



Investigaciones  
Económicas  
Corficolombiana

Informe especial

# LA ECONOMÍA EN EL NUEVO NORMAL

[www.investigaciones.corficolombiana.com](http://www.investigaciones.corficolombiana.com)

## ÍNDICE

---

<b>El nuevo normal .....</b>	<b>3</b>
<b>Empleo, comercio, financiamiento y deuda en la nueva normalidad ..</b>	<b>9</b>
La nueva realidad del mercado laboral.....	10
El comercio internacional post pandemia: oportunidad para diversificar el aparato productivo .....	19
La seguridad alimentaria después de la pandemia .....	29
Política monetaria: herramienta no convencional .....	36
Deuda como respuesta a la crisis.....	41
<b>Criterios ASG y financiamiento en el nuevo normal.....</b>	<b>49</b>
Los criterios ASG como eje de las inversiones y el financiamiento en el nuevo normal .....	50
<b>La coyuntura actual y algunos procesos de cambio en curso del sector real.....</b>	<b>60</b>
IMO 2020: medida ambiental de impacto sistémico.....	61
La mala hora del sector aeronáutico .....	67
Las tendencias del consumo masivo ( <i>retail</i> ) en el nuevo normal.....	81

## El nuevo normal

---

**José Ignacio López**  
Director Ejecutivo  
Investigaciones Económicas

El cambio en actitudes, tanto de personas como empresas, así como la actual crisis económica y sus repercusiones políticas, configuran una nueva realidad, que hemos denominado la nueva normalidad

Es difícil saber cómo el episodio del COVID-19 quedará registrado en la historia. Las últimas pandemias de influenza a nivel global, del tipo H3N3 en 1968 y H1N1 en 2009, tuvieron una recordación efímera, no solo por su relativa baja tasa de mortalidad sino también por el contexto histórico, donde otros acontecimientos como la convulsión social de 1968 o la crisis financiera global acapararon la atención del momento.

La pandemia de 1968, originada también en China, a pesar de haber causado entre 1 y 4 millones de muertes a nivel global y 100.000 en Estados Unidos, fue rápidamente olvidada en un año marcado por la guerra en Vietnam, la Primavera de Praga, los asesinatos de Martin Luther King y Robert Kennedy, las protestas juveniles en Europa y América Latina y la misión de Apolo 8 que orbitó por primera vez la luna.

Independiente de cómo la historia registre finalmente la actual coyuntura, está claro que, en los próximos meses o quizás años, el mundo no será el mismo. El cambio en actitudes sociales y comportamentales, tanto de personas como empresas, así como la actual crisis económica y sus repercusiones políticas, configuran una nueva realidad, que hemos denominado la nueva normalidad.

Aunque el concepto de nuevo normal puede ser debatible, lo usamos de marco de referencia para pensar en los retos y oportunidades de la economía, las empresas y los consumidores una vez superemos esta primera fase de la enfermedad, pero no contemos aún con una solución definitiva, como lo sería una vacuna disponible a nivel global.

Si hay algo que caracteriza este periodo que hemos denominado nuevo normal es la incertidumbre en muchos aspectos. El más importante es la falta de certeza sobre la dinámica misma de la epidemia. Diferentes modelos epidemiológicos adaptados para incorporar una tasa de contagio que cambia en el tiempo sugieren que en varios países/regiones lo peor ya ocurrió y no tendremos una segunda ola de contagios y muertes<sup>1</sup>.

De ser este el caso, el nuevo normal implicará una recuperación de la economía global con algunos rebrotes regionales y/o nacionales en la medida que se restablezca el flujo internacional de pasajeros. En línea con este escenario, la actividad económica irá paulatinamente escalando de la profunda depresión en la que se sumergió en abril, pero muchos sectores no recobrarán los niveles de actividad que tenían antes de la pandemia hasta bien entrado el 2021 o incluso el 2022.

---

<sup>1</sup> Véase por ejemplo la simulación de Fernández-Villaverde y Jones <https://web.stanford.edu/~chadj/Covid/Dashboard.html>

Nuestra senda proyectada de crecimiento para Colombia de -4,8% y 2,8% para 2020 y 2021, sugiere que solo hasta el 2022 volveremos a los niveles de producción agregada anteriores a la pandemia

Este escenario base puede ser invalidado o parcialmente modificado por una segunda ola de contagios, que podría ocurrir como resultado de una reapertura desorganizada en algunos países y regiones o coincidir con la llegada del invierno en el hemisferio norte.

En nuestro escenario base, la economía global tendrá una recuperación en el segundo semestre. No obstante, dicha recuperación no será suficiente para alcanzar los niveles de actividad pre-epidemia. Nuestra senda proyectada de crecimiento para Colombia de -4,8% para 2020 y 2,8% para 2021, sugiere que solo hasta el 2022 veremos una recuperación completa de la producción agregada.

[En la primera parte de este informe discutimos las perspectivas del mercado laboral colombiano en el nuevo normal.](#) Es bien sabido que el empleo ha sufrido un revés significativo como resultado de las cuarentenas. Hacia adelante el distanciamiento social seguirá teniendo un efecto adverso en la demanda de muchas empresas y en el empleo. Hasta el momento la pérdida de puestos de trabajo ha sido proporcionalmente mayor en las áreas urbanas que en las rurales, pero es previsible que en los próximos meses se revierta esta tendencia y el empleo en las ciudades se recupere a un ritmo mayor que en las áreas periféricas o turísticas. Algunas regiones como San Andrés, la Amazonía, el Caribe y el Eje Cafetero tendrán probablemente una tasa de desempleo más persistente por su dependencia económica al turismo.

El Gobierno debe impulsar un plan de choque para incentivar la creación de empleo. En sectores como entretenimiento y turismo algunos puestos de trabajo perdidos no volverán en el corto plazo

Más allá de las políticas implementadas para retener empleo, el Gobierno debe implementar cuanto antes un plan de choque para acelerar la creación de nuevos puestos de trabajo y la reincorporación de trabajadores, con políticas de alivio tributario a las firmas que generen puestos de trabajo, simplificando la creación de nuevas empresas, reduciendo de forma temporal los costos laborales y permitiendo mayor flexibilidad en el marco regulatorio. En la nueva normalidad será clave la coordinación entre gobiernos locales, Cámaras de Comercio, gremios y otros actores regionales para facilitar la digitalización, la automatización laboral y la transición hacia otras actividades económicas de empleos que no volverán en el corto plazo en sectores como alojamiento y restaurantes, entretenimiento y turismo.

Este efecto adverso sobre el empleo y el crecimiento, no obstante, no será el único legado de este episodio del COVID-19. Es muy probable que la economía global experimente una reducción de su tasa de crecimiento en el mediano plazo. Como resultado del choque del COVID-19, es previsible que el principio de eficiencia en las cadenas globales de producción y logística se complemente con criterios de robustez y diversificación geográfica. Esta reconfiguración en la producción será en detrimento de las economías emergentes asiáticas, y reforzará la actual tensión geopolítica entre EE. UU y China. La globalización, entendida en su forma actual, puede estar experimentando un nuevo choque adverso con efectos negativos sobre el comercio internacional, el crecimiento y las instituciones globales.

Una probable reconfiguración de la globalización puede traer oportunidades para la economía colombiana

Esta reconfiguración de la globalización puede, no obstante, traer nuevas oportunidades para la economía colombiana. Como analizamos en la [segunda](#)

El aparato productivo doméstico podría sustituir el 28% de las importaciones, dado el nivel de complejidad de los bienes que podemos producir como país

[sección del primer capítulo de este informe](#), el aparato productivo doméstico podría sustituir, dado el nivel de complejidad de los bienes que como país podemos producir, el 28% de las importaciones (21% en bienes intermedios, 6% en bienes de consumo y 1% bienes de capital).

Sin necesidad de adoptar medidas proteccionistas, el nuevo normal puede ser una oportunidad única para impulsar una agenda estratégica de promoción a la producción doméstica, con el objetivo de aprovechar la probable reconfiguración del comercio mundial. En esta misma línea, y pensando en el criterio de robustez en las cadenas de abastecimiento y logística, la coyuntura es propicia para analizar la seguridad alimentaria en nuestro país.

La capacidad de mejorar el autoabastecimiento de alimentos en el país es limitada y se concentra en arroz y sorgo, de tal forma que seguiremos con una dependencia alta a la importación de cereales

[En la tercera sección del primer capítulo discutimos los retos que enfrenta el sector agrícola](#), no solo con el objetivo de alcanzar mercados externos, sino también de mejorar la capacidad de autoabastecimiento. El nivel de seguridad alimentaria de Colombia es relativamente alto, en particular cuando se le compara con el de otros países de la región. No obstante, el país exhibe varias vulnerabilidades, en particular una alta dependencia a los cereales importados. La capacidad de mejorar el autoabastecimiento del país en este frente es limitada en el corto plazo, y se concentra en productos como arroz y sorgo. Por su parte, las oportunidades de producir localmente maíz y trigo son por ahora muy bajas. Es claro que el país requiere de mayor inversión y tecnificación del sector agrícola. Para ello se necesita financiamiento a bajo costo para investigación y desarrollo, un sistema de información agroclimático y el establecimiento de redes de apoyo técnico para la innovación, así como avanzar en los proyectos de infraestructura que reduzcan el costo logístico del país.

Tomar ventaja de estas oportunidades será crucial en un mundo con menores perspectivas de crecimiento y con un problema de herencia resultado de un aumento significativo de la deuda tanto público como privado a nivel global.

[La quinta sección de este informe analiza los retos económicos que enfrentan la mayoría de los países debido al aumento en sus niveles de deuda](#). A diferencia de otros episodios, como el de la década de los 50s donde los altos niveles de deuda global incurridos durante la segunda guerra mundial se redujeron por un crecimiento acelerado de la economía, impulsado por la demografía, el comercio mundial y la innovación tecnológica, es probable que en esta ocasión le tome un buen tiempo a la economía global reducir el apalancamiento a los niveles previos al COVID-19.

El alto apalancamiento será menos oneroso que en episodios anteriores dado que las tasas de interés se encuentran en mínimos históricos. El envejecimiento de la población de buena parte de los países desarrollados y la menor oferta de activos seguros globales continúan empujando las tasas de interés reales hacia nuevos mínimos<sup>2</sup>. A esto se le suma la política monetaria expansiva de la mayoría de los

<sup>2</sup> El envejecimiento de la población está asociado con mayores tasas de ahorro en activos de renta fija, lo cual deprime las tasas de interés. Adicionalmente, el crecimiento de las economías emergentes ha sido muy superior en las últimas décadas al de las economías desarrolladas,

La política de compras de activos por parte de Bancos Centrales en países emergentes ha sido efectiva en reducir las tasas de los títulos de deuda pública, pero ha sido acompañada de una devaluación de las monedas domésticas

Bancos Centrales, y el uso de políticas no convencionales en varias jurisdicciones. En medio de la pandemia, los Bancos Centrales de los países emergentes, incluido el Banco de la República, se han unido a sus pares de países desarrollados en el uso de políticas monetarias no convencionales, como la adquisición de títulos de deuda públicos y/o privados, conocidos como programas de expansión cuantitativa, o *Quantitative Easing* (QE). [En la cuarta sección discutimos los beneficios y costos de implementar dichas políticas en países emergentes.](#)

Usando una muestra amplia de países emergentes, encontramos que en estas jurisdicciones los QE han sido efectivos en reducir las tasas de los títulos de deuda pública, en particular en el segmento medio de la curva (bonos a 5 años). No obstante, este mismo ejercicio indica que esta política no convencional ha sido acompañada de una devaluación de las monedas domésticas, lo cual sugiere que el QE en países emergentes tiene un alcance limitado. Un balance de costos y beneficios sugieren que los Bancos Centrales de países emergentes adoptarán en el nuevo normal este instrumento no convencional de forma permanente en su conjunto de herramientas de política monetaria.

La amplia liquidez tanto en países desarrollados como emergentes incidirá en una mayor volatilidad en los mercados financieros.

Por las razones antes mencionadas, es previsible que el nuevo normal se caracterice por una amplia liquidez tanto en países desarrollados como emergentes, lo cual incidirá en una mayor volatilidad en los mercados financieros. La liquidez y las bajas tasas de financiamiento pueden tener un efecto adverso sobre la distribución de capital, promover una toma excesiva de riesgo y ayudar a la subsistencia de firmas improductivas (firmas *zombies*). Los inversionistas deben estar atentos a navegar en mercados más volátiles donde pueden aparecer fácilmente burbujas de precios en algunos tipos de activos. Por su parte, los inversionistas institucionales tendrán un papel decisivo en asignar los excedentes de liquidez.

[En la segunda parte del informe, nuestro equipo de Finanzas Corporativas estudia el acceso a financiamiento de empresas que han adoptado criterios sostenibles.](#) En los países desarrollados, empresas con criterios ESG (ambientales, sociales y de gobernanza) han probado ser más resilientes, menos volátiles, y han logrado acceder a financiamiento privado a menores tasas. Esta parte del informe concluye que en el nuevo normal los inversionistas institucionales dedicarán más recursos a empresas con criterios sostenibles. Por lo tanto, las firmas y emprendimientos locales deben desde ya adoptar planes para incorporar criterios sostenibles en sus proyectos, no solo con el objetivo de generar inversiones con impacto social y amigables con el medio ambiente, sino también en procura de mejores condiciones de financiamiento a largo plazo.

En el nuevo normal los inversionistas institucionales dedicarán más recursos a empresas con criterios sostenibles

En la medida que los inversionistas institucionales sean conscientes del inmenso reto que tienen en canalizar los excedentes de liquidez en el nuevo normal, mayor será la cantidad de fuentes de financiamiento para las empresas que logren estructurar proyectos con criterios ESG y retornos a largo plazo.

---

creando una escasez de activos refugios a nivel global por la incapacidad de las economías más dinámicas de proveer activos seguros y tener sistemas financieros domésticos más robustos. A esto se le conoce en la literatura como el "savings glut" o "safe asset shortage"

La entrada en vigor del tratado IMO 2020 generará un incremento por crudos bajos en contenido de azufre, creando una oportunidad para las refinadoras complejas, como las de Ecopetrol en Barrancabermeja y Cartagena

Los criterios ambientales no solo serán cada vez más importantes para atraer fuentes de financiamiento, sino participarán de forma creciente en la regulación internacional. Un ejemplo de ello es la entrada en vigor del tratado IMO 2020 en enero de este año. Esta nueva regulación, que no ha sido lo suficientemente discutida en la actual coyuntura, obliga a disminuir la cantidad de azufre contenido en el combustible para el transporte marítimo en mar abierto a nivel mundial. En la tercera parte de este informe, el equipo de Renta Variable discute como esta nueva regulación impactará la demanda y refinación de hidrocarburos, encareciendo el costo del transporte marítimo que participa del 90% del volumen de mercancías.

En el nuevo normal, y a raíz de esta regulación, esperamos un incremento en la demanda de crudos “dulces” como los son las referencias WTI y Brent, combustibles con bajo contenido de azufre y gas natural licuado. Esto creará una ventana de oportunidad para que las refinadoras complejas, como las de Ecopetrol en Barrancabermeja y Cartagena, se beneficien de los cambios en la demanda de los diferentes tipos de crudo.

Aprovechar la ventana de oportunidades que abre el nuevo normal depende en buena medida de la capacidad de adaptación y gestión del Gobierno y el sector privado, en un contexto donde inversionistas y clientes son cada vez más conscientes de la relevancia de sus decisiones, pero han sido impactados de forma diferencial en sus capacidades de proveer capital y consumir. En las últimas dos secciones de este informe analizamos con especial detalle dos sectores particularmente impactados por la actual coyuntura: el sector aeronáutico y de comercio.

El sector aeronáutico se ha visto severamente afectado por las medidas de distanciamiento social y las restricciones de movilidad. En el corto plazo y frente a la posible extensión de medidas de distanciamiento social que limiten la capacidad de operación o inhiban a los pasajeros de volar, la mayoría de las aerolíneas requerirá de ayudas para operar con factores de ocupación reducidos y en un contexto de precios de los tiquetes deprimidos, dado el deterioro de los ingresos de los hogares y cambios en las rutinas de los viajes de negocios.

En este contexto, el modelo de las aerolíneas de bajo costo puede resultar favorecido. La readecuación del tamaño de las compañías aéreas, incluyendo el recorte de su flota y de rutas menos rentables, repercutiría en la frecuencia y cobertura de algunas rutas nacionales e internacionales. El equipo de Renta Variable advierte en esta parte del informe que esta reconfiguración podría afectar la conectividad de las ciudades más pequeñas y remotas del país, y que por lo tanto se necesite de medidas adicionales para salvar las rutas aéreas que antes de la crisis era menos rentables.

En lo que respecta al sector de comercio, es muy probable que el nuevo normal implique importantes cambios en los hábitos de consumo en nuestro país, en particular una mayor sensibilidad a los precios como resultado del deterioro de los

El modelo de las aerolíneas de bajo costo podría resultar favorecido. La readecuación del tamaño de las compañías aéreas, incluyendo el recorte de su flota y de rutas menos rentables, repercutirá en la frecuencia y cobertura de algunas rutas nacionales e internacionales.

El nuevo normal favorecerá estrategias en el comercio basadas en una mayor penetración de productos de marca privada, el fortalecimiento de eficiencias operativas y estrategias de precio, ventas por canales digitales y una reorganización de la cadena de proveedores privilegiando la robustez y la diversificación geográfica.

ingresos de las familias. De manera análoga con las aerolíneas de bajo costo en el sector aeronáutico, el modelo de negocio de las cadenas minoristas (los *Hard Discounters*) puede convertirse en la estrategia de referencia del sector. También veremos un importante crecimiento del segmento de comercio electrónico, junto con énfasis especial en el desarrollo de las redes logísticas de los operadores del segmento de consumo. En la nueva normalidad continuará el fortalecimiento de la categoría omnicanal y la prevalencia de las marcas propias en los negocios retail.

Este contexto favorecerá una estrategia de negocios basada en i) una mayor penetración de productos de marca privada, ii) el fortalecimiento de eficiencias operativas y estrategias de precio en los formatos tradicionales como medidas para contrarrestar la aceleración de las tiendas minoristas de descuento, iii) énfasis en las redes logísticas, en función del mayor volumen de ventas por el canal digital y iv) una reorganización de la cadena de proveedores privilegiando la robustez y la diversidad geográfica.

Todas estas estrategias, así como la capacidad del sector privado de tomar ventaja de las oportunidades que la actual coyuntura presenta, dependerán de forma importante de la capacidad de operar en un ambiente incierto. La adecuada canalización de la liquidez y las bajas tasas de interés, si bien jugará un papel central en el desarrollo de proyectos privados, no será suficiente para desapalancar los niveles de deuda del sector público. Muchos países tendrán que hacer importantes esfuerzos en materia fiscal.

En Colombia, la deuda del Gobierno central superará el 65% del PIB en 2020 y, ante la suspensión de la Regla Fiscal, esta podría llegar a 67% en 2021. Si no se adoptan pronto reformas estructurales para acelerar la transición de la economía a la nueva normalidad, el país podría ver reducido su crecimiento potencial. No descartamos que, en ausencia de una agenda clara de reformas, el país pierda el grado de inversión en el segundo semestre de este año o en el primero del año entrante, lo cual tendría un efecto adverso sobre las fuentes de financiamiento del sector privado.

Esta crisis ha generado una oportunidad histórica para avanzar en una agenda de muchas de las reformas pendientes. Esperemos que el país esté a la altura de los inmensos retos del nuevo normal

El país tiene el inmenso reto de buscar poner las finanzas públicas en orden sin comprometer la capacidad del sector privado de liderar la recuperación. Esta crisis ha generado una oportunidad histórica para avanzar en una agenda de muchas de las reformas pendientes, con el propósito de superar la alta informalidad del mercado laboral, un gasto público que ayude de forma más efectiva a cerrar las brechas sociales, y un sistema tributario eficiente y progresivo pero que no recaiga en un número limitado de firmas y personas. Esperemos que el país esté a la altura de los inmensos retos del nuevo normal.





# CAPÍTULO I

## Empleo, comercio, financiamiento y deuda en la nueva normalidad

La nueva realidad supone desafíos muy importantes para Colombia, pero también le presentará grandes oportunidades de solucionar problemas estructurales que vienen de tiempo atrás. Por un lado, la destrucción de empleos generada por la pandemia puede borrar dos décadas de avances en la lucha contra la pobreza, la desigualdad y la subalimentación; lo anterior conlleva riesgos para la estabilidad sociopolítica del país, teniendo en cuenta que el próximo año comenzarán las contiendas electorales para la presidencia y el Congreso. No obstante, el país puede aprovechar esta crisis para generar consensos sobre la necesidad de implementar reformas para reducir el desempleo estructural, mejorar la productividad laboral y focalizar mejor el gasto público en beneficio de los más vulnerables.

Por otro lado, la tendencia de des-globalización se acelerará, dejando al descubierto la vulnerabilidad del país en materia de abastecimiento doméstico, dada su dependencia a las importaciones de ciertos bienes. Sin embargo, también puede servir para acelerar la diversificación del aparato productivo colombiano, que sigue siendo altamente dependiente de las materias primas. Para ello, un primer paso es promover la producción doméstica para el abastecimiento del mercado interno, pero el mayor reto será insertar a la industria local en las nuevas cadenas de suministro globales.

Finalmente, una de las herencias más duraderas de esta crisis será la enorme carga de deuda pública y sus posibles efectos adversos sobre el crecimiento potencial de la economía. La deuda bruta del Gobierno colombiano superará el 65% del PIB en 2020 y, en ausencia de ajustes fiscales en el corto plazo, puede llegar a niveles insostenibles en los próximos años. Bajo este panorama, es altamente probable que Colombia pierda su calificación soberana de grado de inversión próximamente, pero confiamos que el Gobierno logrará mantener la confianza en la sostenibilidad fiscal de mediano plazo, lo cual pasa necesariamente por aumentar sus fuentes de ingresos a partir del próximo año (reforma tributaria).

## La nueva realidad del mercado laboral

---

**Julio César Romero**  
Economista Jefe

**María Paula Contreras**  
Especialista Economía Local

- Durante marzo y abril de este año, 5,4 millones de personas perdieron su trabajo en nuestro país como consecuencia del distanciamiento social. La destrucción de empleo podría borrar buena parte de los avances sociales de los últimos 20 años en materia de pobreza y desigualdad.
- Hasta el momento la pérdida de empleos ha sido proporcionalmente mayor en las áreas urbanas que en las rurales, pero es probable que en los próximos meses se revierta esta tendencia y el empleo en las ciudades se recupere a un ritmo mayor que en las áreas periféricas o turísticas.
- En la nueva normalidad será clave la coordinación entre gobiernos locales, Cámaras de Comercio, gremios y otros actores regionales para facilitar la digitalización, la automatización en el mercado laboral y la transición de empleos en algunas ramas del sector servicios como alojamiento y restaurantes, entretenimiento y turismo hacia otras actividades económicas.
- Algunas regiones como San Andrés, la Amazonía, el Caribe y el Eje Cafetero, tendrán una tasa de desempleo más persistente por su dependencia económica al turismo.
- El Gobierno debe implementar un plan de choque para acelerar la creación de empleo y la reincorporación de trabajadores, con políticas de alivios tributario a las firmas que generen puestos de trabajo, simplificación en la creación de nuevas empresas, reducciones temporales de costos laborales y flexibilización de los contratos.

La pandemia generada por el coronavirus está marcando **un antes y un después en la economía mundial**, pues no sólo está generando la peor crisis desde la Gran Depresión, sino que está impulsando cambios estructurales en los mercados laborales de todos los países. Al ser un riesgo en evolución, la incertidumbre sigue siendo alta y es difícil definir con precisión cómo será el mundo post-COVID. Sin embargo, este choque tiene ciertas características que dan luces sobre las tendencias en el mercado de trabajo y la estructura social después de la pandemia<sup>3</sup>.

La sociedad deberá ajustarse a una nueva realidad económica y laboral, caracterizada **por un reordenamiento de las actividades productivas y de las necesidades de acceso a servicios, así como por una reubicación del empleo impulsada por el aumento del trabajo remoto y la mayor velocidad de transición digital y automatización.**

Desafortunadamente, una de las herencias de la crisis también será la profundización de las brechas tanto entre países desarrollados y emergentes como entre áreas urbanas y rurales. A largo plazo, estas tendencias pueden disminuir la

---

<sup>3</sup> El análisis está basado en el estudio “COVID-19. From pandemic to recovery: local employment and economic development” de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), publicado en abril de 2020.

concentración de la población en las grandes ciudades y sus áreas metropolitanas, en la medida que muchas personas tendrán más libertad de vivir lejos de su lugar de trabajo, en zonas con mejor calidad y menor costo de vida. Lo anterior también puede reducir la congestión y aliviar los precios de vivienda en las áreas urbanas. Qué tan rápido se dé la transición dependerá de la capacidad de adaptación de cada región, algo en lo que los gobiernos locales (departamentos, ciudades y municipios) tienen un rol clave. En efecto, las autoridades regionales pueden facilitar la vinculación entre las necesidades de las firmas y de los trabajadores, así como agilizar la implementación de las medidas adoptadas por las autoridades de orden nacional para enfrentar la crisis.

### › Profundización de brechas sociales y regionales

Esta crisis se caracteriza por tener un impacto heterogéneo sobre las actividades económicas, las regiones y los grupos poblacionales en función de su nivel de ingreso. En este sentido, las secuelas de la pandemia serían un aumento de la pobreza y la desigualdad –especialmente en regiones con mano de obra menos calificada– y una profundización de las brechas de desarrollo tanto entre países avanzados y emergentes como entre áreas urbanas y rurales.

Uno de los efectos inmediatos de esta crisis ha sido la destrucción de empleo en las actividades más vulnerables a la caída de ingresos por cuenta del aislamiento físico. Mientras no haya una vacuna ni un tratamiento masivo contra el COVID-19, la OCDE estima que entre el 15% y el 35% de los empleos están en riesgo<sup>4</sup>, debido principalmente a las medidas de confinamiento para desacelerar la propagación del virus (choque de oferta), pero también a la caída del consumo y la inversión ante la

**Tabla 1. Ocupados en Colombia por actividad económica. Marzo y abril de 2020**

Sector	Número de ocupados en Colombia						Infomalidad (%)	Indicador de vulnerabilidad
	Variación anual (millones)		Variación anual (%)		Contribución (p.p.)			
	abr-20	mar-20	abr-20	mar-20	abr-20	mar-20		
<b>Total</b>	<b>-5,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-24,5</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,2</b>	<b>-24,5</b>	<b>60,3</b>	
Industria	-1,0	-0,4	-35,4	-16,0	-1,8	-4,6	55,7	
Comercio	-0,9	-0,3	-23,1	-7,9	-1,5	-4,3	70,1	
Entretenimiento	-0,8	-0,5	-39,3	-23,1	-2,3	-3,7	73,1	
Construcción	-0,7	-0,1	-43,2	-5,6	-0,4	-3,0	64,4	
Administración pública	-0,5	-0,3	-21,2	-9,8	-1,2	-2,5	14,2	
Hoteles y restaurantes	-0,4	0,0	-29,3	-0,6	0,0	-2,0	81,0	
Actividades profesionales	-0,3	0,1	-23,1	6,4	0,4	-1,5	45,9	
Transporte	-0,3	0,0	-19,8	-1,5	-0,1	-1,4	62,5	
Agropecuario	-0,1	0,0	-4,2	-0,2	0,0	-0,6	87,7	
Comunicaciones	-0,1	0,0	-30,4	0,0	0,0	-0,6	41,0	
Financiero	-0,1	0,0	-20,2	-5,3	-0,1	-0,3	14,2	
Inmobiliario	-0,1	-0,1	-28,1	-27,1	-0,4	-0,3	17,4	
Servicios públicos + minero-energético	0,0	0,0	2,1	11,4	0,2	0,0	28,3	

Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

<sup>4</sup> La muestra incluye los países miembros de la OCDE y otros cuatro países europeos no miembros.

incertidumbre de los hogares y las firmas sobre sus ingresos futuros (choque de demanda).

A nivel sectorial, los empleos más vulnerables están principalmente en el comercio, la industria manufacturera, el turismo, el transporte, la construcción, el entretenimiento y los servicios inmobiliarios. **En Colombia, por ejemplo, 5,4 millones de personas perdieron su trabajo durante marzo y abril (una cuarta parte del empleo total)** como consecuencia del aislamiento obligatorio que inició a finales de marzo; dos tercios de los empleos destruidos estaban en actividades de entretenimiento, industria manufacturera, comercio y construcción, y la gran mayoría eran informales (ver [“El mercado laboral a cuidados intensivos” en Informe Semanal – Junio 1 de 2020](#)) (Tabla 1).

El deterioro del mercado laboral durante la pandemia no es una situación exclusiva de Colombia. El cierre temporal de las economías debido a la emergencia sanitaria ha generado una ola de incrementos en el desempleo alrededor del mundo. Las cifras disponibles para otros países de América Latina evidencian que, si bien Colombia tiene la tasa de desempleo más alta (19,8% total nacional y 23,5% en áreas urbanas), no es el país que más puestos de trabajo ha destruido. Al considerar esta dimensión se **observa que Perú ha sido el país más afectado**: en el trimestre móvil febrero-abril el número de ocupados cayó un 25% en términos anuales, más del doble de lo sucedido en Colombia durante ese mismo período y más de siete veces lo observado en Brasil. Pese a lo anterior, se observó un aumento de más del 50% en la población inactiva, lo que evitó que la tasa de desempleo alcanzara niveles de dos dígitos (Tabla 2).

**Al respecto, la proporción de empleos destruidos en la región parece tener una relación directa con los niveles de informalidad.** Lo anterior puede ser reflejo de la mayor flexibilidad que estos trabajadores tienen para salir del mercado laboral en comparación con empleados formales que cuentan con relaciones contractuales más sólidas. No obstante, esto también podría implicar una recuperación más rápida

**Tabla 2. Principales indicadores del mercado laboral en América Latina  
Cambio anual (%) - Trimestre móvil febrero-abril**

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México*
Población Económicamente Activa	-6,8	-23,6	-5,7	-3,3	-19,2
Ocupados	-10,6	-25,0	-7,6	-3,4	-20,2
Desocupados	23,9	-6,4	19,6	-2,8	7,9
Inactivos	15,1	53,3	15,4	9,2	32,3
<b>Tasa de desempleo</b>	14,6	9,0	9,0	12,6	4,7
<b>Informalidad 2018</b>	64,8	79,0	34,2**	43,9	68,9

Fuente: Departamentos de estadística de cada país, SIMS-BID.

