alarmas en Colombia

Desde el segundo semestre del año, la ola inflacionaria se convirtió en un fenómeno global que ha tomado cada vez más fuerza y empezó a generar preocupación en todos los países. Factores como la crisis de los contenedores y las interrupciones en las cadenas de suministro, altos precios de los *commodities*, la escasez de semiconductores, y un exceso de demanda a causa de ahorros acumulados en 2020 han motivado el alza de precios internacionalmente. La inflación en Colombia ha crecido sostenidamente hasta llegar a 5,26% en el mes de noviembre, por fuera del rango meta del Banco de la República y llegando a ser la más alta en más de cuatro años. Las divisiones que han tenido una mayor contribución a la inflación de los últimos tres meses han sido los alimentos y las bebidas no alcohólicas; el alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles; y restaurantes y hoteles.

Nuestro pronóstico de inflación para final de 2021 se ubica en 5,3%, en línea con la tendencia al alza observada en los últimos meses. Asimismo, subimos nuestro pronóstico para 2022, ubicándolo en 3,8%. Los factores predominantes que motivaron este ajuste son: el resultado de crecimiento del tercer trimestre y los registros de actividad productiva superiores a los niveles prepandemia; el incremento en el consumo de los hogares, especialmente para final de año; el aumento de los precios internacionales; y la crisis en las cadenas globales de suministro. De esta manera, esperamos que para 2022 la tendencia creciente continúe, por lo menos durante el primer trimestre del año; esto, aún con el endurecimiento de la política monetaria.

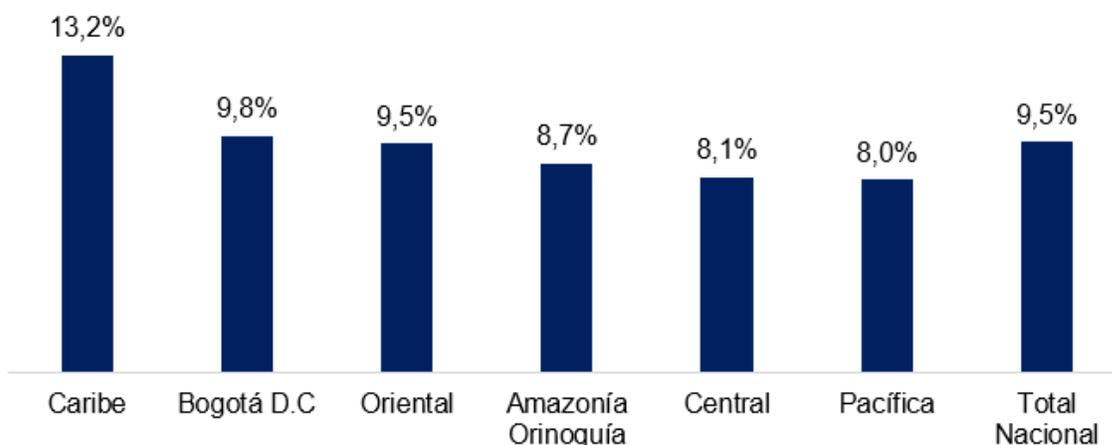
Respecto de la normalización de política monetaria puesta en marcha por el Banco de la República, esperamos que en 2022 la tasa de intervención siga incrementándose hasta ubicarse en 4,75% en diciembre de 2022. La subida de tasas entre agosto y diciembre sugiere que la Junta optará por aumentos relativamente graduales, aunque este comportamiento dependerá de la respuesta de la inflación. Es previsible entonces que en las próximas decisiones el Emisor debida subir su tasa de intervención, consolidando su compromiso con la meta de inflación de 3,0%.

**Economía regional: sólida recuperación y expectativas de repunte en la temporada navideña**

El cuarto trimestre del año empezó con altas expectativas a la luz de la recuperación observada en lo corrido de 2021. En todas las regiones se ha venido observando una tendencia positiva en la actividad económica durante el segundo semestre del año. No obstante, la recuperación del empleo se ha desarrollado a un menor ritmo que la actividad productiva. Según las cifras más recientes, el desempleo en todos los departamentos se encuentra aún por encima de los registros de 2019. Actualmente, la región con menor nivel de desempleo es la región Caribe (11,7%), mientras que la Pacífica presenta el más alto (14,4%).

