



Edición 1008

Un año después de la destorcida de los precios del petróleo

• El sector externo fue el frente de la economía que más rápido sintió los efectos de la descolgada de los precios del petróleo desde mediados del año pasado. La tasa de cambio registró presiones alcistas sostenidas en medio de una alta volatilidad, lo que llevó a que el peso experimentara una rápida depreciación (cercana al 50%). Asimismo, la contracción en los precios del crudo repercutió de manera importante en el déficit de la cuenta corriente y en sus fuentes de financiamiento. El mayor deterioro de las cuentas externas lo experimentó la balanza comercial, que sumado a una menor dinámica de la renta factorial y un estancamiento de las remesas, condujeron a que el déficit de cuenta corriente, ascendiendo en el primer trimestre de 2015 a 6,5% del PIB, lo que ha prendido las alarmas sobre los elevados riesgos a los que se expone la economía y el fuerte ajuste que podría sufrir ante una eventual salida de capitales.

• Dada la alta exposición en el frente externo de la economía colombiana, la estructura de financiación del déficit de cuenta corriente y los niveles de vulnerabilidad ante un eventual choque externo han incrementado la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las cuentas externas. El financiamiento del déficit en cuenta corriente a través de mayor endeudamiento externo será difícilmente sostenible en el mediano plazo, todo ello en un contexto en el que los inlfujos de inversión de portafolio y de IED presentarán reducciones. Sin embargo, a pesar de los riesgos derivados del elevado nivel del déficit en cuenta corriente, distintos indicadores sugieren que la vulnerabilidad externa del país es hoy menor frente a la observada en el periodo previo a la crisis de final del siglo XX.

• El frente fiscal es, sin duda, donde se han generado los mayores riesgos como consecuencia del choque petrolero, no solo por los importantes ingresos que aporta y el consecuente hueco fiscal que supone, sino porque de la capacidad del gobierno para sortear dichos riesgos dependerá el crecimiento económico en el corto y mediano plazo. El efecto de la caída en los precios del crudo no impactó considerablemente el recaudo en 2014, por lo que el presupuesto en 2015 no se vio afectado sustancialmente. El efecto de la descolgada se sentirá con mayor severidad en el recaudo de la actual vigencia fiscal y, por ende, en la financiación del presupuesto en 2016. Reiteramos, en este contexto, el carácter imperativo de una reforma tributaria estructural que incorpore los buenos lineamientos plasmados en el primer informe de la Comisión de Expertos del Sistema Tributario (CEST).

• En materia de actividad productiva, la descolgada de los precios del crudo, que se agudizó a partir del cuarto trimestre de 2014, derivó en una recomposición de las expectativas en materia de crecimiento para 2015-2016. En efecto, durante el primer trimestre de 2015 la economía se expandió a ritmos del 2,8% frente al 6,5% un año atrás. Por el lado de la demanda, la desaceleración ha venido respondiendo a (i) la fuerte reducción del gasto del gobierno, (ii) al menor dinamismo en la inversión productiva como consecuencia de la menor inversión del sector público y privado, y (iii) al deterioro del sector externo. Por el lado de la oferta, el anhelado inicio de la recomposición sectorial desde el sector minero energético hacia la industria y otras ramas que actualmente resultan más competitivas bajo el nuevo panorama cambiario parece no dar mayores visos.

• Si a la nueva realidad económica se le agregan otras fuentes de inestabilidad externa como la desaceleración de la economía China o un eventual deterioro en la estabilidad financiera de la Zona Euro, los vientos adversos podrían acentuarse. Luce imperativo mantener y fortalecer las políticas económicas encaminadas a mejorar la competitividad y productividad del sector real, así como superar de las barreras no arancelarias internacionales que le permitan al país insertarse en las cadenas globales de valor e impulsar la dinámica exportadora. Esto le permitirá al país sobrellevar la caída de los precios del petróleo, acomodar su estructura productiva a esta nueva realidad y retornar, de cara al próximo lustro, nuestros ritmos de crecimiento potencial.

18 de agosto de 2015

Director:

Santiago Castro Gómez

ASOBANCARIA:

Santiago Castro Gómez
Presidente**Jonathan Malagón**
Vicepresidente Técnico**Germán Montoya**
Director Económico

Para suscribirse a Semana Económica, por favor envíe un correo electrónico a semanaeconomica@asobancaria.com o visítenos en <http://www.asobancaria.com>

Visite nuestros portales:
www.asobancaria.com
www.cuadresubolsillo.com
www.abcmicasa.com



Edición 1008

Un año después de la destorcida de los precios del petróleo

Desde la última crisis financiera internacional, la dinámica de crecimiento a nivel global no termina de consolidarse. En efecto, Europa lleva casi 5 años de recesión con crecimientos negativos de la producción en varias economías y tasas de desempleo que doblan e incluso triplican los niveles de largo plazo. Los países emergentes, por su parte, salieron bien librados de la crisis y, a diferencia del mundo desarrollado, experimentaron un avance sustancial en términos de ingresos y destrucción de pobreza.

No obstante, desde hace un año la conjunción de fenómenos tanto de oferta (mayor producción de hidrocarburos no convencionales y aumento en la producción en medio oriente) como de demanda (menor crecimiento de China) condujeron a una considerable caída en los precios del petróleo que le imprimió una marcada volatilidad a los mercados financieros de países productores (particularmente en el mercado cambiario) y, en algunos países más que en otros, con importantes repercusiones en el sector externo, fiscal y real.

En este contexto, Colombia no ha sido la excepción. Después de casi una década de precios favorables y buenos resultados en materia de actividad productiva y fiscal, la economía colombiana se enfrenta a uno de los escenarios de mayor estrés, lo que sumado a la pérdida de confianza sobre el desempeño del mundo emergente y una eventual contracción de la política monetaria en Estados Unidos, aumenta la incertidumbre sobre el desempeño macroeconómico para los próximos años.