\*Por falta de datos comparables la información corresponde al mes de abril.

\*\* Información para 2015.

en los niveles de empleo en el futuro, debido a que esta población puede retomar más fácilmente sus actividades.

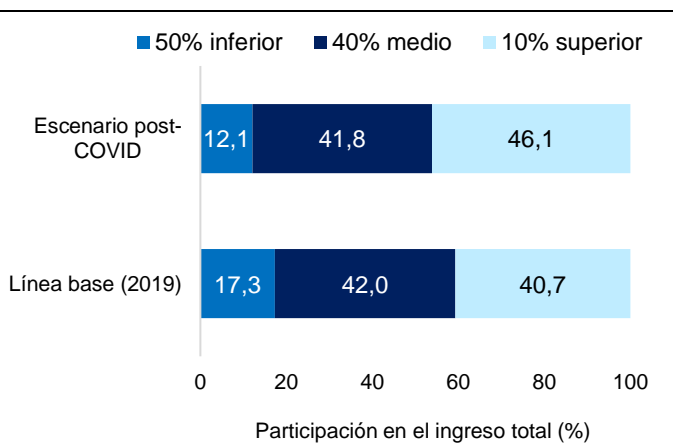
En esta línea, la pérdida de empleo en los países en desarrollo está afectando especialmente a la clase media vulnerable, es decir, aquellos hogares con ingresos apenas superiores a la línea de pobreza monetaria que, además, tienen una alta dependencia al ciclo económico (su subsistencia depende de fuentes de ingreso que obtienen a diario).

En Colombia, los avances sociales de los últimos 20 años se resumen en que la población en condiciones de pobreza monetaria disminuyó de 50% a comienzos de este siglo a 27% en 2018, lo cual llevó a la ampliación de la clase media y, a su vez, permitió un aumento estructural del crecimiento económico impulsado por la demanda interna. Antes de esta crisis, la clase media vulnerable estaba conformada por cerca de 2,5 millones de hogares que representaban el 18,5% de toda la población. Buena parte de estas personas tiene un empleo informal o trabaja por cuenta propia en las actividades más golpeadas por la crisis actual, como comercio minorista, restaurantes, hoteles, entretenimiento y construcción (ver Tabla 1).

Esta población está en alto riesgo de caer nuevamente por debajo de la línea de pobreza, al punto de poner en riesgo los avances que logró el país en las últimas dos décadas, de acuerdo con un estudio de la Universidad de los Andes<sup>5</sup>. En particular, **la crisis llevaría a que el ingreso mediano en Colombia disminuya de 420 mil pesos mensuales en 2019 a 310 mil pesos en 2020, muy cerca de la**

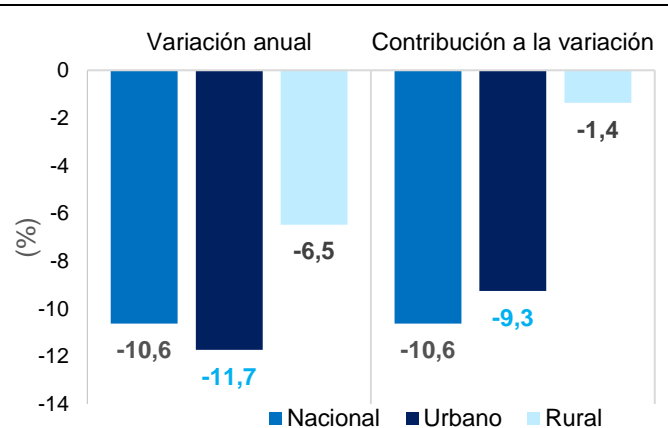
**línea de pobreza (270 mil pesos) y por debajo de la línea de vulnerabilidad (400 mil pesos), de manera que la pobreza aumentaría cerca de 15 puntos porcentuales (p.p.).** Esto equivale a que 7,3 millones de personas pasen de ser

**Gráfico 1. Participación en ingreso total y coeficiente GINI**



Fuente: Universidad de los Andes

**Gráfico 2. Ocupados en zonas urbanas y rurales**



Fuente: DANE

<sup>5</sup> "Efectos en pobreza y desigualdad del Covid-19 en Colombia: un retroceso de dos décadas". Nota Macroeconómica No. 20. Facultad de economía, Universidad de los Andes. Mayo de 2020.

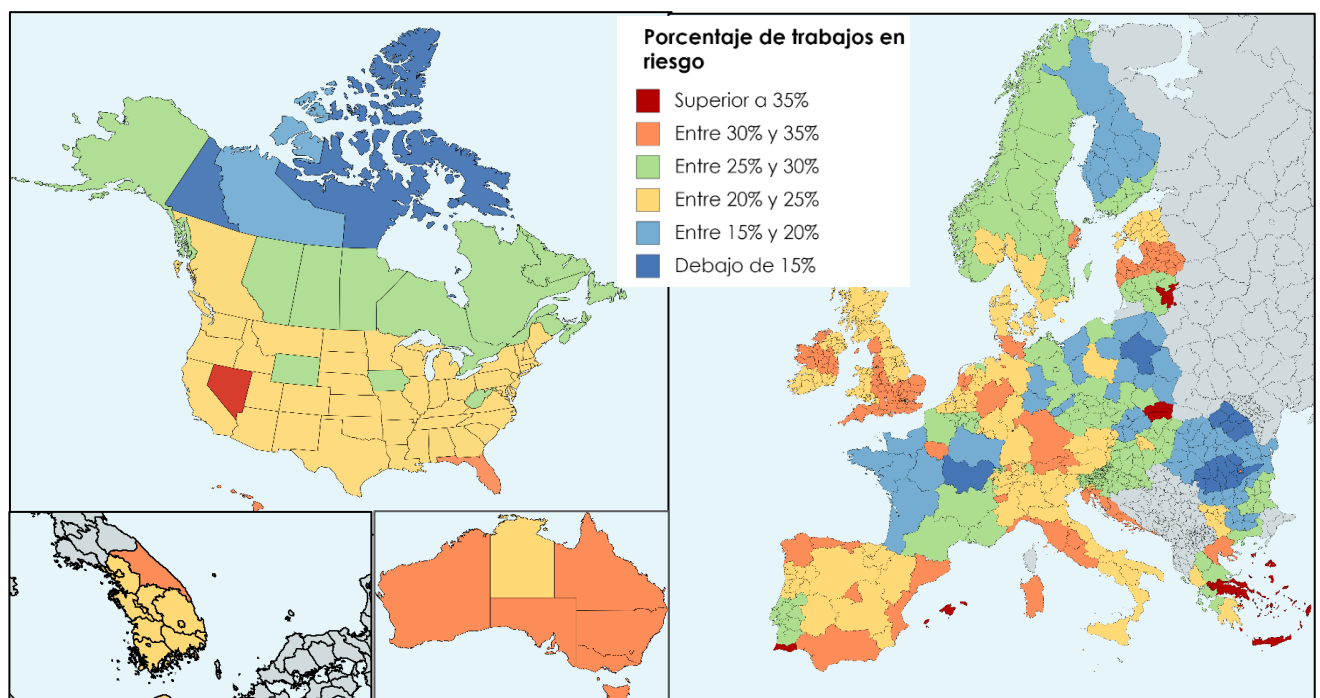
clase media vulnerable a ser pobres, con una disminución agregada de 4,8 billones de pesos en sus ingresos mensuales.

Lo anterior también implica un retroceso en los indicadores de concentración del ingreso. El decil más rico de la población aumentaría en seis puntos su participación en el ingreso total, mientras que los cinco deciles más pobres concentrarían apenas el 12%, esto es 5 p.p. menos que antes de la crisis. Así, el coeficiente de Gini se incrementaría de 0,509 en 2019 a 0,574 luego del choque, es decir, alcanzaría los mismos niveles de comienzos del siglo XXI (Gráfico 1).

Por otra parte, el Gran Confinamiento –como ha denominado el Fondo Monetario Internacional (FMI) a la crisis económica actual– también amenaza con profundizar las brechas entre regiones. **Durante la pandemia, el empleo más afectado está en las ciudades y en las regiones con alta dependencia del turismo.** En efecto, las capitales y los principales centros urbanos tienen una mayor proporción de personas trabajando en las actividades más vulnerables a la pandemia en comparación con otras regiones dentro del mismo país, tales como el comercio local (especialmente en sectores diferentes a comida y farmacias), los servicios de recreación y entretenimiento (cines, restaurantes y bares, eventos deportivos y culturales, etc.) y los servicios personales (peluquerías, gimnasios, salud y estética).

La OCDE estima que mientras dure el aislamiento social, las grandes ciudades europeas y las regiones altamente dependientes del turismo tienen el mayor riesgo

**Mapa 1: Porcentaje de trabajos en riesgo**



Fuente: OCDE y Cepal. Elaboración: Corficolombiana

de pérdida de puestos de trabajo. Por ejemplo, las diferencias regionales en materia de empleos en riesgo llegan a ser de 20 p.p. en países como Grecia (55% en la región turística frente a 22% en el resto del país) (Mapa 1).

**La evidencia en Colombia confirma que la pérdida de empleos ha sido proporcionalmente mayor en las áreas urbanas que en las rurales.** En el trimestre febrero-abril, la reducción anual del número de ocupados fue de 10,6% a nivel nacional, pero mientras la caída en las cabeceras urbanas fue de 11,7%, en los centros rurales fue de 6,5% (Gráfico 2). La destrucción de empleo urbano se concentró en el comercio, la industria y el entretenimiento –las actividades más vulnerables a la pandemia, según mencionamos anteriormente– mientras que a nivel rural el mayor impacto se dio en el sector agropecuario (Tabla 3).

No obstante, la experiencia de crisis anteriores sugiere que las economías rurales tardarán más tiempo en recuperarse que las economías urbanas y especializadas, de manera que se exacerbarán las disparidades regionales en materia de actividad económica, desocupación, calidad del empleo e ingresos. A mediano y largo plazo, las principales ciudades se adaptarían mejor a la economía post-pandemia, pues la expectativa es que se aceleren los procesos de transición digital y automatización. Lo anterior debido a que las economías urbanas están más diversificadas y tienen una fuerza laboral mejor calificada y en actividades con mayor capacidad de realizar trabajo remoto.

**Así, aunque el impacto inmediato en el empleo es más fuerte en los principales centros urbanos, en los próximos años su recuperación económica será más fuerte que en las áreas periféricas o turísticas.**

**Tabla 3. Ocupados en Colombia en zonas urbanas y rurales por sectores (febrero-abril de 2020)**

Actividad económica	Variación anual			Contribución a variación nacional		
	Nacional	Urbano	Rural	Nacional	Urbano	Rural
<b>Total</b>	<b>-10,6</b>	<b>-11,7</b>	<b>-6,5</b>	<b>-10,6</b>	<b>-9,3</b>	<b>-1,4</b>
Comercio	-12,2	-11,3	-19,7	-2,3	-1,9	-0,4
Industria	-18,3	-20,1	-6,0	-2,2	-2,1	-0,1
Entretenimiento	-21,2	-22,0	-15,7	-2,0	-1,8	-0,2
Administración pública	-11,1	-9,8	-27,8	-1,3	-1,0	-0,2
Construcción	-12,3	-14,1	2,1	-0,8	-0,8	0,0
Agropecuario	-3,5	-1,1	-4,1	-0,5	0,0	-0,5
Hoteles y restaurantes	-6,9	-9,9	14,0	-0,5	-0,6	0,1
Transporte	-6,1	-5,5	-10,3	-0,4	-0,4	-0,1
Actividades profesionales	-5,9	-5,0	-19,6	-0,4	-0,3	-0,1
Comunicaciones	-14,2	-12,9	-36,0	-0,2	-0,2	0,0
Inmobiliario	-15,8	-17,9	20,6	-0,2	-0,2	0,0
Financiero	-10,6	-10,4	-22,5	-0,2	-0,2	0,0
Minero-energético	-2,6	-20,0	18,8	0,0	-0,1	0,1
Servicios públicos	44,9	47,0	26,8	0,3	0,3	0,0

Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Otro de los impactos heterogéneos de la pandemia está relacionado con la apertura comercial. En efecto, en la medida que los gobiernos han cerrado las fronteras y restringido la circulación de bienes y servicios, los lugares con una alta dependencia del comercio internacional tienen una mayor proporción de empleos en riesgo que aquellos más cerrados al intercambio comercial con el resto del mundo. De acuerdo con la Organización Mundial del Comercio, 68 países han puesto más de 80 restricciones al comercio externo, dentro de las cuales están el aumento de impuestos a las importaciones y otras medidas no arancelarias.

En particular, **las regiones más abiertas comercialmente enfrentan la disrupción inmediata en las cadenas de suministro causada por la pandemia y, a largo plazo, tendrán el reto de adaptarse al reordenamiento del comercio global**, especialmente para reubicar los empleos en sectores transables (ver “El comercio internacional post-Covid” en este informe).

Entre más tarde el comercio mundial en recuperar sus niveles precrisis, más profunda será la contracción económica y en materia de empleo de las regiones más globalizadas, aunque también podrían tener una recuperación más rápida, como lo indica la OCDE con base en la experiencia de la reactivación de los sectores transables luego de la crisis financiera de 2008.

› **La adaptación a la nueva normal dependerá de decisiones de corto plazo, especialmente de los gobiernos locales**

Los efectos de la crisis actual se verán a mediano y largo plazo, pero dependen en gran medida de las decisiones de política económica que se tomen en los próximos meses. En esta línea, la adaptación a la nueva realidad supone grandes retos para las autoridades locales, quienes deberán propiciar unas condiciones favorables para la recuperación de largo plazo. El primer paso ha sido apoyar la implementación de las medidas de los gobiernos nacionales para aliviar el impacto de la pandemia sobre los ingresos de las empresas y las personas.

**A largo plazo será clave la coordinación entre gobiernos locales, Cámaras de Comercio, agremiaciones y otros actores regionales para hacer más fácil la transición digital y la automatización en el mercado laboral**, así como la preparación para enfrentar retos colectivos como la adaptación al cambio climático y el mayor protagonismo de la economía social.

La OCDE resalta que las micro y pequeñas empresas dependen más que las grandes firmas del marco institucional y la calidad del mercado laboral, por lo cual los gobiernos deberán trabajar en conjunto con el sector privado para facilitar la vinculación entre los trabajadores y las firmas. Para ello, recomiendan programas de capacitación en las habilidades requeridas por las empresas y nuevas políticas de desarrollo económico y sectorial.

Adicionalmente, las autoridades locales tendrán que preparar la transición de las ciudades y las regiones hacia una menor concentración en los centros urbanos, lo cual trae consigo el desplazamiento de la demanda de servicios hacia otras zonas.



Así como el terrorismo cambió varios aspectos de la planeación local, las preocupaciones sobre el distanciamiento físico traerán consigo el rediseño de las ciudades. De hecho, varias urbes europeas han cerrado sus calles principales a los automóviles, para permitir un mayor espacio entre los peatones.

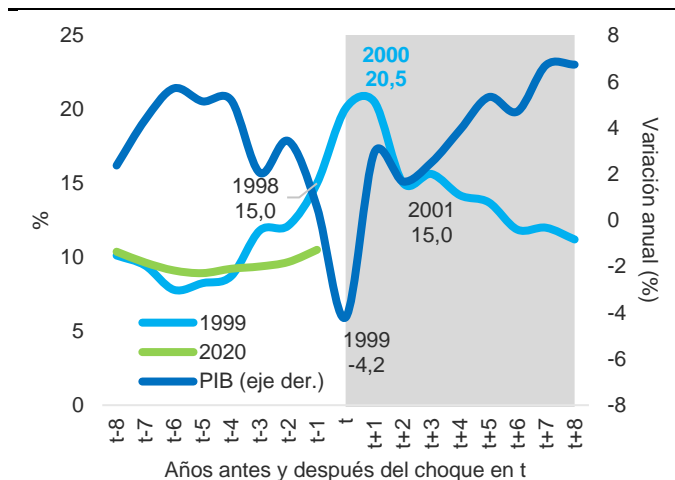
De igual forma, las medidas para reducir las aglomeraciones se podrían volver permanentes, lo cual está llevando a repensar los eventos culturales y deportivos, con efectos significativos sobre los costos y beneficios para los empresarios del sector. Es muy probable que se mantengan los protocolos sanitarios estrictos para la realización de reuniones masivas de personas, lo cual podría desincentivar el consumo de estos servicios y hacer que algunas firmas no logren sobrevivir. Así, los empleos generados en estas actividades se irán desplazando hacia otras, un proceso que dependerá tanto de la innovación privada como de la regulación que adopten las autoridades. Para facilitar la adaptación a este mundo cambiante, la OCDE recomienda a los gobiernos invertir en las personas, la salud y el medio ambiente.

### ¿Cómo será la recuperación del mercado laboral en Colombia?

**Aunque la disrupción económica actual no tiene precedentes, consideramos adecuado compararla con la crisis que sufrió el país a finales de la década de 1990**, en la medida que fue la última recesión que afrontó la economía colombiana –con una contracción de 4,4% en 1999– y, además, la tasa de desempleo registró niveles similares a los actuales.

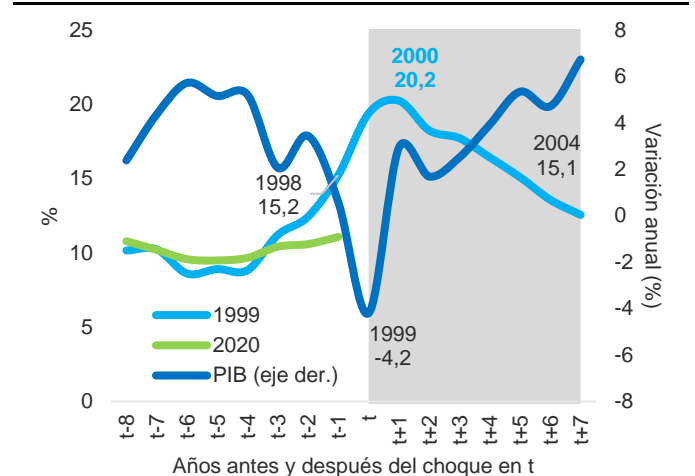
En esa oportunidad, la tasa de desempleo a nivel nacional empezó a deteriorarse entre 1996 y 1997, momento en el cual la economía local mostró las primeras señales de desaceleración (Gráfico 3). Así, en tres años la desocupación registró un aumento de más de 8 p.p. hasta alcanzar un máximo de 20,5% en el 2000.

**Gráfico 3. Tasa de desempleo nacional choque 1999 vs 2020**



Fuente: Banco Mundial, DANE. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 4. Tasa de desempleo urbano choque 1999 vs 2020\***



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana. \*7 ciudades principales.

La recuperación fue más rápida y en solo un año el desempleo regresó a los niveles pre-choque. No obstante, llevarlo nuevamente a niveles de un solo dígito tomó más de una década –14 años para ser exactos–, y se dio en un contexto en el que la economía registró crecimientos superiores a 4,0%.

A nivel urbano, si bien se observa un comportamiento similar en la fase de deterioro en cuanto a magnitud y temporalidad, la recuperación fue mucho más lenta y la tasa de desempleo tardó cinco años en volver a los niveles observados anteriormente (Gráfico 4). Ahora bien, dado que el choque económico asociado al COVID-19 tiene efectos heterogéneos sobre los distintos sectores económicos, creemos que esta vez la recuperación será diferente a la de hace 20 años.

Los empleos en las ciudades están mejor posicionados para recuperarse después de la pandemia que aquellos en las zonas rurales, pues hay una mayor proporción de trabajadores calificados y con capacidad de hacer trabajo remoto, según explicamos previamente. De esta forma, a medida que se vayan retomando las actividades se puede dar una recuperación más acelerada de los niveles de empleo urbano. **Sin embargo, estas perspectivas de reactivación laboral no son válidas para las regiones con alta dependencia del turismo, como San Andrés, la Amazonía, el Caribe y el Eje Cafetero<sup>6</sup>, en donde probablemente persistirán los elevados niveles de desempleo por un tiempo más prolongado.**

---

<sup>6</sup> En estas regiones las actividades relacionadas con el comercio, transporte, servicios de alojamiento y restaurantes representan el 59% ,30% y 20% del PIB respectivamente.

## El comercio internacional post-pandemia: oportunidad para diversificar el aparato productivo

---

**Julio César Romero**  
Economista Jefe

**José Luis Mojica**  
Analista de Investigaciones

- La nueva normalidad estará acompañada por un menor nivel de globalización y una reconfiguración de las cadenas de suministro, lo que abre nuevas oportunidades a economías con baja diversificación productiva como la colombiana.
- El aparato productivo doméstico podría sustituir el 28% de las importaciones en el corto plazo (21% en bienes intermedios, 6% en bienes de consumo y 1% bienes de capital), dado el nivel de complejidad de los productos que consumimos del resto del mundo.
- La producción interna podría reemplazar a corto plazo el 47% del valor de las importaciones de bienes intermedios en productos como combustibles y lubricantes, aceites ligeros y lubricantes de petróleo, aceites vegetales, químicos, abonos, plaguicidas, semiacabados de cobre y níquel y plásticos primarios.
- En bienes de consumo, la producción local podría cubrir en el corto plazo un 23% del valor importado en productos como prendas de vestir, textiles, calzado, maletas, bolsos, cigarrillos, arroz, azúcar y artículos de panadería.
- Colombia puede adoptar una estrategia de promoción a la producción doméstica de ciertos bienes, sin necesidad de adoptar medidas proteccionistas, con el objetivo de acelerar la recuperación económica a corto plazo y apoyar la generación de empleo.

El avance del coronavirus ha creado una disrupción sin precedentes para la globalización y supone un golpe contundente para el comercio internacional, que ya venía tambaleándose en los últimos años. Entre tanto, desde la gran crisis financiera global en 2009, el valor de las transacciones comerciales ha disminuido más de 20%, tendencia que se profundizó desde 2018 con la guerra comercial entre EEUU y China. El coronavirus puede significar la estocada final a la globalización, en la medida que los países prioricen políticas de desarrollo doméstico para disminuir su dependencia del comercio internacional y su exposición a choques de esta naturaleza. En 2020 se proyecta una caída cercana al 30% en el comercio internacional (Gráfico 1).

La pandemia ha significado una parálisis profunda del comercio, como resultado de las medidas de confinamiento en la gran mayoría de países. Colombia no ha sido la excepción y particularmente sus importaciones han empezado a exhibir sendas caídas por cuenta de la conjugación de dos factores: la marcada desaceleración de

la actividad económica de los principales socios comerciales y la menor demanda interna a raíz de las medidas de aislamiento social tomadas desde finales de marzo.

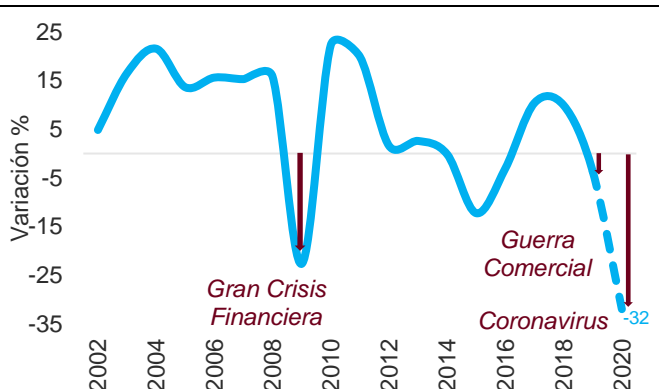
En particular, las importaciones pasaron de crecer 9,6% en 1T19 a caer 5,3% en 1T20, jalonadas por el retroceso de 16,6% en marzo que se configura como el más pronunciado de los últimos cuatro años. Al comparar el comportamiento reciente de las compras al exterior con las medidas de confinamiento, es claro que estas últimas restringen la actividad productiva y afectan las importaciones (Gráfico 2).

Un análisis más detallado sugiere, además, que las compras al exterior de Colombia resultan marginalmente más sensibles a las medidas de confinamiento de sus socios comerciales en comparación con las medidas de confinamiento locales. Tomando los datos semanales de las importaciones registrados en la balanza cambiaria y el *stringency index* o índice de confinamiento, encontramos que las medidas de los socios comerciales explican el 92% del comportamiento de las importaciones en lo corrido del 2020 (Gráfico 3).

Estimamos que, por cada punto adicional en el índice de confinamiento de los socios comerciales, las importaciones del país caen un punto porcentual (p.p.), mientras que, para el índice de confinamiento local, la variación de compras externas se reduce 0,7 p.p. A pesar de esto, el impacto de las restricciones impuestas en los socios comerciales del país ha sido heterogéneo y en algunos casos más marcado que en otros.

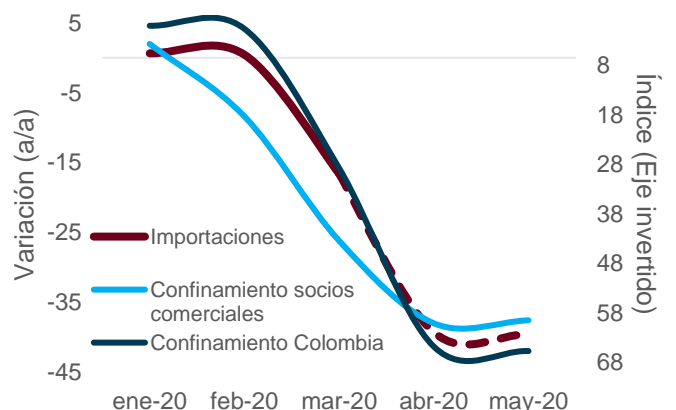
Por un lado, aunque China representa una cuarta parte de las importaciones colombianas, sus medidas de aislamiento no las han afectado contundentemente. Muestra de ello es que, pese a que las restricciones a la movilidad en ese país iniciaron a finales de enero, las importaciones de origen chino solo registraron una caída pronunciada dos meses más tarde. En contraste, el comportamiento reciente

**Gráfico 1. Crecimiento del comercio internacional en el mundo**



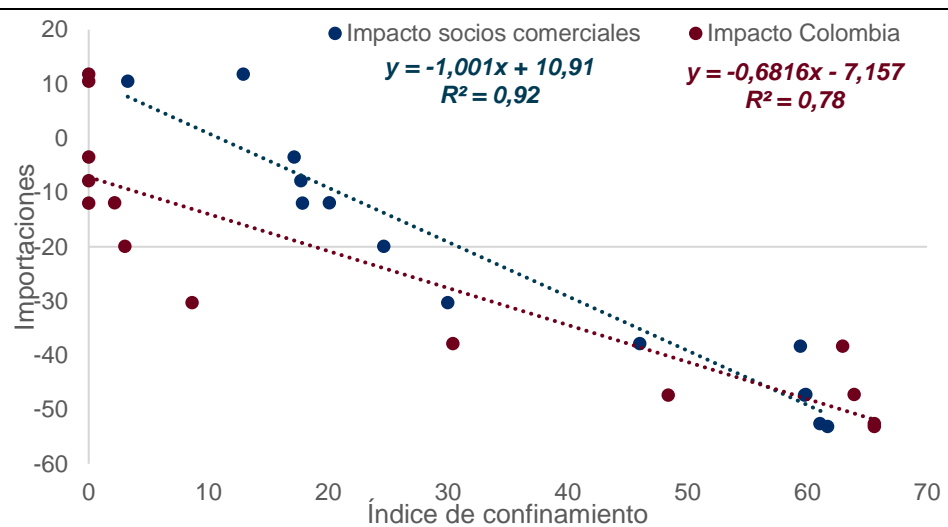
Fuente: FMI y OMC (proyección 2020). Cálculos: Corficolombiana

**Gráfico 2. Importaciones y medidas de confinamiento de Colombia y sus socios comerciales**



Fuente: DANE y Universidad de Oxford. Proyecciones: Corficolombiana

**Gráfico 3. Impacto de las medidas de confinamiento de Colombia y sus socios sobre las importaciones**

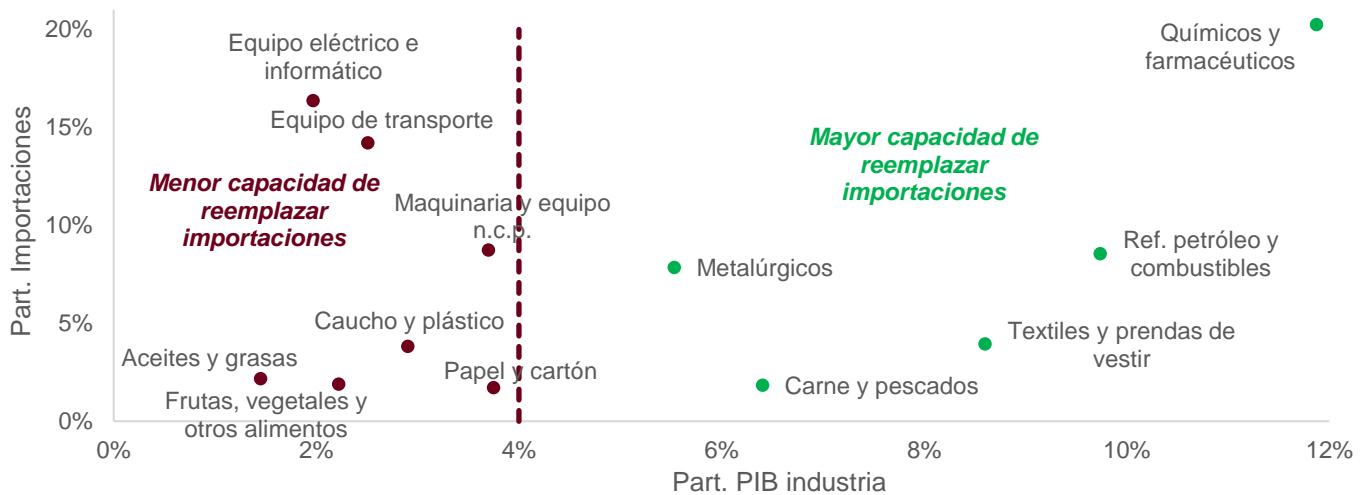


Fuente: BanRep y Universidad de Oxford. Cálculos: Corficolombiana

de las importaciones ha estado más influenciado por las medidas adoptadas en EE. UU., México, Francia, India, España, Italia, Reino Unido, Ecuador y Perú, quienes representan el 50% del valor total de las compras colombianas al exterior.