En términos de crecimiento económico en el 2021, la región Caribe sería la región con mayor dinámica en el país, seguida por Bogotá y la región Oriental (Gráfico 4).

**Gráfico 4. Crecimiento regional 2021**



Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

Específicamente, los sectores que más contribuirían a estas variaciones, el comercio y la industria,

han presentado crecimientos en todos los departamentos frente a las cifras de 2019, con lo cual se hace evidente que la reactivación ha tenido los resultados esperados. La información de ventas y producción reflejó la resiliencia de la economía colombiana y genera un panorama alentador de cara a la llegada del nuevo año.

Ahora bien, se espera que la temporada navideña constituya un repunte para todos los sectores económicos, en vista de los considerables incrementos en movilidad y comercio durante la época festiva. El periodo de vacaciones de fin de año será la oportunidad para que el sector turismo se recupere, ya que aún exhibe resultados inferiores a los del escenario prepandemia. Asimismo, los encadenamientos que genera el turismo representan una dinámica importante que favorecería la creación de empleos.

### **Consideraciones finales**

Después de un 2021 de recuperación, el desempeño económico de 2022 enfrenta varios riesgos y se enmarca en un panorama dominado por la incertidumbre. Del lado sanitario, las nuevas variantes de COVID-19 y su rápido contagio amenazan con frenar la recuperación económica a nivel mundial. Del lado económico, el retiro de estímulos fiscales y monetarios en las grandes economías disminuirá la demanda agregada y endurecerá el costo del crédito a nivel mundial, con impactos sustanciales sobre la economía colombiana. A nivel interno, la normalización de la política monetaria a partir de agosto de 2021 representará un encarecimiento del crédito para hogares y empresas, por lo que el consumo privado y la inversión moderarían su crecimiento.

También existen aspectos positivos a destacar, como el buen momento de sectores como el comercio y la industria, que prometen mantener su destacable desempeño. Además, el precio del petróleo se mantendría por encima de los 70 dólares por barril ante una creciente demanda mundial, lo que implica un respiro para las finanzas públicas. De acuerdo con lo anterior, esperamos un crecimiento de 4,6% durante el próximo año, una cifra más modesta frente a la observada en 2021, pero que se mantiene alta frente a los años prepandemia. Este nivel de crecimiento nos permitirá mantenernos en una senda de recuperación económica y social que deberá ir acompañada con reformas adicionales que garanticen su sostenibilidad en el mediano plazo.

### **Notas**

- 
- 1 Según Our World in Data, con corte al 17 de diciembre el 78% de la población ha recibido al menos una dosis, mientras que el 53% cuenta con dos dosis.

## Actualidad: 2021, año volátil para el mercado de TES

**\*Con la colaboración de Martha Elena Delgado y Nicolás Cruz**

El 2021 fue un año especialmente retador para el mercado de Títulos de Tesorería (TES). A la fecha, las tasas de estos títulos se vieron afectadas tanto por factores internos como externos, entre los que se encuentran: i) la desvalorización de los bonos del Tesoro a principio de año como consecuencia de las mejores perspectivas económicas para Estados Unidos; ii) la pérdida del grado de inversión por parte de Standard and Poor's y Fitch Ratings; iii) la aprobación de una reforma tributaria que no despejó completamente el panorama fiscal; y iv) el comportamiento de la inflación a nivel global y nacional, que desencadenó en una normalización de la política monetaria.