Esta Semana Económica evalúa el desempeño de la economía colombiana luego de un año de la destorcida de los precios del crudo y su perspectiva en tres de los frentes macroeconómicos más importantes. En primer lugar, se analizan los impactos sobre el sector externo, en particular, en la dinámica y volatilidad del mercado cambiario, en el creciente déficit de la balanza comercial, el abultado déficit en cuenta corriente y en sus fuentes de financiamiento. Se analizan, por otro lado, los efectos en el frente fiscal, teniendo en cuenta que la caída en los precios impactará de forma significativa los ingresos del gobierno a lo largo de 2015, lo que tendrá repercusiones importantes de cara al presupuesto de 2016. Por último, se examina el sector real y los problemas de carácter cíclico y estructural que enfrenta la economía para llevar a cabo la anhelada e imperativa recomposición productiva.

Sector externo y vulnerabilidad

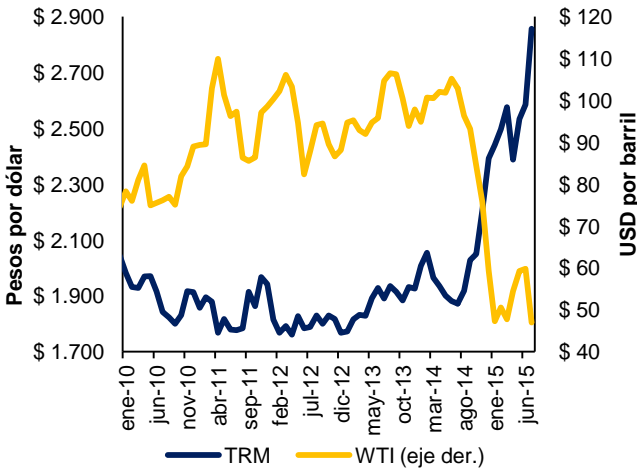
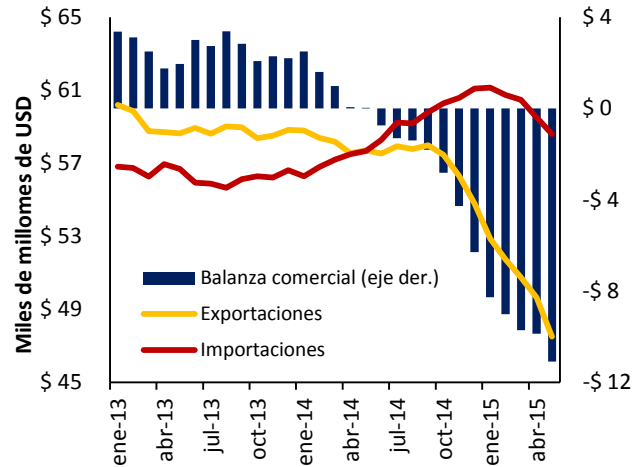
El sector externo fue el frente de la economía que más rápido sintió los efectos de la descolgada de los precios del petróleo desde mediados del año pasado. La tasa de cambio, como termómetro de la incertidumbre de los mercados, registró presiones alcistas sostenidas en medio de una alta volatilidad, lo que llevó a que en un poco más de un año el peso experimentara una rápida depreciación (cercana al 50%, Gráfico 1a). Si bien este efecto luce exagerado a la luz de lo observado en los países

Editor

Germán Montoya
Director Económico

Autores de esta edición:

Germán Montoya
Carlos Ruíz
Daniel Lacouture

Gráfico 1. Tasa de cambio y balanza comercial
a. Tasa de cambio y precios del WTI

b. Balanza comercial acumulada 12 meses*


*La balanza corresponde a la suma de los últimos 12 meses. Para diciembre de 2014 el dato es el observado para todo el año.

Fuente: Banco de la República, Bloomberg y DANE.

latinoamericanos (donde la depreciación promedio fue del orden del 30%), dos hechos en particular explican este grado de sobre-reacción de la moneda local: (i) la recomposición derivada de la mayor ponderación que asignó JP Morgan a la deuda pública colombiana en 2014, la cual revirtió la tendencia en la tasa de cambio observada durante todo 2013, reduciendo la base de comparación y ampliando con ello la magnitud de la depreciación y (ii) la mayor dependencia relativa de Colombia del sector petrolero con respecto a los demás países de la región. Pues si bien, en general, en América Latina se presenta una elevada dependencia con respecto a los bienes minero-energéticos, en varios casos (como Perú y Chile) el principal componente de exportación corresponde al sector minero y menos al de hidrocarburos y, por lo tanto, sus monedas ya se habían depreciado previamente gracias a que la caída de los precios mineros se había iniciado dos años antes.

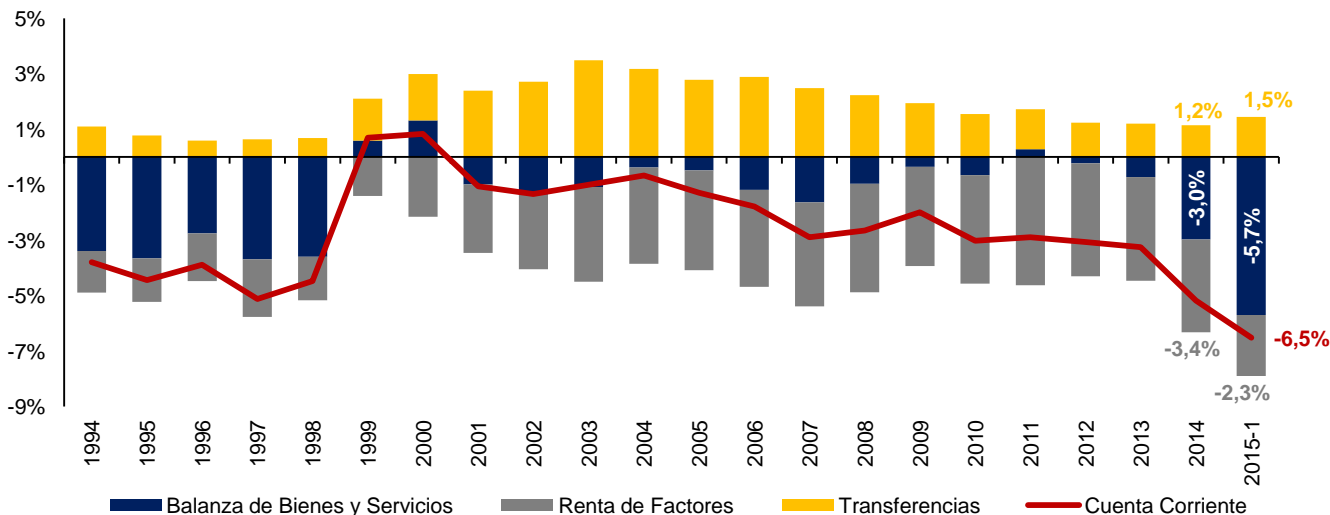
Asimismo, la contracción en los precios del crudo repercutió de manera importante en el déficit de la cuenta corriente y en sus fuentes de financiamiento. En primera instancia, el mayor deterioro de las cuentas externas lo experimentó la balanza comercial, que con corte al mes de mayo alcanzó un déficit anual de USD 12 mil millones¹.