De lo anterior se desprende que **el choque de oferta será particularmente fuerte para las importaciones provenientes de Europa y Latinoamérica**, partiendo del hecho de que la recuperación en China está siendo más rápida que en el resto de las economías. Por tal motivo, Colombia se enfrenta a un nuevo panorama en el que sus compras al exterior pueden verse afectadas de forma importante, lo que configura una oportunidad para promover el abastecimiento doméstico de algunos bienes con producción local. No obstante, materializar estas oportunidades también implica que el país logre superar retos importantes en materia de competitividad.

Por otro lado, en un mundo menos globalizado en el que las cadenas de suministro se reconfiguran, economías con baja diversificación productiva como la colombiana tienen grandes oportunidades. Una de las oportunidades más factibles a corto plazo (un año) es impulsar la recuperación económica a partir de la promoción de sectores capaces de abastecer el mercado interno, al tiempo que se reduce la dependencia de las materias primas. Otras oportunidades de más largo plazo están relacionadas con un mayor grado de inserción del país en las cadenas de suministro globales, que antes estaban concentradas en Asia. Recientemente, la Cámara de Comercio Colombo Americana (AmCham) identificó 108 productos en los cuales el país tiene ventajas comparativas frente a China, por lo que las empresas norteamericanas podrían acudir a nuestro mercado para evitar la dependencia de los proveedores asiáticos.

**Gráfico 4. PIB de subsectores de la industria vs. Importaciones de bienes industriales**


Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

\*La línea punteada corresponde a la mediana de la participación en el PIB por subsectores de la industria.

### › De la globalización al localismo: oportunidades y retos para Colombia

En los próximos años tendrá lugar un reordenamiento de las relaciones comerciales a nivel mundial, posiblemente en detrimento de la apertura económica y a favor de la diversificación de las cadenas de abastecimiento globales. Por un lado, los protocolos sanitarios y el choque de confianza generado por la pandemia pondrán obstáculos para que el comercio internacional vuelva a los niveles previos al choque. Por otro lado, las empresas multinacionales de países occidentales buscarán reducir la concentración de sus procesos productivos en China, pues esta crisis dejó en evidencia los riesgos de esta elevada dependencia.

Ahora bien, en la medida que la recuperación de la demanda interna requiere de bienes intermedios y de capital —que como mostramos a continuación, no pueden producirse localmente—, Colombia también enfrenta el reto de seguir garantizando el suministro de estos productos desde el exterior. Mientras escribimos este documento, el Gobierno Nacional lanzó la Misión de Internacionalización de la economía colombiana, precisamente para identificar las oportunidades que trae consigo la nueva realidad mundial y diseñar una estrategia para aprovecharlas.

En línea con lo anterior, nos parece relevante identificar la capacidad del país para producir localmente algunos bienes importados. Para ello, identificamos los sectores cuya participación en el PIB industrial es significativa y, por lo tanto, podrían atender con mayor facilidad el mercado interno, lo cual contribuiría a reactivar la economía y la generación de empleo (Gráfico 4).

En este punto es importante subrayar que el 95% del total de importaciones en 2019 fueron de bienes industriales y el 5% restante correspondió principalmente a bienes agrícolas. Como resultado, subsectores de químicos y farmacéuticos, refinados del petróleo, textiles y prendas de vestir y algunos alimentos tendrían posibilidades de abastecer el mercado local, ganando una proporción de la participación que actualmente tienen las compras del exterior. No obstante, el anterior ejercicio no tiene en cuenta las diferencias de complejidad entre los bienes producidos localmente respecto a los que se compran del exterior. Para incorporar este criterio, tomamos el índice de complejidad económica por bienes (*product complexity index*), calculado por el Centro para el Desarrollo Internacional de la Universidad de Harvard con base en las especificaciones de Hausman, Hwang y Rodrik<sup>7</sup>. Esta medida relativa recoge cuánto más complejo es producir un bien respecto a otros. Entre más alto el índice, mayor la complejidad y el valor agregado del producto.

Después de calcular el índice de complejidad de las importaciones colombianas, encontramos que la máxima complejidad que puede cubrir con relativa facilidad el aparato productivo local es de 0,6. Este cálculo lo realizamos a partir de un promedio ponderado del índice de las exportaciones de bienes industriales como proxy de la complejidad de la industria local, toda vez que este sector es el que tiene la mayor capacidad de abastecer la demanda interna que se atiende actualmente con compras externas. Así, los productos importados con una complejidad menor al umbral de 0,6 tienen una mayor probabilidad de ser reemplazados con producción interna, mientras que en aquellos con una complejidad superior la probabilidad es bastante limitada.

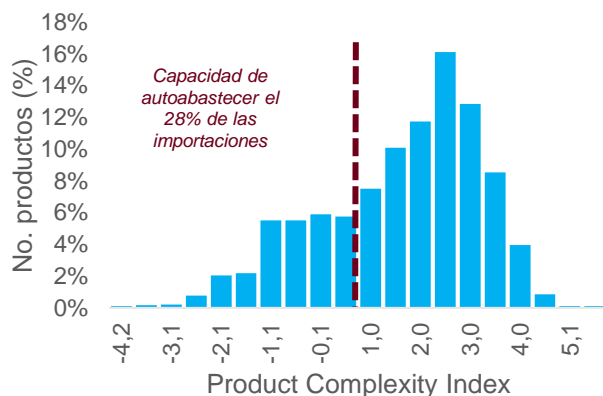
**Nuestra aproximación arroja que el 28% de las importaciones son susceptibles de ser producidas localmente con mayor facilidad que el resto.** Debido a que la gran mayoría de nuestras compras al exterior corresponden a bienes intermedios y de capital, el índice promedio de complejidad está bastante por encima del umbral (Gráfico 5).

Este resultado, previsible, muestra que Colombia se ha servido de las ventajas comparativas del mundo para importar productos industriales complejos que no se pueden producir localmente, o que resultaría muy costoso. Al analizar por grupos de productos, encontramos que del 28% de coeficiente de reemplazo de las importaciones<sup>8</sup>, **el 21% se concentra en bienes intermedios, el 6% en bienes de consumo y el 1% en bienes de capital.**

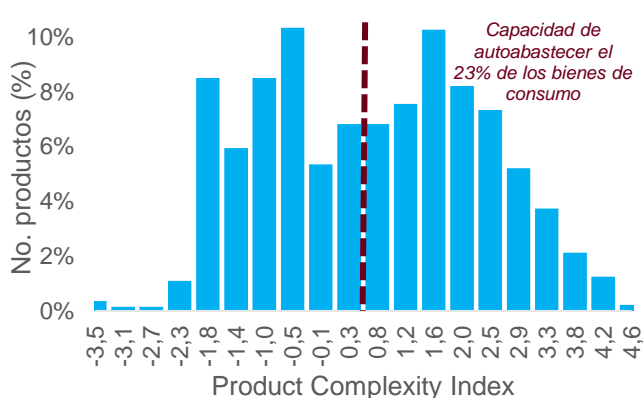
<sup>7</sup> Hausmann, R., Hwang, J., & Rodrik, D. (2007). What you export matters. *Journal of economic growth*, 12(1), 1-25. El índice mide la complejidad relativa de producir un bien determinado, razón por la cual su análisis es ordinal y no cardinal.

<sup>8</sup> El coeficiente de reemplazo lo definimos como el ratio entre el valor de las importaciones en USD CIF susceptibles a ser producidas localmente y el valor total de las importaciones. Esta medida es útil para mirar la contribución al reemplazo total por grupos y subgrupos de bienes.

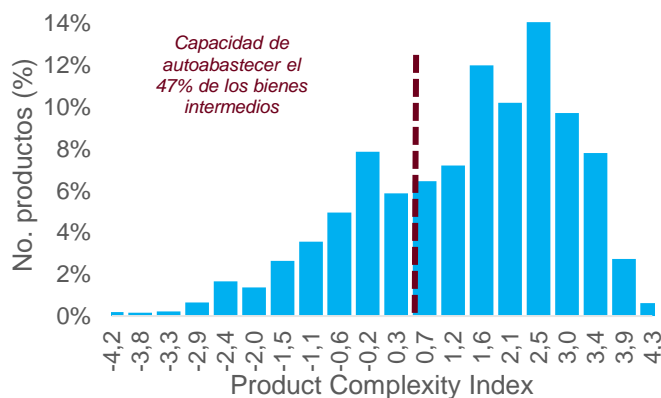
**Gráfico 5. Complejidad económica de las importaciones totales**



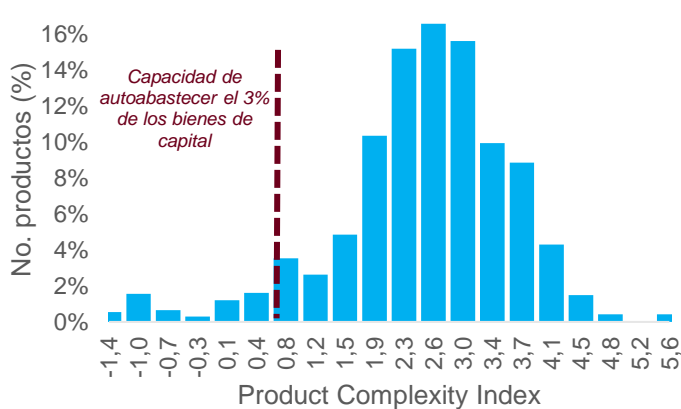
**Gráfico 6. Complejidad económica de las importaciones de bienes de consumo**



**Gráfico 7. Complejidad económica de las importaciones de bienes intermedios**



**Gráfico 8. Complejidad económica de las importaciones de bienes de capital**



Fuente: DANE y Datlas. Cálculos: Corficolombiana

En particular, la mayor oportunidad la encontramos en los bienes intermedios, donde la producción interna podría reemplazar con mayor facilidad el 47% del valor de las importaciones<sup>9</sup>, correspondientes a 1.036 de los 3.065 bienes que compramos al exterior. En particular, las oportunidades están en combustibles y lubricantes y productos intermedios para la agricultura, tales como gasolinas, gasóleos, aceites ligeros y lubricantes de petróleo, aceites vegetales, químicos, abonos, plaguicidas, semiacabados de cobre y níquel y plásticos primarios. Cabe aclarar que, aunque el promedio de complejidad de los bienes intermedios es cercano al 2,5, es decir, muy superior al umbral de 0,6, existe una cantidad considerable de productos de baja complejidad de los cuales la industria doméstica podría hacerse cargo (Gráfico 7).

En materia de bienes de consumo, la producción local podría cubrir un 23% del valor importado, representado en 709 de los 1.363 productos que se traen del exterior, en donde predominan los bienes de consumo no duradero. En este caso se pueden encontrar oportunidades en prendas de vestir, textiles, calzado, maletas, bolsos, cigarrillos, arroz, azúcar y artículos de panadería. Esto responde esencialmente a

<sup>9</sup> El grado de autoabastecimiento lo definimos como el ratio entre el valor CIF en dólares de las importaciones susceptibles de reemplazo y el de las importaciones totales de un grupo de bienes determinado. Esta medida es útil para determinar las oportunidades de promover la producción doméstica para abastecer el mercado interno en vez de hacerlo con compras del exterior.



que la complejidad de los bienes de consumo difiere bastante entre aquellos duraderos –de alta complejidad y limitado alcance para la industria local– y no duraderos –de baja complejidad y al alcance de la industria colombiana– según lo refleja el histograma (Gráfico 6).

Los bienes de capital tienen una complejidad bastante concentrada en los rangos altos, lejos del umbral que tiene nuestro aparato productivo (Gráfico 8). Por esta razón, el grado de autoabastecimiento allí es de apenas 3% y consiste principalmente en materiales de construcción, donde se podría reemplazar un 27% de las compras al exterior. En particular, las oportunidades están en 109 de los 1.672 bienes que importamos y que están asociados a laminados de hierro y acero, cemento y yeso, maquinaria para textiles, cisternas metálicas y llantas.

**Tabla 1. Capacidad de reemplazo de las importaciones con producción local**

<i>Tipo de bien importado</i>	<i>Grado de autoabastecimiento</i>	
Combustibles, lubricantes y conexos	Alto	Alto
Materias primas y productos intermedios para la agricultura		
Bienes de consumo no duradero	Medio	Medio
Materias primas y productos intermedios para la industria		
Materiales de construcción	Bajo	Bajo
Bienes de consumo duradero		
Bienes de capital para la agricultura	Bajo	Bajo
Bienes de capital para la industria		
Equipo de transporte		

Cálculos Corficolombiana.

Ahora bien, a nivel sectorial estimamos que las oportunidades en el mercado doméstico están en la industria manufacturera –explica el 90% del valor importado y susceptible a ser reemplazado por producción local– y, en menor medida, en el sector agropecuario (explica el otro 10% de ese mercado).

Al interior de la industria, los subsectores con mayor capacidad de abastecer el consumo interno son la elaboración de productos de tabaco, refinados del petróleo, prendas de vestir, textiles, cueros, alimentos y bebidas. La producción de estos bienes equivaldría a reemplazar el 22% del valor importado de bienes relativos a estos subsectores en 2019 (52 mil millones de dólares).

Con un grado de reemplazo medio, se destacan los subsectores de metalúrgicos básicos y sustancias químicas. En este último, resaltamos que hay oportunidades interesantes, toda vez que los artículos químicos representan el 14% del total importado y exhiben el peso más elevado entre los subgrupos bajo esta clasificación (Tabla 2).

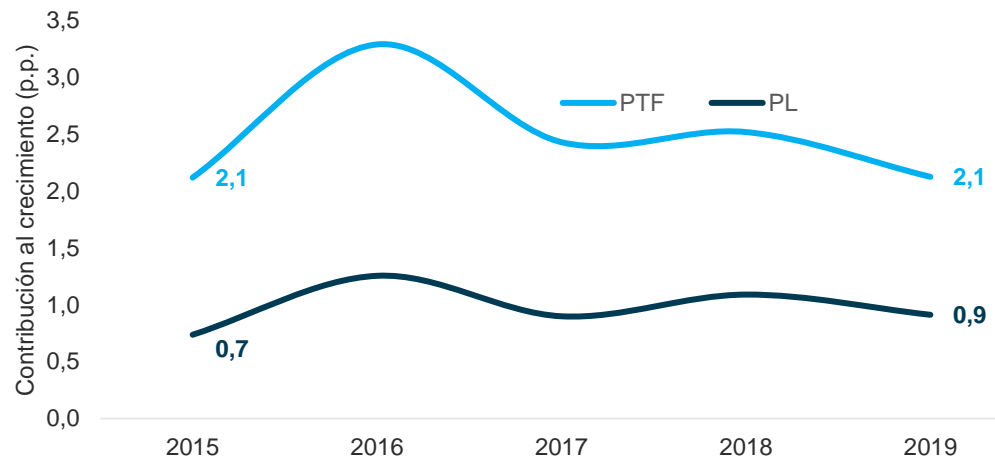
**Sin embargo, materializar estas oportunidades implica avanzar en unos retos importantes que han soportado la falta de competitividad del aparato productivo colombiano.** Aun cuando el ejercicio anterior sugiere que podríamos autoabastecer una cuarta parte de nuestras compras al exterior, lo cierto es que al país le resultaría más costoso elaborar dichos bienes internamente por limitantes en materia de tecnificación, costos de la mano de obra e ineficiencias en las cadenas logísticas. Atendiendo estas debilidades se encuentran las razones por las cuales Colombia se sirve del comercio internacional para hacerse con algunos bienes a menores precios de los que puede ofrecer la industria local.

**Tabla 2. Capacidad de abastecer las compras externas con producción local del sector industrial**

Subsector	Grado de reemplazo	Peso en importaciones
Elaboración de productos de tabaco	Alto	Barra larga
Coquización y refinados del petróleo		Barra muy corta
Confección de prendas de vestir		Barra muy corta
Curtido y recurtido de cueros y fabricación de maletas y bolsos		Barra muy corta
Fabricación de productos textiles		Barra muy corta
Elaboración de bebidas		Barra muy corta
Elaboración de productos alimenticios	Medio	Barra larga
Fabricación de productos metalúrgicos básicos		Barra larga
Fabricación de sustancias y productos químicos		Barra muy larga
Fabricación de otros productos minerales no metálicos		Barra muy corta
Transformación de la madera y fabricación de productos de madera		Barra muy corta
Fabricación de papel y cartón		Barra muy corta
Otras industrias manufactureras	Bajo	Barra muy corta
Fabricación de aparatos y equipo eléctrico		Barra muy corta
Actividades de impresión y de producción de copias a partir de grabaciones originales		Barra muy corta
Fabricación de productos de caucho y de plástico		Barra muy corta
Fabricación de productos elaborados de metal		Barra muy corta
Fabricación de maquinaria y equipo		Barra larga
Fabricación de muebles, colchones y somieres	Bajo	Barra muy corta
Fabricación de vehículos automotores, remolques y semirremolques		Barra larga
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte		Barra muy corta
Fabricación de productos farmacéuticos y sustancias químicas medicinales		Barra muy corta
Fabricación de productos informáticos, electrónicos y ópticos	Bajo	Barra muy larga

Cálculos Corficolombiana.

En primer lugar, la productividad laboral (PL) y la productividad total de los factores (PTF) han presentado variaciones poco significativas en los últimos cinco años, lo que ha imposibilitado un fortalecimiento de la capacidad productiva de la economía y representa uno de los mayores retos para la economía (Gráfico 9). Por un lado, el aporte al crecimiento del valor agregado del total de los factores de producción permanece en 2,1 p.p., nivel equivalente al registrado en el 2015. Por otro lado, la productividad laboral ha presentado un aumento muy leve hasta los 0,9 p.p.

**Gráfico 9. Productividad total de los factores y productividad laboral en Colombia**

Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

Asimismo, el Índice Global de Competitividad calculado por el Foro Económico Mundial muestra que Colombia ha estado estancado en esta materia durante los últimos 10 años, ocupando el puesto 57 entre 141 países. Particularmente, los pilares de capacidad de innovación, adopción de las TIC y habilidades del capital humano son las que presentan los puntajes más bajos, sugiriendo que la carencia de competitividad está soportada en el bajo nivel de transformación tecnológica en los últimos años y la carencia de una mayor tecnificación laboral.

Adicionalmente, los altos costos laborales -en relación con la productividad laboral- y logísticos se configuran como limitantes en este proceso de promoción de la producción local. En este sentido, las políticas públicas en el corto plazo deben estar encaminadas a incrementar la tecnificación del capital humano y fortalecer la conectividad entre las zonas de producción y consumo, en aras de reducir los costos y tiempos de transporte.

En conclusión, la nueva realidad internacional sugiere que habrá restricciones al comercio exterior, lo cual plantea oportunidades y desafíos para los países de cara a su recuperación económica. Consideramos que Colombia puede adoptar una estrategia de promoción a la producción doméstica de ciertos bienes, en detrimento de sus importaciones y sin necesidad de adoptar medidas proteccionistas, con el objetivo de acelerar la recuperación económica a corto plazo y apoyar la generación de empleo.

Identificamos que el país podría aumentar de forma relativamente fácil su producción local en el equivalente a una cuarta parte del valor de las importaciones, en la medida que las acciones del gobierno fortalezcan la competitividad del aparato productivo a través de mecanismos que aumenten la productividad por trabajador y disminuyan los costos logísticos. Si se avanza en la superación de estos retos, la industria colombiana tendría mayores oportunidades fundamentalmente en bienes intermedios con una baja complejidad económica.

En contraste, el país tendrá que seguir comprando del exterior bienes de capital y consumo durable –caracterizados por tener un grado alto de complejidad–, debido a las características de su aparato productivo. Financiar estas importaciones seguirá siendo un reto importante para el país en los próximos años, especialmente si sus términos de intercambio permanecen en niveles bajos como los actuales.

La nueva normal en materia de comercio exterior trae, no obstante, un nuevo horizonte de posibilidades y desafíos para el país. Acompañar el proceso actual con estrategias de fortalecimiento de la competitividad puede revelar nuevas oportunidades en sectores relacionados con productos químicos, textiles, calzado y alimentos para ampliar su producción con enfoque hacia el mercado doméstico y eventualmente para aumentar su participación en mercados de la región en el largo plazo. Adicionalmente, el aumento de la producción de bienes intermedios para la economía puede acelerar la creación de nuevos encadenamientos intersectoriales que fortalezcan en el largo plazo el aparato productivo.

## La seguridad alimentaria después de la pandemia

**Julio César Romero**  
Economista Jefe

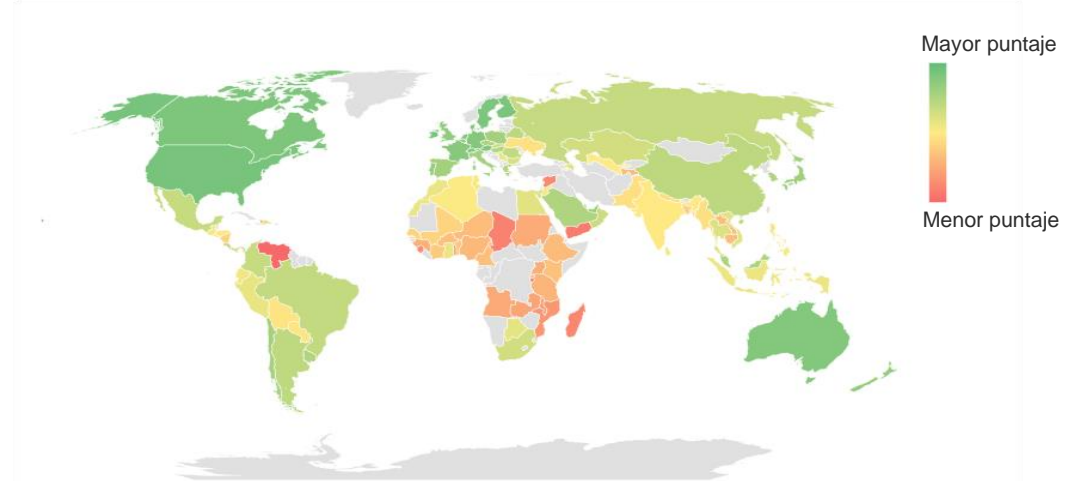
**Juan Camilo Pardo**  
Analista de Investigaciones

- El nivel de seguridad alimentaria de Colombia es relativamente bueno con respecto a los demás países de la región, a pesar de su alta dependencia frente a la importación de cereales.
- En la economía post-COVID es previsible un aumento de las restricciones comerciales, en particular en el sector agrícola. El país se enfrenta al reto de mejorar la productividad de este sector no solo con el objetivo de exportar sino de mejorar la capacidad de autoabastecimiento.
- Las oportunidades para mejorar la capacidad de autoabastecimiento del país con respecto a los cereales son limitadas en el corto plazo, y se concentran en productos como arroz y sorgo (2,0% de las importaciones agropecuarias del país). Por su parte, las oportunidades de producir localmente maíz (2,3% de las importaciones totales) y trigo (0,9%) son bajas.
- El país requiere de mayor inversión y tecnificación del sector agrícola. Para ello se necesita la implementación de estímulos por parte del Gobierno con el fin de garantizar un financiamiento a bajo costo para la investigación y desarrollo, un sistema de información agroclimática y el establecimiento de redes de apoyo técnico para la innovación.
- El detrimento en los niveles de pobreza incrementaría la población con problemas de subalimentación a niveles de 4,5 millones, lo que significa un atraso de 8 años. Para aminorar el impacto, el Gobierno debe priorizar la atención a la población más vulnerable, fortalecer programas de protección social con enfoque en asistencia alimentaria e invertir en un futuro sostenible.

La nueva normalidad afectará las cadenas de suministro a nivel global, lo que tendrá un impacto directo sobre la seguridad alimentaria. Según la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO), la seguridad alimentaria se logra cuando todas las personas tienen acceso físico y económico a suficiente alimento.

Bajo este panorama, el Índice Global de Seguridad Alimentaria<sup>10</sup> medido por *The Economist*, indica que **Colombia ocupa el puesto 43 entre 113 países**, en niveles relativamente positivos y similares a los de México, Brasil y Argentina, por debajo de Chile y por encima de Perú (Gráfico 1).

<sup>10</sup> Maneja un puntaje de 0-100, siendo 100 la calificación más alta. El índice se construye a partir de la asequibilidad, disponibilidad y, calidad y seguridad de los alimentos. Igualmente, agrega una categoría de riesgo referente a la exposición de un país a los impactos de un clima cambiante, su susceptibilidad a los riesgos de los recursos naturales y la forma en cómo se adopta el país a dichos riesgos.

**Gráfico 1. Índice de seguridad alimentaria**


Fuente: *The Economist* y Corficolombiana.

Estos resultados están soportados por la presencia de los programas de redes de seguridad alimentaria, así como por la baja volatilidad relativa en la producción y en la estructura de costos de los alimentos. Por su lado, los aspectos que reducen el puntaje son: el limitado gasto público en investigación y desarrollo, y la pobre infraestructura agrícola.

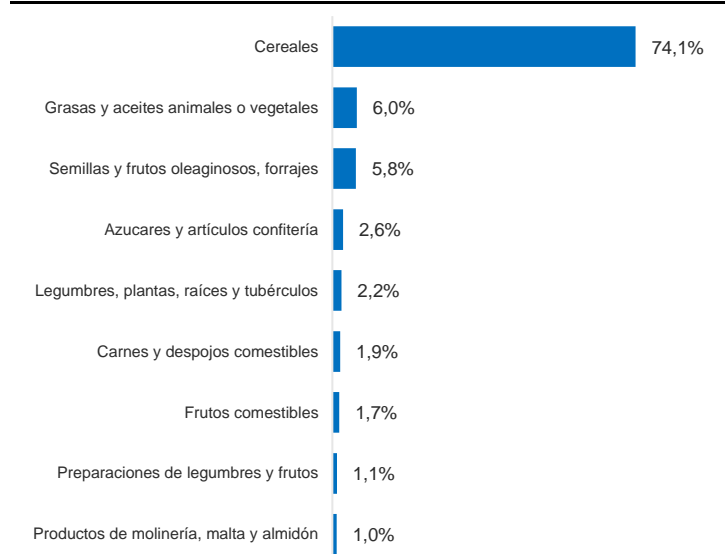
**La experiencia del COVID-19 ha mostrado la importancia de pensar en la robustez de las cadenas de producción y en la capacidad que tienen los diferentes países de autoabastecerse de productos primarios.** En la economía de la nueva normal, las autoridades de política tendrán la responsabilidad de avanzar en agendas que promuevan el desarrollo y tecnificación del sector agrícola, no solo por la vocación exportadora de este sector, sino también con el objetivo de alcanzar mayores niveles de seguridad alimentaria.

### › **La dependencia de Colombia a la importación de cereales**

La mayor dependencia de Colombia en materia de abastecimiento alimentario está concentrada en los cereales. Las importaciones agropecuarias ascendieron a 11,4 millones de toneladas en 2019, en donde los cereales representaron un 74% (Gráfico 2). Mientras en el país se producen 4,1 millones de toneladas de cereales, las importadas equivalen a 8,4 millones, es decir, el uso que le damos al 67,2% de los cereales depende de su importación. En particular, el maíz representa un 50% de las importaciones del sector, seguido por el trigo y el arroz. (Gráfico 3).

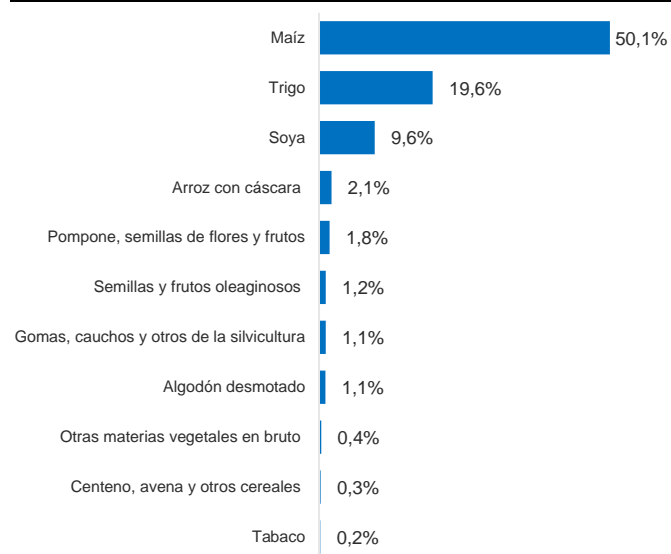
Frente a un escenario post-pandemia en el que aumenten las restricciones al comercio internacional, **uno de los principales retos de Colombia será garantizar el suministro de cereales para el consumo y uso local**, el cual seguirá siendo altamente dependiente de las importaciones. Recordemos que los cereales son fundamentales para garantizar una seguridad alimentaria adecuada dado que

Gráfico 2. Importaciones del sector agropecuario



Fuente: Agronet. Elaboración: Corficolombiana

Gráfico 3. Productos importados del sector agropecuario



Fuente: Agronet. Elaboración: Corficolombiana

aportan carbohidratos y fibras, ayudan a equilibrar los niveles de glucosa, contribuyen en una cuarta parte de las vitaminas y minerales diarios recomendados, son considerados la principal fuente de energía y contienen proteínas de alto valor biológico. De igual modo, no solo tienen como objetivo el consumo humano. Por ejemplo, el maíz se usa para la alimentación animal, la producción de combustible y bioetanol, y la fabricación de otros alimentos.

En este sentido, **la capacidad de autoabastecimiento alimentario en Colombia está determinada por dos aspectos atribuibles a los cereales: la dependencia de importaciones agropecuarias y la baja productividad en su cultivo.** En el primer caso, las políticas de cero aranceles y los acuerdos comerciales han aumentado la dependencia alimentaria (Gráfico 4).<sup>11</sup> Según datos de la Federación Nacional de Cultivadores de Cereales (Fenalce), en 2019 entraron sin aranceles al país tres millones de toneladas de cereales (35% de la importación total). Por su lado, los acuerdos comerciales y los tratados libre comercio abrieron la puerta a los alimentos provenientes de Estados Unidos, Canadá, Argentina, Chile y Perú, convirtiéndolos en los principales proveedores de Colombia actualmente.