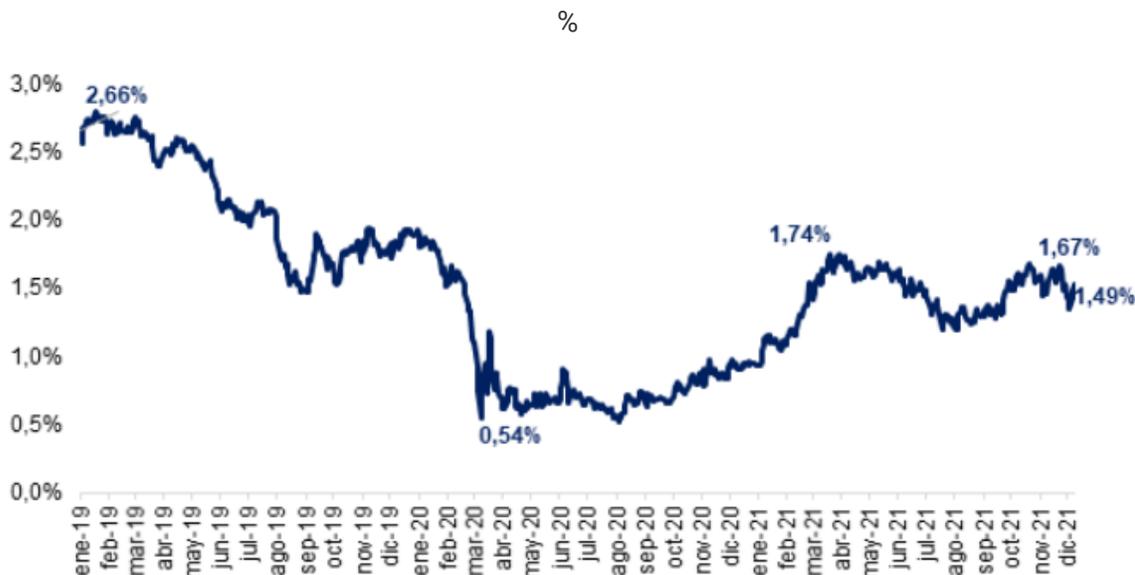
Todos estos factores no solo representaron fuentes de incertidumbre para la economía real, sino que llevaron a una desvalorización de la curva de TES de 255 puntos básicos (pbs) en promedio en lo corrido del año. Sumado lo anterior, el 2021 fue un año en el cual el Gobierno tenía que financiar un gasto público elevado que sirviera como impulso para el crecimiento económico y la generación de empleo, luego de la crisis sufrida en 2020 derivada de la pandemia del COVID-19. Este factor puso aún más presiones sobre los mercados de deuda pública y la percepción de riesgo para los inversionistas extranjeros. En este artículo de Actualidad se presenta una descripción del mercado de deuda pública interna, los factores que influyeron en el comportamiento de las tasas de los TES en lo corrido del año, la evolución de las subastas de deuda pública en el mercado primario, la participación de los tenedores de TES y las operaciones de deuda en las que incurrió el gobierno para mejorar su perfil de deuda.

### **Expectativas de aumento en la inflación de Estados Unidos**

Durante el primer trimestre el año la tasa de los Tesoros a 10 años aumentó de forma acelerada pasando de 0,93% a inicios de enero a ubicarse en 1,74% a finales de marzo (Gráfica 1). Este aumento en la tasa estuvo explicado por el avance en el proceso de vacunación en Estados Unidos y por la aprobación del ambicioso paquete fiscal de la administración Biden, que se tradujo en mayor optimismo sobre la recuperación económica de los Estados Unidos, un incremento en la inflación esperada y por tanto mayores expectativas de que la Fed anticiparía la normalización de su política monetaria. En este contexto, se dio un cambio en las posiciones de los inversionistas a través de una venta máxima de bonos del Tesoro de largo plazo por bonos de corto plazo.

La consecuencia directa de estos sucesos fue una desvalorización generalizada en la curva de rendimientos de los TES colombianos, en donde las tasas a 10 años pasaron de 4,78% a inicios de años a 6,5% a finales del mes de marzo.

Gráfica 1. Bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años



Fuente: Bloomberg

### Pérdida del grado de inversión

A partir de abril la situación sociopolítica en Colombia sufrió un deterioro significativo. La radicación del proyecto de ley de Solidaridad Sostenible, una reforma tributaria para garantizar mayores ingresos y el cierre del déficit fiscal, junto con el malestar social que ya se presentaba desde antes de la pandemia y se había exacerbado por el deterioro del empleo y la pobreza, fueron factores que contribuyeron al paro nacional.

El 19 de mayo la agencia Standard & Poor's rebajó la calificación de la deuda pública colombiana en moneda extranjera de BBB- hasta BB+, con perspectiva estable. Esta pérdida en el grado de inversión obedeció al retiro de la reforma tributaria en un contexto de altas presiones de gasto, producto de la pandemia del COVID-19. Posteriormente, el 1 de julio, la calificadora Fitch Ratings rebajó la calificación soberana de BBB- a BB+. Como era de esperarse, las tasas de los TES y las primas de riesgo crediticio ya venían incorporando una eventual pérdida del grado de inversión del país (Gráfica 2).