Lo anterior obedece a un esperado retroceso de las exportaciones como consecuencia de (i) los menores ingresos minero-energéticos, (ii) del estancamiento de los sectores transables tradicionales (agro e industria) y (iii) de la débil respuesta de las importaciones al nuevo panorama cambiario, que registraron fuertes expansiones durante todo el 2014 y tan solo empezaron a dar señales de desaceleración a comienzos de 2015 (Gráfico 1b).

Las rentas factoriales, por su parte, compensaron parcialmente el marcado deterioro de la balanza comercial gracias a un menor déficit, que pasó de 3,4% a 2,3% del PIB, por cuenta de unos menores dividendos pagados. En cuanto a las transferencias, el mal desempeño del mercado laboral en el mundo desarrollado (particularmente en Europa) durante los últimos años condujo a que las remesas permanecieran prácticamente estancadas e, incluso, en medio de un mayor crecimiento de las remesas dirigidas al exterior. Estos factores condujeron a que el déficit de cuenta corriente en 2014 alcanzara niveles similares a los registrados antes de la crisis de final de siglo (5,2% vs 5,1% en 1997, Gráfico 2).

Inclusive, en lo que va corrido del año, la cifra del déficit asciende a niveles históricos del 6,5% del PIB, lo que ha

¹ El déficit anual es la suma de los balances comerciales durante los últimos doce meses.

Gráfico 2. Cuenta corriente (% del PIB)


Fuente: Banco de la República y DANE. Cálculos Asobancaria.

prendido las alarmas sobre los elevados riesgos a los que se expone la economía y el fuerte ajuste que podría sufrir ante una eventual salida de capitales. En efecto, basta recordar que las crisis de las décadas del 80 y 90 tuvieron como principal catalizador un contexto externo desfavorable que, junto con desbalances macroeconómicos internos, conllevó a una parada súbita de capitales, dificultando la financiación de las importaciones y el consumo interno y generando choques de riqueza negativos que profundizaron los malos resultados del sector real (Ocampo, 2015)².

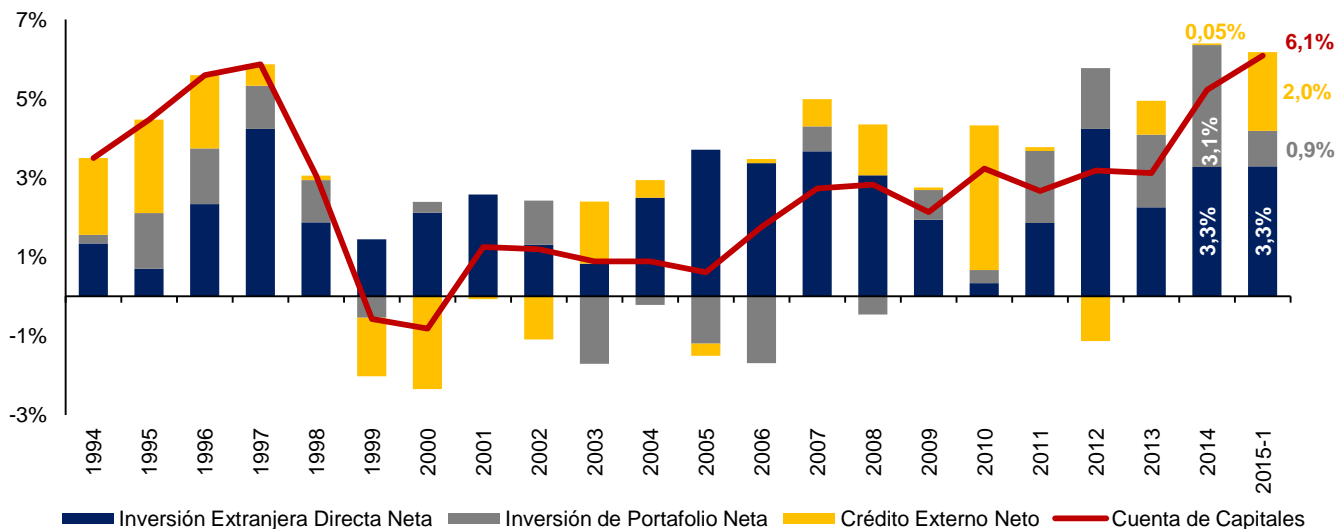
Dada la alta exposición en el frente externo de la economía colombiana, la estructura de financiación del déficit de cuenta corriente y los niveles de vulnerabilidad ante un eventual choque externo han incrementado la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las cuentas externas. En primer lugar, se puede observar un cambio en las fuentes de financiamiento del déficit en cuenta corriente, en la cual se redujo la inversión de portafolio, en contraste con un aumento en el endeudamiento neto. La inversión extranjera directa, por su parte, se mantuvo en niveles relativamente estables. Lo anterior, implica que la financiación de la cuenta corriente ha requerido una mayor emisión de deuda (en parte gracias al mecanismo anticíclico de la regla fiscal que permite mayor endeu-

damiento ante este tipo de choques, y posibilita ajustes graduales) e inversiones de corto plazo con una elevada volatilidad. Sin embargo, esta situación, que desde luego suaviza los efectos del ciclo minero-energético, no es sostenible en el mediano plazo (Gráfico 3).