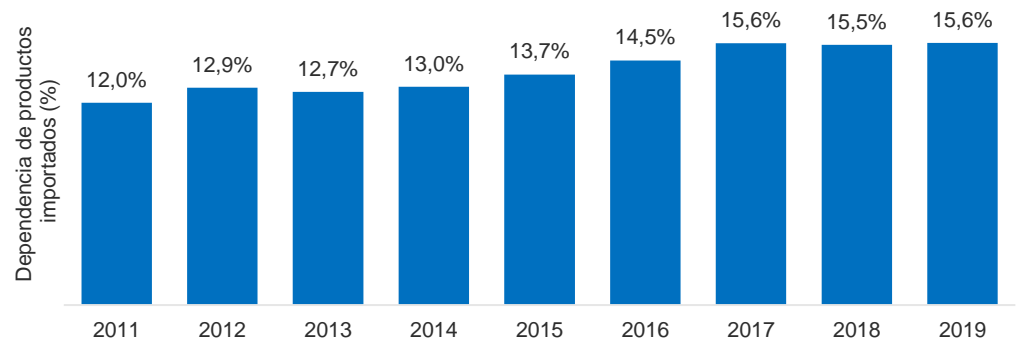
El segundo aspecto es la baja productividad de Colombia en el cultivo de cereales, como lo confirma el indicador de “rendimiento de los cereales” o *cereal yield*<sup>12</sup> del Banco Mundial. Frente a América Latina, Colombia se encuentra en un nivel medio-bajo de productividad, ocupando el sexto lugar con un rendimiento de 3,8 toneladas por hectárea (Ton/Ha), inferior al promedio de 4,2 Ton/Ha en la región. Los socios comerciales tienen un desempeño aún más alto de 5,0 Ton/Ha.

<sup>11</sup> Dependencia a productos importados = 
$$\frac{\text{Importaciones agro totales}}{\text{Producción agro total} + \text{Importaciones agro totales} - \text{Exportaciones agro totales}}$$

<sup>12</sup> Cereal yield (kg per hectare) = 
$$\frac{\text{Kg}}{\text{Hectarea}}$$

Para reducir la vulnerabilidad de Colombia en materia de seguridad alimentaria, el Gobierno ha adoptado planes y programas para mejorar su calidad en el país. Por su lado, adoptó el Plan País Maíz mediante el cual se busca incrementar la disponibilidad nacional de maíz y disminuir las necesidades de importación del producto principalmente para la industria avícola y de alimentos balanceados. De igual modo, se encuentra el Programa de Almacenamiento de Arroz, el cual tiene por objetivo el control de precios y la adecuada disponibilidad del producto, así como la disminución de la dependencia del país en su importación. Frente a la ampliación de las opciones, el Programa de Oportunidades Rurales (POR) comprende un instrumento de apoyo a organizaciones microempresariales, conformadas por pequeños productores agrícolas, mediante la capacitación, financiación, y apoyo en los mercados y servicios financieros.

**Gráfico 4. Dependencia de Colombia a importaciones agropecuarias**



Fuente: Agronet, Augura, Cenicaña, DANE, FENAVI, Fedecacao, Fedecafe, Fedepalma, Fenalce, MADR.  
Elaboración: Corficolombiana

En este sentido, la coyuntura generada por el coronavirus aumenta la urgencia de que estos programas tengan resultados positivos y permitan al país mejorar su productividad, especialmente en los cereales. De ser así, Colombia podría reducir su dependencia alimentaria y fortalecer su capacidad de autoabastecimiento.

#### › **Productividad y abastecimiento alimentario en la nueva normal**

**En los próximos años el comercio mundial seguramente seguirá afectado por medidas proteccionistas de varios países.** En materia de seguridad alimentaria, esto puede suponer que Colombia busque satisfacer con producción nacional parte de la demanda doméstica de cereales que actualmente depende de importaciones.

Tomando el Índice de Complejidad Económica, encontramos que la máxima complejidad que puede cubrir a corto plazo el aparato productivo local en materia agrícola es de  $-1,04^{13}$ . De este modo, los productos importados con una complejidad

<sup>13</sup> El número por sí solo no es una medida relevante, su importancia es en términos relativos para comparar qué bienes tienen mayor o menor complejidad económica. Simplemente es el umbral que define si existe la capacidad de poder producir el bien en el corto plazo.



menor al umbral de -1.04 tienen una probabilidad alta de ser reemplazados en el corto plazo con producción interna, mientras que los productos con una complejidad mayor a ese umbral tienen una baja probabilidad de reemplazo.

Como proporción de sus importaciones agropecuarias, Colombia estaría en capacidad de producir localmente menos del 15%. Las oportunidades para el país son limitadas, y se concentran en productos como arroz, sorgo y soya (11,9% de las importaciones agropecuarias del país). Por su parte, las oportunidades de producir localmente cereales como maíz (2,3% de las importaciones totales) y trigo (0,9%) para abastecimiento doméstico son muy bajas.

En efecto, Colombia se ha servido de las ventajas comparativas del mundo para importar cereales que no puede producir localmente o que resultaría muy costoso dado su baja productividad interna (Gráfico 4). **Este análisis sugiere que el país seguirá teniendo muy probablemente una alta dependencia en el abastecimiento de cereales desde el exterior, al menos en los próximos cinco años.**

Para reducir esta dependencia se requiere la implementación de semillas bajo un sistema tecnificado, la implementación de esquemas de financiamiento y el desarrollo de recursos para la investigación en el mejoramiento del maíz. De igual modo, el Centro de Mejoramiento de Maíz y Trigo (CIMMYT) recomienda aumentar el volumen de producción de semilla de maíz biofortificado, desarrollar un sistema

**Gráfico 5. Autoabastecimiento de importaciones agrícolas con producción local**

Productos	Grado de autoabastecimiento	Peso en importaciones	Productos	Grado de autoabastecimiento	Peso en importaciones
Ajonjolí		0,00%	Aves de corral		0,03%
Algodón desmotado		0,05%	Cebada		0,19%
Arroz con cáscara		0,10%	Cebolla y ajo		0,07%
Cacao en grano		0,00%	Centeno, avena y otros cereales		0,01%
Pompones y otras plantas vivas		0,08%	Especias elaboradas o sin elaborar		0,03%
Semilla de algodón		0,00%	Frijol		0,07%
Sorgo		0,00%	Frutas y nueces		0,00%
Soya		0,43%	Ganado		0,00%
Tabaco		0,01%	Huevos con cáscara		0,01%
Troncos de madera		0,00%	Leguminosas frescas o secas		0,10%
Gomas, cauchos y otros de la silvicultura		0,05%	Maíz		2,26%
Ostras y otros moluscos		0,00%	Naranja, limón, mandarina y otras cítricas		0,01%
Té y otros de plantas bebestibles		0,00%	Orquídeas y otras flores		0,01%
Fique, paja y otros		0,00%	Otras frutas o nueces frescas		0,29%
Semillas y frutos oleaginosos		0,01%	Plantas vivas y semillas de flores		0,06%
Otras materias vegetales en bruto		0,02%	Plátano		0,00%
Otros productos de origen animal		0,01%	Trigo en grano		0,88%
Arveja		0,03%	Uvas		0,05%

Fuente: Bancoldex -DATLAS-. Elaboración: Corficolombiana.

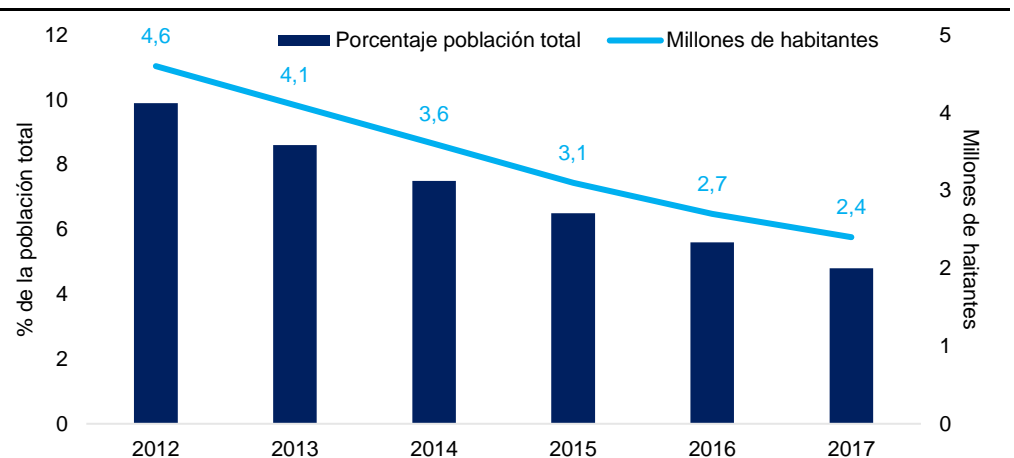
de información agroclimática y establecer redes de acompañamiento técnico para la innovación. Estos cambios seguramente no tendrán lugar a corto plazo.

### › Los retos de política en la asistencia alimentaria

Según la Organización de Naciones Unidas (ONU), una pandemia de hambre amenaza a América Latina como resultado del impacto socioeconómico de la crisis actual, de manera que “10 millones de personas más podrían ser empujadas a la pobreza y el hambre en 11 países de la región”<sup>14</sup>. Sin embargo, advierte que aún hay tiempo de evitarlo siempre que se brinde asistencia alimentaria a los más vulnerables y a quienes dependen del trabajo informal. Afrontar esta problemática será uno de los retos más importantes en la nueva normalidad.

De acuerdo con el indicador de subalimentación calculado por la FAO<sup>15</sup>, Colombia pasó de tener 4,6 millones de personas en esta situación en 2012 (9,9% de la población total) a 2,4 millones (4,8%) en 2017 (Gráfico 6). Sin embargo, a raíz de la crisis generada por la pandemia, cerca de 7,3 millones de personas perdieron su empleo y están en riesgo de caer en la pobreza (ver capítulo “La nueva realidad del mercado laboral” en este informe). **Lo anterior podría incrementar la población con problemas de subalimentación hasta 4,5 millones (8,9% de la población total), lo que significa un atraso a los niveles del año 2012.**

**Gráfico 6. Subalimentación en Colombia**



Fuente: FAO. Elaboración: Corficolombiana

Bajo este contexto, el mundo posterior a la pandemia trae retos en varios frentes<sup>16</sup>. Primero, se debe priorizar la atención de la población más vulnerable a partir de la conservación de alimentos necesarios para su supervivencia, la expansión de

<sup>14</sup> Ver “Una pandemia de hambre amenaza a América Latina por la crisis del coronavirus”. ONU, mayo de 2020. <https://news.un.org/es/story/2020/05/1475122>

<sup>15</sup> Estimación de la proporción de la población cuyo consumo habitual de alimentos es insuficiente para mantener una vida productiva y saludable.

<sup>16</sup> Análisis basado en el estudio “Policy Brief: The Impact of COVID-19 on Food Security and Nutrition” de las Naciones Unidas. Publicado en junio de 2020.

sistemas de monitoreo geoespaciales para detectar a los más afectados y el otorgamiento de paquetes de estímulo de liquidez hacia los pequeños y medianos productores. Frente a esto, se debe optimizar el trabajo de las cadenas de distribución a nivel nacional, construir y modificar los vínculos entre la oferta y la demanda, y facilitar el flujo de liquidez hacia los productores, quienes incluso dependen de su misma producción para su consumo.

Segundo, será necesario fortalecer los programas de protección social con enfoque en garantizar el acceso alimentario, más allá de las transferencias monetarias de los programas existentes como Familias en Acción, Jóvenes en Acción e Ingreso Solidario. Frente a esto será clave la coordinación entre el Gobierno Nacional Central, los Gobiernos locales y otros actores regionales para reducir los costos de transacción, facilitar los procesos y otorgar de manera eficiente las transferencias.

Tercero, será clave invertir en un futuro sostenible. En el escenario post-pandemia se desatará una crisis ambiental –en donde la producción agropecuaria aporta un tercio de las emisiones de los gases efecto invernadero– y se seguirá desechando una gran parte de los alimentos -un 34% del consumo interno para Colombia, según el Departamento Nacional de Planeación–. Así las cosas, se deben implementar mecanismos que eviten el desecho de alimentos, promuevan la conciencia de proteger el medio ambiente y fomenten los ODS relacionados al sistema alimentario, cuyo fin último es erradicar el hambre y crear sistemas más saludables e inclusivos.

# Política monetaria: herramienta no convencional

**José Ignacio López**  
Director Ejecutivo

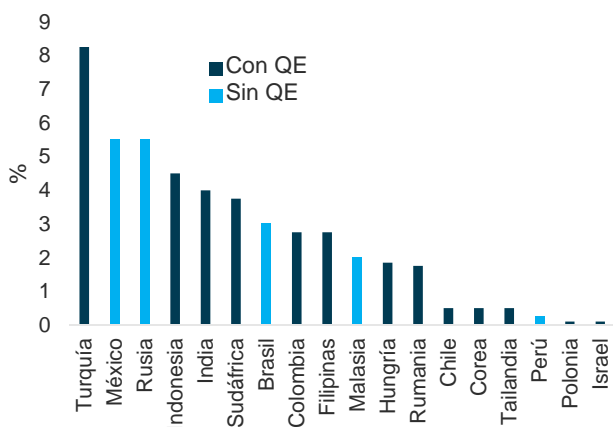
**Laura Daniela Parra**  
Analista de Mercados Externos

- Los países emergentes, incluyendo Colombia, han recurrido a políticas monetarias no convencionales como la adquisición de títulos de deuda públicos y/o privados (conocidos como programas de expansión cuantitativa, o *Quantitative Easing – QE*) con el fin de inyectar liquidez a los mercados financieros domésticos.
- Los QE de los países emergentes han sido efectivos en reducir las tasas de los títulos de deuda pública, en especial en el segmento medio de la curva (5 años), pero han generado al mismo tiempo una depreciación de la moneda de cada país.
- Los resultados de nuestras estimaciones muestran que los QE en países emergentes tienen un alcance limitado, pero seguramente se convertirán en parte del instrumental de política monetaria en la nueva normalidad.

## › El ABC del QE

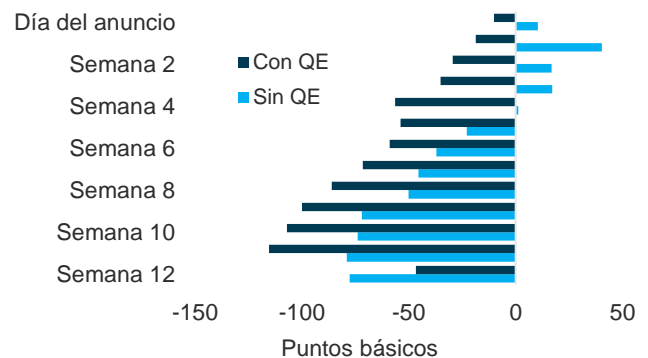
El programa de expansión cuantitativa (QE por sus siglas en inglés) es un instrumento de política monetaria no convencional que, al cierre de 2019, había sido implementado principalmente por las economías desarrolladas en respuesta a la crisis financiera de 2008. Este mecanismo consiste en la adquisición de títulos de deuda pública y/o privada por parte del banco central, usualmente en el mercado secundario, y tiene el objetivo de mejorar las condiciones de liquidez al estabilizar o reducir el costo del endeudamiento en el mediano y largo plazo.

**Gráfico 1. Tasa de política monetaria en las economías emergentes**



Fuente: Refinitiv Eikon. Croacia no está incluido en la muestra pues maneja un régimen de tipo de cambio fijo. Cifras al 4 de junio.

**Gráfico 2. Cambio acumulado en los títulos de deuda pública a 10 años**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana. Países sin QE toman como periodo de referencia el 13 de marzo, fecha del lanzamiento del primer programa de QE en Croacia. Información disponible de QE para 13 de las 14 economías que han implementado dichos programas hasta la semana 10.

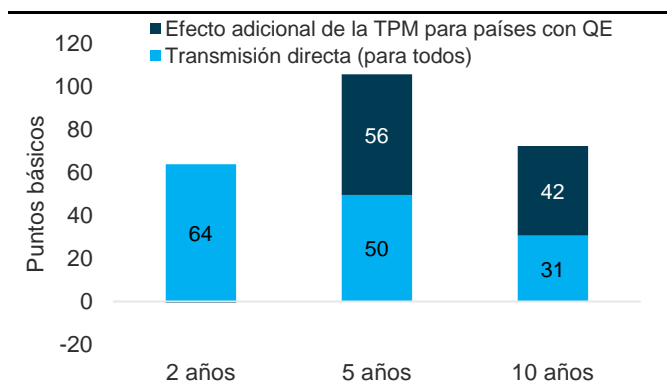
Una de las principales motivaciones para implementar dicho programa durante 2008-2009 fue la necesidad de continuar flexibilizando las condiciones de liquidez cuando las tasas de referencia alcanzaron su límite inferior de 0% nominal. Lo anterior eliminaba la necesidad de esterilizar las compras de activos para evitar que el incremento de la oferta monetaria presionara a la baja la tasa de interés efectiva, cuyo objetivo ya era 0%. Este no es el caso de algunas economías emergentes (Gráfico 1), de manera que en ocasiones el anuncio de este tipo de programas es un compromiso de estabilidad financiera y, en menor medida, de provisión de liquidez.

Dadas las características estructurales de las economías emergentes, los programas de QE en dichos países tienen mayores retos que en el caso de las economías desarrolladas.

En efecto, el principal riesgo de su implementación es el posible deterioro en la percepción de riesgo país que, en últimas, haría ineficaz el uso de este instrumento pues una liquidación excesiva de posiciones de inversionistas extranjeros desvalorizaría los títulos y acentuaría la depreciación cambiaria. Por otra parte, el riesgo de un incremento pronunciado en la inflación (como el evidenciado durante los episodios de monetización de la deuda pública en Latinoamérica en las décadas de 1970 y 1980) parece estar mitigado por i) el fuerte choque adverso sobre la demanda y su efecto deflacionario y ii) la experiencia de los países desarrollados con el QE durante la década pasada.

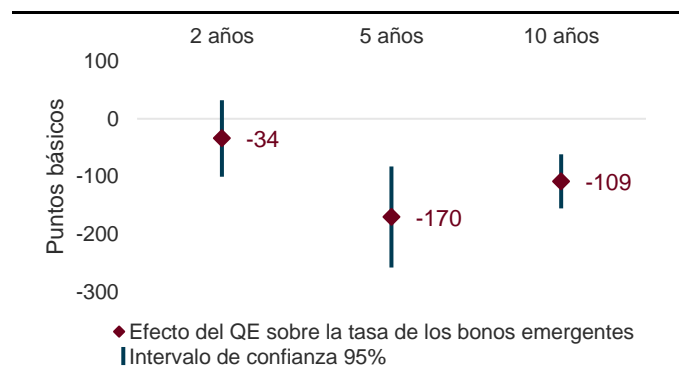
Adicionalmente, de ser implementado de manera inadecuada, el programa de compra de activos deteriora la calidad de los activos del banco central y pone en riesgo su reputación, lo que compromete su credibilidad. En esta línea, resultan deseables las configuraciones que conserven el marco institucional, al hacer las compras en el mercado secundario, y precisión con respecto a la magnitud,

**Gráfico 3. Efecto del cambio en la TPM sobre los bonos**



Fuente: Corficolombiana. TPM: tasa de política monetaria.

**Gráfico 4. Efecto del QE sobre los bonos**



Fuente: Corficolombiana.

composición y duración del programa. Bajo este contexto, el *forward guidance*<sup>17</sup> podría mejorar la velocidad de transmisión de la política monetaria y dar tranquilidad al mercado con respecto a la naturaleza temporal del programa.

Así las cosas, nos dimos a la tarea de estimar el efecto que, hasta el momento, han tenido este tipo de programas sobre las tasas de interés de los títulos de deuda pública y la devaluación de las monedas de 19 economías emergentes. Mediante el uso de múltiples regresiones<sup>18</sup> **encontramos que los movimientos en la tasa de política monetaria continúan siendo el principal determinante de las tasas de los títulos de menor plazo (2 años)**, razón por la cual, el programa de expansión cuantitativa emergente no tiene efecto sobre este segmento de la curva. En esta línea, encontramos que la transmisión directa de los cambios en la tasa de referencia se va diluyendo a medida que se amplía el vencimiento del título. No obstante, la interacción entre la implementación del QE y la tasa de política monetaria indica que el uso de dicho mecanismo no convencional incrementa la transmisión directa sobre los títulos de plazos entre 5 y 10 años (Gráfico 3).

Con respecto al efecto directo del QE, los resultados señalan que en aquellos países que han implementado dicho programa **se han registrado reducciones adicionales de 170 y 109 pb en las tasas de los títulos de 5 y 10 años**, de forma que los programas de compras de activos tienen un efecto más pronunciado sobre el segmento medio de la curva, que se atenúa, pero continúa siendo significativo sobre el segmento largo (Gráfico 4).

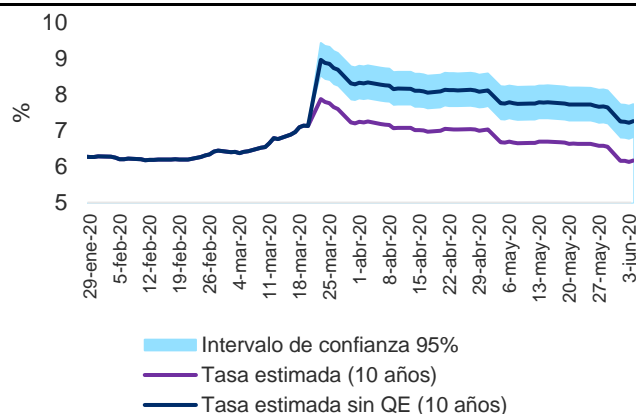
Por otra parte, el modelo que evalúa el efecto del QE sobre el tipo de cambio se ajusta en menor medida que en el caso de las tasas de interés debido a la amplia

**Gráfico 5. Ajuste del modelo para Colombia**



Fuente: Corficolombiana.

**Gráfico 6. Efecto directo del QE sobre los bonos de Colombia**



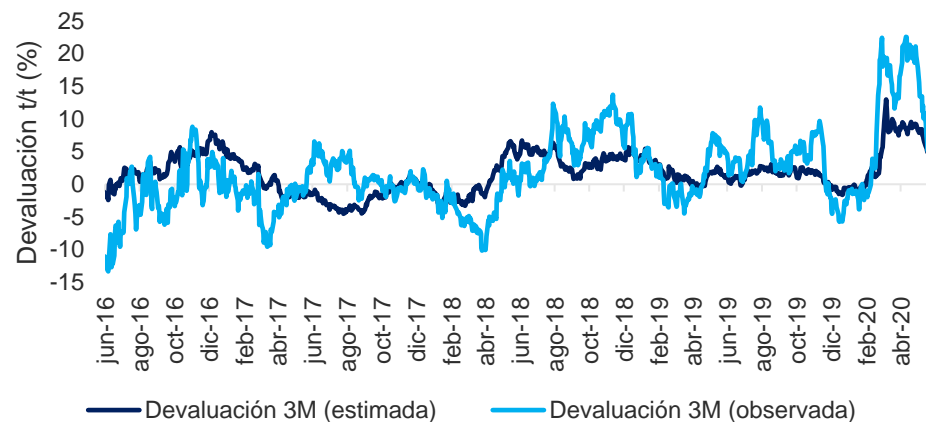
Fuente: Corficolombiana. Manteniendo todo lo demás constante.

<sup>17</sup> *Forward guidance*: estrategia de comunicación no convencional en la que el banco central anuncia la trayectoria esperada de sus instrumentos de política (tasas de interés, magnitud de compra de bonos u otros) para incidir con mayor precisión sobre las expectativas del mercado.

<sup>18</sup> Incluimos las siguientes variables de control: rendimiento trimestral del S&P 500, spread entre las tasas a 2 y 10 años en los títulos del tesoro, tasa a 10 años de los títulos del tesoro y el spread entre deuda *high yield* corporativa en EEUU y tesoros a 10 años.

dispersión en el comportamiento de las monedas emergentes. De esta manera, el modelo<sup>19</sup> parece capturar en buena medida los ciclos, pero no los picos en la volatilidad (Gráfico 7). Bajo este contexto, encontramos que aquellos países que han implementado QE tienen, en promedio, una devaluación trimestral más fuerte (o, recientemente, una apreciación menos pronunciada) que el resto de la muestra. En efecto, calculamos que la implementación de este tipo de programas genera una devaluación promedio de 3,2% adicional, con un intervalo de confianza entre 0,5% y 5,8%, al 10% de significancia.

**Gráfico 7. Ajuste del modelo para el promedio de la muestra**



Fuente: Corficolombiana

Teniendo en cuenta que la tasa de los títulos a 10 años es una de las principales referencias en materia de rentabilidad para la toma de decisiones de inversión, su reducción por cuenta de los programas de expansión cuantitativa debería favorecer la canalización de recursos hacia otros activos con un mayor nivel de riesgo, como la renta variable o inversiones en el sector real. Además, en el caso en el que el QE sea complementado por el *forward guidance* sobre la tasa de referencia, es previsible una reducción más acelerada en las tasas de interés de colocación de cartera, por ejemplo, en la modalidad hipotecaria.

<sup>19</sup> Las dos variables exógenas que resultaron significativas fueron el índice DXY, con el signo esperado y una magnitud de 0,7; y el rendimiento trimestral del S&P 500, con signo negativo de -0,2.

**Tabla 1. Resumen de los programas de compras de activos en economías emergentes**

País	Fecha del anuncio	Deuda privada	Deuda pública
Chile	16 de marzo	8000 millones de USD	
Colombia	23 de marzo	10 billones de pesos (2,4 mil millones de USD)	2 billones de pesos (1,05 mil millones de USD)
Corea*	25 de marzo		Sin monto especificado
Croacia	13 de marzo		Sin monto especificado
Filipinas	23 de marzo		300 mil millones de PHP
Hungría	24 de marzo	Sin monto especificado	Sin monto especificado
India	18 de marzo		400 mil millones de INR
Indonesia	1 de abril		Sin monto especificado
Israel	23 de marzo		50 mil millones de ILS
Polonia	17 de marzo		Sin monto especificado
Rumania	20 de marzo		Sin monto especificado
Sudáfrica*	25 de marzo		Sin monto especificado
Tailandia*	22 de marzo		Sin monto especificado
Turquía	31 de marzo		Sin monto especificado

Fuente: Bancos Centrales. \*No es oficialmente QE. Información al 12 de junio.



## Deuda como respuesta a la crisis

**Ana Vera Nieto**  
Especialista Renta Fija

**Julio César Romero**  
Economista Jefe

- El Covid-19 tomó al mundo endeudado y para atender la emergencia los gobiernos han recurrido a alivios de impuestos para las empresas y los hogares, así como a incrementos de gasto público que presionan al alza el déficit fiscal y la deuda pública.
- El elevado endeudamiento será una de las principales herencias de la pandemia y supone un lastre para el crecimiento global de los próximos años. En la nueva normalidad los países deberán recurrir al refinanciamiento de la deuda actual, endeudarse a mayores plazos y asumir aumentos en la prima de riesgo para las nuevas emisiones.
- En Colombia, la deuda del Gobierno central superará el 65% del PIB en 2020 y, ante la suspensión de la Regla Fiscal, podría llegar a 67% en 2021. Si no se adoptan pronto reformas estructurales para acelerar la transición de la economía a la nueva normalidad, consideramos que el país verá reducida su capacidad de crecimiento potencial o de largo plazo.
- La gestión de tesorería se ha adelantado en este frente, lo que ha facilitado el reperfilamiento de la deuda a plazo más altos. El aumento de la deuda trae importantes retos de política pública durante los próximos años.

### › *Medidas decisivas*

Los gobiernos han adoptado varias medidas para mitigar la propagación del virus y limitar los impactos adversos en la salud y la economía. Mediante diversos estímulos tributarios, los países están ayudando a las empresas y a los hogares a mantenerse a flote, tratando de preservar los empleos y garantizando la liquidez. Las principales medidas se enfocan en aplazar el pago de impuestos, otorgar subsidios de desempleo y reducir los impuestos a las ventas (Tablas 1 y 2).

Por otra parte, en la medida que el tamaño de los Estados ha venido en aumento desde hace varios años, esta crisis toma a muchos países con una carga tributaria mayor a la de episodios recesivos previos (Gráfico 1). La mayoría de los países

**Tabla 1. Medidas de alivio tributario para atender emergencia por COVID-19**

Tipo de impuestos	Número países con esas medidas	Colombia
Aplazamiento pago de impuestos empresas	74	X
Impuestos a las ventas	66	X
Otros impuestos	65	X
Aplazamiento pago de impuestos personas	59	
Subsidios desempleo	41	
Otros impuestos al consumo	31	X
Impuestos a la propiedad	22	

Fuente: OECD, actualizado al 29 de mayo 2020, recopilado Corficolombiana

desarrollados y algunos de Latinoamérica cuentan en la actualidad con niveles de recaudo tributario cercanos al 30% del PIB.

El recaudo tributario en Colombia como proporción de su economía es bajo en comparación con otros países, y además tiene una alta dependencia de la dinámica de las ventas de bienes y servicios (impuestos indirectos) y de las utilidades de las empresas (impuesto corporativo sobre la renta) (Gráfico 2). En este sentido, el deterioro de la actividad económica debido a la pandemia está empeorando la situación fiscal.

**Tabla 2. Medidas aplicadas por los países a la luz de la pandemia COVID-19**

Medidas	Número países con esas medidas	Colombia
Medida para mejorar el flujo de caja del negocio	106	x
Medida para mejorar el flujo de caja del hogar	48	
Medida para apoyar el sistema de salud.	46	x
Otra medida de política fiscal	40	x
Política fiscal - apoyo al empleo	28	
Otra medida no tributaria	24	x
Política fiscal - consumo de apoyo	23	x
Transferencias de efectivo más generosas	19	
Política fiscal - apoyar la inversión	15	
Apoyo de crédito y liquidez a empresas	1	x
Apoyo de ingresos para las personas que más lo necesitan	1	
Apoyo de ingresos a más largo plazo para trabajadores que pierden sus trabajos o enfrentan horas reducidas como resultado de COVID-19	1	
Apoyo temporario de ingresos para trabajadores y padres	1	
Subsidio salarial temporal para pequeños empleadores	1	

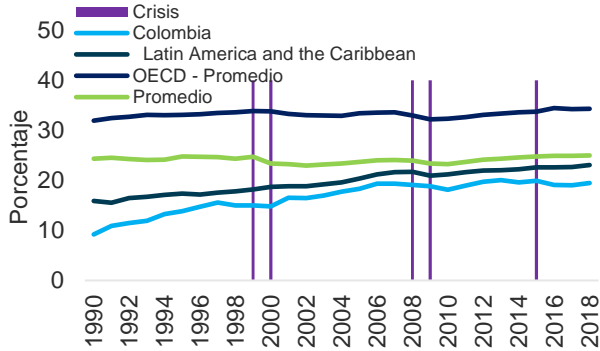
Fuente: OECD, actualizado al 29 de mayo 2020, recopilado Corficolombiana

### › Incremento de la deuda y el déficit fiscal

En la nueva normalidad, la reducción de los ingresos tributarios y el mayor gasto social para mitigar el impacto de la crisis sobre las personas y las empresas más vulnerables, están generando un aumento muy significativo de la deuda pública. Además, el punto de partida es alto, superior al de crisis anteriores (Gráfico 3).