Gráfica 2. CDS a 10 años Colombia (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg

### Ligera estabilidad por la aprobación del proyecto de inversión social

En septiembre el Congreso aprobó una nueva reforma tributaria que, si bien no resolvió en definitiva la incertidumbre fiscal, permitió conseguir recursos importantes para iniciar el proceso de reducción de la deuda pública. Además, la incorporación del nivel de deuda del gobierno como uno de los parámetros de ajuste de la regla fiscal, aumentó las expectativas de unas finanzas más sólidas en el mediano plazo. Como resultado, a inicios de octubre la calificadora Moody's decidió mejorar la perspectiva crediticia de negativa a estable, manteniendo el grado de inversión para el país. En suma, esta serie de acontecimientos permitió que durante los meses de agosto a octubre las tasas de los TES no continuaran con la tendencia alcista que experimentaban desde febrero, manteniéndose estables por un periodo de tres meses (Gráfica 3).

Gráfica 3. Comportamiento de las tasas del TES a 10 años

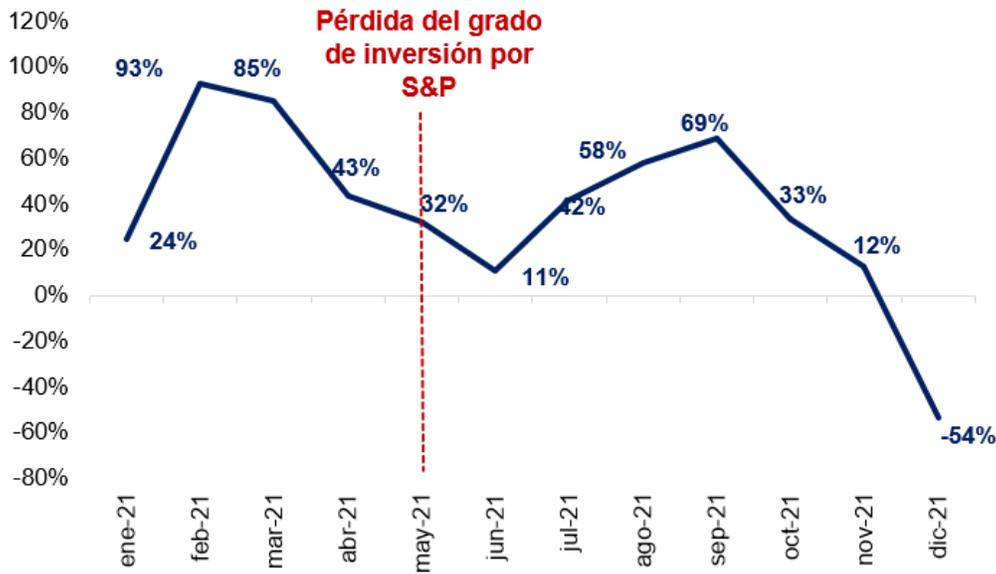


Fuente: Bloomberg

### Aumento de la inflación y posterior normalización de la política monetaria

Desde el mes de septiembre las tasas de los TES volvieron a recuperar su tendencia al alza, como consecuencia del aumento de la inflación a nivel global. Si bien en un principio se pensó que el aumento de la inflación ocurría debido a un choque de oferta transitorio relacionado con la disrupción en las cadenas de suministro y al aumento en los precios de la energía, las cifras más recientes muestran que se la inflación se ha convertido en un fenómeno relativamente permanente. En Estados Unidos la inflación anual a noviembre fue del 6,8%, un nivel no alcanzado desde junio de 1982. Así mismo, las tasas del tesoro a 10 años se han elevado hasta niveles prepandemia por el retiro del estímulo monetario por parte de la Fed, que inició en noviembre con una reducción de las compras de activos de 15 mil millones de dólares (30 mil millones de dólares a partir de enero). Aun así, esta subida en los bonos del Tesoro no explica en gran medida el aumento en las tasas de los TES a final del año, pues la correlación de los bonos del Tesoro con los TES ha sido muy volátil en el 2021, lo cual da señales de mayor incertidumbre en la economía colombiana (Gráfica 4).