En segundo lugar, a pesar de los riesgos derivados del elevado nivel del déficit en cuenta corriente, distintos indicadores sugieren que la vulnerabilidad externa del país es hoy menor frente a la observada en el periodo previo a la crisis de final del siglo XX (Cuadro 1). En efecto, las reservas internacionales netas (RIN) han multiplicado casi por 6 su valor nominal en los últimos 15 años, pasando de USD 8.101 millones en 1999 a niveles de USD 24.029 millones en 2008 y a un nivel cercano a los USD 47.323 millones en 2014, hecho que refleja una menor vulnerabilidad externa frente a periodos precrisis pasados. Además, estas se han incrementado de forma notoria respecto a las necesidades de financiamiento de las importaciones (como meses de importación). Como porcentaje del PIB, las RIN han mostrado un crecimiento que refleja una mayor holgura en caso de afrontar una crisis externa.

Se destaca como las RIN superan en gran cuantía las deudas de corto plazo, lo que asegura en cierta medida el

² Ocampo, J. A. (2015). "Una Historia del Sistema Financiero Colombiano". Asobancaria.

Gráfico 3. Cuenta de capitales (% del PIB)


Fuente: Banco de la República y DANE. Cálculos Asobancaria.

pago de sus obligaciones en caso de una parada repentina en la entrada de capitales. Mientras en 1997 (periodo precrisis hipotecaria), las reservas equivalían a 2,3 veces la deuda externa de corto plazo, en 2014 esta relación ascendió a 3,3 veces. Contar con un nivel adecuado de reservas aliviaría las presiones de liquidez que podría enfrentar el país en un escenario de aversión al riesgo extrema. Esto nos permite aseverar que la fortaleza externa de Colombia se ha venido incrementando. Colombia cuenta con cerca de USD 47.323 millones que sumado al acceso a la línea de crédito contingente del FMI (USD 5.840 millones), permitiría mantener el flujo de recursos externos, evitando cambios drásticos en las variables del sector real y suavizaría la volatilidades excesivas de la tasa de cambio.

Como Asobancaria lo ha venido señalando, esto último se convierte en una fortaleza adicional de la política monetaria en la medida en que una mayor capacidad para mitigar depreciaciones excesivas del peso (acentuadas en contextos de incertidumbre externa) reducirá los efectos alcistas en inflación vía bienes transables y, con ello, el dilema entre política monetaria y cambiara que suelen enfrentar los bancos centrales en periodos de bajo crecimiento y presiones inflacionarias.

Los reportes de liquidez, calidad crediticia y solvencia son

unos de los más elevados en los últimos años al tiempo que la morosidad se encuentra en sus mínimos históricos (2,9%). Estos resultados cobran importancia en el actual contexto de incertidumbre externa en la medida en que uno de los sectores que en efecto podría limitar o amplificar los efectos de una crisis es el sistema financiero. En este contexto, si la banca colombiana y el sistema financiero en general presentan buenos indicadores de liquidez, de solvencia y de calidad crediticia, los efectos adversos de una crisis tendrán mayores dificultades de contagio, hecho que brinda una mayor protección al sector real.

Esperamos, con base en la recalibración del Programa de Equilibrio General de Asobancaria (PEGASO 2.0) que los niveles de déficit de cuenta corriente comiencen a descender a partir de la segunda mitad de 2015 hasta alcanzar niveles de 6,1% del PIB (frente al 6,6% del primer trimestre), con lo cual el déficit en cuenta corriente cerraría año con niveles de 6,5% del PIB. Esperamos, en este escenario, una ligera disminución del déficit comercial en medio de la contracción esperada de las importaciones por cuenta de los nuevos niveles de la tasa de cambio y de la ligera recuperación de los sectores transables distintos a los del sector minero-energéticos. En este sentido, la corrección a la baja de la cuenta corriente continuará gradualmente durante los siguientes dos años hasta llegar a 4,5% en 2017 (Cuadro 2).



Cuadro 1. Posición de Colombia frente a la situación externa

Indicadores de vulnerabilidad/fortaleza externa									
Sector público					Cuentas externas				
Choque	1997	2008	2011	2014	Choque	1997	2008	2011	2014
	Hipotecario de fin de siglo	Lehman Brothers	Deuda Europea	Precios del petróleo		Hipotecario de fin de siglo	Lehman Brothers	Deuda Europea	Precios del petróleo
Sector público					Cuentas externas				
Deuda Neta SPNF (% PIB)	25,49	31,80	33,98	38,30	Cta. corriente (% PIB)	-4,48	-2,81	-2,94	-5,17
DEN SPNF (% Deuda)	44,36	34,15	31,43	26,91	Cta. capitales (% PIB)	5,13	3,89	3,87	6,40
Calificación deuda soberana	BBB-	BB+	BBB-	BBB+	IED + Cta. cte. (% PIB)	-0,15	1,53	1,06	-0,87
EMBI Riesgo país (pb)	286	305	148	196	IED USA (% IED total)	7,21	28,10	17,17	14,05
					IED EURO (% IED total)	26,61	13,20	10,19	20,28
					Exportaciones (% PIB)	10,28	15,20	16,85	15,09
					Expo. tradic. (% total)	52,07	53,90	71,03	68,13
					Expo USA (% total)	36,95	37,88	38,77	24,74
					Expo EURO (% total)	23,15	12,91	15,65	16,49
					Remesas (% PIB)	0,68	1,96	1,21	1,15
					Rem. USA (% Total)		35,31	32,84	38,94
					Rem. EURO (% Total)		44,32	42,72	25,86
Sector financiero									
Calidad de crédito (Morosidad)	9,56	4,59	3,26	2,90					
Provisiones/ Cartera vencida	30,22%	112,98%	163,71%	150,50%					
Patrimonio/ Activo	14,34%	12,02%	13,15%	14,00%					
Reservas internacionales									
USD M	9.906	24.030	32.300	47.323					
(%) PIB	7,72	9,84	9,63	12,52					
En meses de importaciones	8,31	7,94	7,67	9,22					
Número de veces deuda externa de corto plazo	2,3	4,3	3,1	3,3					

Fuente: Banco de la República, Asobancaria y Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Cálculos Asobancaria.