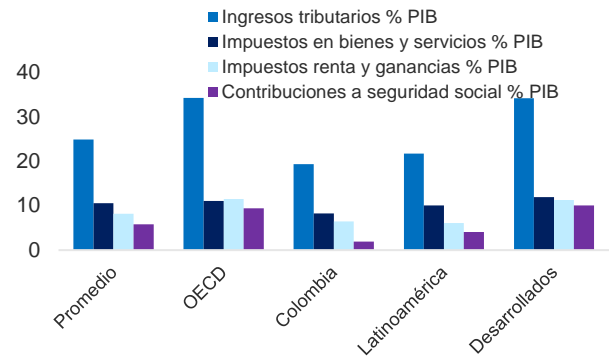
La reducción en los precios de las materias primas –de las cuales dependen varias economías emergentes– y las necesidades de financiamiento asociadas a la atención de la pandemia se están viendo reflejados en un deterioro del balance fiscal de la mayoría de los países. Al respecto, el FMI estima que el déficit promedio aumente a 9,1% del PIB en 2020 desde 4,8% en 2019 (Gráfico 4). En particular, se espera un déficit más pronunciado en países no exportadores de petróleo como China, Chile e India. Contrario a la crisis financiera global de 2008, en esta oportunidad China participará de forma significativa en el aumento de la deuda global (Gráfico 5).

**Gráfico 1. Ingresos Tributarios como Porcentaje del PIB**



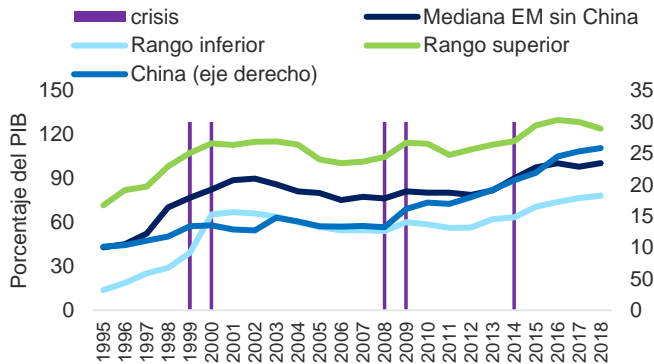
Fuente: OECD y Corficolombiana.

**Gráfico 2. Ingresos Tributarios como Porcentaje del PIB**



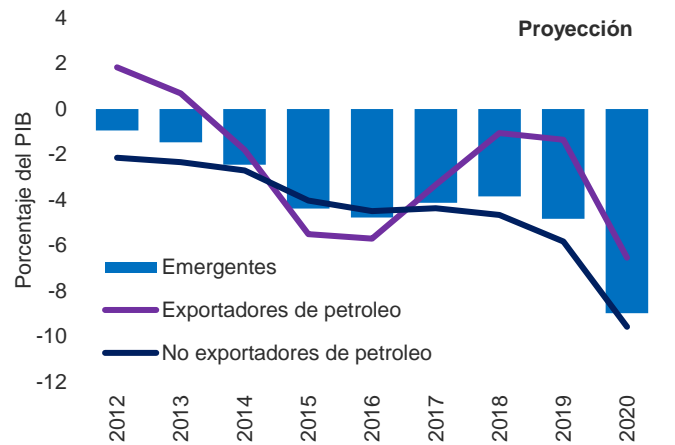
Fuente: OECD y Corficolombiana.

**Gráfico 3. Deuda total en mercados emergentes (pública y privada) (% del PIB)**



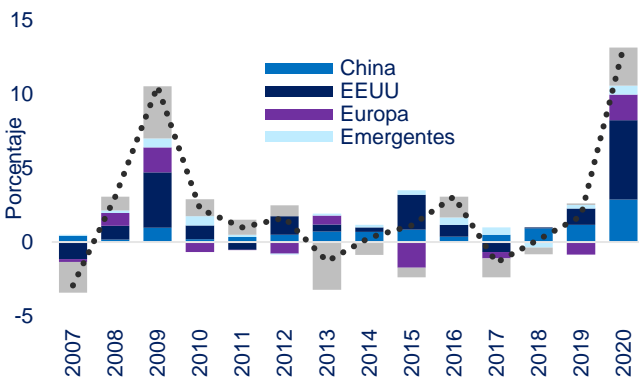
Fuente: FMI. *Global Financial Stability Report*

**Gráfico 4. Balance fiscal en países emergentes**



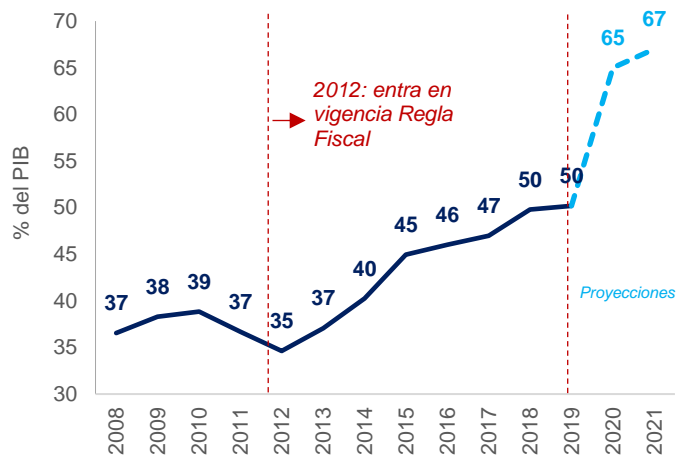
Fuente Monitor Fiscal FMI .

**Gráfico 5. Contribución del cambio en la deuda del gobierno por región (% del PIB)**



Fuente: FMI Monitor Fiscal

**Gráfico 6. Deuda del Gobierno Nacional Central (% del PIB)**



Fuente: Minhacienda. Cálculos: Corficolombiana

En Colombia, la deuda pública antes de la pandemia se ubicaba en los niveles más altos de la historia reciente. Aunque en 2012 el país adoptó la Regla Fiscal para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, los continuos ajustes paramétricos a la Regla y el choque en los precios del petróleo de 2015-2016 (cuyos efectos más notables fueron la caída del ingreso petrolero y la devaluación de la tasa de cambio) llevaron a que la deuda del Gobierno central aumentara más de 15 puntos porcentuales (p.p.) entre 2012 y 2019 (Gráfico 6).

La caída de los ingresos tributarios y el incremento de las necesidades de gasto por la pandemia se traducen en que el déficit fiscal del Gobierno central sería del orden de 8% del PIB, esto es casi 2 p.p. superior al que permitía la Regla Fiscal para este año. Por esta razón, el Comité de la Regla Fiscal aprobó suspender la Regla durante este año y el próximo, de manera que el Gobierno cuente con mayor flexibilidad para afrontar el choque. No obstante, esto implica que el país pierde una brújula fiscal que puede desembocar en incrementos aún más altos del endeudamiento público. De esta forma, si no se adoptan medidas de ajuste para el próximo año, la deuda podría llegar a niveles superiores a 67% del PIB en 2021 (ver “Sin Regla Fiscal: Navegando sin brújula” en [Informe Semanal – Junio 16 de 2020](#)). (Gráfico 6).

Las implicaciones de una deuda tan alta para un país como Colombia están por verse. Por un lado, la liquidez mundial estará soportada por las bajas tasas de interés de los bancos centrales y sus programas de expansión cuantitativa, lo cual puede presionar a la baja los costos de fondeo del Gobierno de mediano y largo plazo y aliviar el pago de intereses (ver “Política monetaria: herramienta no convencional” en este informe). En efecto, esperamos que la demanda de títulos de deuda de países emergentes, como el nuestro, siga siendo amplia en la nueva normalidad, debido a la magnitud de los estímulos que están adoptando los principales bancos centrales.

Sin embargo, las dudas sobre la sostenibilidad fiscal a mediano plazo pueden llevar a que Colombia pierda el grado de inversión próximamente, lo cual tendría efectos adversos sobre las primas de riesgo y contrarrestaría parte del efecto liquidez mencionado previamente. Ahora bien, independientemente de que el Gobierno logre financiar sus elevados déficits fiscales en 2020 y 2021, la pregunta es si los niveles de endeudamiento actuales terminarán siendo un lastre para el crecimiento económico a mediano plazo. Esta situación, conocida como estancamiento secular, se ha presentado desde hace varios años en países desarrollados como Japón, en donde la política monetaria no convencional deja de ser efectiva para reactivar la demanda y los precios.

Por ahora, parece que los países emergentes están lejos de esta situación. Sin embargo, en la medida que una mayor parte del presupuesto público deba destinarse al servicio de la deuda se reduce la capacidad del Gobierno de invertir en programas sociales y en proyectos de infraestructura, claves para reactivación post-pandemia. Bajo este contexto, si no se adoptan pronto reformas estructurales para acelerar la transición de la economía a la nueva normalidad – caracterizada por la automatización y la necesidad de mano de obra mejor

calificada (ver “La nueva realidad del mercado laboral”)– y para aumentar los ingresos del Gobierno sin generar cargas excesivas sobre el sector formal, consideramos que Colombia verá reducida su capacidad de crecimiento potencial o de largo plazo.

### › Incremento de refinanciación

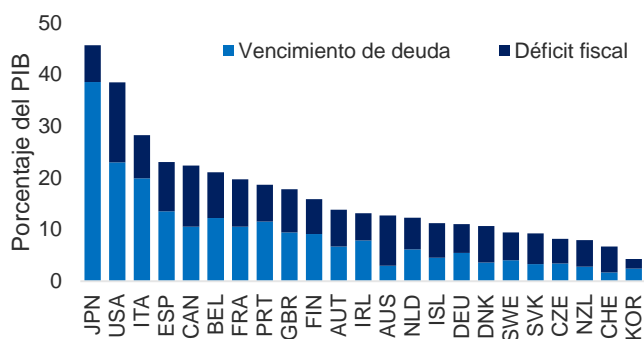
En medio de esta coyuntura, las reducciones a las tasas de política monetaria por parte de los bancos centrales a nivel mundial alivian el costo de endeudamiento tanto público como privado, principalmente el de corto plazo. Sin embargo, en el futuro próximo hay necesidades financieras elevadas que llevarán a los gobiernos a buscar opciones de refinanciación a plazos más largos.

**Consideramos que el panorama es muy retador para países desarrollados como Japón, EEUU, Italia y España, mientras que, en el grupo de emergentes, Brasil, Ucrania y Hungría tienen los vencimientos de deuda más elevados en 2020** (Gráficos 7 y 8).

La nueva normal, tendrá un aumento en el plazo promedio de la deuda, que en países desarrollados pasó de seis años en 2008 a cerca de ocho años en la actualidad, con niveles similares a los de mercados emergentes. En este panorama Colombia tiene una mejor posición relativa, pues gracias a la implementación de estrategias de re-perfilamiento de su deuda en años recientes, el reto del gobierno en el corto plazo no es el vencimiento de bonos, sino su déficit fiscal.

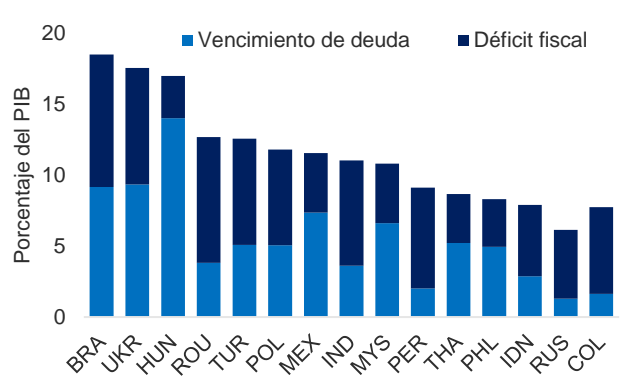
En este nuevo entorno, los países van a tener que endeudarse a mayor plazo y con recursos más costosos debido a la competencia de recursos en esos horizontes de tiempo. A esto se suma que se aproximan grandes vencimientos de deuda en los próximos cinco años, de títulos que han sido colocados con un spread por riesgo de crédito elevado (Gráfico 9) y de bonos en categoría *High Yield*, principalmente de EEUU y Europa (Gráfico 10).

**Gráfico 7. Necesidades financieras en 2020 por país Grupo de Desarrollados (% del PIB)**



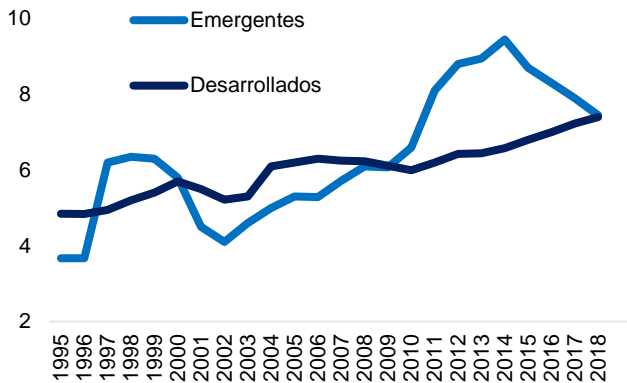
Fuente: FMI. Recopilado: Corficolombiana  
 Nota: Las etiquetas de datos utilizan los códigos de país de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

**Gráfico 8. Necesidades financieras en 2020 por país Grupo de Emergentes (% del PIB)**



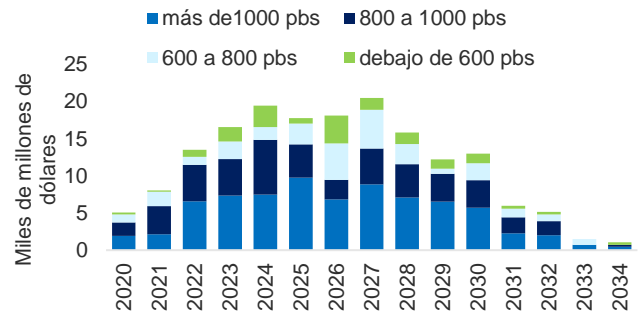
Fuente: FMI. Recopilado: Corficolombiana. Nota: Las etiquetas de datos utilizan los códigos de país de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

**Gráfico 9. Plazo promedio de deuda total por país**



Fuente: FMI. Recopilado: Corficolombiana. Nota: Las etiquetas de datos utilizan los códigos de país de la Organización Internacional de Normalización (ISO)..

**Gráfico 10. Monto de vencimientos de deuda por spread de crédito de emisor en emergentes**



Fuente: FMI. *Global Financial Stability Report*. Países incluidos: Brasil, China, Colombia, Egipto, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Nigeria, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Arabia Saudita, Suráfrica, Tailandia y Turquía.

## › Conclusiones

El Covid-19 tomó al mundo endeudado, y para atender la emergencia se ha recurrido a menores impuestos y déficits presupuestarios estructurales más amplios. El financiamiento de las necesidades fiscales adicionales ha motivado la emisión de nueva deuda, de manera que la nueva normalidad se va a caracterizar por niveles de endeudamiento en máximos históricos con posibles efectos adversos sobre el crecimiento económico.

Bajo este contexto, en el nuevo normal los países buscarán refinanciarse a mayores plazos y asumir incrementos en la prima de riesgo para las nuevas emisiones. Lo anterior teniendo en cuenta que se esperan importantes vencimientos en los próximos años, principalmente de emisores que tienen *spreads* de crédito mucho más amplios y una cantidad significativa de bonos *High Yield* y de préstamos de EEUU y Europa.

Si bien este panorama parece desalentador, hay varios factores a tener en cuenta en la nueva normalidad.

1. Un mitigante del mayor endeudamiento, es la política monetaria ampliamente expansiva a nivel global: las tasas de interés en mínimos históricos y además los programas de expansión cuantitativa por parte de bancos centrales, que contribuyen a una menor volatilidad e incremento de las tasas de títulos soberanos (ver “Política monetaria: herramienta no convencional” en este informe). No obstante, un riesgo en el futuro próximo es que los inversionistas empiecen a demandar primas de riesgo más altas, en países cuya percepción de riesgo ha aumentado.

Este entorno afectará principalmente a Sudamérica, puesto que la mayor cantidad de reducciones de calificación se han dado hacia títulos de países de esta región (Tabla 3)

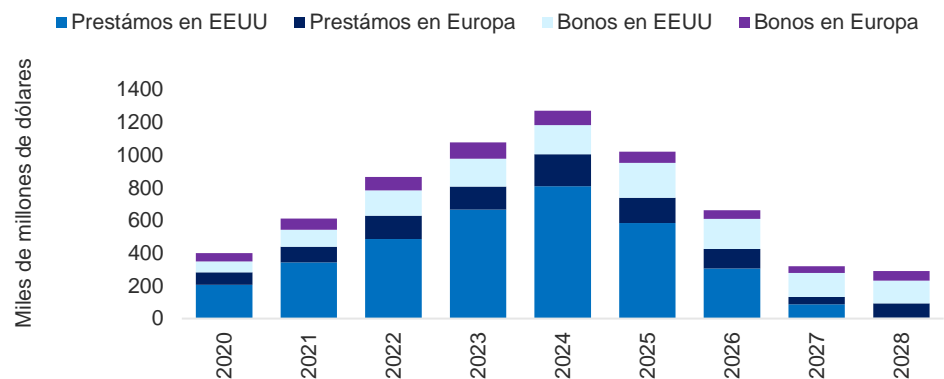
**Tabla 3. Reducciones de calificaciones crediticias títulos bonos gubernamentales**

Año	Suramérica	Norteamérica	Europa Occidental	Europa oriental	Asia	África y Oriente Medio
2010	25	9	149	24	10	17
2011	19	37	370	72	83	92
2012	70	31	464	100	38	40
2013	73	20	174	72	15	110
2014	117	22	89	122	47	44
2015	85	16	90	125	59	48
2016	110	40	72	82	59	157
2017	95	19	49	24	22	84
2018	89	13	61	44	27	21
2019	143	14	19	24	17	44
2020	260	43	95	45	63	141

Fuente: Moodys, S&P y Fitch Ratings, recopilado Corficolombiana

- La experiencia de otros países puede servir de lección. Después de la segunda guerra mundial, las economías más afectadas adoptaron estrategias para acelerar su reactivación y, de esta forma, fueron reduciendo el tamaño de su deuda y garantizaron su sostenibilidad. Es fundamental que los países en desarrollo adopten medidas estructurales pronto para fomentar el crecimiento de mediano y largo plazo, algo en lo que Colombia tiene muchas oportunidades, especialmente mediante la diversificación de su aparato productivo y la integración a cadenas de abastecimiento globales (ver “El comercio internacional post-COVID-19: oportunidad para diversificar el aparato productivo” en este informe).

**Gráfico 11. Monto de vencimientos de bonos High Yield y préstamos en EEUU y Europa**



Fuente: FMI. Global Financial Stability Report.

3. Las condiciones del sistema financiero de cara a la pandemia son mejores que en la crisis financiera global de 2008 (gracias a las lecciones que se aprendieron hace una década), de manera que puede ser un aliado en la recuperación de los próximos años. Hasta ahora, el choque ha afectado principalmente al sector real sin comprometer la estabilidad del sistema financiero, pero las presiones políticas pueden materializar riesgos en contra de la salud de los establecimientos de crédito. Será muy importante proteger dicha estabilidad financiera y evitar medidas afecten la confianza de los ahorradores, de manera que en la medida que la economía vaya reactivándose se cuente con la capacidad de garantizar liquidez y otorgar créditos a las firmas y personas más afectados. De no ser así, la crisis puede ser aún peor.





## CAPÍTULO II.

### Criterios ASG y financiamiento en el nuevo normal

La crisis generada por un factor medioambiental como el resultante por el COVID19, es una oportunidad para discutir si la asignación de los recursos económicos de las diferentes economías se alinea con criterios que disminuyan las externalidades negativas del desarrollo económico en el medio ambiente y la sociedad. En este sentido, estudiar la relación entre el costo de los recursos financieros y algunos criterios estandarizados de sostenibilidad, como los ASG (Ambientales, Sociales y de Gobernanza), es un paso necesario para plantear un posible cambio en el proceso de financiamiento de las compañías, un nuevo normal.

Apoyándonos en estudios internacionales y en un análisis del comportamiento del mercado local, concluimos que el cumplimiento de criterios ASG no solo aseguran la sobrevivencia de las compañías en el tiempo, sino que no cumplirlos, puede traducirse en costos de financiamiento mayores a los que enfrentarían compañías que sí los cumplan.

Tanto inversionistas institucionales que busquen aumentar el valor de sus fondos administrados, como las empresarias interesadas en disminuir su costo de endeudamiento (y por ende, del capital) deben prepararse para incluir criterios ASG en sus metas y objetivos de crecimiento y desarrollo.

## Los criterios ASG como eje de las inversiones y el financiamiento en el nuevo normal

---

**Rafael España Amador**  
Director Finanzas Corporativas

**Sergio Consuegra**  
Analista Inteligencia Empresarial

**Daniel Espinosa**  
Analista Finanzas Corporativas

- En los países desarrollados, empresas con criterios ASG (ambientales, sociales y de gobernanza) han probado ser más resilientes, menos volátiles, y tienden a acceder a financiamiento a menores tasas
- En el nuevo normal los inversionistas institucionales dedicarán más recursos a empresas con criterios sostenibles
- Los empresarios que quieran disminuir su costo de endeudamiento deben prepararse para cumplir los criterios que posiblemente evaluarán los inversionistas a la hora de otorgar financiamiento
- La mayor conciencia sobre los factores ASG obligan a que aquellas compañías que quieran proteger sus relaciones deban enfocarse en comunicar su cumplimiento de factores ASG

### › **Si bien ya existía una relación entre la sostenibilidad empresarial con el financiamiento antes del COVID-19, la tendencia se va a acelerar**

Para exponer nuestro argumento sobre la aceleración de la tendencia, desarrollamos las siguientes ideas:

- 1) Qué son los criterios ASG (ambientales, sociales y de gobernanza) y cómo han ganado mayor importancia en los últimos años
- 2) Por qué las compañías sostenibles son más resilientes e incluso más rentables en tiempos de crisis
- 3) Cómo se comportó el costo de endeudamiento de los bonos emitidos por compañías colombianas sostenibles vs las compañías no sostenibles entre el 2015 y el 2019.
- 4) Por qué la presencia de compañías ASG en el portafolio de los inversionistas será aún mayor en un mundo post Covid-19.

### › **1) Que son los criterios ASG y cómo han ganado mayor importancia en los últimos años**

Los criterios o métricas ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) se refieren a los tres factores centrales para medir la sostenibilidad y el impacto social que tiene una empresa sobre sus *stakeholders* o partes interesadas y afectadas por la compañía.

Los criterios ambientales<sup>20</sup> consideran el impacto que tiene una empresa sobre la naturaleza y el medio ambiente. Estos pueden incluir el uso de energía, los desechos, la contaminación, la conservación de los recursos naturales y el tratamiento de los animales dentro de una empresa; y pueden ser utilizados para evaluar cualquier riesgo ambiental que una empresa pueda enfrentar y cómo la empresa está manejando esos riesgos.

Los criterios sociales examinan cómo gestiona la empresa las relaciones con los empleados, proveedores, clientes y las comunidades donde opera. Estos criterios analizan las siguientes preguntas: ¿los proveedores tienen los mismos valores que dice tener empresa?, ¿la empresa dona un porcentaje de sus ganancias a la comunidad local o alienta a los empleados a realizar trabajo voluntario allí?, ¿las condiciones de trabajo de la empresa muestran un gran respeto por la salud y la seguridad de sus empleados?, ¿se tienen en cuenta los intereses de las partes interesadas o afectadas por el funcionamiento de la empresa?

Por último, los criterios de gobernanza se ocupan del liderazgo, la remuneración de los ejecutivos, las auditorías, los controles internos y los derechos y relaciones con los accionistas de una empresa. Estos permiten a los inversores saber, hasta cierto punto, si una empresa utiliza métodos contables precisos y transparentes, y que los accionistas tienen la oportunidad de votar sobre cuestiones importantes. De igual manera, permiten identificar si la empresa evita conflictos de intereses en la elección de los miembros de la junta, no utilizan contribuciones políticas para obtener un trato indebidamente favorable y, por supuesto, no se involucran en prácticas ilegales.

### ¿Qué tanta relevancia ha ganado estos criterios en los portafolios de los inversionistas?

Acá unos ejemplos<sup>21</sup>:

- El CEO de BlackRock, la compañía de inversión con más activos bajo administración a nivel mundial señaló en el 2018 en una conferencia del New York Times que, en los siguientes cinco años, todos los inversionistas estarían empleando los criterios ASG para determinar el valor de una compañía. De igual manera, a principios de año la compañía tomó la decisión de despojar de sus inversiones a aquellas compañías que obtienen una cuarta parte o más de sus ingresos del carbón térmico. En esa ocasión, el CEO mencionó en una carta a sus clientes que BlackRock ahora evaluará el medio ambiente, la sociedad y la gobernanza "con el mismo rigor que analiza las medidas tradicionales como el riesgo de crédito y liquidez".
- Trillium Asset Management, con US \$2,5 mil millones de activos bajo administración, utiliza una selección de factores ASG desde su fundación en 1982, tales como prácticas sólidas en el lugar de trabajo, un historial

**En el 2019**  
El fondo de pensiones  
más grande del mundo  
movió una buena porción  
de sus inversiones a  
activos ASG

<sup>20</sup> Para consultar esta bibliografía, remitirse a nuestro informe completo: [¿Existe alguna relación entre la sostenibilidad de una empresa y el costo al que se endeuda?](#)

<sup>21</sup> Op. Cit.

demostrado de productos seguros para los consumidores, protección del medio ambiente, compensación justa para empleados, y respeto y defensa de los derechos humanos; todos estas son criterios que emplean para “identificar las empresas mejor posicionadas para ofrecer un sólido desempeño financiero a largo plazo”.

## US \$1 billón

bajo administración tiene el fondo soberano de Noruega, el cual despojó de sus inversiones las compañías de carbón y energía no renovable

- El fondo de pensiones de los empleados estatales de Nueva York, con US \$216 mil millones de dólares bajo administración, llegó en el 2019 a un acuerdo con 11 empresas que hacen parte de su portafolio para que mejoren las políticas ambientales y aborden la gestión de riesgo climático.
- De igual manera, en el 2019 el fondo de pensiones del Gobierno de Japón, uno de los más grandes del mundo con US \$1,6 billones de dólares en pensiones bajo administración, movió US \$40 mil millones de esos activos a un índice con criterios ESG.
- En el 2019, otro gigante: el fondo soberano de Noruega con US \$1 billón bajo administración recibió el visto bueno de la legislatura Noruega para despojar sus inversiones en compañías de carbón y energías no renovables.

Y así como estos ejemplos hay decenas más que explican el auge de los criterios ASG cómo mantra de inversión en los últimos años. Pero, ¿qué tan rentables y resilientes han sido estas inversiones durante las crisis, especialmente la crisis presente del COVID-19?

## › 2) Por qué las compañías sostenibles son más resilientes e incluso más rentables en tiempos de crisis

### Invertir en compañías sostenibles

durante tiempos de crisis no solo no compromete los rendimientos, sino que incluso supera a sus pares no sostenibles

Una de las preguntas clave en torno a la inversión sostenible es si los inversores están dispuestos a hacer una compensación de riesgo/retorno para invertir en empresas con prácticas sólidas de ESG. De acuerdo con *Morningstar*<sup>22</sup>, una firma especializada en investigación de gestión de inversiones a nivel global, los inversionistas pueden construir un portafolio global de compañías que tienen atributos ambientales, sociales y de gobierno positivos, o ASG, sin comprometer los rendimientos.

Más aún, la evidencia muestra que invertir en compañías sostenibles durante tiempos de crisis no solo no compromete los rendimientos, sino que incluso supera a sus pares no sostenibles. Una investigación conjunta realizada por profesores de la Universidad de Utah y *London School of Economics*<sup>23</sup> mostró que las empresas del sector real en EE. UU. con altas calificaciones en dos de los tres factores que hemos nombrado en este documento (Ambientales y Social --AS por sus siglas en español--) tuvieron un mejor desempeño financiero que otras empresas bajo esta misma categoría durante la Gran Recesión de 2008-2009.

<sup>22</sup> Op. Cit.

<sup>23</sup> Op. Cit.

Este año, un estudio similar elaborado por profesores de la Universidad de Calgary y la Universidad de Exeter<sup>24</sup> muestra cómo les ha ido a estas compañías durante la crisis del COVID-19. La investigación arroja que:

- Las empresas con alta calificación en los criterios “AS” mostraron una menor volatilidad y tuvieron mejores rendimientos que las acciones no AS durante el primer trimestre de 2020.
- La capacidad de recuperación documentada de las empresas con alta calificación en los criterios AS no es una característica específica de alguna industria en particular, al contrario, es una característica que persiste a lo largo de distintas industrias.
- Encontraron que tanto en la crisis del 2008 como en la crisis actual del COVID-19 las compañías con políticas de AS son más resilientes debido a que los consumidores son fieles a empresas con una sólida reputación y responsabilidad social y, de igual manera, los inversionistas prefieren dedicar sus recursos escasos en épocas de emergencia a compañías social y ambientalmente responsables.

Esta investigación tiene soporte en un dato publicado en *Corporate Citizenship*<sup>25</sup>, donde más de la mitad de los fondos ASG han superado el índice bursátil global en la crisis actual, con ejemplos del índice S&P 500 ESG y el índice S&P *Global Large Midcap* ESG superando a sus contrapartes.

### › 3) Y, ¿cómo se comportó el costo de endeudamiento bajo la lupa de los criterios ASG?

La evidencia mostrada en los párrafos anteriores es particular al mercado accionario. ¿Y el mercado de deuda?

Por el lado de los bonos, los estudios arrojan conclusiones mixtas. Algunos<sup>26</sup> muestran que los mercados de deuda tienen métricas de riesgo contrarias a las del mercado accionario ya que el mayor financiamiento necesario para controlar su impacto ambiental aumenta, posiblemente, el costo de la deuda. De igual manera, señalan<sup>27</sup> que las empresas pagan una prima de riesgo más alta cuando tienen mayores compromisos de Responsabilidad Social Empresarial (es decir, la S de ASG).