Gráfica 4. Correlación mensual bonos del Tesoro y TES



Fuente: Bloomberg. Cálculos Fedesarrollo

Por su parte, la normalización de la política monetaria del Banco de la República, que ha aumentado la tasa de referencia de 1,75% a 3,0% para hacer frente a una inflación que en lo corrido del año a noviembre se ubica en 4,86%, sumada a las ventas netas por parte de los Fondos Extranjeros por cerca de 2,5 billones de pesos, fueron factores que explicaron la desvalorización de los TES en los últimos meses del año. Los TES llegaron a registrar tasas de 8,25% para su referencia de 10 años, nivel no visto desde que se implementaron las restricciones a la movilidad en el país a mediados de marzo de 2020.

En una decisión que tuvo impactos en los mercados de deuda pública, el 13 de diciembre el Gobierno decidió aumentar el Salario Mínimo en 10,07% para el año 2022, un nivel elevado respecto a la inflación esperada para el año (5,3%) y el aumento de la productividad laboral (2,2%), que como hemos anotado podría tener efectos negativos en la recuperación del empleo formal y presiones al alza en los precios de los bienes y servicios, generando impactos adicionales en la inflación del próximo año. Ante este anuncio el mercado reaccionó inmediatamente con tasas más altas, donde los TES se desvalorizaron 15 pbs en promedio (Tabla 1). Los TES de más corto plazo fueron los más perjudicados, al elevarse las expectativas de aumento de tasas por parte del Banco de la República, previo a la última decisión del año, la que terminó aumentando la tasa en 50 pbs.

Tabla 1. Tasas de los TES 10 dic vs 13 dic

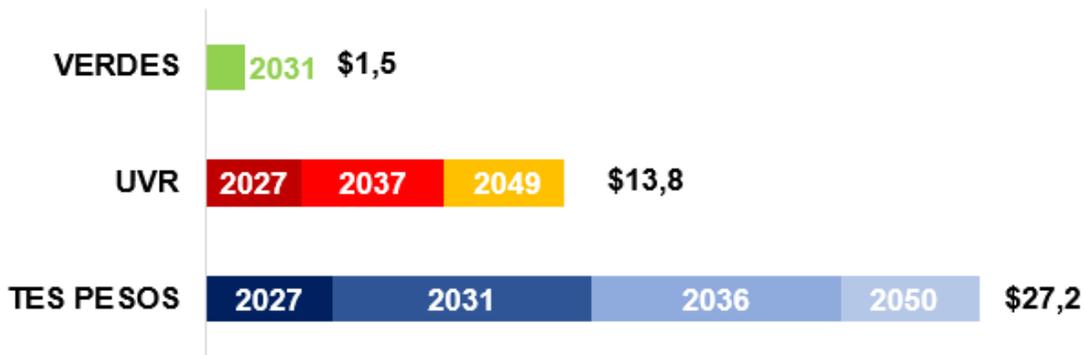
TES Tasa Fija	10/12/2021	13/12/2021	Var. Diaria pbs
4/05/2022	3,264	3,250	1,4
24/07/2024	6,312	6,560	-24,8
26/11/2025	6,964	7,179	-21,5
26/08/2026	7,250	7,501	-25,1
2/11/2027	7,550	7,709	-15,9
18/09/2030	7,846	8,046	-20,0
26/03/2031	7,850	8,027	-17,7
30/06/2032	8,056	8,187	-13,1
18/10/2034	8,140	8,200	-6,0
9/07/2036	8,200	8,302	-10,2
26/10/2050	8,367	8,500	-13,3

Fuente: Banco de la República.