Cuadro 2. Proyección de la Balanza de Pagos (% PIB)

Concepto	2014	2015 - I*	2015p	2016p	2017p
Cuenta corriente	-5,2	-6,6	-6,5	-5,2	-4,5
Balanza de bienes y serv.	-3,0	-5,7	-5,5	-4,7	-4,3
Renta de factores	-3,4	-2,3	-2,3	-2,0	-1,9
Transferencias netas	1,2	1,4	1,4	1,5	1,7
Cuenta de capitales	6,4	6,2	6,2	5,1	4,5
IED neta	3,3	3,3	3,1	2,9	3,1
IEP neta	3,1	0,9	0,5	-0,4	-0,1
Crédito externo neto	0,0	2,0	2,4	2,6	1,5
Var. Reservas Internacionales	1,2	0,1	-0,3	-0,1	0,0

*En este caso la suma de los balances de la cuenta corriente y la cuenta de capitales no coincide con la variación de las reservas internacionales dado que en este trimestre la cuenta de errores y omisiones representó un 0,4% del PIB.

Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Por el lado de la cuenta de capitales, los bajos precios del petróleo y la subida de tasa de política monetaria en EE.UU influirán en la menor entrada de inversión extranjera directa (3,1% del PIB) y de portafolio (0,4% del PIB), respectivamente. Esto ocasionará que el financiamiento externo corra por cuenta de un mayor endeudamiento externo (2,4% del PIB). Intervenciones cambiarias (des acumulación de reservas) por parte del Banco de la República, sólo serían necesarias en caso de registrarse devaluaciones excesivas del tipo de cambio en el corto y mediano plazo que pongan en riesgo la meta de inflación de cara al 2016.

Por último, vale la pena mencionar que el financiamiento del déficit en cuenta corriente a través de mayor endeudamiento externo será difícilmente sostenible en el mediano plazo, todo ello en un contexto en el que los inlfujos de inversión de portafolio y de IED presentarán reducciones sostenidas (el primero por la eventual subida de tasas de interés por parte de la FED y la segunda por los menores precios de los bienes minero energéticos). De ahí la necesidad de las reformas que aumenten la produc-

tividad de los sectores transables diferentes al minero-petrolero para moderar los desequilibrios externos actuales.

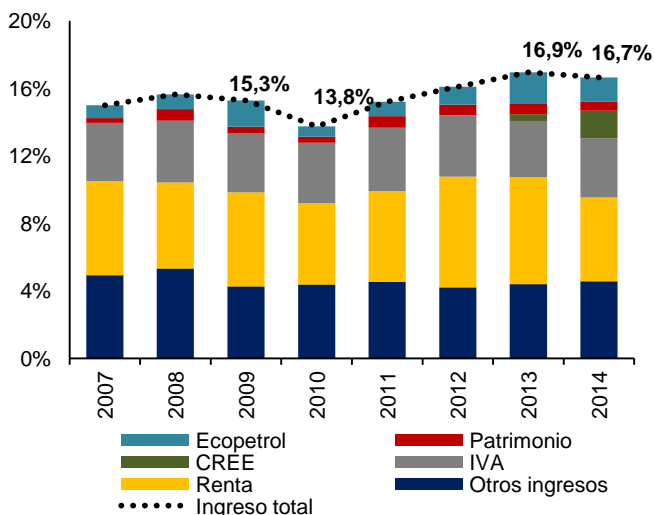
Sector fiscal

El frente fiscal es, sin duda, donde se han generado los mayores riesgos como consecuencia del choque petrolero, no solo por los importantes ingresos que aporta y el consecuente hueco fiscal que supone, sino porque de la capacidad del gobierno para sortear dichos riesgos dependerá el crecimiento económico en el corto y mediano plazo.

A pesar de que el sector minero-energético constituye una parte importante de los ingresos fiscales, estos no se redujeron de manera considerable durante 2014, pues el precio promedio en del WTI en 2014 alcanzó los USD 93, levemente por debajo del registro de años anteriores (USD 97). En efecto, para el 2014 el recaudo se redujo en solo 20 pb como porcentaje del PIB (Gráfico 4).

En vista de la difícil situación fiscal y los requerimientos de gasto de la nación, a finales de 2014 el gobierno tramitó con urgencia una nueva reforma tributaria para suplir la necesidad de recursos por cerca de \$ 12,5 billones (vía impuesto a la riqueza y postergación el desmante del Gravamen a los Movimientos Financieros, GMF).

Gráfico 4. Ingresos del Gobierno Nacional Central (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, MFMP.



En consecuencia, el efecto de la caída en los precios del crudo no impactó considerablemente el recaudo en 2014, por lo que el presupuesto en 2015 no se vio afectado sustancialmente. En este orden de ideas, el efecto de la descolgada se sentirá con mayor severidad en el recaudo de la actual vigencia fiscal y, por ende, en la financiación del presupuesto en 2016. En efecto, según el último Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), los ingresos por renta petrolera (empresas del sector y dividendos de Ecopetrol) caerán 66% en 2015, dejando un hueco de alrededor COP 2,9 billones para el 2016.

De forma análoga, el MFMP describe que el precio promedio por barril de petróleo rondará los USD 48 para 2015 con un precio estructural de USD 73, lo cual le permitirá aumentar el endeudamiento por cuenta del menor ingreso cíclico. No obstante, en lo corrido del año el precio promedio ha sido cercano a USD 50 y las expectativas de aumentos se han visto sustancialmente reducidas ante (i) los altos niveles de reserva que persisten en el mundo, en especial en EE.UU., (ii) la baja demanda, en especial desde China y (iii) la posible entrada de Irán al mercado después de un pacto en torno al tema nuclear. Unos mayores niveles de volatilidad que se vieron exacerbados por la incertidumbre asociada a la estabilidad de la Zona Euro (Grecia).