Por otro lado, otros estudios<sup>28</sup> mostraron que aquellos criterios de gobernanza (la G de los criterios ASG) que consideran inversiones menos riesgosas reconocen una reducción del costo de endeudamiento, ya que así protegen la riqueza de los tenedores de bonos. Asimismo, aquellas compañías que obtuvieron un puntaje

<sup>24</sup> Op. Cit.

<sup>25</sup> Op. Cit.

<sup>26</sup> Op. Cit.

<sup>27</sup> Op. Cit.

<sup>28</sup> Op. Cit.

## Han sido más resilientes

las inversiones ASG que sus pares no sostenibles tanto en la crisis del 2008 como en la crisis COVID-19

## En años recientes

los criterios ASG han cobrado más importancia en países desarrollados a la hora de otorgar créditos y realizar emisiones de deuda

de Responsabilidad Social Corporativa más alto<sup>29</sup> estuvieron asociadas con menores costos en nuevas emisiones de bonos corporativos y mejores calificaciones crediticias.

Por el lado de los créditos comerciales, los estudios muestran que los bancos solían, sobre todo en los años 90 y a principios del nuevo milenio<sup>30</sup>, hacer caso omiso a los criterios ASG a la hora de prestar su dinero. No obstante, post 2010<sup>31</sup>, parece ser que sí se han vuelto un factor de peso en sus decisiones y existe la posibilidad de que ser sostenible, por lo menos en el primer mundo<sup>32</sup>, trae sus beneficios a la hora de buscar préstamos bancarios. Y tiene sentido. Una empresa que sigue los criterios ASG tiende a evitar inversiones riesgosas y que generen riesgo reputacional, lo que atenta contra los intereses de los acreedores. Por ende, la lógica lleva a que los acreedores no exijan una tasa de interés mayor para prestarle dinero a estas compañías.

Así, decidimos realizar un ejercicio similar en donde intentamos encontrar una relación entre el costo de endeudamiento y los criterios ASG para el mercado colombiano de deuda corporativa.

### ¿Cómo se comportó el costo de endeudamiento de las compañías colombianas sostenibles vs las que no lo son?

Al realizar una comparación de los últimos cinco años entre el costo de endeudamiento de compañías colombianas consideradas sostenibles versus las no sostenibles encontramos que posiblemente en Colombia está rezagado el proceso que pondera de forma positiva los criterios ASG para obtener un menor costo de deuda comparado con países desarrollados. Sin embargo, en los últimos dos años se ha visto un patrón en donde las compañías sostenibles han logrado emitir bonos a un menor costo que sus pares no sostenibles, aunque todavía es temprano para concluir si ser sostenible tendrá alguna incidencia en el costo al que se endeudan las empresas del país.

Específicamente si nos enfocamos en los datos, para los bonos emitidos en IPC, en los últimos tres años se ha visto que muchos bonos de compañías sostenibles se han emitido a spreads menores que los de las empresas que no se pueden llamar sostenibles, siendo más claro para las emisiones de mediano y largo plazo. Por su parte, en años anteriores (2015 y 2016), no encontramos suficientes datos que soporten esa hipótesis en parte por falta de emisiones de compañías consideradas sostenibles y en parte porque también el costo de deuda de compañías que no podían considerarse como sostenibles estaba en niveles similares.

En las siguientes tablas mostramos un primer intento de aproximarnos a una comparación entre el costo al que se endeudan las empresas sostenibles versus

**11 compañías**  
en Colombia, hacen parte  
del Dow Jones  
*Sustainability Index* que  
realiza RobecoSAM

29 Op. Cit.

30 Op. Cit.

31 Op. Cit.

32 Op. Cit.

las empresas no sostenibles (refiérase a [Nota Metodológica](#) al final de esta sección para encontrar el proceso detallado de elaboración).

Es importante aclarar que el análisis contiene una limitación importante:

- 1) La fuente de la información en Colombia para valorar los títulos de deuda corporativa no es de acceso fácil.
- 2) Las metodologías de valoración han cambiado varias veces en los últimos años. Así, la formación de precios y los criterios para valorar un título no son estándar y es necesario limitarnos a lo que podemos construir de una manera sencilla.

Estas limitaciones las explicamos en detalle en la nota metodológica que puede encontrar en nuestro informe titulado [¿Existe alguna relación entre la sostenibilidad de una empresa y el costo al que se endeuda?](#) al final de este informe. Sin embargo, vale la pena mencionar que es indispensable invertir más recursos en un futuro para estudiar en mayor profundidad las comparaciones que puede haber entre las emisiones de bonos de compañías sostenibles contra las emisiones de compañías no sostenibles.

**Tabla 1: Los bonos IPC de compañías sostenibles mostraron menor margen en el momento de la emisión en los últimos años analizados**

Año	Plazo	Sostenible	No Sostenible	Diferencia
2015	Corto	-	2,55%	No Comparable
	Mediano	3,17%	3,25%	-7,4 pbs
	Largo	4,21%	4,42%	-21,1 pbs
2016	Corto	3,48%	3,48%	0,0 pbs
	Mediano	4,03%	4,84%	-80,8 pbs
	Largo	4,59%	4,04%	55,4 pbs
2017	Corto	-	3,18%	No Comparable
	Mediano	3,41%	3,63%	-22,1 pbs
	Largo	3,87%	3,92%	-4,6 pbs
2018	Corto	2,74%	2,66%	8,0 pbs
	Mediano	3,16%	3,27%	-10,3 pbs
	Largo	3,94%	3,90%	3,8 pbs
2019	Corto	2,04%	1,96%	8,5 pbs
	Mediano	2,44%	2,95%	-50,9 pbs
	Largo	3,15%	3,44%	-29,4 pbs

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos Corficolombiana

Por otro lado, para los bonos emitidos en tasa fija, sólo en el último año es posible concluir lo mismo, pues se vio un menor costo de deuda para compañías sostenibles sobre las no sostenibles, sobre todo en el corto y mediano plazo. Así, al observar la tabla 2, para años anteriores (2015 a 2018), no es posible hacer

una comparación adecuada debido a una falta de emisiones de bonos de compañías sostenibles.

**Tabla 2: Sin embargo, para los bonos a tasa fija todavía no podemos concluir algo con certeza pues ha habido pocas emisiones en los últimos años**

Año	Plazo	Spread compañía sostenible vs cero cupón TES misma duración	Spread compañía no sostenible vs cero cupón TES misma duración	Diferencia
2015	Corto	0,97%	0,99%	-3 pbs
	Mediano	-	-	No Comparable
	Largo	-	-	No Comparable
2016	Corto	1,71%	1,96%	-25 pbs
	Mediano	-	1,22%	No Comparable
	Largo	-	-	No Comparable
2017	Corto	1,14%	1,32%	-18 pbs
	Mediano	1,05%	0,28%	78 pbs
	Largo	-	-	No Comparable
2018	Corto	-	1,13%	No Comparable
	Mediano	-	1,34%	No Comparable
	Largo	-	-	No Comparable
2019	Corto	0,89%	1,02%	-12 pbs
	Mediano	0,90%	0,99%	-9 pbs
	Largo	-	-	No Comparable

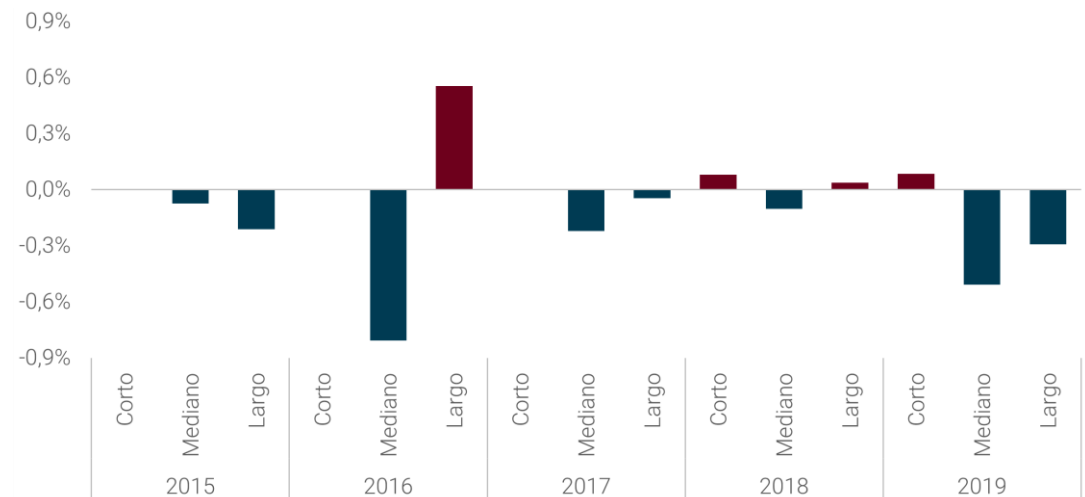
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos Corficolombiana

*Los bonos tasa fija se caracterizaron por falta de emisiones por parte de compañías sostenibles*

De igual manera, el gráfico 1 muestra la ventaja de financiamiento que han tenido los bonos IPC de compañías sostenibles sobre las no sostenibles en los últimos años. Las barras azules reflejan los periodos en los que los bonos de compañías sostenibles, en promedio, emitieron a márgenes más pequeños que los bonos de compañías no sostenibles, mientras que las barras Vinotinto reflejan lo contrario.



**Gráfico 1: Diferencias entre los *spreads* de bonos IPC de compañías sostenibles vs no sostenibles, para todos los plazos**



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos Corficolombiana

### No se confunda: los bonos de compañías sostenibles NO SON iguales a los bonos sostenibles o “bonos verdes”

Es importante entender la diferencia entre los bonos de compañías sostenibles y los bonos sostenibles (mejor conocidos como “bonos verdes”). Los bonos de compañías sostenibles son aquellos bonos emitidos por compañías que hacen parte de un índice de sostenibilidad, como el Dow Jones *Sustainability Index* de RobecoSAM. Por otra parte, los bonos verdes son cualquier tipo de bonos cuyos fondos tienen como fin exclusivo financiar proyectos verdes como lo son inversiones en energías renovables, eficiencia energética, prevención y control de la contaminación, conservación de la biodiversidad terrestre, edificios ecológicos, entre otros<sup>33</sup>. Determinar si estos bonos verdes en el mundo y en Colombia se emitieron a un menor costo que los bonos no verdes, es una investigación para un futuro informe.

#### › 4) Los criterios ASG están aquí para quedarse

Ya mostramos evidencia de la popularidad de los criterios ASG en los últimos años y cómo las inversiones sostenibles en países desarrollados han superado a sus pares no sostenibles tanto en la última crisis como en la crisis actual del coronavirus. Pero ¿qué sucederá en el futuro cuando superemos esta crisis? ¿Se quedarán las inversiones sostenibles como algo pasajero? La respuesta parece ser que están aquí para quedarse.

Un artículo de *Corporate Citizenship* titulado Por qué las empresas responsables darán forma a la “nueva normalidad”<sup>34</sup> que reúne conversaciones con líderes empresariales de todo el mundo durante la crisis actual y encuestas realizadas a

<sup>33</sup> OP. Cit.

<sup>34</sup> Op. Cit.

consumidores da a entender que los asuntos ASG serán más importantes que nunca a medida que construimos la nueva normalidad.

## *En un mundo Post COVID-19*

*los inversionistas, empleados,  
consumidores y el público en  
general esperarán que las  
compañías sean más  
responsables con sus acciones*

Al mirar a largo plazo, la publicación señala que los riesgos climáticos son cada vez más urgentes, y el escrutinio de los inversores, empleados y clientes sobre cómo las compañías manejan esos riesgos aumentará significativamente en la próxima década. Así, para un número creciente de empresas, la realidad física del aumento del nivel del mar y el aumento de las tormentas, inundaciones, desastres naturales y otras posibles pandemias se ha vuelto innegable. De igual manera, las empresas están poniendo un enfoque renovado en las estrategias comerciales resilientes. Desde un mayor enfoque en las reservas de efectivo, hasta repensar las capacidades de gestión de riesgos y crisis, y cómo manejar las cadenas de suministro globales, la resiliencia empresarial estará presente de ahora en adelante en un mundo cada vez más impredecible. Y cómo lo hemos mencionado a través de esta sección, las empresas con un mantra ASG han demostrado su valía para la resiliencia.

Por último, los líderes empresariales están invirtiendo en ASG para dar forma a la nueva normalidad. La Gran Recesión disminuyó significativamente la confianza ya tambaleante en los negocios. De esto surgió el aumento en las inversiones ASG por parte de los fondos de inversiones y las mayores expectativas de las empresas para atender los valores de todas las partes afectadas por sus acciones: El talento, impulsado por Millennials y la Generación Z que desean trabajar para empresas sostenibles; los consumidores, que toman cada vez más decisiones de compra basadas en la alineación con sus valores como se ha visto durante esta pandemia; y el público en general, que espera que las marcas adopten una posición política, especialmente cuando los gobiernos dejan vacíos o lagunas en los derechos humanos, la igualdad y el cambio climático.

En Colombia, es necesario que el gobierno entregue más incentivos a las compañías que son sostenibles o cumplen criterios ASG. Por ejemplo, en EE. UU. las compañías pueden recibir un llamado Crédito Tributario por Inversión Energética cuando invierten en proyectos de eficiencia energética. Así, las inversiones en energía solar y eólica reciben un crédito tributario del 30% en dichos gastos y 10% en inversiones geotermiales. De igual manera, toda empresa que quiera convertir un bien raíz en un edificio “verde” recibirá una deducción de \$1.80 por pie cuadrado si son capaces de reducir en un 50% costos de energía en dicha propiedad<sup>35</sup>.

Asimismo, en los Países Bajos existe un incentivo para los inversionistas en fondos verdes. Así, la tasa impositiva normal sobre las ganancias de capital en los Países Bajos es del 1,2% del monto invertido, pero cuando se realizan inversiones en fondos o compañías sostenibles, el impuesto no se aplica para inversiones de hasta €55.000<sup>36</sup>. Todo esto nos lleva a pensar que es necesario que en Colombia el gobierno impulse beneficios tributarios tanto a las empresas sostenibles como a los inversionistas en dichas empresas. De lo contrario,

<sup>35</sup> Op. Cit.

<sup>36</sup> Op. Cit.

**Los criterios ASG**  
*serán más importantes que  
nunca, de acuerdo con  
conversaciones con líderes  
empresariales de todo el  
mundo*

resultará muy complicado que las empresas quieran cumplir con los criterios ASG ya que no tendrán incentivos para hacerlo y quedaremos rezagados con la tendencia “sostenible” que está ocurriendo en tiempo real alrededor del mundo.

Así, se espera que los criterios ASG se vuelvan aún más relevantes cuando superemos esta crisis. Como bien lo puso Larry Fink, CEO de BlackRock, la compañía de inversión con más activos bajo administración a nivel mundial, “En mis 44 años en finanzas, nunca había experimentado algo así. La pandemia que estamos viviendo ahora destaca la fragilidad del mundo globalizado y el valor de las carteras sostenibles. Hemos visto carteras sostenibles que ofrecen un rendimiento más sólido que las carteras tradicionales durante este período. Cuando salgamos de esta crisis, y los inversores reequilibren sus carteras, tenemos la oportunidad de acelerar hacia un mundo más sostenible.”<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup> Op. Cit.



## CAPÍTULO III.

### La coyuntura actual y algunos procesos de cambio en curso del sector real

Este capítulo analiza el impacto de la coyuntura actual en procesos de cambio que se venían presentando en el sector real. Incluimos: 1) la transición hacia combustibles más limpios en el desarrollo del comercio internacional, en un momento en el que urge la recuperación económica; 2) la aplicación de medidas de distanciamiento social para la reapertura de la industria aeronáutica, que antes de la crisis tenía una limitada capacidad de maniobra; y 3) las restricciones de movilidad y de ingreso disponible, sobre el proceso de especialización y segmentación que venía implementando el sector retail. La actividad comercial, el consumo y la logística, se relacionan con los tres temas analizados, si bien estos temas resultan lo suficientemente heterogéneos como para concluir que hay una nueva normalidad a nivel sistémico, por la cantidad de sectores e industrias que se están viendo afectados directa o indirectamente. A pesar de que la urgencia económica pueda afrontarse con mayor facilidad si se dejan de lado las consideraciones no económicas, las restricciones y objetivos medioambientales se han mantenido en primer plano. De hecho, se ha destacado al cambio climático como el siguiente tema sistémico a resolver a nivel mundial.

Dependiendo de la intensidad de los requerimientos de distanciamiento social que regirán durante la nueva normalidad, industrias como la aeronáutica van a requerir de ayuda gubernamental y un esfuerzo conjunto de varios actores, para continuar facilitando la logística y el tránsito de personas y mercancías.

La nueva normalidad implica en algunos casos volver a lo fundamental. En el caso del retail, dado el objetivo de facilitar/incentivar el consumo, bajo las restricciones actuales, este objetivo se va a lograr a través de logística y buenos precios, antes que, mediante productos demasiado especializados, consumo a la medida y el logro de “experiencias” asociadas a las compras.

Al revisar aspectos como la liquidez, la inversión y el endeudamiento, en algunas empresas representativas de los sectores analizados, llegamos a conclusiones que pueden extrapolarse a la gran mayoría de sectores: un choque inicial que afecta negativamente la liquidez incrementa el endeudamiento, y limita la capacidad -y conveniencia- de invertir, seguido de una recuperación para los siguientes dos años, sin llegar a superar los resultados logrados en 2019.

## IMO 2020: medida ambiental de impacto sistémico

**Andrés Duarte Pérez**  
Director Renta Variable

**Daniel Duarte Muñoz**  
Analista de Renta Variable II

**Roberto Paniagua Cardona**  
Analista de Renta Variable II

- La entrada en vigor del tratado IMO 2020 en enero de este año, que obliga a disminuir la cantidad de azufre contenido en el combustible para el transporte marítimo en mar abierto a nivel mundial, deberá impactar la demanda de hidrocarburos -por tipo de hidrocarburo- junto con su refinación, encarecer el costo del transporte marítimo que participa de alrededor del 90% del volumen de mercancías transportado a nivel mundial, y mejorar positivamente la calidad del aire.
- El encarecimiento de los costos en la industria de transporte marítimo de mercancías también repercutirá en la industria de los cruceros, dificultando su operación, por lo que se espera un incremento en la actividad de fusiones y adquisiciones en estas industrias. Esperamos un incremento en la demanda de crudos “dulces” como los son las referencias WTI y Brent, combustibles con bajo contenido de azufre y gas natural licuado. Creemos que las refinadoras complejas (como las que tiene Ecopetrol en Barrancabermeja y especialmente en Cartagena), se pueden beneficiar de los cambios en la demanda, aunque los precios bajos del crudo en general impiden el buen desempeño del segmento de refinación.
- Esta nueva regulación no ha sido lo suficientemente discutida en la situación actual de bajos precios del petróleo y una crisis económica en curso. La gestión de esta coyuntura ha resultado en la aplicación de todas las medidas necesarias -incluidas las no ortodoxas- para minimizar el deterioro económico a nivel mundial, sin que esto condujera a una aplicación más laxa de la normatividad IMO 2020, por lo que la “nueva normalidad” mantiene las medidas medioambientales como prioritarias.

**A partir del primero de enero del año en curso, el transporte marítimo, que participa de cerca del 90% del volumen de mercancías transportado a nivel mundial, deberá utilizar combustible con un bajo contenido de azufre -haciéndolo menos contaminante-, pasando de un límite de 3,5% a 0,5%.** La directriz viene de la Organización Marítima Internacional (IMO por sus siglas en inglés), el cuerpo de las Naciones Unidas responsable de regular la industria naviera. La IMO trabaja desde 1960 en el frente de la contaminación del combustible marítimo, y en 1997 se adoptó el convenio MARPOL (*marine pollution*).

Todos los países con acceso al mar, salvo por Taiwan están inscritos a IMO. La aplicación de esta medida es costosa y puede incidir sobre todas las cadenas relacionadas con el transporte marítimo, como el comercio internacional, el turismo y el sector petrolero (especialmente el segmento de refinación).

› **Transformación en curso + COVID + caída en los precios del petróleo**

La crisis asociada al coronavirus inició a escasas semanas de la entrada en vigor de IMO 2020. Adicionalmente, la reducción en demanda mundial de combustibles -y crudo- por las medidas de distanciamiento social, y la guerra de precios entre los países productores de petróleo contribuyeron a una estrepitosa caída del precio del crudo en los mercados internacionales, afectando a toda la cadena petrolera, especialmente los negocios “de margen”, como la refinación.

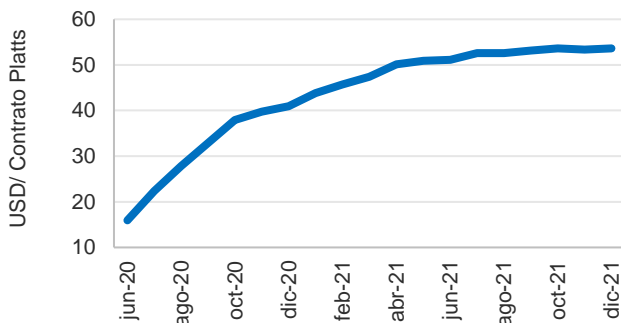
Sin embargo, más allá de la difícil coyuntura el IMO 2020 sigue vigente. En este sentido, el carácter prioritario de la problemática ambiental se mantiene en la nueva normal, y para los siguientes años, se esperan avances importantes en la disminución de la huella de carbono. El IMO anunció su objetivo de reducir en un 50% la emisión de gas de efecto invernadero GHG para 2050 (respecto a 2008).

**La disminución de 3,5% a 0,5% en el nivel de azufre permitido para el combustible marítimo, afecta al mercado de dicho combustible en particular y a toda su cadena de valor en general.** Destacamos las siguientes implicaciones:

**Sector petrolero:** Los cambios en la demanda de ciertos combustibles en función a su cantidad de azufre, inciden en la cotización del petróleo crudo y los productos derivados del petróleo, así como en la especialización adoptada por las refinerías. Específicamente:

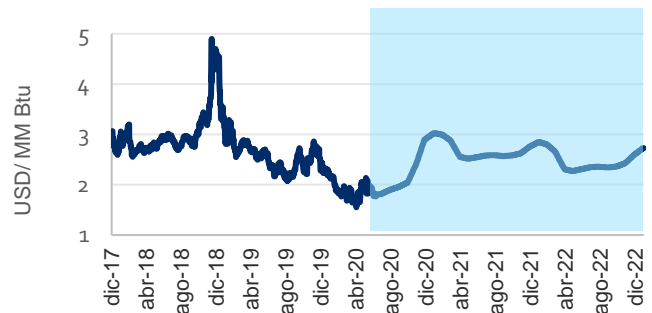
- La mayor demanda por gasóleo y destilados medios resulta en una demanda incremental de nafta (que se utiliza tanto para el combustible marino como para la gasolina normal) y por lo tanto su precio. Algo similar puede pasar con el propileno, ante una disminución en la tasa de craqueo catalítico (FCC).
- La mayor demanda por el LSFO (*Low-Sulfur-Fuel Oil*) frente al HSFO (*High-Sulfur-Fuel Oil*) puede incidir directamente en la demanda de crudo con estas características; el menor contenido de azufre propio de las referencias “dulces” como el WTI y el Brent, facilita su refinación, frente a las referencias “agridulces” que tienen mayor azufre y su refinación requiere de más trabajo. La incidencia en el precio de los cambios en la demanda de crudos afecta más a las refinadoras

Gráfico 1. High - Low Sulphur Oil Spread Swap Futures



Fuente: Barchart - NYMEX. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 2. Spot y Futuro de gas natural - Henry Hub



Fuente: Capital IQ.

simples (*hydroskimming refinery*) que hacen procesos de destilación básicamente. Las refinadoras complejas (realizan conversión de hidrocarburo y procesamiento de productos intermedios además de la destilación) están en una mejor posición para aprovechar las oportunidades de IMO 2020 en la medida en que pueden ajustar su insumo y los destilados objetivo dependiendo de las condiciones del mercado.

**Medio ambiente:** El dióxido de azufre producido al quemar combustibles fósiles afecta al sistema respiratorio, agrava el asma y la bronquitis; cuando se mezcla con agua y aire forma ácido sulfúrico que además de agotar la capa de ozono, es el principal compuesto de la “lluvia ácida”, que a su vez causa deforestación e incrementa el nivel ácido del agua en detrimento de la vida acuática. Desde el punto de vista ambiental no hay discusión respecto a el beneficio de “bajarle al azufre”.

- Parte de lo que se ha mantenido durante la coyuntura actual es el “activismo inversionista”; la fuerza de mercado que se enfoca en los indicadores de rentabilidad, creación de valor económico y crecimiento continúa, pero ahora funciona bajo ciertas restricciones, como el hecho de que parte de los inversionistas institucionales y los ETFs limiten sus inversiones a emisores que cumplan con criterios de sostenibilidad, donde se premian las buenas prácticas medioambientales. Creemos que este va a ser el caso con IMO 2020, aunque también le debemos atribuir su cumplimiento al hecho de que la “puesta a punto” de parte de la industria naviera y las refinerías complejas llevaba varios años de trabajo.
- Es importante recordar que IMO 2020 se limita al contenido de azufre sin meterse con la huella de carbono. Ese será precisamente el siguiente paso, el siguiente problema a ser abordado por la industria naviera en relación con el medio ambiente.

**Transporte marítimo:** IMO 2020 aplica a todas las embarcaciones en mar abierto y alrededor del mundo, incluyendo buques cargueros que transportan materias primas y los buques cisterna que transportan petróleo, refinados y químicos; junto con los cruceros turísticos. Debe recordarse que tal como aconteció con el transporte aéreo, en el transporte marítimo se redujo al mínimo el transporte de pasajeros, mientras que el transporte de carga se mantuvo como una actividad esencial.

- De acuerdo con diversas firmas consultoras, el uso de VLSFO (Very-Low-Sulfur Fuel Oil) en 2020 le cuesta a la industria del transporte marítimo 60 mil millones de dólares adicionales en este año. Un considerable sobre-costos si se tiene en cuenta que no hay una referencia única para el LSFO alrededor del mundo, no disponible en todos los puertos, ni todas las refinerías están dispuestas a producirlo.
- Aunque se espera el acatamiento de la norma por parte de los transportadores marítimos principalmente a partir del uso de VLSFO y LSFO, el cambio en la demanda de estos combustibles (y de los crudos como mencionamos anteriormente) puede hacer que resulte más rentable instalar depuradores (*scrubbers*) que limpian el gas a ser expulsado por las embarcaciones. Platts estima que no más del 3% de la flota mundial de más de 85 mil barcos

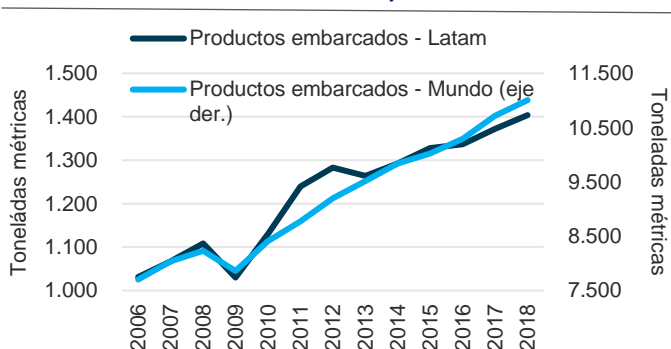
mercantes utilicen depuradores, que para un carguero de containers puede costar entre dos y nueve millones de dólares.

- Otra opción que se puede utilizar para cumplir con IMO 2020 es el Gas Natural Licuado (GNL), que además emite alrededor de 25% menos dióxido de carbono a la atmósfera comparado con la gasolina de acuerdo con la EIA (*Energy Information Administration*). Esto requiere de una conversión de motor (tal como en el caso de los carros). Los precios bajos del GNL son un punto a favor (gráfico 2).
- Finalmente, tanto a nivel de refinerías como a nivel de empresas de transporte marítimo (incluyendo especialmente al transporte marítimo), esperamos una renovada actividad de fusiones y adquisiciones. Por el lado naviero, se trataría de operaciones considerablemente grandes toda vez que se trata de una industria notablemente consolidada, con apenas cerca de 90 mil embarcaciones realizando todo el transporte marítimo en mar abierto.

**Usuarios/ consumidores:** La coyuntura del COVID-19 junto con la reciente caída de los precios del petróleo han impedido determinar qué porcentaje de los mayores costos del transporte marítimo pasarán a quien alquila el servicio. Según platts, se espera un incremento de por lo menos 15% en los fletes, aunque las estimaciones para el sobrecosto de los productos individuales es mucho menor (0,2% para un televisor que vaya de Shanghai a Los Angeles según Boston Consulting).

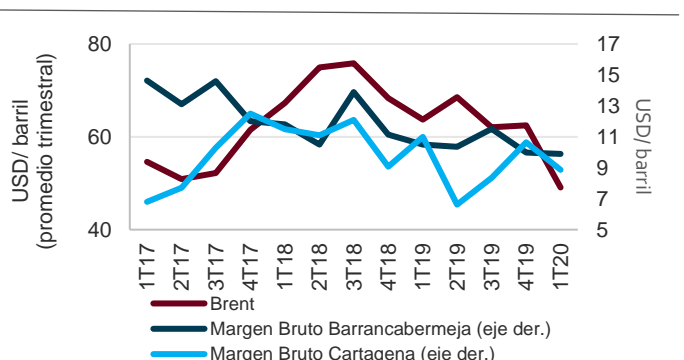
**A la transformación en curso y los efectos descritos hasta ahora, se debe sumar que uno de los posibles efectos del COVID-19 es una disminución en el grado de globalización; menor movimiento libre de bienes, servicios y capital (incluido el capital humano); lo que resultaría en una disminución en la demanda por transporte marítimo, constituyéndose en un doble golpe para tener en cuenta en la nueva normalidad: mayores costos junto con una menor demanda.** En todo caso, la disponibilidad de rutas de transporte marítimo suficientes y confiables es indispensable para la seguridad económica y logística de los países, así como para el mantenimiento o incremento de la actividad de comercio internacional. Teniendo en cuenta esto y asumiendo la no-negociabilidad de los temas ambientales recomendamos lo siguiente a las diferentes partes interesadas:

**Gráfico 3. Comercio marítimo Latam y Mundo**



Fuente: UNCDAT. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 4. Brent y Margen de refinación de Ecopetrol**



Fuente: Ecopetrol y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.