### Subastas de TES

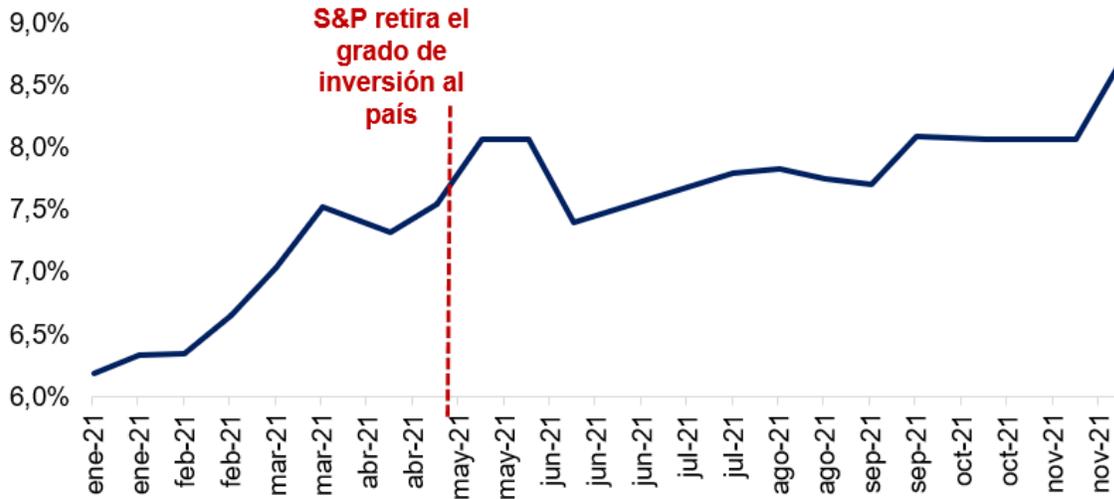
A finales de noviembre, el país culminó su programa de financiamiento a través de subastas en el mercado local de acuerdo con las metas establecidas en el Plan Financiero publicado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2021. Durante el año se emitió un monto total de \$42,4 billones de pesos, de los cuales el 63% correspondieron a TES en pesos, 33% en TES UVR y 3% a TES verdes (Gráfica 5). La pérdida del grado de inversión implicó que, si bien el gobierno pudo financiarse ampliamente en los mercados locales, lo hizo a tasas más altas (Gráfica 6). Estas emisiones tuvieron como resultado, un portafolio de deuda local con un mayor plazo promedio cercano a los 8 años, y un costo en cupones contratados promedio de 7,4%.

Gráfica 5. Subasta de TES 2021 (billones de pesos)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Gráfica 6. Tasa de corte de subasta de deuda pública a 15 años



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

### Tenedores de TES

Durante el año 2021 el mercado de deuda pública tuvo que afrontar diferentes sucesos que llevaron a movimientos significativos en su estructura de tenedores de TES. Los Fondos de Capital Extranjero fueron los principales compradores hasta el mes de octubre, a pesar de la pérdida del grado de inversión, el deterioro fiscal y sociopolítico y la incertidumbre asociada a la pandemia en 2021. No obstante, desde octubre han reducido su portafolio, que a noviembre se ubica en 11,2 billones.

Entre enero y marzo de 2021, los fondos de capital extranjero realizaron ventas netas de títulos de deuda pública colombiana por un monto de \$2,2 billones de pesos. No obstante, la baja demanda de TES por parte de inversionistas extranjeros se revirtió entre abril y agosto de 2021, cuando se realizaron compras netas de TES por \$16 billones de pesos (Gráfica 7). Lo anterior se dio a pesar de la mayor percepción de riesgo en el país, la imposición en abril nuevamente de medidas de distanciamiento social por el incremento en el número de contagios observado en este mes, las

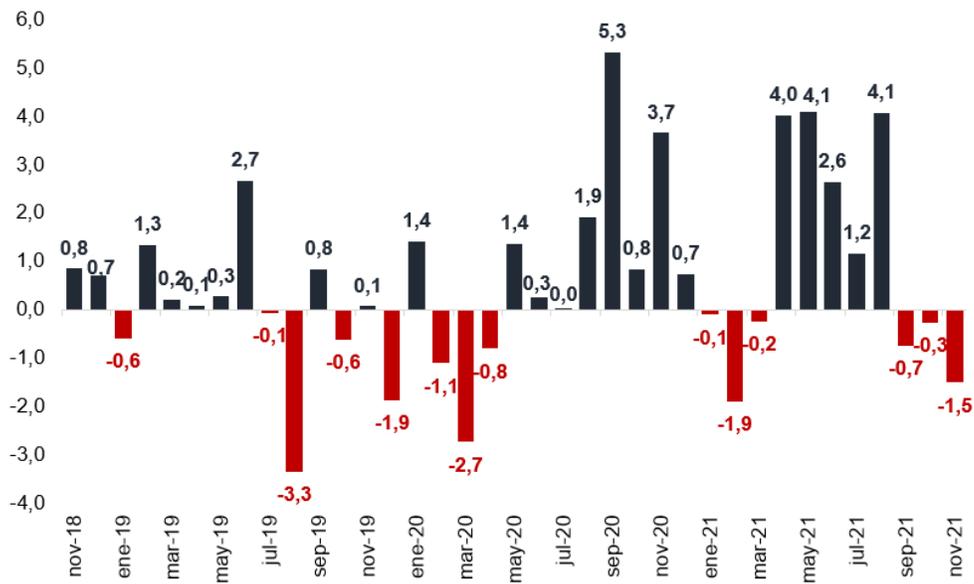
manifestaciones que se llevaron a cabo en el país desde inicios de mayo, el retiro de la reforma tributaria propuesta inicialmente por el Gobierno y la pérdida del grado de inversión con las agencias calificadoras S&P y Fitch. En general, los inversionistas extranjeros aprovecharon el buen momento de la recuperación económica mundial a lo largo del año y tuvieron un mayor apetito por riesgo en estos meses.

