

Colombia ante la creciente volatilidad en los mercados emergentes

- Las crisis cambiarias de Turquía y Argentina, el proceso de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos y el escalamiento de las tensiones comerciales han llevado a que la aversión al riesgo hacia activos de países emergentes se haya incrementado y que la cantidad de flujos de capitales hacia los mismos haya disminuido en lo corrido del año.

- Los pronunciamientos erráticos hechos por las autoridades turcas en los últimos meses han minado la confianza de los inversionistas internacionales en esta economía. En este sentido, la pérdida de credibilidad en este mercado se ha visto materializada en incrementos en lo corrido del año del indicador de riesgo país EMBI del orden de 300 pb y una devaluación de la lira turca frente al dólar cercana al 63,2%.

- Argentina, país caracterizado por la volatilidad en su crecimiento y recurrentes crisis económicas, se ve enfrentado una vez más a desbalances económicos y a la falta de capacidad de las autoridades para generar credibilidad en los mercados. La fuerte devaluación del peso en lo corrido del año (107,8%) ha puesto de manifiesto que el enfoque “gradual” de las políticas del actual gobierno ya no genera credibilidad dentro de los inversionistas.

- Lo acontecido a lo largo del año con el mercado cambiario de países emergentes permite establecer un fuerte contraste en donde Colombia, una vez más, sale bien librado. Al respecto, al corte de septiembre, Colombia registró una depreciación año corrido frente al dólar de tan solo 1,2%, mientras que para Sudáfrica, Rusia y Brasil, el debilitamiento de sus monedas se encuentra entre 19% y 26%. El compromiso con la regla fiscal y la mejoría de otros fundamentales económicos han llevado a que Colombia haya recibido un trato diferencial por parte de los inversionistas. En efecto, si bien debe reconocerse que una distorsión en las cotizaciones internacionales del crudo, en un contexto de menor liquidez global, es un riesgo que de ninguna manera debe subestimarse, también es cierto que la correcta coordinación entre la política fiscal-monetaria-cambiaria de los últimos lustros ha permitido mantener la confianza de los mercados, un hecho que ha contribuido a acotar la vulnerabilidad externa.

- La economía colombiana, aun cuando ha logrado sortear con éxito la turbulencia en los mercados y hoy no muestra los niveles de riesgo de algunos emergentes, todavía presenta deficiencias que la hacen vulnerable. De la imperativa reducción del déficit en cuenta corriente y el trámite de una reforma tributaria que incremente el recaudo, modere el gasto público y genere incentivos para dinamizar los canales de inversión, dependerá en gran medida que se aminore la vulnerabilidad externa y se impulse el crecimiento económico sostenible.

17 de septiembre de 2018

Director:

Santiago Castro Gómez

ASOBANCARIA:

Santiago Castro Gómez
Presidente

Liz Bejarano Castillo
Vicepresidenta Técnica (e)

Germán Montoya Moreno
Director Económico

Para suscribirse a Semana Económica, por favor envíe un correo electrónico a semanaeconomica@asobancaria.com

Visite nuestros portales:

www.asobancaria.com
www.yodecidomibanco.com
www.sabermassermas.com

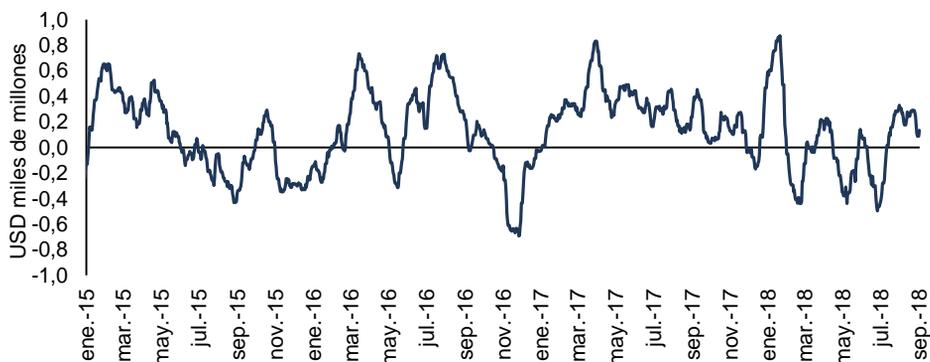
Colombia ante la creciente volatilidad en los mercados emergentes

Según el economista canadiense Michael Spence, laureado con el premio Nobel de Economía en 2001, la mayoría de las lecciones sobre las estrategias de crecimiento de las economías emergentes aprendidas en la crisis financiera de 2008 no se han aplicado más de una década después. Spence enfatiza que la consecución de un crecimiento económico estable y sostenido, logrado con altos niveles de inversión pública y privada (preferiblemente financiada con ahorro interno), es crucial para reducir la pobreza, el desempleo y la desigualdad.

En los últimos meses, la reflexión de Spence ha venido cobrando especial relevancia, pues, contrario a lo recomendado por él, la hoja de ruta utilizada por no pocas economías emergentes para lograr sendas de crecimiento sostenido es llevada a cabo a través de la generación de persistentes y grandes déficits de cuenta corriente, costeados mediante un creciente flujo de deuda y denominada, en muchos casos, en moneda extranjera, una estrategia que ha demostrado históricamente su fracaso.

En esta línea, las crisis cambiarias de Turquía y Argentina, el proceso de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos y al escalamiento de las tensiones comerciales han llevado a que la aversión al riesgo hacia activos de países emergentes se haya incrementado y que la cantidad de flujos de capitales hacia los mismos haya disminuido en lo corrido del año (Gráfico 1).

Gráfico 1. Comportamiento de los flujos de portafolio a mercados emergentes*



* Media móvil 28 días

Fuente: *The Institute of International Finance (IIF)*. Elaboración por Asobancaria.

Editor

Germán Montoya Moreno
Director Económico

Participaron en esta edición:

Carlos Velásquez Vega
Christian Palencia Hernandez
Paola Gutierrez Dominguez
Héctor Barrios Carranza
Jose Luis Mojica Agudelo

Cartagena de Indias, Colombia

SEPTIEMBRE 19 2018
SEPTEMBER 19 2018



MÁS INFORMACIÓN

AQUÍ

Lo anterior, por una parte, ha exacerbado las presiones sobre estas economías y, por otra, ha generado cuestionamientos sobre el grado de vulnerabilidad que estos países presentan ante choques externos y eventos sistémicos que puedan desencadenar paradas repentinas de los flujos de capitales internacionales (*sudden stops*).

En este escenario, esta Semana Económica analiza la coyuntura económica actual de los países emergentes. Específicamente, se abordan los casos de Turquía, Argentina y Brasil, por ser los principales focos de volatilidad en los mercados mundiales. Seguidamente, se realiza un diagnóstico de Colombia y cómo se encuentra posicionada ante este panorama. Por último, se dan algunas recomendaciones de política.