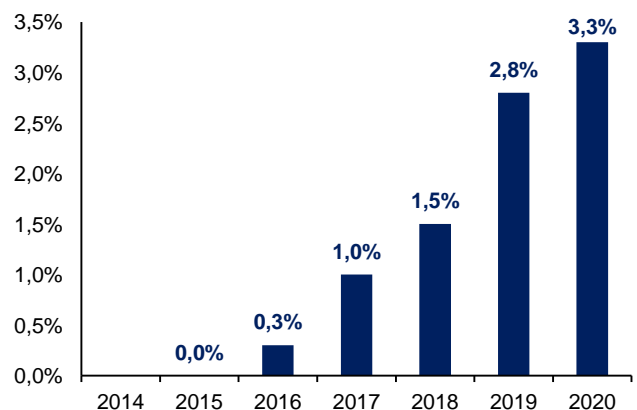
Lo anterior ensombrece aun más el panorama fiscal para 2016. Pues a pesar de que el MFMP estima que los ingresos crecerán menos que el PIB real, el gobierno parece haber sobre estimado el recaudo en los sectores diferentes al minero-energético dado el menor crecimiento esperado para este año. Es importante resaltar que esta disminución del recaudo se compensará parcialmente con los nuevos recursos provenientes de la reforma tributaria de 2014 y con los menores gastos que realizará el gobierno por cuenta del aplazamiento de la ejecución de COP 5,9 billones, de los cuales COP 4 billones corresponden al rubro de inversión. Sin embargo, el mercado ha continuado viendo con preocupación las crecientes necesidades fiscales que requiere el país.

En primer lugar, con el aumento de la tasa de cambio y la tasa de fondeo del gobierno, la financiación del presupuesto a través de deuda pública, en especial deuda externa, se torna cada vez más costosa. De hecho, las tasas de los títulos de deuda pública del gobierno a diez años (TES 10) se han incrementado casi 1,2 pps desde mediados del año pasado. Adicionalmente, el inminente incremento de la tasa de política monetaria en EE.UU. derivará en presiones alcistas adicionales en el tipo de

cambio, lo que encarecería sustancialmente el crédito externo. Difícilmente podría el Gobierno recurrir a reducciones adicionales en el gasto público y la inversión en caso de que las condiciones externas se deterioren, so pena de poner en riesgo el avance en los indicadores sociales y el necesario impulso a la dinámica de la actividad productiva.

Reiteramos, en este contexto, el carácter imperativo de una reforma tributaria estructural que incorpore los buenos lineamientos plasmados en el primer informe de la Comisión de Expertos del Sistema Tributario (CEST). De hecho, según la CEST, de realizarse una reforma tributaria y manteniendo constantes los actuales niveles de gasto como porcentaje del PIB, las necesidades fiscales serán cercanas al 1,5% del PIB en 2018 y 3,3% en 2020 (Gráfico 5). A pesar de todo, el andamiaje fiscal construido durante la década pasada, la Regla Fiscal ha sido uno de los principales activos para la credibilidad y sostenibilidad fiscal, lo que le ha permitido al gobierno fortalecer su posición frente a las crisis previas.

Gráfico 5. Necesidades fiscales (% del PIB)



Fuente: Comisión de Expertos para la Equidad y la Competitividad Tributaria.

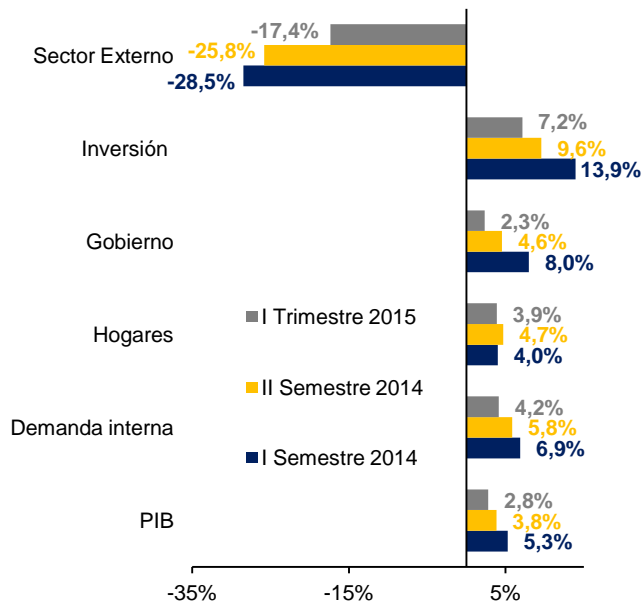
Actividad productiva

La descolgada de los precios del crudo, que se agudizó a partir del cuarto trimestre de 2014, derivó en una recomposición de las expectativas en materia de crecimiento para 2015-2016 (ver Semana Económica 993). En efecto, durante el primer trimestre de 2015 la economía se expandió a ritmos del 2,8% frente al 6,5% un año atrás.



Por el lado de la demanda, la desaceleración ha venido respondiendo a (i) la fuerte reducción del gasto del gobierno en respuesta a la nueva realidad fiscal, (ii) al menor dinamismo en la inversión productiva como consecuencia de la menor inversión del sector público y privado, y (iii) al continuo deterioro del sector externo (Gráfico 6). El consumo de los hogares, por su parte, ha mostrado un menor deterioro, en buena parte por el dinamismo de los bienes durables durante el último trimestre de 2014, lo que explica en parte la continua alza de las importaciones.

Gráfico 6. Crecimiento anual por el lado de la demanda



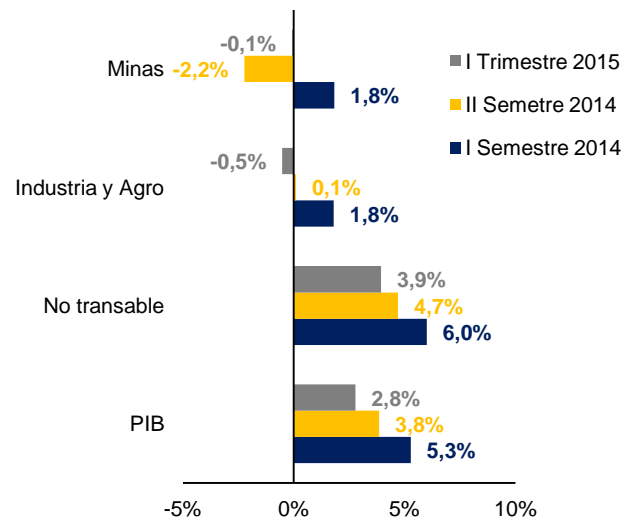
Fuente: DANE. Cálculos Asobancaria.