Por su parte, en los meses de septiembre, octubre y noviembre los fondos de capital extranjero realizaron ventas netas de títulos de deuda pública colombiana, por primera vez desde marzo, por un total de \$2,5 billones de pesos. La desaceleración en la demanda de TES por parte de inversionistas extranjeros responde a una disminución en la compra de bonos por motivos especulativos, la cual se incrementó luego de la pérdida del grado de inversión de Colombia con las calificadoras S&P y Fitch. Asimismo, las presiones inflacionarias que atraviesa el país y el consecuente incremento de las tasas de política del Banco de la República generaron presiones de desvalorización sobre los títulos de deuda colombianos.

Este comportamiento en los Fondos Extranjeros de los últimos meses provocó que el Banco de la República se posicionara en el año como el comprador con mayor participación, al registrar compras netas por 12,1 billones de pesos, las cuales se acentuaron en los meses de septiembre, octubre y noviembre, como reflejo de la operación con los Derechos Especiales de Giro (DEG) que realizó el Ministerio de Hacienda con el Banco de la República (Gráfico 8).

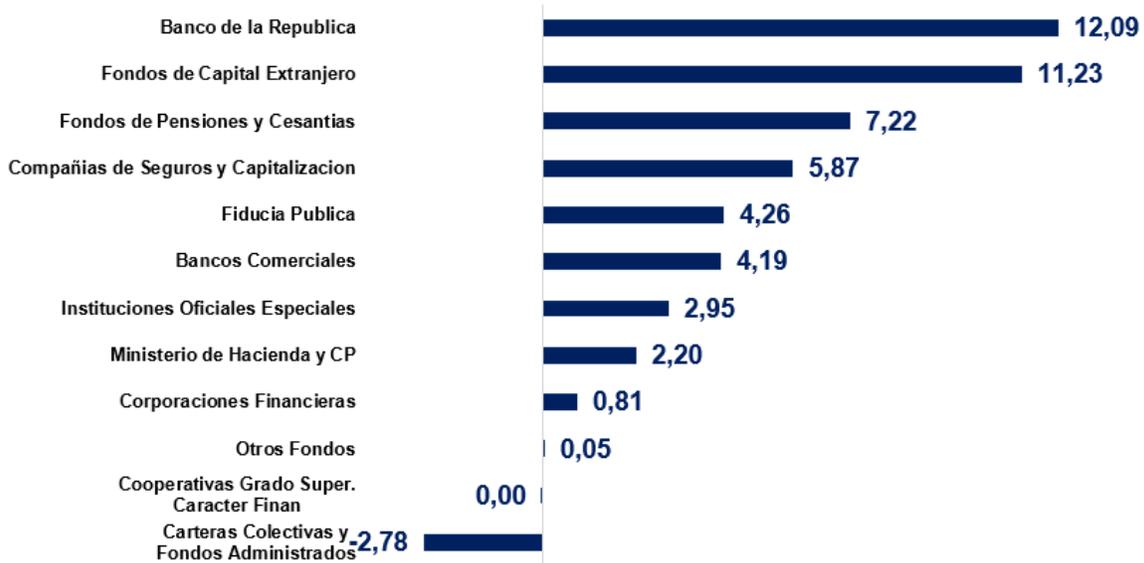
En cuanto al resto de tenedores de TES, a noviembre de 2021 los fondos de pensiones presentaron compras de TES en lo corrido del año por 7,2 billones de pesos. Por otro lado, es importante resaltar la participación del Ministerio de Hacienda en el mercado de deuda pública que, a través de las operaciones de deuda que tienen el objetivo de reducir el pago de las amortizaciones en el corto plazo y extender la vida media de la deuda, terminó el año con compras de TES por 2,2 billones de pesos.