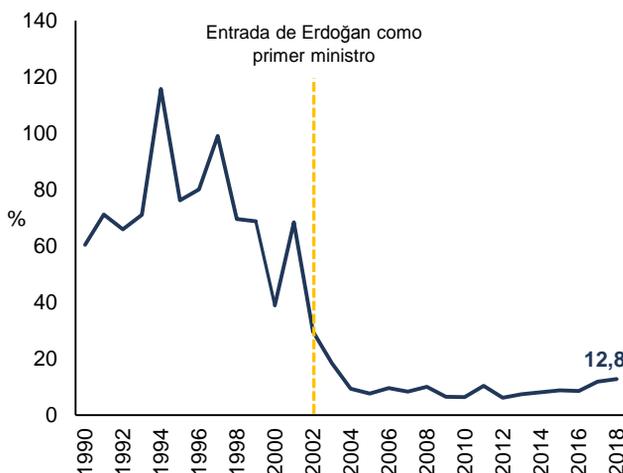
Turquía: ¿una promesa frustrada?

Turquía se ha configurado como un buen ejemplo de cómo el comportamiento económico de una nación depende del régimen político por el que esta se orienta. En 2002, con la llegada al poder del islamista Partido de la Justicia y el Desarrollo (AKP) se implementaron reformas institucionales, económicas y judiciales de amplio alcance que buscaban acercar a Turquía a sus pares europeos de occidente y, de esta manera, acelerar el proceso de adhesión a la Unión Europea (UE).

Es más, durante los primeros años de Recep Tayyip Erdoğan como primer ministro, en alianza con el movimiento político liderado por el clérigo islámico Fethullah Gülen, Turquía experimentó una rápida modernización y una mejoría significativa de sus variables macroeconómicas. En particular, el crecimiento económico se aceleró de un ritmo del 2,8% promedio anual de la década de los noventa a bordear el 5% promedio anual en los últimos 10 años. Por su parte, la inflación se redujo del 75% promedio anual registrado en la década anterior al 2002 a un 8% promedio anual en el último decenio, lo que junto a un incremento de 153% de los salarios del 2003 en comparación con los de 2018, derivó en un incremento significativo en el poder adquisitivo de los turcos (Gráfico 2).

Asimismo, bajo el gobierno de Erdoğan los niveles de inversión extranjera del país llegaron a sus máximos históricos (3,7% del PIB) y, además, este se posicionó como un destino turístico por excelencia, donde el número de visitantes creció en más de 200% pasando de 12

Gráfico 2. Tasa de inflación anual de Turquía*



*Promedio ene-ago 2018.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI). Elaboración por Asobancaria.

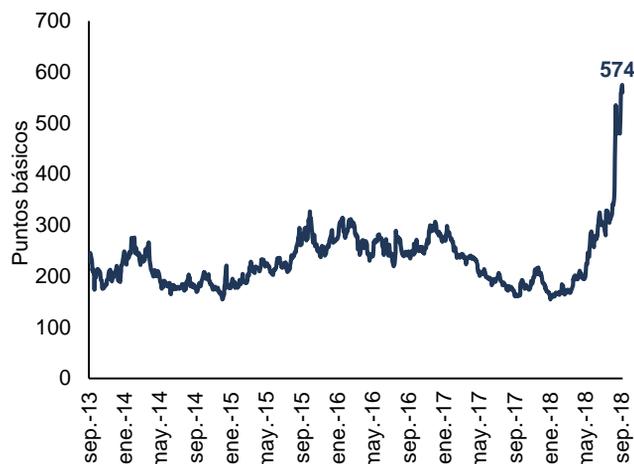
millones de arribos en 2002 a casi 39 millones en 2017. Así las cosas, por los buenos resultados obtenidos, en 2011, cuando se dio la denominada Primavera Árabe, Turquía se consideraba, y con razón, como un caso exitoso de la llamada “democracia islámica”, en la que las elecciones libres y justas se combinaban con el régimen de derecho y una economía de mercado.

Sin embargo, en los últimos meses la situación ha cambiado radicalmente, toda vez que medidas y pronunciamientos erráticos hechos por sus autoridades, empezando por el presidente Erdoğan, han minado la confianza de los inversionistas internacionales en la economía turca. En este sentido, la pérdida de credibilidad en este mercado se ha visto materializada en aumentos, en lo corrido del año, del indicador de riesgo país EMBI del orden de 300 pb (Gráfico 3). Lo anterior ha derivado en una masiva salida de capitales que explica la devaluación de la lira turca frente al dólar de alrededor del 63,2% en lo corrido del presente año.

Tanto para el gobierno turco como para las empresas, la severa depreciación de la moneda ha afectado de manera significativa su liquidez y solvencia, dado que aproximadamente el 94% de la deuda turca se encuentra denominada en monedas extranjeras¹. En sentido similar, las expectativas inflacionarias perdieron su anclaje, en la medida que el aumento de los precios de bienes

¹ Composición en el primer trimestre de 2018, de acuerdo con datos reportados por el Ministerio de Finanzas de la República de Turquía.

Gráfico 3. EMBI de Turquía



Fuente: Bloomberg. Elaboración por Asobancaria.

importados y locales² llevó a que la inflación se ubicara nuevamente en dos dígitos (para agosto de 2018 fue 18%, es decir, 7,2 pp más alta que el mismo mes del año anterior).

En lo concerniente a otros indicadores asociados a la vulnerabilidad externa, como los déficits en cuenta corriente y fiscal, si bien estos valores, que en 2017 eran de 5,6% y 1,5%, respectivamente, prendían las alarmas de los inversionistas internacionales, fue hasta mediados del presente año que la política interna propició una parada repentina de los flujos de capital o *sudden stop* y la consecuente crisis cambiaria. Por lo tanto, podría decirse que, aunque los fundamentales macroeconómicos turcos daban lugar a la vulnerabilidad externa, el detonante de la crisis se encuentra en la peligrosa mezcla de autoritarismo y heterodoxia económica que ha impulsado el presidente Erdoğan, aunado a una política monetaria local excesivamente laxa y a las sanciones comerciales impuestas por la administración Trump sobre las importaciones de este país.

Este panorama ha llevado a que los analistas y agentes del mercado consideren que los fundamentales económicos podrían deteriorarse en caso de que el gobierno continúe interfiriendo en las decisiones del Banco Central turco y no implemente políticas para reducir el déficit en cuenta corriente. El aumento de la tasa de interés de 17,75% a 24% llevado a cabo el 13 de septiembre fue considerado por los agentes como un

avance. No obstante, es claro que las autoridades turcas deberán redoblar los esfuerzos para restaurar la credibilidad en el país y atenuar su vulnerabilidad.

Argentina y el fin del gradualismo

A finales del 2015, tuvo lugar la posesión del actual presidente de Argentina, Mauricio Macri, en medio de un complejo panorama caracterizado por desbalances macroeconómicos en materia cambiaria, fiscal e inflacionaria, así como la poca o nula credibilidad que existía en los mercados sobre la información estadística generada por el Estado argentino.

Para hacer frente a los problemas heredados, la administración de Macri optó por emprender reformas graduales, a diferencia de enfoques implementados en antaño. De esta manera, se esperaba que la liberalización de la tasa de cambio, el desmonte paulatino de cuantiosos subsidios a los servicios públicos, el trámite de una reforma pensional y la eliminación de restricciones al comercio exterior, entre otras medidas, pudieran recuperar el atractivo de los inversionistas extranjeros por el país.