Por el lado de la oferta, el anhelado inicio de la recomposición sectorial desde el sector minero energético hacia la industria y otras ramas que actualmente resultan más competitivas bajo el nuevo panorama cambiario parece no dar mayores visos (Gráfico 7). Y es que han sido varios los factores que han impedido que se lleve a cabo dicha recomposición, los cuales tienen que ver con (i) el efecto industrial del cierre de Reficar, y (ii) los problemas estructurales que en materia de competitividad enfrentan los sectores agrícola e industrial.

La industria, que venía en 2014 exhibiendo un pobre desempeño, ahora incorpora una caída marginal de 0,8% en los sectores diferentes al de refinación de petróleo. Si

bien el sector industrial podría verse beneficiado por las ganancias vía competitividad cambiaria asociadas a la mayor depreciación del peso, la realidad es que la menor tracción de la demanda interna, las barreras no arancelarias y la baja demanda de los mercados internacionales están imponiendo serias trabas al crecimiento y a las exportaciones del sector.

Gráfico 7. Crecimiento anual por el lado de la oferta



Fuente: DANE. Cálculos Asobancaria.

Sin embargo, pese a los ingentes esfuerzos del gobierno, los rezagos en materia de productividad y competitividad que enfrenta la industria y el agro requieren más que subsidios cortoplacistas y depreciaciones cambiarias. La pasada reforma tributaria elevó sustancialmente la carga tributaria sobre las empresas, gravando el capital de forma considerable. Este hecho, como bien la Asociación lo ha señalado de forma reiterativa, ha inhibido la inversión productiva y ha reducido el crecimiento y la dinámica de la actividad productiva. Adicionalmente, los principales cuellos de botella en materia de competitividad de la economía colombiana todavía siguen latentes, y las esperadas obras de infraestructura o bien aún no culminan (en lo que respecta a las 3G) o todavía no arrancan con la celeridad esperada (4G), lo cual ha contribuido con la pérdida de dinamismo de ambos sectores. Esta realidad nos permite continuar señalando un crecimiento para 2015 hacia niveles cercanos al 3%, pero con un claro sesgo bajista (hacia el rango 2,5%-2,8%) que sin duda podría materializarse si los datos en materia de crecimiento del primer semestre del año



(próximos a conocerse) confirman que la actividad productiva ha continuado perdiendo tracción.

Consideraciones finales

El panorama a nivel internacional después de un año de la descolgada de los precios del crudo ha repercutido de manera importante en el desempeño de la economía colombiana. El sector externo ha sido el que más rápido ha sentido las perturbaciones y, aunque ha logrado sortear los riesgos gracias a un entorno macroeconómico sólido, una tasa de cambio flexible, un crédito relativamente barato y un importante respaldo en reservas internacionales, enfrenta riesgos de gran calado en materia de sostenibilidad de la cuenta corriente, cuya financiación a entrada a depender de la magnitud del crédito externo.

En el frente fiscal, si bien se presentaron problemas de financiamiento en 2015, las presiones se sentirán con mayor fuerza en 2016, pues el menor recaudo esperado para este año afectará considerablemente el presupuesto. Esto, sin duda, repercutirá en el crecimiento esperado para 2016 ante un menor gasto del gobierno, lo cual se acentuará por la lenta recomposición sectorial de la economía. En este frente, la industria, contrario a lo que se preveía, no ha despegado y el crecimiento en el primer trimestre de 2015 fue negativo, todo ello en un contexto en el que las expectativas se deterioran toda vez que la marcada apreciación del tipo de cambio de los últimos años, sumado a los serios problemas de competitividad, dejaron un lastre importante en su estructura productiva. Emergen, en este escenario, problemas de carácter estructural, asociados en buena parte a la alta carga tributaria y a los bajos niveles de competitividad.

De hecho, si a esta nueva realidad económica se le agregan otras fuentes de inestabilidad externa como la desaceleración de la economía China o un eventual deterioro en la estabilidad financiera de la Zona Euro, los vientos adversos podrían acentuarse. Luce imperativo mantener y fortalecer las políticas económicas encaminadas a mejorar la competitividad y productividad del sector real, así como superar de las barreras no arancelarias internacionales que le permitan al país insertarse en las cadenas globales de valor e impulsar la dinámica exportadora. Lo anterior, le permitirá al país sobrellevar la caída de los precios del petróleo, acomodar su estructura productiva a esta nueva realidad y retornar, de cara al próximo lustro, a sus ritmos de crecimiento potencial.