- Incrementar la producción de combustible con bajo contenido de azufre mediante la utilización de crudos “dulces” propios será lo más obvio para las empresas petroleras integradas que lo puedan hacer.
- Las refinadoras complejas -como Cartagena- deben aprovechar su capacidad de convertir crudos “agridulces” de alto sulfuro en crudos “dulces” de bajo sulfuro, así como maximizar su producción de destilados, que a su vez se puede utilizar para la producción de gasóleo marino. La inversión en unidades desulfuradoras también debería evaluarse. Esto le permitirá a la refinadora aprovechar el descuento que pueda llegar a tener el crudo de alto contenido de sulfuro debido a su baja demanda.
- Un proyecto en puerto/zona franca que le provea tanto GNL como LSFO a embarcaciones grandes, podría ser una obra rentable para Colombia, resultando en una ventaja competitiva frente a buena parte de los puertos latinoamericanos.
- El funcionamiento fragmentado de la industria de *shale* estadounidense le resta poder de negociación frente al complejo de refinación de la Costa del Golfo de EE. UU. Para que algo similar no pase en Colombia, el desarrollo de esta industria, necesaria para garantizar la autosuficiencia petrolera, deberá ser coordinado con el gobierno nacional.
- El efecto conjunto de IMO 2020 y el post-COVID obliga a las navieras (y cruceros) a concentrarse intensamente en la gimnasia financiera; qué proporción del mayor costo se le va a pasar a los clientes, qué oportunidades de fusiones y adquisiciones hay, cuál de las alternativas para cumplir con el límite de concentración de azufre resulta mejor financieramente, etc.
- Las alianzas entre empresas navieras y refinadores deberían intentarse, tal como algún tipo de coordinación entre las cámaras de comercio exterior y las navieras. La participación de los gobiernos es justificada, teniendo en cuenta la representatividad volumétrica del comercio que va por barco (gráfico 3), y/o para dar directrices en torno a la construcción de estaciones de servicio adecuadas para la industria naviera.

### › **La nueva normal en una empresa representativa: Ecopetrol**

La coyuntura reciente ha resultado en un deterioro para Ecopetrol como era de esperarse. Destacamos la fortaleza de balance de la compañía, que a pesar de su gran tamaño evidencia flexibilidad y una gran rapidez de reacción que seguramente le servirá para aprovecharse más que proporcionalmente de una recuperación en la cotización del petróleo y en general de una reactivación económica. En lo que respecta a la refinación, más que el deterioro en los márgenes evidenciado por la refinería de Barrancabermeja (gráfico 4), destacamos al comportamiento del margen de refinación de Cartagena en línea con la cotización internacional del crudo, lo que dificulta lograr márgenes positivos en periodos de precios bajos como el actual, razón de más para buscar aprovechar oportunidades asociadas con IMO 2020.

En cuanto a los indicadores (tabla 1), vemos un deterioro de la liquidez y el endeudamiento. No obstante, la compañía ha logrado mantener su capacidad de endeudamiento en el mercado internacional y está enfocada en preservar su caja en la actualidad. En cuanto al Capex esperado, no tomamos su disminución como un deterioro, sino que destacamos la adecuación del nivel de inversión a la coyuntura y

las oportunidades puntuales. Así mismo, la disminución de los dividendos medidos por el *payout* la consideramos como positiva relativa al sector. ¿Qué esperamos de la nueva normal? Un fortalecimiento de balance sin alcanzar los niveles de 2019.

**Tabla 1. La nueva normal en Ecopetrol: una empresa representativa del sector de Petróleo y Gas**

Indicador	Unidad	Promedio 2015-2019	2019	1T20 (12m)	Esperado prom. 2020 - 2021
<b>Liquidez</b>					
Prueba ácida	Veces	1,1	0,8	0,6	0,9
Caja/ Cana mínima 30 días	Veces	2,0	1,7	2,1	1,9
<b>Deuda</b>					
Deuda/ Patrimonio	Veces	0,9	0,6	0,8	0,7
Deuda/ EBITDA	Veces	2,0	1,2	1,6	2,1
<b>Capex</b>					
Capex	COP BN	10,4	11,6	13,2	9,5
Capex/ Ventas	%	18,1	16,3	18,9	16,5
Capex Refinación/ Capex Total	%	18,4	9,2	6,9 *	8,0
<b>Dividendos</b>					
Dividendo anual	COP BN	5,0	7,4	n/a	3,5
Payout	%	70,8	55,9	n/a	45,0

Fuente: Ecopetrol. Cálculos: Corficolombiana. \* Es el dato específico del trimestre.

## La mala hora del sector aeronáutico

---

**Andrés Duarte Pérez**  
Director Renta Variable

**Daniel Duarte Muñoz**  
Analista de Renta Variable II

**Roberto Paniagua Cardona**  
Analista de Renta Variable II

- El sector aeronáutico se ha visto severamente afectado debido al COVID-19.
- En el nuevo normal la mayoría de las aerolíneas requeriría de ayudas para operar con los factores de ocupación consistentes con esquemas de distanciamiento social y en un contexto de bajos precios de los tiquetes, dado el deterioro generalizado de la situación económica y cambio en las rutinas de los viajes de negocios.
- El modelo más flexible de las aerolíneas de bajo costo puede resultar favorecido
- La readecuación del tamaño de las compañías aéreas, incluyendo el recorte de su flota y de rutas menos rentables, repercutiría en la frecuencia y cobertura de algunas rutas nacionales e internacionales. Esta reconfiguración podría afectar la conectividad de las ciudades más pequeñas y remotas del país.
- Es probable que se necesite de medidas adicionales para salvar las rutas aéreas que antes de la crisis era menos rentables

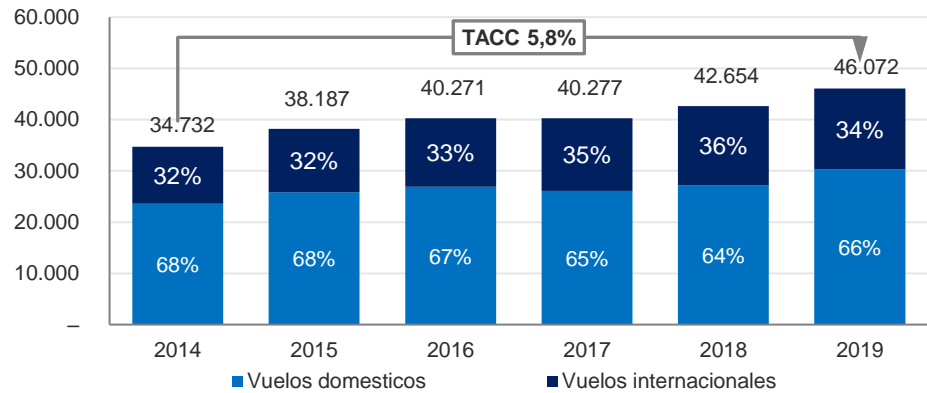
Las restricciones para frenar la curva de contagio a nivel mundial han llevado a la adopción de medidas de distanciamiento social, afectando en gran medida al sector de transporte aéreo, y de manera agregada, el valor económico asociado a la evolución de la conectividad aérea.

De acuerdo con la Asociación de Transporte Aéreo Internacional (IATA por sus siglas en inglés), aproximadamente el 35% del flujo de comercio a nivel mundial (medido a precios de mercado) se lleva a cabo por modo aéreo, siendo el segundo modo en importancia, después del transporte marítimo. En Colombia, además de su rol en el comercio y la integración con la economía mundial, la industria aeronáutica conecta las principales ciudades colombianas, y permite el acceso a las zonas más remotas de un país débil a nivel de infraestructura de transporte terrestre.

La relevancia de la cadena de valor del sector de transporte aéreo en la economía se fundamenta en el flujo de turismo, comercio y su impacto en la cadena de suministro; así como en la generación de empleo y gastos asociados por parte de los operadores dentro de esta industria (*IATA Economics*). En efecto, según cifras de IATA el [sector emplea alrededor de 169.000 personas en Colombia de manera directa y representa el 0,6% del PIB nacional. No obstante, considerando el valor agregado de la industria por el lado de la demanda, el sector emplea 431.000 personas adicionales de manera indirecta.](#)

El crecimiento reciente del tráfico de pasajeros en transporte aéreo evidencia un incremento sostenido, con una TACC (Tasa Anual de Crecimiento Compuesto) de 5,8% entre 2014 y 2019 (gráfico 1).

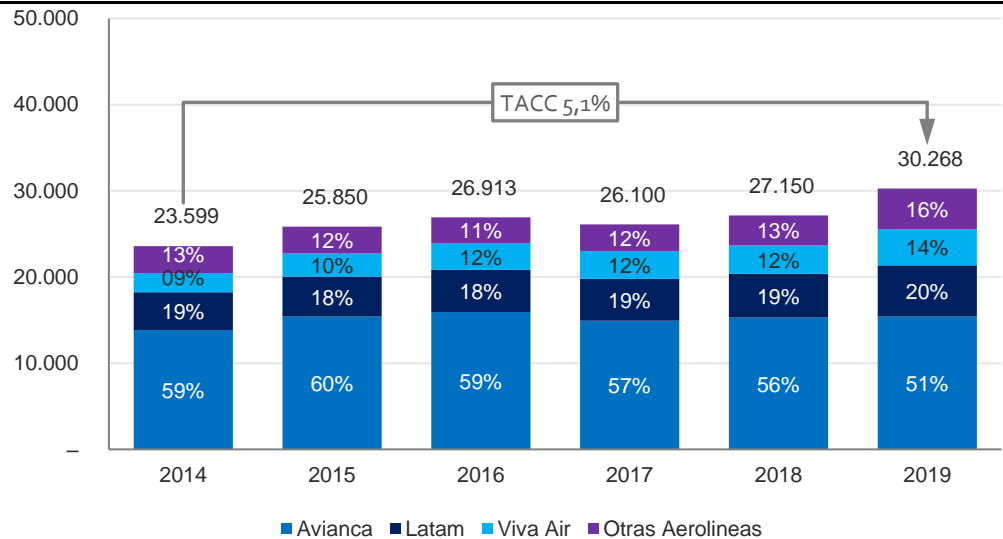
**Gráfico 1: Tráfico de pasajeros en Colombia (miles)**



Fuente: Aeronáutica Civil y Corficolombiana.

Al medir la evolución desagregada entre el tráfico de pasajeros de vuelos domésticos e internacionales, este crecimiento es de 5,1% para los vuelos locales (gráfico 2) y de 7,1% para los internacionales.

**Gráfico 2: Tráfico de pasajeros en Colombia (miles)**

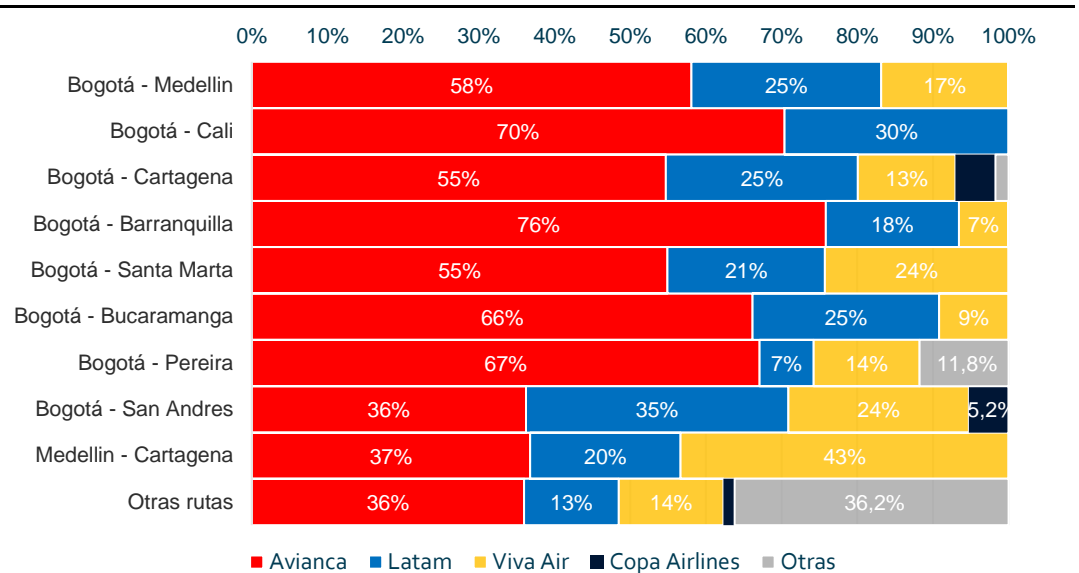


Fuente: Aeronáutica Civil y Corficolombiana.

Mientras tanto, a nivel de la participación de mercado en Colombia, la posición de Avianca es dominante, seguida por Latam, dos compañías que se encuentran cursando el proceso de ley de quiebras en EE. UU (*Chapter 11*), y que

actualmente tienen el 71% de la participación en el tráfico de pasajeros en Colombia. El 29% restante corresponde a Viva Air, Copa y otras (gráficos 2 y 3).

**Gráfico 3: Tráfico de pasajeros de vuelos domésticos**

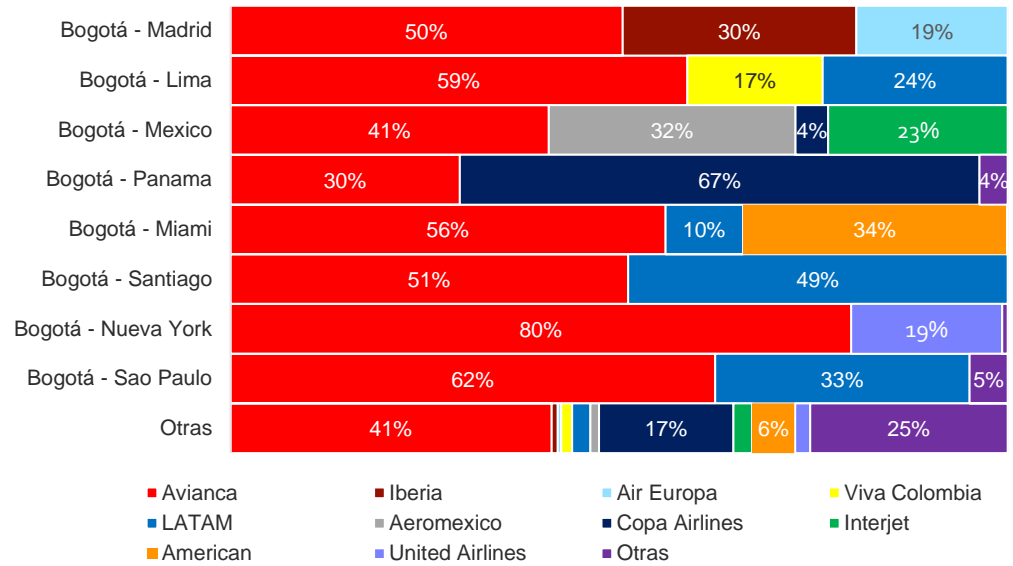


Fuente: Aeronáutica Civil y Corficolombiana.

Así mismo, a nivel internacional, las principales rutas en tráfico de pasajeros son Bogotá – Madrid y Bogotá – Lima (gráfico 4). En este caso, tras el cierre de las operaciones de Avianca Perú, **estimamos una reducción en el 50% en el tráfico de pasajeros en la ruta Bogotá – Lima (~ 1.792 vuelos anuales)**, de no darse la entrada de nuevos jugadores.

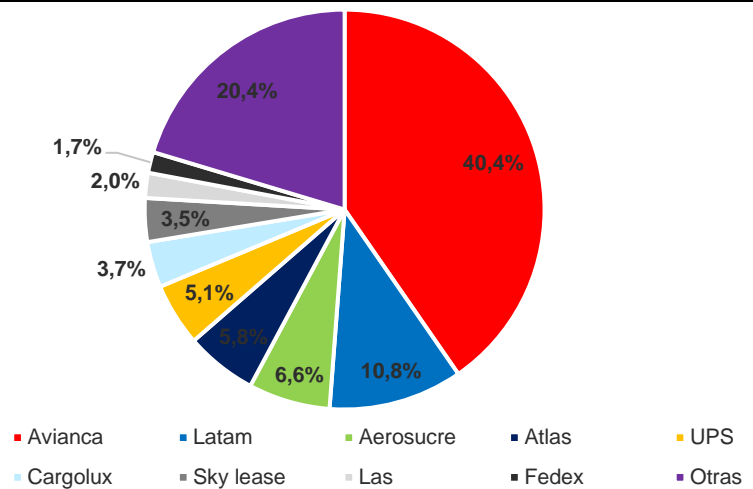
Por su parte, la evolución del sector ha sido sobresaliente en términos de transporte de carga. Vale la pena señalar que Colombia ocupa el puesto 85 de 136 países a nivel mundial en términos de flexibilización del libre flujo de mercancías según el índice de facilitación de comercio desarrollado por el foro económico mundial (*Enabling trade index*). En este sentido, el transporte de carga es relevante en él envió de perecederos, como flores, fruta fresca, verduras y productos farmacéuticos (IATA Economics). En este caso, el aeropuerto El Dorado se ha convertido en un jugador importante en el envió de carga, principalmente flores -además de ser el tercer aeropuerto más importante de Latinoamérica a nivel de pasajeros-. Particularmente, a través de las rutas Bogotá – Miami y Medellín – Miami, que movilizan el 40,4% del total de la carga del país

**Gráfico 4: Tráfico de pasajeros de vuelos internacionales**



Fuente: Aeronáutica Civil y Corficolombiana.

**Gráfico 5: Carga y Correo (kilogramos)**



Fuente: Aeronáutica Civil y Corficolombiana.

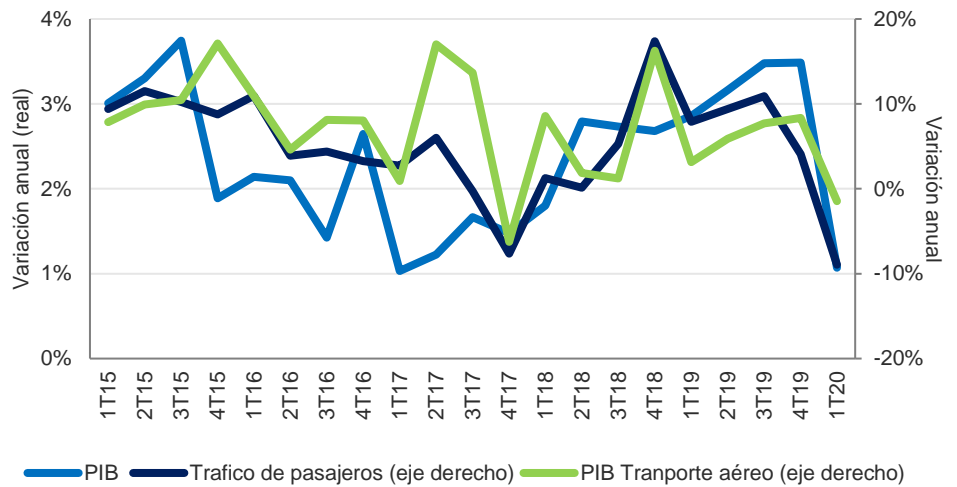
Así las cosas, al igual que en el segmento de tráfico de pasajeros, preocupa que Avianca y Latam concentran el 60,8% del mercado de carga (gráfico 5), donde

Avianca, en particular, cuenta con una posición dominante en la ruta Bogotá – Miami.

› **Principales “Stakeholders” y estructura del sector**

En términos reales, el PIB del sector de transporte aéreo en los últimos cinco años ha crecido 7,7% en promedio, desacelerándose en 2017, en línea con un menor ritmo de crecimiento económico y la huelga de pilotos de Avianca. Durante este periodo el número de pasajeros se contrajo 0,3% y 7,6% en el tercer y cuarto trimestres respectivamente (ver gráfico 6).

**Gráfico 6: PIB transporte aéreo**



Fuente: Dane, Aeronáutica Civil y Corficolombiana.

No cabe duda de la importancia del sector aéreo en el país: su efecto directo en el turismo y su influencia en el desarrollo de la economía de las ciudades turísticas del país como Cartagena. Así mismo, el turismo incentiva el desarrollo del sector de transporte Aéreo, impulsando la apertura de nuevas rutas, y por ende la cadena de valor del sector, incluyendo las concesiones aeroportuarias, los servicios turísticos, y la demanda de combustible (jet fuel), entre otros. En particular, la estructuración de concesiones permite la entrada de capital privado a inversiones de infraestructura aeroportuaria, así como tecnología y know how global, con una distribución de riesgos adecuada, con retorno razonable en función de los ingresos esperados (tanto regulados como no regulados).

Así las cosas, el cierre de aeropuertos pone en vilo la entrada de recursos a los concesionarios por medio de las tarifas aeroportuarias y de embarque (Ingresos regulados), así como una reducción significativa en los ingresos no regulados, teniendo en cuenta el deterioro de los ingresos de los arrendatarios de los locales dentro de los aeropuertos.

Por otro lado, **el combustible se constituye en el insumo y costo más importante para los proveedores del servicio de transporte aéreo. Actualmente, este representa el 23,3% y 30,2% del total de costos para Avianca y Latam respectivamente.** El precio de venta del *jet fuel* al distribuidor, de acuerdo con la ley 681 de 2001, “se deriva de la suma del ingreso al productor (IP), el costo de transporte por poliducto y el IVA”. Adicionalmente, a partir de 2017 se incluyó el impuesto al carbono. No obstante, el precio de venta a las aerolíneas no está regulado, a diferencia de lo que pasa con la gasolina y el diésel. Debido a lo anterior, cualquier ayuda a nivel del valor de los combustibles requiere de la coordinación entre los comercializadores y el gobierno.

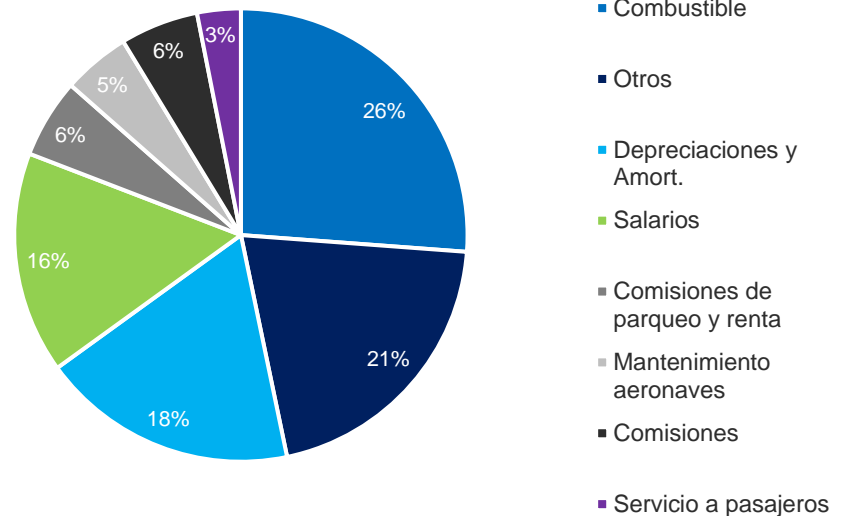
### › **Situación actual del sector y adaptación a la coyuntura reciente**

Con los primeros casos de COVID-19 el Gobierno colombiano inició un cierre del espacio aéreo, limitando el movimiento de pasajeros a nivel nacional e internacional, generando un fuerte choque para el sector, donde las aerolíneas se vieron obligadas a mantener en tierra la mayor parte de su flota, dejando de percibir ingresos por la venta de tiquetes, pero manteniendo en operación el segmento de carga (~ 13% del ingreso promedio de Avianca Holdings y Latam Airlines en 2019). Por su parte, los aeropuertos sufrieron una reducción dramática en sus ingresos regulados y no regulados.

Respecto a las aerolíneas, la conservación de caja se convirtió en una prioridad, puesto que la coyuntura sorprendió a algunas en una situación de baja liquidez y elevado endeudamiento (por ejemplo, **Avianca terminó 2019 con un nivel de efectivo/ ingresos del 7% y un indicador deuda neta / EBITDA de 8,7x**). En línea con lo anterior, la optimización en costos y gastos se ha vuelto una prioridad, donde la puesta en tierra de gran parte de la flota permite una reducción significativa en los costos variables, en particular de combustible, y servicio de pasajeros, entre otros. En cuanto a los costos fijos, el pago de salarios a la tripulación y pago de parqueo han sido reducidos en la medida de las posibilidades por las aerolíneas, aunque mantienen el propósito de poder preservar su estructura operativa para el futuro reinicio de operaciones (gráfico 7).



**Gráfico 7: Estructura de Costos y Gastos Operacionales**



Fuente: Aeronáutica Civil y Corficolombiana.

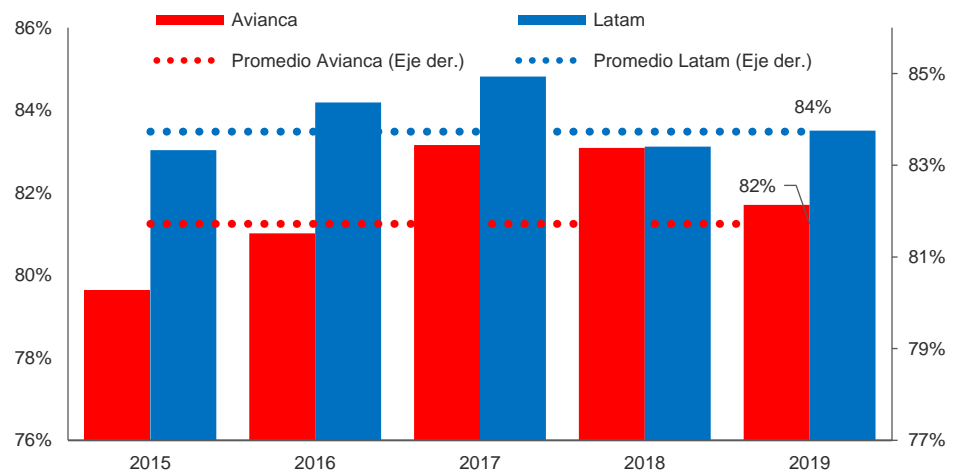
Es importante mencionar que, dentro de las principales fuentes de salida de recursos de las aerolíneas, se encuentra el reembolso de tiquetes vendidos, que los usuarios no pudieron utilizar por cancelaciones en los vuelos tras las restricciones en el tráfico aéreo. Al respecto, dada la necesidad de recursos requeridos por las aerolíneas para capital de trabajo, según la IATA, países como Colombia permitieron que las aerolíneas ofrecieran vouchers a sus clientes en vez de realizar el reembolso de recursos.

Como ya mencionamos, Avianca Holdings y Latam Airlines se acogieron al Capítulo 11 del Código de Bancarrota de los Estados Unidos, buscando proteger y preservar sus operaciones. Es importante aclarar que, al contrario de Avianca, Latam mostraba indicadores más sostenibles previos al choque de la pandemia, con un nivel de deuda neta / EBITDA de 5,6x y de efectivo / ingresos del 14% al cierre del 2019.

Tanto Avianca como Latam han buscado apoyo financiero de los gobiernos de los países en los que presta servicios esenciales, dentro de los cuales se encuentra Colombia. Respecto a Latam, a finales de mayo logró un apoyo financiero adicional por parte de algunos de sus accionistas, bajo una estructura de deudor en posesión (DIP, *Debtor in Possession*), donde Costa Verde y Qatar Airways, con una participación accionaria conjunta del 22%, se comprometieron a inyectar USD 900 millones.

Dentro del plan de reorganización, se encuentra la readequación del tamaño de las compañías, incluyendo el recorte de su flota y de rutas menos rentables, lo cual repercutiría en la frecuencia, cobertura de algunas rutas nacionales e internacionales y en el factor de ocupación, entre otras variables claves para el desempeño de las aerolíneas. Respecto a esta última variable, el gráfico 8 muestra la evolución reciente de este indicador para Avianca y Latam, con niveles promedio mayores al 80% en los últimos 5 años, los cuales consideramos que no se retomarán en el corto plazo.

**Gráfico 8: Factor de Ocupación total**

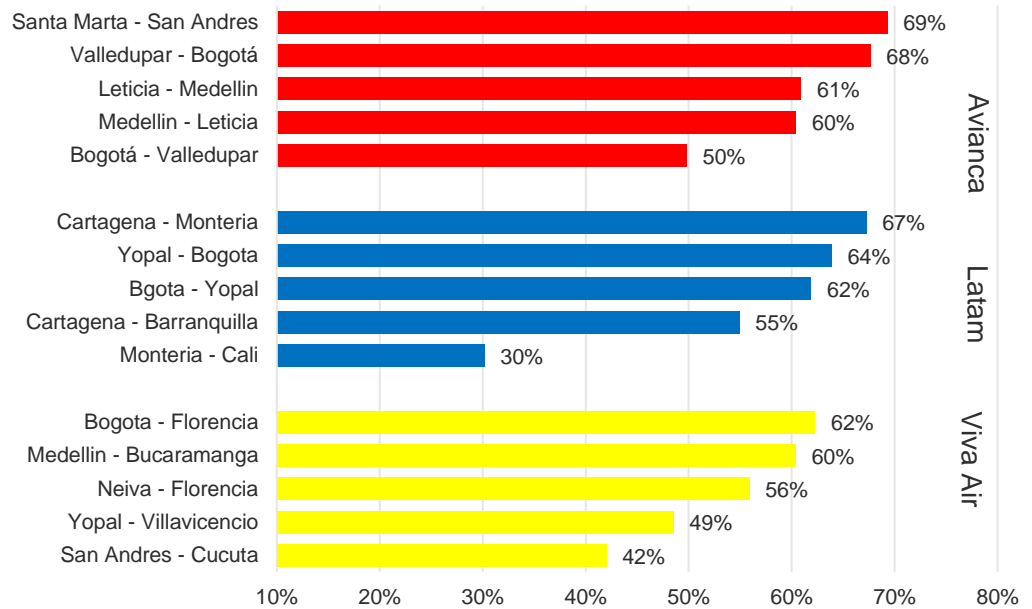


Fuente: Avianca, Latam y Corficolombiana. Incluye vuelos nacionales e internacionales.

Es difícil determinar cuáles son las rutas que pueden estar más expuestas, pero es previsible que tramos con menor cobertura y/o frecuencia, y niveles de ocupación bajos (*load factor*), sean las más vulnerables. A nivel nacional dichas rutas involucran ciudades intermedias y pequeñas. A continuación, presentamos las cinco rutas con el nivel de ocupación más bajo para las principales Aerolíneas del país. Las rutas con un nivel de ocupación menor al 60% tienen una probabilidad alta de desaparecer (gráfico 9).