Así las cosas, la estrategia del gobierno Macri, en principio, fue bien recibida por los mercados, lo que favoreció la colocación de deuda soberana a varios plazos, donde se destacan las emisiones a 100 años. Para 2017, los réditos de las políticas mencionadas parecieron verse reflejados en la dinámica de la demanda agregada, toda vez que en este año su expansión (2,8%) fue la de mayor magnitud desde el 2011. En esta línea, el comportamiento del déficit fiscal también mejoró en los dos primeros años de gobierno, cayendo de 4,6% del PIB en 2016 a 3,9% en 2017. El mejoramiento de los fundamentales de la economía permitía que los mercados mantuvieran acotada la percepción de riesgo por Argentina, a pesar de la ampliación de 2,2 pp en el déficit en cuenta corriente en 2017 respecto al año anterior, ubicándolo en 4,8% del PIB.

Este proceso de recuperación económica y generación de confianza por parte de las autoridades argentinas empezó a verse truncado a comienzos del año en curso, cuando el Banco Central (BCRA) decidió recortar en enero la tasa de interés de 28% a 27,25% con el fin de impulsar la actividad económica. Este movimiento fue percibido por

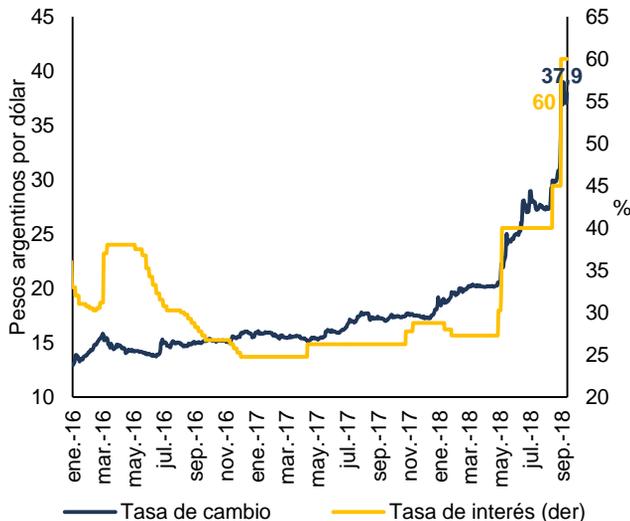
² Cálculos de Barclays sugieren que el *pass-through* de la devaluación hacia la inflación es del 15% en el caso turco.

Edición 1154

los mercados como contraproducente, ya que comprometería la reducción de la inflación desde el 25% al 15%, su nivel objetivo.

En abril, la creciente pérdida de credibilidad frente a la meta por parte de los agentes empujó al BCRA a abandonar definitivamente su meta de inflación de 15%, un objetivo que en la práctica parecía imposible cumplir. Así las cosas, esta decisión, aun cuando era esperada por parte del mercado, agudizó los movimientos especulativos en el mercado de divisas (Gráfico 4).

Gráfico 4. Tasa de cambio y de interés de Argentina



Fuente: Investing. Elaboración Asobancaria.

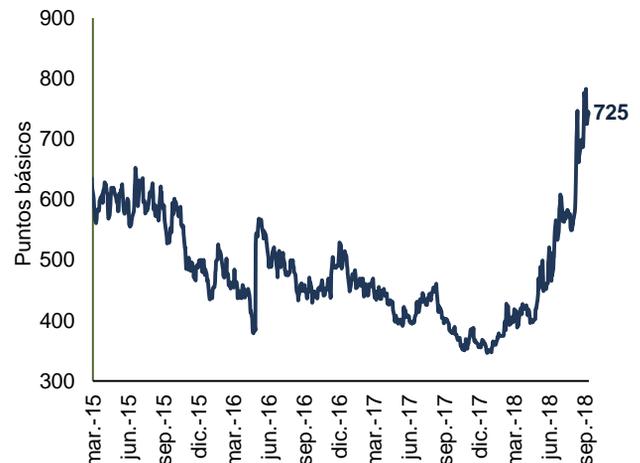
La magnitud de la devaluación, que entre enero y finales de abril llegaba al 14,4%, llevó a que el BCRA buscara acotar las presiones cambiarias por medio de un alza de 1275 pb en la tasa de intervención, en tan solo una semana, alcanzando un nivel de 40% el 5 de mayo del presente año. Esta medida, aun cuando fue complementada por el uso de alrededor de USD 5.300 millones³ de las reservas internacionales, no fue efectiva para atenuar la volatilidad del peso argentino, obligando al gobierno argentino a contemplar la

posibilidad de acogerse a la Línea de Crédito *Stand By* del FMI.

Hacia el mes de agosto, la confianza en el gobierno argentino se vio nuevamente afectada por el pronunciamiento del presidente Macri, en el que declaró la intención de acelerar la adquisición de los recursos provenientes del FMI, hecho que no solo sorprendió a los mercados, sino a la misma entidad⁴. A partir de este equivocado mensaje, se observó un nuevo escalamiento de la depreciación y un incremento de la tasa de interés de 45% al 60% entre el 13 y el 28 de agosto, convirtiéndose en la tasa referencia más alta a nivel mundial.

En conclusión, Argentina, un país caracterizado por la volatilidad en su crecimiento y recurrentes crisis económicas⁵, se enfrenta una vez más a desbalances económicos y a la falta de capacidad de las autoridades para generar credibilidad en los mercados. El riesgo país, de acuerdo con el EMBI, se ha deteriorado dramáticamente en lo corrido de 2018, cuyos niveles hoy lucen incluso superiores a los vistos en el último año de la presidencia de Cristina Fernández (Gráfico 5).

Gráfico 5. EMBI de Argentina



Fuente: Bloomberg. Elaboración por Asobancaria.

³ Esta cifra corresponde al cambio de las reservas internacionales que el Banco Central de Argentina reportó entre el 23 de marzo y el 7 de mayo.

⁴ El FMI aprobó el préstamo al gobierno argentino por USD 50.000 millones por 36 meses el 7 de junio del presente año. No obstante, la discrepancia surgida entre el gobierno y el FMI a raíz del comunicado y el alcance de las condiciones, dieron lugar a la volatilidad de la tasa de cambio.

⁵ Las crisis recientes más destacadas se vieron marcadas por la hiperinflación de 1989 y la crisis financiera de 2001. Ambos eventos tuvieron como factor común altos niveles de inflación anual (que llegaron a 20.262% en marzo de 1990 y a 40,9% en diciembre de 2002), así como una significativa devaluación mensual de la moneda (que llegó a 219,3% en febrero de 1990 y a 40,1% en enero de 2002).

Edición 1154

Adicionalmente, la fuerte devaluación del peso en lo corrido del año (107,8%) se ha transmitido significativamente a la inflación, cuya variación anual en julio alcanzó el 31,2%, un nivel 8,3 pp por encima del registrado en el mismo mes del año anterior.

Este comportamiento no solo acota la capacidad del BCRA para cumplir con la meta en el 2019 (17%), sino que también deja ver que los desbalances económicos en Argentina podrían profundizarse si las medidas gubernamentales para reducir los déficits fiscales y en cuenta corriente no surten efecto. Para acometer estas metas, el gobierno de Macri deberá igualmente dar celeridad a dichas reformas, puesto que el enfoque “gradual”, utilizado a la fecha, ya no genera credibilidad dentro de los inversionistas.