Colombia Principales Indicadores Macroeconómicos

	2012	2013					2014					2015	
		T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	Total Proj.
PIB Nominal (COP MM)	664,5	172	175	179	181	707	187	187	190	192	756,2	194	809,2
PIB Nominal (USD B)	366	94	91	93	94	367	95	96	93	88	372,5	75,5	344,3
Crecimiento Real													
PIB real (% Var. Interanual)	4,0	2,9	4,7	6,1	6,0	4,9	6,5	4,1	4,2	3,5	4,6	2,8	3,1
Precios													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	2,4	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9	2,5	2,8	2,9	3,7	3,7	4,6	4,1
Inflación básica (% Var. Interanual)	3,2	2,5	2,1	2,2	2,2	2,2	2,5	2,5	2,4	2,8	2,8	3,9	...
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	1768	1832	1929	1915	1927	1927	1965	1881	2028	2392	2392	2576	2355
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-9,0	2,2	8,1	6,3	9,0	9,0	7,3	-2,5	5,9	24,2	24,2	31,1	-1,6
Sector Externo													
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,3	-3,4	-2,6	-4,1	-3,6	-3,2	-3,8	-4,3	-5,3	-6,5	-5,2	...	-5,6
Cuenta corriente (USD B)	-12,1	-3,3	-2,3	-3,7	-3,3	-12,3	-3,8	-4,1	-5,0	-6,9	-19,8	...	-18,4
Balanza comercial (USD mmM)	5,2	0,6	1,2	-4,0	-4,1	-6,3	-0,6	-0,6	3,0	0,4	2,2	...	...
Exportaciones F.O.B. (USD mmM)	60,1	14,1	15,2	13,7	11,8	54,8	13,5	14,5	15,8	15,1	58,8	...	...
Importaciones F.O.B. (USD mmM)	56,1	13,5	14,0	17,7	15,9	61,1	14,1	15,1	12,8	14,6	56,6	...	...
Servicios (neto)	-5,5	-1,4	-1,4	-1,5	-1,4	-5,6	-1,4	-1,6	-1,7	...	...	...	...
Renta de los factores	-15,9	-3,6	-3,4	-3,5	-3,6	-14,1	-3,0	-3,2	-3,6	...	-12,9	...	-8,5
Transferencias corrientes (neto)	4,6	1,0	1,2	1,2	1,1	4,6	1,0	1,0	1,0	...	4,4	...	4,4
Inversión extranjera directa (USD mm)	15,8	3,7	4,0	4,8	3,9	16,4	3,7	4,4	3,9	3,1	15,1	3,4	13,2
Sector Público (acumulado)													
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	0,2	0,8	2,4	2,4	0,3	0,0	0,5	...	...	...	-0,2	...	...
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-2,3	0,4	1,3	0,7	-2,4	-2,4	0,1	0,1	...	...	-2,4	...	-3,0
Bal. primario del SPNF (% del PIB)	3,3	1,9	3,6	4,0	1,5	1,4	...	2,4	...	...	0,7	...	0,5
Bal. del SPNF (% del PIB)	0,5	1,5	2,5	2,1	-0,9	-1,0	0,6	1,3	...	...	-1,8	...	-2,3
Indicadores de Deuda													
Deuda externa bruta (% del PIB)	21,3	21,4	22,1	23,8	24,2	24,2	25,1	25,6	26,1	26,8	26,8	...	...
Pública - SNPF (% del PIB)	12,5	12,2	12,2	13,5	13,7	13,7	14,3	15,0	15,4	15,8	15,8	...	...
Privada (% del PIB)	8,8	9,2	9,9	10,3	10,5	10,5	10,8	10,6	10,7	11,0	11,0	...	...
Deuda del Gobierno Central (% del PIB)	34,5	35,1	34,5	35,9	37,3	37,3	35,5	35,3	36,6	39,7	39,7	...	...

Fuente: PIB y Crecimiento Real – DANE y Banco de la República, proyecciones Asobancaria. Sector Externo – DANE y Banco de la República, proyecciones MHCP. Sector Público y respectivas proyecciones - MHCP. Indicadores de deuda – DANE, Banco de la República, Departamento Nacional de Planeación; proyecciones DNP y MHCP.

Colombia
Estados Financieros*

	abr-15 (a)	mar-15	abr-14 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
Activo	464.920	464.102	406.575	9,3%
Disponible	33.904	31.178	34.284	-5,5%
Inversiones	96.435	96.875	79.302	16,2%
Cartera Neta	303.980	303.004	262.487	10,7%
Consumo Bruta	86.392	85.596	75.498	9,4%
Comercial Bruta	182.823	183.113	164.573	6,2%
Vivienda Bruta	38.667	38.109	26.203	41,0%
Microcrédito Bruta	10.039	9.973	8.076	18,8%
Provisiones**	11.454	11.318	11.854	-7,7%
Consumo	3.912	3.807	4.619	-19,1%
Comercial	5.718	5.688	6.111	-10,6%
Vivienda	1.117	1.102	555	92,5%
Microcrédito	707	721	569	18,8%
Pasivo	402.581	401.921	349.166	10,2%
Depósitos y Exigibilidades	351.142	347.405	267.313	25,5%
Cuentas de Ahorro	141.246	143.822	137.237	-1,6%
CDT	97.265	95.421	78.128	19,0%
Cuentas Corrientes	45.277	46.589	44.523	-2,8%
Otros***	67.354	61.573	7.426	766,9%
Otros pasivos	2.998	2.509	2.871	-0,2%
Patrimonio	62.340	62.180	57.408	3,8%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	3.701	2.771	2.740	29,1%
Ingresos por intereses	11.221	8.371	9.506	12,8%
Gastos por intereses	4.178	3.101	3.309	20,7%
Margen neto de Intereses	7.043	5.270	6.380	5,5%
Ingresos netos diferentes de Intereses	3.962	2.900	3.676	3,0%
Margen Financiero Bruto	11.005	8.170	10.056	4,6%
Costos Administrativos	4.776	3.537	4.268	6,9%
Provisiones Netas de Recuperación***	4.595	3.555	1.303	236,9%
Margen Operacional	3.885	2.856	3.764	-1,4%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	3,05	2,99	3,09	-0,05
Consumo	4,75	4,58	4,75	0,01
Comercial	2,30	2,28	2,40	-0,10
Vivienda	1,87	1,85	1,95	-0,08
Microcrédito	6,44	6,70	6,91	-0,47
Cubrimiento**	144,13	145,75	143,64	0,49
Consumo	128,05	130,88	128,29	-0,24
Comercial	163,06	163,87	165,03	-1,97
Vivienda	156,46	157,12	88,13	68,32
Microcrédito	109,37	107,91	101,86	7,52
ROA	2,05%	1,98%	1,65%	0,4%
ROE	14,88%	14,27%	12,08%	2,8%
Solvencia	15,46%	15,00%	15,40%	N/A

1/ Calculado como la diferencia entre ingresos y gastos por intereses menos Prima amortizada de cartera - cuenta PUC 510406

2/ Indicador de calidad de cartera en mora = Cartera Vencida /Cartera Bruta.

*Datos mensuales a diciembre de 2014 del sistema bancario. Cifras en miles de millones de pesos. Fuentes y cálculos Asobancaria.

** No se incluyen otras provisiones. El cálculo del cubrimiento tampoco contempla las otras provisiones.

*** Crecimientos superiores al 200%.