Es probable que, sin la conexión aérea que se brinda a ciudades pequeñas e intermedias, su dinámica económica pueda deteriorarse, dada la mayor dificultad para la realización de negocios, inversión, consumo y atracción de turismo, entre otros.

**Gráfico 9: Rutas en mayor riesgo**

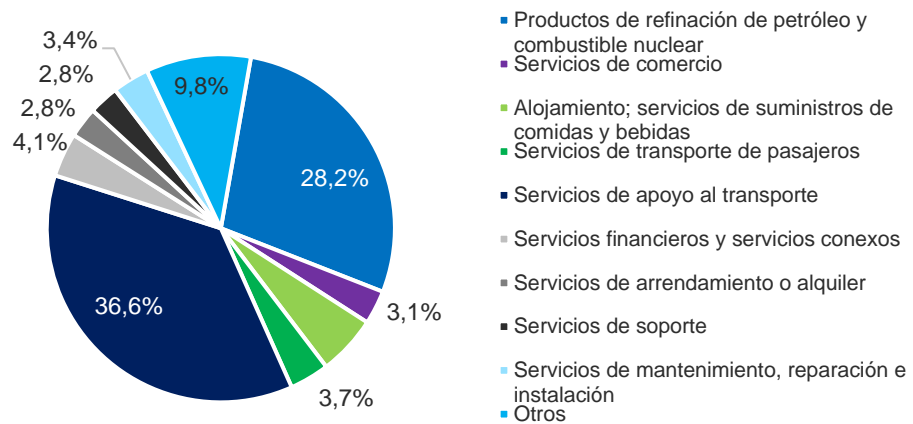


Fuente: Aerocivil y Corficolombiana.

A lo anterior se suma la ausencia de vías férreas funcionales con lo que algunas las ciudades de “rutas marginales” limitarían su comunicación física al transporte terrestre.

Al analizar el impacto derivado del COVID-19 sobre el sector aeronáutico, es importante considerar los efectos que se desprenden para distintos sectores e industrias que tienen relación con dicho sector. **Según la matriz de utilización de productos importados y nacionales elaborada por el DANE en 2017, el sector de transporte aéreo consume aproximadamente COP 6,2 BN en insumos y servicios de los distintos sectores de la económica.** Siendo el segmento de apoyo de transporte el más representativo (36,6%), seguido por productos de refinación y combustible nuclear (28,2%) (gráfico 10). Respecto a la cadena de servicios aeronáuticos, existen varios segmentos interrelacionados, comenzando por el segmento de fabricación, el cual incluye la estructura de aeronaves, motores y otros componentes, siguiendo con el segmento de infraestructura, cuyo componente principal son los aeropuertos, pasando por los proveedores de servicios, dentro de los cuales se encuentran el servicio en tierra, mantenimiento, reparación y operación, combustibles, además de la alimentación o catering, entre otros.

**Gráfico 10: Consumo intermedio en el sector de transporte aéreo**



Fuente: DANE Matriz de utilización de producto nacionales. Cálculos: Corficolombiana.

De igual manera, se encuentra la distribución o carga, donde se encuentran las compañías transportadoras y los negocios beneficiados de la distribución de pasajeros, como los agentes de viajes, entre otros.

Aunado a lo anterior, tenemos el sector de hotelería y turismo, para el cual resulta fundamental la facilidad que el sector aeronáutico brinda en materia de conexión y flujo de personas que se movilizan a nivel nacional e internacional, con sus efectos en los niveles de consumo y de inversiones, entre otros.

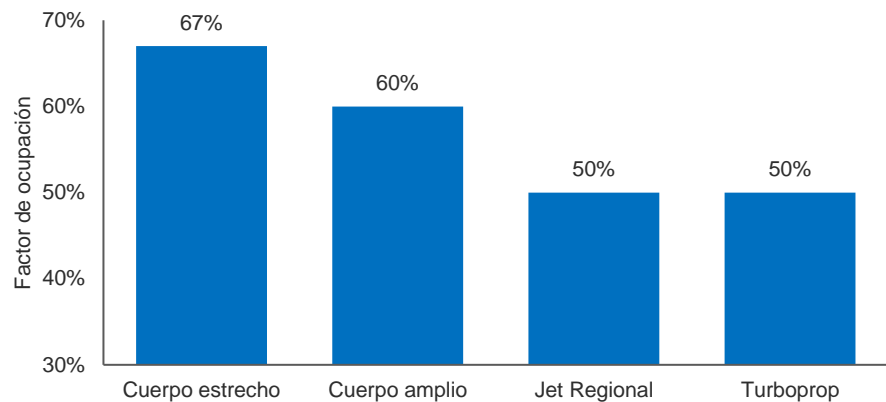
### › Escenarios alternativos

En medio de los cambios que ha tenido en sector y de la incertidumbre generalizada sobre sus perspectivas, realizamos un análisis de escenarios para los próximos dos años (tabla 1). Nuestro escenario base corresponde a uno en el cual el sector aeronáutico se verá enfrentado a un reinicio de operaciones sin una vacuna, implicando medidas estrictas de distanciamiento social, por lo menos durante 2020. Tomando como base información de la IATA, suponemos que los protocolos de distanciamiento social van a requerir dejar una silla vacía entre pasajeros en los aviones.

Acorde a la IATA, si la configuración de las sillas es del tipo 3-3, la silla de la mitad en ambos costados del avión quedaría vacía. Por su parte, si se toma un avión más pequeño, con una configuración tipo 2-2, se tendría una silla vacía por fila en cada costado del avión. Consecuencia de lo anterior, el factor de ocupación de la aeronave se verá distorsionado significativamente (gráfico 11). De esta manera,

para el mercado local, construimos una “aerolínea tipo”, cuyas métricas corresponden, al promedio ponderado por participación en el mercado local de las dos principales aerolíneas en Colombia (Avianca y Latam). Adicionalmente, en algunos escenarios y para ciertas variables se tomó como referencia las estimaciones de la IATA a nivel global o de América Latina.

**Gráfico 11: Máximo Factor de ocupación con distanciamiento social por tipo de aeronave**



Fuente: IATA.

En el escenario base, se asume las estimaciones de la IATA para **el comportamiento del Pasajero Pago Kilómetro (RPK) total para el primer año, con una reducción del 49% en 2020 y una recuperación gradual para llegar a los niveles registrados en 2019 entre 2022 y 2023**, dado que el restablecimiento de la confianza de los viajeros será gradual, asumiendo una reapertura paulatina del espacio aéreo por parte de los Gobiernos, así como un menor promedio en la longitud de los viajes realizados.

A su vez el factor de ocupación se vería afectado inicialmente por las medidas de distanciamiento social mencionadas anteriormente, con un factor del 62%, según el dato global estimado por la IATA que tiene en cuenta diferentes tipos de aeronaves. Este factor mejoraría gradualmente en la medida en que se incrementen las operaciones. En este escenario, **la aerolínea tipo operaría con pérdidas operacionales, asumiendo leves incrementos en el precio del combustible y en los costos fijos**, con lo cual, para lograr el punto de equilibrio o “break-even” de la utilidad operacional debería darse un incremento en el “yield” (ticket promedio por pasajero medido en USD/Km) del 66% en el 2020, lo cual tiene una baja probabilidad de ocurrencia dado el impacto que tendría sobre la demanda, sin tener en cuenta el efecto del COVID-19 sobre el recurso disponible para viajar.

Tanto el escenario pesimista como el optimista toman como referencia el escenario base ajustado por las expectativas de crecimiento para la economía colombiana. En el escenario pesimista, la contracción del RPK sería mayor en 2020 y el factor de ocupación sería el 85% del registrado en el escenario base.

Este escenario asumiría una reapertura más lenta, reflejada en la evolución de ambos indicadores. En este caso, se asume un aumento mayor en el precio del combustible y un aumento en costos fijos, donde el “break-even” de la utilidad operacional debería darse con un incremento en el “yield” del 84% en el 2020.

En el escenario optimista, no se asume distanciamiento social, con lo cual el load factor se mantendría en niveles promedio para la aerolínea tipo, aunque el RPK estaría afectado en el 2020 por una menor cantidad de flota operativa dada la situación actual de las aerolíneas tomadas como referencia. En este caso, se tendría una reducción tanto en los precios de los combustibles como en los costos fijos, donde la utilidad operacional lograría su “break-even” con un aumento del 33% en el “yield” para el 2020.

**Tabla 1. Escenarios de reactivación.**

Escenario	RPK (A/A)			Factor de ocupación			Yield A/A (Break - even)
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020
Pesimista	(52%)	36%	46%	53%	70%	73%	84%
Base	(49%)	49%	32%	62%	79%	82%	66%
Optimista	(46%)	47%	31%	82%	82%	82%	33%

Fuente: IATA, Avianca y Latam. Cálculos: Corficolombiana.

Resulta claro que las medidas de distanciamiento social tendrán un impacto adverso para las aerolíneas respecto a los niveles de ocupación que han registrado históricamente (promedio mayor al 80% en nuestra aerolínea tipo), generando que sea altamente inviable que puedan operar, a menos que los protocolos de distanciamiento sean menos exigentes, realicen un incremento en sus tarifas y/o una mayor optimización en su estructura de costos y gastos, o reciban algún tipo de subsidio estatal. Respecto a la dinámica de las tarifas, acorde a la IATA, aerolíneas **en países como China han mostrado reducciones en las tarifas en vuelos domésticos buscando incentivar la demanda tras la reapertura.**

Sin embargo, este comportamiento puede variar en otros países en medio de un panorama incierto, enmarcado por distintos factores como el efecto que pueda tener el precio de los combustibles en los costos variables, la optimización que se dé en los costos fijos, asociados a mantenimientos, pagos a la tripulación, costos de parqueo de flota, entre otros, al igual que el exceso de capacidad de flota en tierra, junto a la confianza, nivel de ingresos de los pasajeros y la situación financiera de las aerolíneas (tabla 2).

**Tabla 2. Tarifas – Principales variables de consideración**

	Variable	Corto Plazo	Mediano plazo
Presión a la baja en tarifas	Precio de los combustibles	Bajos precios de los combustibles.	Recuperación gradual a nivel económico presionarían al alza los precios de combustibles, dificultando bajar tarifas.
	Exceso de capacidad	Mayoría de flota en tierra.	La capacidad de la flota buscaría equilibrarse con la demanda.
	Debilidad en la demanda	Menor confianza e ingresos de los pasajeros.	La capacidad de la flota buscaría equilibrarse con la demanda.
Presión al alza en tarifas	Menor utilización de aeronaves	Limitación en factor de ocupación de aeronaves por distanciamiento social, generarían subutilización en capacidad.	Optimización en flota, con posible reducción en cantidad de aeronaves.
	Mayores costos operacionales	Aumento en costos fijos, por ejemplo, en tripulación.	Mayores costos operacionales trasladados a los pasajeros.

Fuente: IATA. Corficolombiana.

### › Navegando el nuevo normal aéreo

Consideramos que, en medio de una demanda debilitada por un entorno de desaceleración económica, las aerolíneas deben enfocarse en establecer mayores eficiencias en su estructura de costos y gastos, **donde los modelos “low cost” podrían ser la referencia**, enfocándose en aspectos como mantener menos tiempo parqueados los aviones dados los cobros de parqueo asociados al tiempo y peso de la aeronave, entre otros.

Adicionalmente, las aerolíneas deben enfocarse en rutas nacionales e internacionales más rentables, al igual que en optimizar el tamaño de su flota, lo cual conllevará a un ajuste en las frecuencias de rutas, generando incluso el cierre de algunas rutas menos rentables, afectando la conectividad nacional e internacional del país. **Las rutas no rentables deberán ser subsidiada por el gobierno, autoridades turísticas, o privados**. Por otro lado, las concesiones aeroportuarias podrían brindar cobros más flexibles en la tarifa base para las aerolíneas.

Por su parte, dado que las concesiones aeroportuarias han percibido un choque importante tanto de sus ingresos regulados, derivados de los vuelos y toda la cadena aérea del negocio, como de los ingresos no regulados, relacionados con las zonas comerciales de los aeropuertos, podrían darse compensaciones por parte del Gobierno asociadas a motivos de fuerza mayor, lo cual se manifestaría de una de dos maneras: A través de una ampliación del plazo de la concesión

dada la afectación económica del contrato, siendo el trámite más simple, o a través de una disminución en la contraprestación de ingresos regulados y no regulados. Esta última medida, no obstante, podría afectar la demanda, dado que se podría generar el cobro de una tarifa adicional.

Respecto a los pasajeros, las concesiones podrían fortalecer su enfoque en pasajeros tipo origen – destino frente a los usuarios por escala, buscando reducir el riesgo de reemplazo. En cuanto a las inversiones, dado que en Colombia se aplica el “Plan Maestro” para las expansiones aeroportuarias y no el modelo de alcance progresivo de obras complementarias según los niveles de servicio de la IATA, podría presentarse el aplazamiento de obras amparadas en una cláusula de fuerza mayor del contrato, debido a un movimiento de pasajeros menor al estimado inicialmente.

Respecto al Gobierno, **las medidas de aislamiento iniciales y las dificultades que enfrentarían las aerolíneas para ser rentables podrían requerir de un subsidio gubernamental parcial a determinadas rutas con riesgo de cobertura o al diferencial en los niveles de ocupación de las aerolíneas para alcanzar, como mínimo, un “break - even” en su operación, durante el aislamiento social.** Además, se podrían buscar mecanismo de reducción en el pago de impuesto de renta, incluyendo la conversión de algunos aeropuertos a Zonas Francas temporales, afectando consecuentemente el recaudo de impuestos del Gobierno.

A pesar de lo anterior, cabe recordar que dentro de la tarifa base cobrada por las aerolíneas, una parte se destina a la Aeronáutica Civil, la cual, a su vez, utiliza parte de estos recursos para el mantenimiento, operación y ampliación de aeropuertos más pequeños, con un menor tráfico, los cuales pueden verse afectados por la situación actual, con consecuencias en su operatividad futura y en la conectividad de ciudades intermedias, aspecto que debe mantenerse en el radar del Gobierno.

Por último, los comercializadores de combustibles, con el fin de permitir la viabilidad operativa de las aerolíneas, pueden permitir una mayor flexibilidad en los periodos de pago, buscando plazos mayores a 30 días en el pago del combustible, siendo este el principal costo variable de las aerolíneas. Esta medida a su vez puede requerir de una ayuda del gobierno, en la medida en que el stock actual de los comercializadores corresponde a Jet Fuel costoso.



## Las tendencias del consumo masivo (retail) en el nuevo normal

**Andrés Duarte Pérez**  
Director Renta Variable

**Daniel Duarte Muñoz**  
Analista de Renta Variable II

**Roberto Paniagua Cardona**  
Analista de Renta Variable II

- La nueva normal implicará cambios en los hábitos de consumo, y la búsqueda de menores precios en bienes de la canasta básica como resultado de un entorno económico adverso
- El modelo de los *Hard Discounters* puede convertirse en la estrategia de referencia del sector
- También es previsible una aceleración del segmento de comercio electrónico, junto con el fortalecimiento de las redes logísticas de los operadores del segmento de retail.
- En la nueva normal continuará el fortalecimiento de la categoría omnicanal y la prevalencia de las marcas propias en los negocios retail.

El consumo de los hogares se ha visto enormemente afectado en la actual coyuntura, contrayéndose 5,5% en términos reales en abril. Por su parte, el índice de confianza del consumidor alcanzó un nuevo mínimo durante el mismo periodo, disminuyendo en -41,3%, en línea con el aumento en el desempleo y la caída en la tasa de ocupación. No obstante, el segmento de alimentos y bebidas, que de acuerdo con la encuesta de presupuesto de los hogares del Dane, representa el 15,9% del gasto de las familias a nivel nacional, presentó un crecimiento real de 15,3% a/a en el primer trimestre de 2020.

Lo anterior resulta en un crecimiento heterogéneo nivel de categorías de productos: mientras los alimentos, los productos de limpieza para el hogar y personal continúan experimentando un fuerte crecimiento, las categorías relacionadas con prendas de vestir y textiles continúan rezagadas.

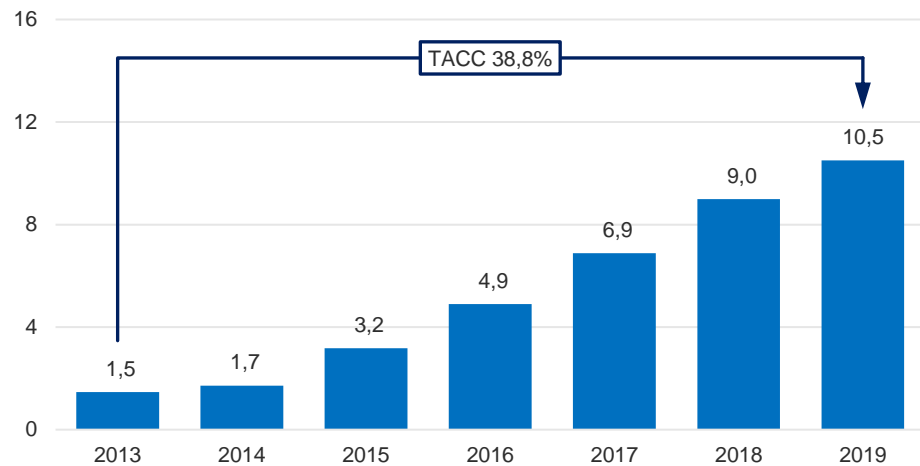
### › **Transformación en curso**

Debido a la reducción del poder adquisitivo de los hogares colombianos, una mayor propensión al ahorro y los protocolos de distanciamiento social, anticipamos que en las decisiones de consumo primará el criterio del costo.

Lo anterior favorecerá un **mayor crecimiento de las cadenas minoristas de descuento (Hard Discounters), toda vez que este modelo de negocio permite ofrecer productos a precios significativamente más bajos que los ofrecidos por los formatos tradicionales, a raíz de menor inversión en el diseño de tiendas, mercadeo y en general, servicio al cliente**. Esta tendencia, consolidaría el formato en el país, que ya presentaba una elevada tasa de crecimiento de 38,8% (gráfico 1) en los últimos 6 años, permitiéndole ganar 18 puntos porcentuales de participación de mercado desde 2013 (gráfico 2).

Actualmente este segmento se encuentra dominado por D1, seguido por Justo & Bueno y Ara con participaciones de mercado de este segmento de 46,5%, 29,4% y 24,1%, respectivamente. La aceleración de este modelo de negocios ha ido en detrimento de los supermercados, y se ha constituido en una amenaza a las tiendas de barrio. Además, de acuerdo con una encuesta realizada por Nielsen, el 15% de los tenderos en Colombia declararon haber cerrado sus tiendas en medio del confinamiento relacionado con el COVID-19.

**Gráfico 1: Venta de las cadenas minoristas de descuento (billones de pesos)**

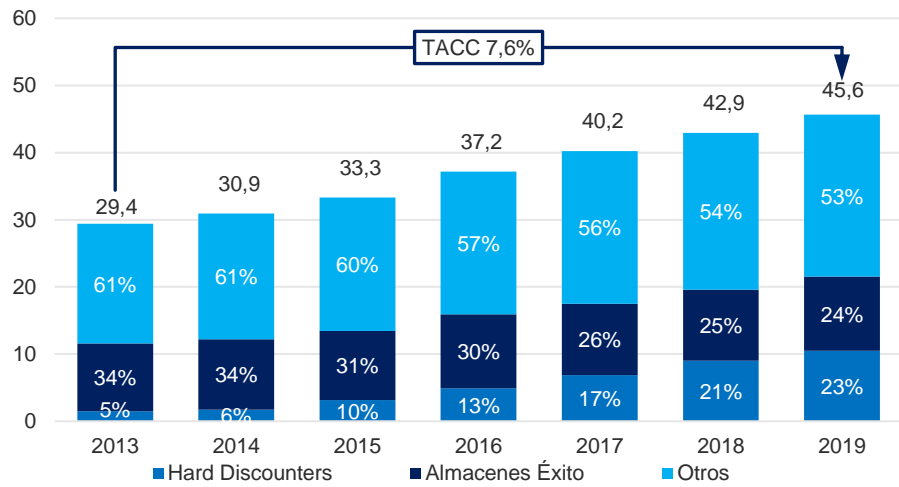


Fuente: Euromonitor y Corficolombiana.

En este sentido, los *hard discounters* puede convertirse en el modelo estratégico a seguir, algo similar a lo que puede pasar en el sector aeronáutico con las aerolíneas de bajo costo.

En línea con lo anterior, los consumidores buscarán más información y evaluarán más cuidadosamente alternativas dentro de los formatos tradicionales. Así las cosas, esperamos una mayor demanda de productos de marca privada (*Private label Brands*), cuyos precios son menores al de las no privadas, toda vez que -al igual que en los *hard discounters*- no se requiere de inversión en publicidad ni mercadeo, pues la marca del retail que ofrece dicho producto ya está implícitamente posicionada. Al respecto varios estudios señalan bajos niveles de lealtad de marca durante periodos de contracción económica (Gijzenberg, 2009).

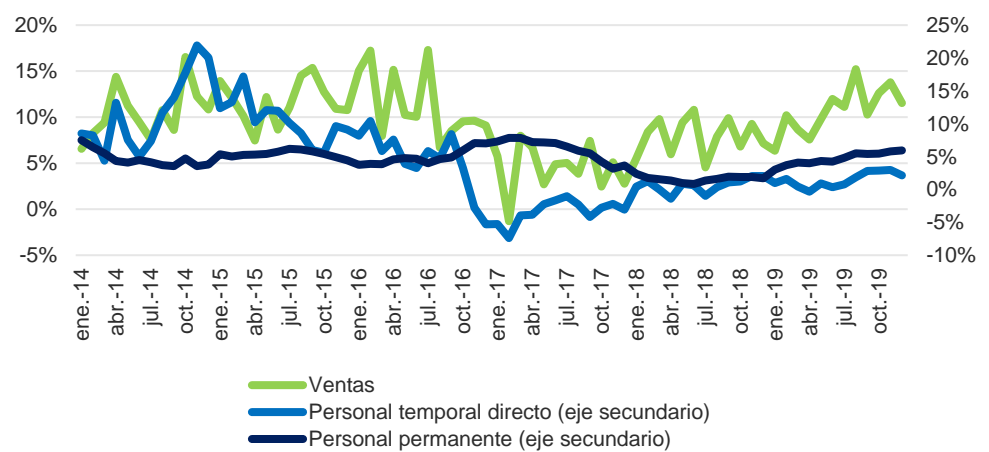
**Gráfico 2: Venta minoritas (billones de pesos)**



Fuente: *Euromonitor* y Corficolombiana.

Por último, **las medidas de confinamiento impuestas han acelerado la transformación digital del sector, impulsando drásticamente al segmento de comercio electrónico y las inversiones requeridas en tecnología.** Consideramos la coyuntura como una oportunidad de potenciar los servicios online, ofrecer canales de compra alternativos y mantener el contacto adecuado con los clientes.

**Gráfico 3: Ventas minoristas (grandes almacenes e hipermercados minoristas)**



Fuente: *DANE* y Corficolombiana.

## › Grupo Éxito y Nutresa

A nivel empresarial, el tráfico de consumidores en las tiendas de grupo Éxito ha venido disminuyendo. No obstante, la canasta de compra por consumidor aumentó a razón del confinamiento, lo que impulsó a su vez una mayor demanda de alimentos. Entre tanto, aproximadamente el 40% de la mezcla de ventas en Colombia del grupo corresponde a la categoría de comidas. Dentro del segmento de marca privada, el 17% de las ventas a nivel consolidado corresponde a las marcas privadas de Grupo Éxito.

En este sentido la contribución de comidas durante periodos prolongados de confinamiento se constituye en un punto a favor para la compañía.

No obstante, **la elección del consumidor hacia productos de bienes básicos de bajo costo y en general de productos alimenticios durante el primer trimestre y en lo corrido del segundo trimestre, a costa de los demás productos, reflejará un deterioro en el margen bruto, resultado de las menores rentabilidades** de estas categorías.

En cuanto a Capex, Grupo Éxito recortó su inversión de capital fijo para 2020 en un 50%, frente a su guidance de inversión inicial (COP 400 mil millones). El objetivo, antes de la crisis del COVID19, era fortalecer el negocio retail incluyendo la apertura de 24 tiendas nuevas (COP 300 mil millones) y expandir el negocio inmobiliario (COP 100 mil millones). Ahora, la inversión (COP 200 mil millones) se concentrará en innovación, el fortalecimiento de la categoría omnicanal, y a proyectos relacionados con logística y comercio electrónico. Es claro cómo el grupo está pensando en la nueva normal, anticipándose a las tendencias de consumo después del COVID.

**Tabla 1. Principales indicadores Grupo Éxito**

	Promedio 5 años	1T20	Mediano Plazo*
Capex / Ventas	7,78%	0,94%	1,60%
Capex (COP bn)	1,7	0,04	0,2
Deuda Neta / EBITDA (veces)	1,8x	1,0x	1,6x
EBITDA / Intereses (veces)	4,2x	3,2x	5,8x
Deuda / Patrimonio	54,1%	40,5%	42,0%
Prueba ácida (veces)	0,4x	0,4x	0,4x
Efectivo y equivalentes al efectivo / Caja mínima (veces)	3,1	1,6	2,0
Payout	303,6%	158,8%	50,0%
Dividendo (COP / acción)	319,9	2.483,0	300,0

Fuente: Grupo Éxito. Cálculos: Corficolombiana. \*Promedio 2021 - 2022.

Por otro lado, Nutresa, cuyo portafolio de productos de comida es mayoritariamente defensivo, se ha visto favorecido por una sobredemanda en sus productos de consumo básico, especialmente en cárnicos, pastas y galletas,

compensado la caída en las ventas de otros segmentos más discretionales, que incluyen algunas apuestas de crecimiento de nicho por parte del Grupo.

**Tabla 2. Principales indicadores Grupo Nutresa**

	Promedio 5 años	1T20	Mediano Plazo*
Capex / Ventas	3,70%	1,96%	3,20%
Capex (COP bn)	0,32	0,052	0,34
Deuda Neta / EBITDA (veces)	2,7x	2,6x	2,4x
EBITDA / Intereses (veces)	3,7x	4,2x	4,2x
Deuda / Patrimonio	38,2%	57,4%	31,8%
Prueba ácida (veces)	0,7x	0,9x	0,5x
Efectivo y equivalentes al efectivo / Caja mínima (veces)	0,7	0,7	0,5
Payout	53,2%	37,4%	50,0%
Dividendo (COP / acción)	517,9	639,9	740,4

Fuente: Grupo Nutresa. Cálculos: Corficolombiana. \*Promedio 2021 - 2022.

### › Estrategias del sector consumo en el nuevo normal

- Enfoque hacia productos saludables para los consumidores, anticipando los beneficios potenciales en el mercado de capitales para financiación de productos y firmas en el contexto de inversiones sostenibles.
- Mayor penetración de productos de marca privada en la medida que los consumidores demandan productos especializados de bajo costo.
- Desarrollo de eficiencias operativas y estrategias de precio en los formatos tradicionales como medidas para contrarrestar la aceleración de las tiendas minoristas de descuento.
- Refuerzo de las redes logísticas, en función del mayor volumen de ventas por el canal digital en el caso de los formatos tradicionales y reorganización de la cadena de proveedores privilegiando la robustez y la diversidad geográfica.

## Equipo de Investigaciones Económicas

---

### **José Ignacio López, PhD**

*Director Ejecutivo*  
(+57-1) 3538787 Ext. 6165  
[Jose.lopez@corficolombiana.com](mailto:Jose.lopez@corficolombiana.com)

## Macroeconomía y Mercados

---

### **Julio César Romero**

*Economista Jefe*  
(+57-1) 3538787 Ext. 6105  
[julio.romero@corficolombiana.com](mailto:julio.romero@corficolombiana.com)

### **Ana Vera Nieto**

*Especialista Renta Fija*  
(+57-1) 3538787 Ext. 6138  
[ana.vera@corficolombiana.com](mailto:ana.vera@corficolombiana.com)

### **María Paula Contreras**

*Especialista Economía Local*  
(+57-1) 3538787 Ext. 6164  
[maria.contreras@corficolombiana.com](mailto:maria.contreras@corficolombiana.com)

### **Juan Camilo Pardo**

*Analista de Investigaciones*  
(+57-1) 3538787 Ext. 6120  
[Juan.pardo@corficolombiana.com](mailto:Juan.pardo@corficolombiana.com)

### **Laura Daniela Parra**

*Analista de Investigaciones*  
(+57-1) 3538787 Ext. 6196  
[laura.parra@corficolombiana.com](mailto:laura.parra@corficolombiana.com)

### **José Luis Mojica**

*Analista de Investigaciones*  
(+57-1) 3538787 Ext. 6107  
[jose.mojica@corficolombiana.com](mailto:jose.mojica@corficolombiana.com)

### **Nicolás Galvez Acero**

*Practicante de Investigaciones Económicas*  
(+57-1) 3538787 Ext. 6112  
[nicolas.galvez@corficolombiana.com](mailto:nicolas.galvez@corficolombiana.com)

## Renta Variable

---

### **Andrés Duarte Pérez**

*Director de Renta Variable*  
(+57-1) 3538787 Ext. 6163  
[andres.duarte@corficolombiana.com](mailto:andres.duarte@corficolombiana.com)

### **Roberto Paniagua**

*Analista Renta Variable II*  
(+57-1) 3538787 Ext. 6193  
[roberto.paniagua@corficolombiana.com](mailto:roberto.paniagua@corficolombiana.com)

### **Daniel Felipe Duarte Muñoz**

*Analista Renta Variable II*  
(+57-1) 3538787 Ext. 6194  
[daniel.duarte@corficolombiana.com](mailto:daniel.duarte@corficolombiana.com)

## Finanzas Corporativas

---

### **Rafael España Amador**

*Director de Finanzas Corporativas*  
(+57-1) 3538787 Ext. 6195  
[rafael.espana@corficolombiana.com](mailto:rafael.espana@corficolombiana.com)

### **Sergio Andrés Consuegra**

*Analista Inteligencia Empresarial*  
(+57-1) 3538787 Ext. 6197  
[sergio.consuegra@corficolombiana.com](mailto:sergio.consuegra@corficolombiana.com)

### **Daniel Espinosa Castro**

*Analista de Finanzas Corporativas*  
(+57-1) 3538787 Ext. 6191  
[daniel.espinosa@corficolombiana.com](mailto:daniel.espinosa@corficolombiana.com)

## ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

## CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

## INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.