Brasil: ¿el gigante inestable?

En cuanto a Brasil, los distintos problemas de índole política e institucional de la economía más grande de Latinoamérica, que han afectado tanto el proceso de recuperación económica como la confianza de los inversionistas, se han convertido en su principal fuente de volatilidad en los mercados internacionales. En 2014, al igual que muchas de las económicas de la región, el país se vio expuesto a la caída generalizada de los precios de los *commodities*, hecho que derivó en (i) una significativa depreciación de la moneda, (ii) el aumento de las presiones inflacionarias y el déficit público, (iii) la pérdida del grado de inversión y (iv) una contracción de la economía del orden de 3,5% en 2015. A esta compleja situación se sumó la revelación de las tramas de corrupción dentro del Partido de los Trabajadores que, a la postre, aceleraría la destitución de la presidenta Dilma Rousseff en 2016.

Al finalizar el 2015, año en donde se observó el déficit fiscal más pronunciado de la década (-10,2%) y una fuerte desaceleración de la inversión (-14%), comenzó un gradual proceso de recuperación económica que llevó a que, en 2017, se hubiese registrado un crecimiento positivo (0,9%), tras dos años de contracciones, y que la inflación se ubicara incluso por debajo del límite inferior de su rango meta (3%).

No obstante, la reciente incertidumbre política y económica, tanto a nivel local como internacional, ha

impactado negativamente a las variables macroeconómicas del país. En lo corrido de 2018, el real brasilero se ha depreciado frente al dólar en cerca de 26%, generando presiones importantes en la inflación, que a corte de agosto alcanzó un nivel de 4,19%, cifra 1,7 pp superior a la registrada en el mismo mes del año anterior. La necesidad de reformas en materia tributaria y pensional para enmendar el déficit público (hoy en 7,7% del PIB), la corrupción que ha permeado a los últimos tres gobiernos y la incertidumbre política por las elecciones presidenciales, son aspectos que han mantenido a la baja la perspectiva de los inversionistas y analistas, quienes aguardan por un nuevo gobierno que implemente las medidas necesarias que logren estabilizar el país.

¿Cómo luce Colombia?

Colombia, como país emergente, se encuentra expuesta a choques externos asociados a la postura de la política monetaria en los Estados Unidos, a los niveles de precios de las materias primas y a las diferentes crisis económicas en países tanto desarrollados como emergentes que pueden desencadenar eventos sistémicos que lleven a *sudden stops*.

Debido a los significativos efectos que las paradas repentinas de los flujos de capitales internacionales tienen sobre la actividad productiva⁶, la estabilidad macroeconómica y el mercado laboral, la fortaleza de los fundamentales, así como el buen desempeño de algunos indicadores de mercado resulta crucial, pues estos generan señales sobre la solidez macroeconómica y el grado de credibilidad que el país tiene ante los inversionistas, aspecto que, por demás, es clave para evitar que se materialicen los efectos del fenómeno en cuestión.

En principio, debe señalarse que aunque la falta de crecimiento económico se encuentre dentro de los determinantes de los *sudden stops*, para el caso colombiano este no pareciera ser un factor que genere vulnerabilidad debido al repunte y consolidación del proceso de recuperación de la demanda agregada en la primera parte del año. En particular, el desempeño del consumo privado, cuyo crecimiento (2,3%) en el primer semestre de 2018 excedió en 0,6 pp al del mismo periodo del año anterior, da cuenta de la recuperación de la

⁶ Cavallo, Powell y Pedemonte (2015) reportaron que la parada repentina de la entrada de capitales extranjeros genera contracciones del PIB de órdenes de 1,5 a 3,3%.

Edición 1154

confianza de los hogares y el clima empresarial⁷. Esta dinámica se ha visto a su vez soportada por el estímulo generado por la política monetaria interna, además de la convergencia de la inflación a su rango meta⁸, factor que, al igual que una mayor expansión de la economía, contribuye a mitigar la vulnerabilidad del país ante choques externos.

Si bien las mejores perspectivas sobre la economía, cuya expansión bordearía en 2018 el 2,9% de acuerdo a nuestras estimaciones, sumadas al anclaje de las expectativas inflacionarias, han acotado la percepción de riesgos y la vulnerabilidad del país, aspectos como la dinámica del sector externo y la sostenibilidad fiscal aún despiertan dudas entre inversionistas y analistas, quienes señalan que Colombia podría presentar niveles de vulnerabilidad ante choques externos que solo serían ligeramente inferiores a los experimentados por Turquía y Argentina⁹.

En lo referente a la relación entre ingresos y gastos corrientes del país, es importante señalar que esta ha sido identificada de manera recurrente como una fuente de vulnerabilidad externa. En efecto, la cuenta corriente del país se ha ido deteriorando progresivamente desde el año 2000, pasando de exhibir un superávit de 0,8% como proporción del PIB en dicho año a registrar un déficit del orden de -6,5% del PIB en 2015. Este desbalance, profundizado por el choque en los términos de intercambio del período 2014-2015, llevó a que la economía nacional se viera expuesta a un prolongado proceso de ajuste económico que debilitó la dinámica de la actividad productiva.

Desde el 2015, la depreciación de la tasa de cambio, que alcanzó niveles cercanos a los COP \$3.450 a principios de 2016, y la mejoría de la cotización en los precios internacionales del petróleo, han venido propiciando la ostensible reducción del déficit en cuenta corriente, que a corte de 2017 se ubicó en -3,4% del PIB. Esta corrección, asociada a un incremento de las exportaciones muy superior al de las importaciones¹⁰, es un factor que, sin

duda, ha logrado atenuar la vulnerabilidad de la economía, la cual, de acuerdo con las agencias calificadoras de riesgo y a los fondos de inversión, se encuentra más asociada con la sostenibilidad fiscal de largo plazo.

El comportamiento del déficit fiscal del Gobierno Nacional Central, al igual que la cuenta corriente, se vio notoriamente afectado por la caída del precio del petróleo en 2014 y la subsiguiente desaceleración de la economía. En este sentido, la brecha negativa del producto y precios del petróleo inferiores a los de equilibrio, llevaron a que el déficit fiscal en 2015 y 2016 se ampliara hasta ubicarse en el 3% y 4% del PIB, respectivamente. Esta situación, aunada a la señalada debilidad del sector externo, llevó a que el país, en los años en cuestión, exhibiera déficits gemelos de mayor magnitud a los de otros mercados emergentes (Gráfico 6).

En 2017, la incertidumbre de los mercados sobre la capacidad del Gobierno para cumplir con las exigentes metas de la regla fiscal para los años 2018 y 2019 (Semana Económica 1130) se vio atenuada por el incremento tanto de los precios del petróleo como del recaudo tributario, permitiendo así que el déficit fiscal se redujera hasta 3,6% del PIB.

El estado de las finanzas públicas en lo corrido del año no se ha configurado como un factor que impulse en gran medida la volatilidad de los indicadores del mercado local, puesto que la meta de déficit fiscal (3,1% del PIB) se estima pueda cumplirse. El compromiso con este instrumento macroprudencial, dicho sea de paso, ha sido avalado por las agencias calificadoras de riesgo y los inversionistas foráneos, de manera que su uso, en conjunción con la mejoría de los otros fundamentales económicos analizados, han llevado a que Colombia haya recibido un trato diferencial por parte de los mercados en los últimos meses.