**Gráfica 7. Compras netas de TES de inversionistas extranjeros (billones de pesos)**



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

**Gráfica 8. Compras de TES año corrido (billones de pesos)**



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

**Operaciones de deuda pública**

Durante el año 2021 se realizaron 7 operaciones de deuda pública, entre canjes y redenciones, concentradas en su mayoría en los meses de agosto y octubre, alcanzando un total de \$19,1 billones ejecutados. El objetivo de estas era impactar positivamente el perfil de vencimiento y optimizar el servicio de la deuda pública en 2022, sin incrementar el endeudamiento neto de la Nación. A su vez, estas operaciones en su mayoría se concentraron en intercambiar TES en pesos con vencimiento en 2022 por TES en pesos y UVR con maduración entre 2029 y 2037. Los

intercambios de deuda se resumen a continuación.

**Tabla 2. Títulos recibidos por la Nación (miles de millones de pesos)**

Vencimiento	Moneda	Cupón	Nominal COP
4-may-22	COP	7,00%	13.272
23-feb-23	UVR	4,75%	466
24-jul-24	COP	10,00%	122
7-may-25	UVR	3,50%	254
<b>Total</b>			<b>14.115</b>

**Tabla 3. Títulos entregados por la Nación (miles de millones de pesos)**

Vencimiento	Moneda	Cupón	Nominal COP
18-abr-29	UVR	2,25%	689
18-sep-30	COP	7,75%	1.504
26-mar-31	COP	7,00%	3.775
30-jun-32	COP	7,00%	3.679
25-mar-33	UVR	3,00%	602
18-oct-34	COP	7,25%	854
4-abr-35	UVR	4,75%	1.892
25-feb-37	UVR	3,75%	1.107
<b>Total</b>			<b>14.106</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Como consecuencia de estas operaciones de sustitución de deuda, la vida media de la deuda pública se extendió de 8,54 años a 8,87 años, mientras que el cupón promedio paso de 7,33% a 7,62%.

Finalmente, en noviembre el ministerio de hacienda realizó una operación de redención anticipada del portafolio administrado por la dirección general de crédito público en TES con vencimiento al 4 de mayo de 2022, por un monto de \$5 billones. Con esta redención anticipada, el valor de la amortización de deuda pública local prevista para mayo de 2022 se reducirá a \$9,6 billones.

En resumen, estas operaciones de deuda redujeron en \$18,3 billones las amortizaciones de 2022, en 466,7 mil millones las de 2023, en 121,7 mil millones las 2024 y en 254,8 mil millones las de 2025. Además, las operaciones de intercambio de deuda generaron un ahorro fiscal del orden de los \$9.345 millones, mientras que con la redención anticipada se obtiene un ahorro estimado por concepto de pago de intereses de \$61.000 millones.

## Consideraciones finales

En síntesis, el 2021 fue un año difícil para el mercado de deuda pública interna en Colombia. Si bien en lo corrido del año el canal de endeudamiento estuvo abierto para el país, su costo aumentó significativamente como consecuencia de la incertidumbre fiscal, la pérdida del grado de inversión por parte de S&P y Fitch, la creciente inflación y la posterior normalización de la política monetaria tanto a nivel global como local.

En términos prospectivos, el ritmo de la normalización de la política monetaria del Banco de la República para hacer frente a una inflación con tendencia alcista, un financiamiento externo más adverso, la incertidumbre política del país a raíz de las elecciones presidenciales y la evolución de la pandemia del COVID-19, serán los factores que determinarán en 2022 el comportamiento del mercado de los títulos de deuda pública colombiana.

## Referencias

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (26 de noviembre de 2021). Colombia terminó programa de subastas de TES 2021 en línea con las metas del plan financiero. Boletín No. 71.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (26 de noviembre de 2021). Colombia redime anticipadamente títulos TES de 2022, mejorando el perfil de la deuda pública.