En esta línea, es ilustrativo que, en lo corrido del año, el riesgo país, medido a partir de derivados financieros

⁷ A corte de julio del presente año, la confianza de los consumidores se ubicó en 9,8%, lo cual representa un aumento de 19,3 pp frente al mismo periodo del año anterior. Por su parte, el índice de confianza industrial para el mismo mes de 2018 registró un crecimiento de 5%.

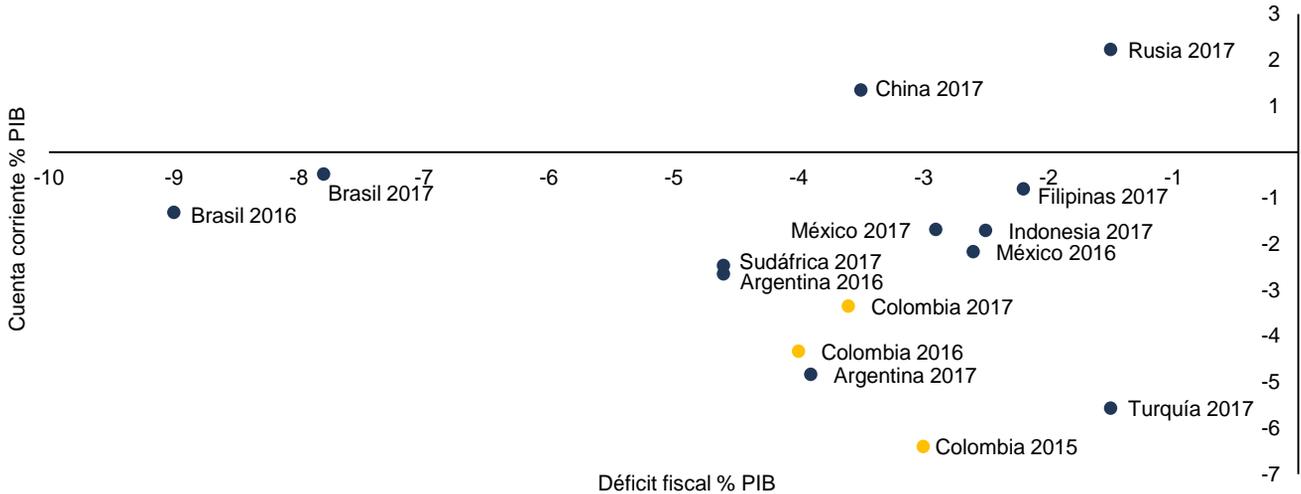
⁸ La variación anual de la inflación en agosto fue de 3,10%, nivel que es 77 pb menor al del mismo periodo del año anterior y confirma la gradual convergencia de este indicador a la meta (3%).

⁹ Recientemente *Bloomberg*, al evaluar la vulnerabilidad externa de países emergentes por medio de un índice que incorpora variables como el déficit en cuenta corriente, el nivel de deuda externa como porcentaje del PIB, la efectividad del gobierno y la inflación, reportó que Colombia está posicionada como el tercer país más susceptible al contagio, por encima de otros emergentes como Sudáfrica, México o Polonia.

¹⁰ En 2017 las exportaciones crecieron en 19%, mientras que las importaciones tan solo lo hicieron en 2,6%.

Edición 1154

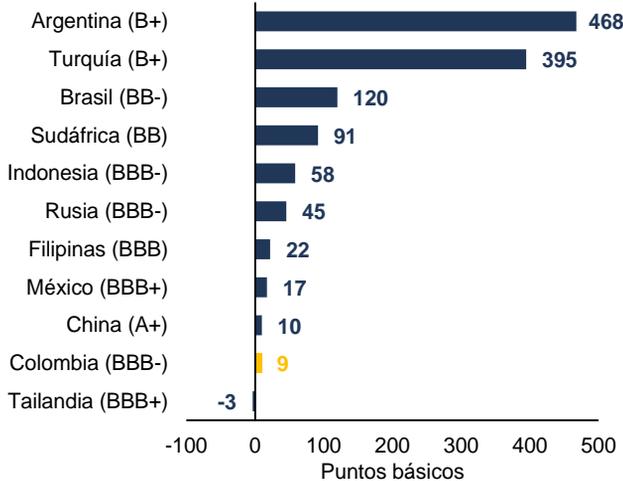
Gráfico 6. Déficit fiscal y en cuenta corriente como % del PIB de países emergentes



Fuente: Bloomberg. Elaboración Asobancaria.

como el *Credit Default Swap* (CDS) a 5 años, tan solo se haya incrementado en 9 pb, mientras que en países como Indonesia y Rusia, productores de petróleo y que cuentan con la misma calificación soberana (BBB-) otorgada por *Standard & Poor's*, dicho riesgo se ha incrementado en 58 y 45 pb, respectivamente (Gráfico 7). Este indicador, igualmente, evidencia que la percepción del riesgo en Brasil se ha elevado significativamente (120 pb).

Gráfico 7. Cambio en el Spread CDS 5 años en países emergentes año corrido

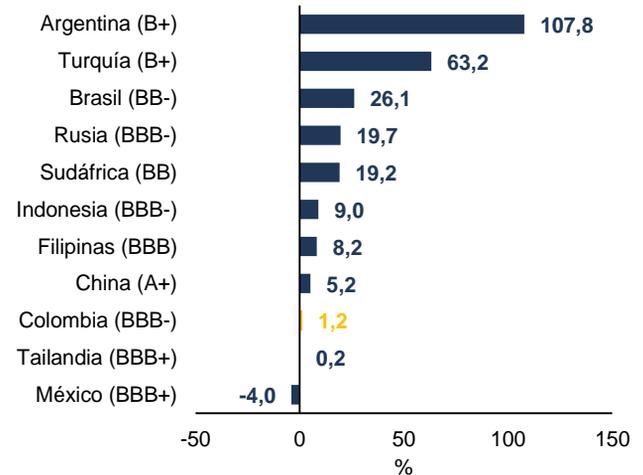


Fuente: Bloomberg. Cálculos Asobancaria.

En el mismo sentido, lo acontecido a lo largo del año con el mercado de divisas de países emergentes permite

establecer un fuerte contraste en donde Colombia, una vez más, sale bien librado. Al respecto, a corte de septiembre 13, Colombia registró una depreciación año corrido frente al dólar cercana al 1,2%, mientras que para Sudáfrica, Rusia y Brasil el debilitamiento de sus monedas se encuentra entre 19% y 26% (Gráfico 8).

Gráfico 8. Devaluación año corrido de monedas de países emergentes respecto al dólar



Fuente: Bloomberg y Standard & Poor's. Cálculos Asobancaria.

El fortalecimiento de los fundamentales económicos, como se ha visto, ha permitido que el riesgo país, el mercado de renta fija y la tasa de cambio solo hayan sido levemente impactados por la reciente volatilidad en los

Edición 1154

mercados. Sobre lo anterior, se ha argumentado por parte de algunos analistas que la resiliencia exhibida por el país depende exclusivamente de los vaivenes de los precios internacionales del petróleo, luego, un ajuste similar al observado en 2014 llevaría a que se presentara una *sudden stop*.

Al respecto, si bien debe reconocerse que una destorcida en las cotizaciones internacionales del crudo, en un contexto de menor liquidez global, es un riesgo que de ninguna manera debe subestimarse¹¹, también es cierto que las autoridades colombianas a través de los años han logrado generar credibilidad en los mercados, todo ello de la mano de una correcta coordinación entre la política fiscal-monetaria-cambiaría, un hecho que ha contribuido a mitigar la vulnerabilidad externa. En tal sentido, la renovación de la Línea de Crédito Flexible del FMI por un monto de USD 11.350 millones de dólares, además del voto de confianza que las más importantes agencias calificadoras de riesgo han otorgado a la economía con su grado de inversión, evidencian que la estabilidad macroeconómica nacional continúa siendo, a pesar de los riesgos en los mercados y activos emergentes, avalada internacionalmente.

Consideraciones finales

En la coyuntura actual, la volatilidad de los flujos de inversión extranjeros de portafolio y el incremento de la aversión al riesgo hacia los países emergentes han reavivado los debates sobre las crisis cambiarias y la vulnerabilidad externa. Los desbalances macroeconómicos que han presentado países como Turquía, Argentina o Brasil en los últimos meses, han puesto sobre la mesa las falencias existentes en sus políticas macroprudenciales, así como en sus modelos de desarrollo.

Aunque el comportamiento de las variables macroeconómicas de los diferentes países aquí señalados es bastante heterogéneo, prevalece un común denominador asociado a la falta de confianza que generan las decisiones políticas que rigen los destinos de estas naciones. En efecto, la credibilidad y el fortalecimiento de

los fundamentales de la economía son aspectos que permiten diferenciar a los países ante los ojos de los inversionistas extranjeros y las agencias calificadoras de riesgo. En la actualidad, Colombia ha sido un ejemplo de lo último, en la medida que los indicadores de mercado apenas se han visto afectados.

En los próximos meses, la capacidad para generar credibilidad por parte de los mercados emergentes se hará más necesaria, toda vez que el endurecimiento de la política monetaria en los Estados Unidos, en un horizonte temporal de dos años, limitará los niveles de liquidez global y encarecerá el endeudamiento externo.

Al respecto, la mayor dinámica del crecimiento económico de EE.UU. en el segundo trimestre (4,1%), la disminución del desempleo, que en agosto se llegó a 3,9%, y el buen comportamiento de la inflación, cuyo nivel en julio (2,3%) se acercó a la meta de 2%¹², son factores que llevarán a que la FED, de acuerdo con lo esperado, incremente la tasa de interés en 50 pb en lo que resta del año, llevándola hacia el rango de 2,25%-2,5%. Para 2019, los mercados esperan que la FED continúe su proceso de normalización monetaria, con lo que la tasa de interés alcanzaría el rango de 3,0%-3,25%¹³, aun cuando el crecimiento económico podría desacelerarse levemente¹⁴ a causa de (i) una eventual disminución del comercio internacional, (ii) el fortalecimiento del dólar frente a otras divisas y (iii) la dilución de los efectos de la reforma tributaria.

La hoja de ruta que guíe los destinos económicos de los países emergentes deberá soportarse en el manejo responsable de la macroeconomía. La reducción de los déficits fiscales y en cuenta corriente, el compromiso con la estabilidad de los precios y el manejo claro de la información por parte de las autoridades, resultan hoy perentorios. En este sentido, la economía colombiana, aunque ha logrado sortear con éxito la turbulencia en los mercados y hoy no muestra los niveles de riesgo de algunos emergentes, todavía presenta deficiencias que la hacen vulnerable. El ajuste en las cuentas externas todavía está en curso, pero la concentración de nuestra oferta exportadora en materias primas como el petróleo y el carbón continúan obstaculizando la imperativa

¹¹ La proyección de precio del petróleo Brent de la EIA para 2019 en principio no apunta a una caída significativa en la cotización, pues rondaría los USD 73,68 por barril.

¹² El nivel de 2,3% corresponde a la variación anual del Índice de precios del Gasto (PCE), que sirve de referencia a la FED en sus decisiones de política.

¹³ Información obtenida a partir del resumen de proyecciones de la Reserva Federal de San Luis, Estados Unidos.

¹⁴ Los pronósticos del FMI señalan que la economía norteamericana pasaría de crecer 2,9% en 2018 a 2,7% en el próximo año.

Edición 1154

reducción del déficit en cuenta corriente¹⁵. Adicionalmente, el cumplimiento de la regla fiscal, instrumento necesario para conservar el grado de inversión, exigirá al gobierno el trámite de una reforma tributaria que incremente el recaudo, modere el gasto público y genere incentivos para dinamizar los canales de inversión. De la consecución de los objetivos expuestos dependerá, en gran medida, que se aminore la vulnerabilidad externa y se impulse el crecimiento económico sostenible.

¹⁵ Las previsiones del mercado en materia de déficit en cuenta corriente en 2018 bordean el 3,1%.

Edición 1154

Colombia

Principales Indicadores Macroeconómicos

	2015					2016					2017					2018*
	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	Total		
Producto Interno Bruto**																
PIB Nominal (COP Billones)	804,7	209,6	213,6	218,0	222,7	863,9	226,4	230,1	233,5	237,9	928,1	242,3	246,6	985,6		
PIB Nominal (USD Billones)	255,5	67,0	71,3	74,5	74,0	287,0	77,0	75,8	79,5	79,7	311,0	87,1	84,2	331,4		
PIB Real (COP Billones)	804,7	204,3	204,1	204,9	207,3	820,5	207,2	208,6	208,6	210,7	835,2	212,6	213,8	856,9		
PIB Real (% Var. interanual)	3,0	3,4	2,2	0,8	1,4	2,0	1,4	2,2	1,8	1,6	1,8	2,6	2,5	2,9		
Precios																
Inflación (IPC, % Var. interanual)	6,8	8,0	8,6	7,3	5,7	5,7	4,7	4,0	4,0	4,1	4,1	3,1	3,2	3,1		
Inflación sin alimentos (% Var. interanual)	5,2	6,2	6,3	5,9	5,1	5,1	5,1	5,1	4,7	5,0	5,0	4,1	3,8	3,4		
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	3149	3129	2995	2924	3010	3010	2941	3038	2937	2984	2984	2780	2931	2974		
Tipo de cambio (Var. % interanual)	31,6	21,5	15,8	-6,3	-4,4	-4,4	-6,0	1,5	0,4	-0,9	-0,9	-5,5	-3,5	-0,3		
Sector Externo (% del PIB)																
Cuenta corriente	-6,4	-5,6	-3,7	-4,7	-3,2	-4,3	-4,6	-3,2	-3,6	-2,0	-3,3	-3,5	-3,8	-3,0		
Cuenta corriente (USD Billones)	-18,3	-3,4	-2,6	-3,5	-2,6	-12,8	-3,4	-2,5	-2,8	-1,7	-8,9	-2,8	-3,2	-11,4		
Balanza comercial	-6,3	-6,2	-3,9	-4,6	-3,5	-4,6	-3,5	-3,3	-3,2	-1,6	-2,9	-2,2	-2,7	-3,2		
Exportaciones F.O.B.	15,8	14,8	14,9	14,8	14,6	14,9	15,1	14,8	15,7	15,2	15,5	15,6	15,9	...		
Importaciones F.O.B.	22,1	21,0	18,9	19,4	18,1	19,5	18,6	18,1	18,8	16,9	18,3	17,8	18,6	...		
Renta de los factores	-2,0	-1,7	-1,8	-2,1	-1,8	-1,9	-3,1	-2,0	-2,6	-2,6	-2,6	-3,4	-3,2	-2,3		
Transferencias corrientes	1,9	2,2	2,0	1,9	2,1	2,1	1,9	2,1	2,2	2,2	2,2	2,0	2,1	1,8		
Inversión extranjera directa	4,0	7,7	5,2	3,1	4,1	4,9	3,4	3,3	6,4	4,6	4,7	2,7	4,3	...		
Sector Público (acumulado, % del PIB)																
Bal. primario del Gobierno Central	-0,5	-0,2	0,3	0,1	-1,1	-1,1	-0,7	0,2	0,6	-0,8	-0,8	-0,1	...	-0,2		
Bal. del Gobierno Central	-3,0	-0,8	-1,0	-2,5	-4,0	-4,0	-1,1	-1,2	-2,0	-3,6	-3,6	-0,6	...	-3,1		
Bal. estructural del Gobierno Central	-2,2	...	...	...	...	-2,2	...	...	...	...	-1,9	...	...	-1,9
Bal. primario del SPNF	-0,6	1,0	2,1	1,8	0,9	0,9	-0,1	1,2	2,0	0,5	0,5	...	...	0,6
Bal. del SPNF	-3,4	0,3	0,6	-0,7	-2,4	-2,4	-0,7	-0,3	-0,8	-2,7	-2,7	...	...	-2,4
Indicadores de Deuda (% del PIB)																
Deuda externa bruta*	38,2	40,8	41,3	41,2	42,5	42,5	38,5	38,5	39,6	39,6	39,6	36,5	36,5	...		
Pública	22,6	24,1	24,7	24,6	25,1	25,1	22,9	22,4	23,0	22,8	22,8	21,2	20,9	...		
Privada	15,6	16,7	16,6	16,6	17,4	17,4	15,6	16,0	16,6	16,7	16,7	15,3	15,5	...		
Deuda bruta del Gobierno Central	40,8	43,1	43,9	44,5	46,0	42,5	43,6	44,1	45,6	46,6	43,1	43,7	...	...

* Proyecciones para el cierre de 2018. ** Datos corregidos por efectos estacionales y de calendario - DANE, base 2015.

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

Edición 1154

Colombia

Estados financieros del sistema bancario*

	jun-18 (a)	may-18	jun-17 (b)	Variación real anual entre (a) y (b)
Activo	588.500	586.106	570.604	-0,1%
Disponible	34.865	36.486	40.096	-15,7%
Inversiones y operaciones con derivados	107.181	106.561	98.535	5,4%
Cartera de crédito	429.009	427.125	408.621	1,7%
Consumo	119.555	118.895	110.752	4,6%
Comercial	239.223	238.658	234.719	-1,2%
Vivienda	58.218	57.577	51.752	9,0%
Microcrédito	12.013	11.995	11.398	2,1%
Provisiones	26.211	25.881	21.245	19,6%
Consumo	9.558	9.531	7.933	16,7%
Comercial	13.778	13.499	10.822	23,4%
Vivienda	2.026	1.999	1.652	18,8%
Microcrédito	850	840	825	-0,1%
Pasivo	512.255	511.698	497.789	-0,3%
Instrumentos financieros a costo amortizado	446.110	446.088	431.580	0,2%
Cuentas de ahorro	165.228	162.659	159.275	0,5%
CDT	153.502	155.121	147.021	1,2%
Cuentas Corrientes	49.745	49.346	48.393	-0,4%
Otros pasivos	3.387	3.268	3.189	2,9%
Patrimonio	76.245	74.408	72.815	1,5%
Ganancia / Pérdida del ejercicio (Acumulada)	4.269	3.419	3.921	5,5%
Ingresos financieros de cartera	21.792	18.161	22.452	-5,9%
Gastos por intereses	7.917	6.588	8.814	-13,0%
Margen neto de Intereses	14.516	12.055	13.400	5,0%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	4,89	4,88	4,15	0,73
Consumo	5,85	5,90	5,82	0,03
Comercial	4,69	4,65	3,52	1,17
Vivienda	3,13	3,12	2,66	0,47
Microcrédito	7,78	7,69	7,81	-0,03
Cubrimiento	125,0	124,2	125,2	0,17
Consumo	136,6	135,8	123,1	13,48
Comercial	122,9	121,5	131,0	-8,14
Vivienda	111,3	111,4	120,1	-8,80
Microcrédito	90,9	91,1	92,6	-1,75
ROA	1,46%	1,41%	1,38%	0,1
ROE	11,51%	11,39%	11,06%	0,5
Solvencia	15,76%	15,71%	16,14%	-0,4

* Cifras en miles de millones de pesos.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Edición 1154

Colombia

Principales indicadores de inclusión financiera

	2015					2016					2017		2018
	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	
Profundización financiera - Cartera/PIB (%) EC	49,9	49,9	50,2	50,3	50,2	50,2	49,8	50,2	49,9	49,6	49,6	49,4	
Efectivo/M2 (%)	12,53	12,72	12,76	12,69	12,59	12,59	12,39	12,24	12,19	12,18	12,18	12,40	
Cobertura													
Municipios con al menos una oficina, un corresponsal bancario o un cajero automático (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100		
Municipios con al menos una oficina (%)	66,2	66,3	66,1	66,4	66,4	66,4	66,2	66,5	66,5	66,5	66,5	66,5	
Municipios con al menos un corresponsal bancario (%)	98,6	98,7	98,5	98,4	98,3	98,3	98,6	98,8	98,8	98,8	98,8		
Acceso													
Productos personas													
Indicador de bancarización(%) SF*	76,30	77,10	77,30	77,40	77,30	77,30	77,10	78,50	79,10	80,10	80,10	80,1	
Indicador de bancarización (%) EC**	75,40	76,20	76,40	76,50	76,40	76,40	77,20	77,60	78,25	79,20	79,20	79,0	
Adultos con: (en millones)													
Cuentas de ahorro EC	23,01	23,38	23,53	23,63	23,53	23,53	24,05	24,35	24,68	25,16	25,16	25,0	
Cuenta corriente EC	1,75	1,75	1,74	1,71	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,73	1,73	1,74	
Cuentas CAES EC	2,81	2,82	2,83	2,83	2,83	2,83	2,82	2,83	2,83	2,97	2,97	3,0	
Cuentas CATS EC	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	
Otros productos de ahorro EC	0,582	0,612	0,626	0,646	0,769	0,769	0,767	0,779	0,777	0,781	0,781	0,784	
Crédito de consumo EC	8,28	8,53	8,51	8,63	8,74	8,74	8,86	8,99	9,04	9,17	9,17	7,23	
Tarjeta de crédito EC	8,94	9,12	9,20	9,37	9,58	9,58	9,81	9,96	10,00	10,27	10,27	9,55	
Microcrédito EC	3,50	3,59	3,57	3,52	3,56	3,56	3,69	3,63	3,63	3,68	3,68	3,41	
Crédito de vivienda EC	1,31	1,34	1,35	1,36	1,39	1,39	1,40	1,41	1,41	1,43	1,43	1,34	
Crédito comercial EC	-	-	-	-	-	1,23	1,00	0,992	0,985	1,02	1,02	0,654	
Al menos un producto EC	24,66	25,02	25,20	25,35	25,40	25,40	25,77	26,02	26,33	27,1	27,1	26,8	
Uso													
Productos personas													
Adultos con: (en porcentaje)													
Algún producto activo SF	64,5	64,6	65,4	66,0	66,3	66,3	67,1	67,4	67,6	68,6	68,6	67,1	
Algún producto activo EC	63,5	63,5	64,3	65,0	65,1	65,1	66,1	66,3	66,5	66,9	66,9	65,7	
Cuentas de ahorro activas EC	71,7	67,8	69,8	71,6	72,0	72,0	73,4	73,7	72,9	71,8	71,8	67,7	
Cuentas corrientes activas EC	86,3	85,2	85,4	84,8	84,5	84,5	84,5	83,8	83,9	83,7	83,7	84,4	
Cuentas CAES activas EC	87,3	87,5	87,5	87,5	87,5	87,5	87,7	87,5	87,5	89,5	89,5	89,7	
Cuentas CATS activas EC	96,5	96,5	96,5	96,5	96,5	96,5	96,5	96,5	96,5	96,5	96,5	96,5	
Otros productos de ahorro activos EC	53,1	55,1	65,8	65,9	66,6	66,6	65,1	65,6	64,3	62,7	62,7	62,0	
Créditos de consumo activos EC	82,4	82,5	82,4	82,7	82,8	82,0	83,0	83,2	83,4	83,5	83,5	82,0	
Tarjetas de crédito activas EC	92,0	92,2	92,2	92,3	92,3	92,3	91,7	91,1	90,8	90,1	90,1	88,9	
Microcrédito activos EC	70,8	70,5	99,0	66,3	66,2	66,2	71,8	71,0	71,4	71,1	71,1	71,2	

Edición 1154

Colombia

Principales indicadores de inclusión financiera

	2015					2016					2017		2018
	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	
Créditos de vivienda activos EC	79,1	78,4	79,1	79,4	79,3	79,3	79,2	79,3	79,2	78,9	78,9	78,2	
Créditos comerciales activos EC	-	84,2	83,3	84,2	84,9	85,3	85,6	85,5	85,1	84,7	84,7	59,2	

Acceso

Productos empresas

Empresas con: (en miles)

Al menos un producto EC	726,8	730,3	729,3	725,9	751,0	751,0	751,0	756,8	759,2	775,2	775,2	
Cuenta de ahorro EC	475,5	480,7	480,4	481,0	500,8	500,8	500,8	507,0	508,7	522,7	522,7	
Cuenta corriente EC	420,4	419,6	419,2	412,0	420,9	420,9	420,9	424,5	425,5	430,7	430,7	649,7
Otros productos de ahorro EC	11,26	11,39	11,70	13,39	15,24	15,24	15,24	14,37	14,13	14,12	14,12	488,9
Crédito comercial EC	223,2	236,9	228,8	229,7	242,5	242,5	242,5	247,0	240,1	243,6	243,6	14,49
Crédito de consumo EC	96,65	97,66	97,77	98,09	98,72	98,72	98,72	100,4	101,1	102,5	102,5	265,3
Tarjeta de rédito EC	77,02	76,32	77,10	78,51	79,96	79,96	79,96	84,24	84,74	94,35	94,35	104,4
Al menos un producto EC	726,7	730,3	729,3	725,9	751,0	751,0	751,0	756,8	759,1	775,1	775,1	102,1

Uso

Productos empresas

Empresas con: (en porcentaje)

Algún producto activo EC	75,2	70,6	74,9	74,5	74,7	74,7	74,7	74,5	73,2	73,3	73,3	
Algún producto activo SF	75,2	70,6	74,9	74,5	74,7	74,7	74,7	74,0	73,2	73,3	73,3	
Cuentas de ahorro activas EC	49,1	39,3	48,7	48,1	49,1	49,1	49,1	49,7	46,9	47,2	47,2	48,1
Otros productos de ahorro activos EC	45,3	45,4	55,6	56,1	57,5	57,5	57,5	53,6	52,5	51,2	51,2	50,8
Cuentas corrientes activas EC	90,5	89,0	89,3	89,0	89,1	89,1	89,1	88,4	88,5	88,5	88,5	88,5
Microcréditos activos EC	60,8	60,6	61,7	63,0	63,2	63,2	63,2	63,1	63,0	62,0	62,0	100
Créditos de consumo activos EC	84,8	84,3	84,8	85,1	84,9	84,9	84,9	85,1	85,4	85,1	85,1	83,7
Tarjetas de crédito activas EC	85,6	88,4	88,8	88,7	88,6	88,6	88,6	88,8	88,3	89,4	89,4	90,6
Créditos comerciales activos EC	89,2	90,4	89,9	90,3	91,3	91,3	91,3	91,3	90,4	90,8	90,8	91,0

Operaciones

Total operaciones (millones)	4.333	-	2.390	-	2.537	4.926	-	2.602	-	2.860	5.462	
No monetarias (Participación)	44,7	-	48,0	-	48,1	48,0	-	49,8	-	50,7	50,3	
Monetarias (Participación)	55,3	-	52,0	-	51,9	52,0	-	50,2	-	49,3	49,7	
No monetarias (Crecimiento anual)	33,3	-	30,4	-	15,4	22,22	-	12,9	-	18,9	16,01	
Monetarias (Crecimiento anual)	6,09	-	8,3	-	5,4	6,79	-	5,2	-	7,1	6,14	

Tarjetas

Crédito vigentes (millones)	13,75	13,84	14,30	14,43	14,93	14,93	14,79	14,75	14,71	14,89	14,89	14,91
Débito vigentes (millones)	22,51	23,22	23,83	24,61	25,17	25,17	25,84	26,39	27,10	27,52	27,52	28,17
Ticket promedio compra crédito(\$miles)	215,9	202,5	204,5	188,9	205,8	205,8	200,9	199,5	187,9	201,8	201,8	194,1
Ticket promedio compra débito (\$miles)	137,4	123,8	129,4	125,6	138,3	138,3	126,1	127,5	121,6	133,4	133,4	121,2

*EC: Establecimientos de crédito; incluye Bancos, Compañías de financiamiento comercial, Corporaciones financieras, Cooperativas financieras e Instituciones Oficiales Especiales.

**SF: Sector Financiero; incluye a los Establecimientos de crédito, ONG y Cooperativas no vigiladas por la Superintendencia Financiera.

Fuente: Profundización – Superintendencia Financiera y DANE. Cobertura, acceso y uso - Banca de las Oportunidades. Operaciones y tarjetas – Superintendencia Financiera.