



10 de diciembre de 2012

María Mercedes Cuéllar
Presidente

Daniel Castellanos García
Vicepresidente Económico
+57 1 3266600
dcastellanos@asobancaria.com

A pesar de los riesgos externos, las perspectivas son buenas para 2013

Resumen. El crecimiento mundial se desaceleró en 2012 y enfrenta un sesgo a la baja en 2013, por la falta de soluciones a la crisis europea y la dificultad de acordar la política fiscal en los EU. En este entorno, por un descenso en la demanda interna más pronunciado que el previsto, Asobancaria estima que la economía colombiana creció 4,6% en 2012, convergiendo a su tasa potencial, después del ritmo vertiginoso que alcanzó en 2011. Existe el peligro de que continúe desacelerándose en 2013, por el contagio del lento crecimiento de las economías avanzadas, o por un choque externo fuerte, si Europa y EU no sortean sus desafíos más urgentes. Si lo logran, el recorte de 75 puntos básicos en la tasa de interés del BR, ayudará a mantener la economía creciendo a su tasa potencial, con lo cual se podría consolidar la tendencia descendente del desempleo por debajo de dos dígitos.

Si sobreviene el choque, la economía está en buenas condiciones para absorberlo, de modo que sus efectos sobre la producción y el empleo serían menores que en crisis anteriores. En esta oportunidad, los desbalances macroeconómicos no son grandes y las autoridades gozan de confianza en los mercados. La liquidez externa es holgada. El espacio para las estrategias monetarias y fiscales contracíclicas es amplio: el desbalance fiscal y la deuda pública no son altos, el riesgo inflacionario es mínimo, las expectativas están alineadas con las metas, la solvencia de los intermediarios financieros es excelente, hay estabilidad financiera y la economía ha incrementado su capacidad de absorber los choques externos.

Como la economía entró en una coyuntura de desaceleración, en los debates que restan de la reforma tributaria, debe tenerse cautela respecto de los efectos de un posible aumento desmesurado de la carga impositiva, porque podría frenar la demanda en el corto plazo. Debe considerarse además que limitar la utilización de los aportes voluntarios a los fondos de pensiones y los ahorros en cuentas para el fomento de la construcción, puede tener efectos indeseables sobre el ahorro de la economía y la financiación de la vivienda y la infraestructura, que de otra manera podrían convertirse en locomotoras para la actividad económica.

De manera preocupante, los resultados de la economía colombiana en 2012 tienden a consolidar un patrón de crecimiento que desfavorece a la industria y la agricultura, perjudicadas por la apreciación de la moneda. La expansión del producto depende cada vez más de la minería y los hidrocarburos. Si la bonanza minero-energética es transitoria, al terminarse no habrá otros motores de crecimiento. Además, los ciclos de la economía se vinculan a los de los mercados de hidrocarburos y minerales, lo cual agrega inestabilidad al crecimiento. Por eso es indispensable que el GN genere ahorro público y asigne la inversión a mejorar la competitividad de la economía. De esta forma, asumiría parte de la responsabilidad de combatir la apreciación de la moneda, que hasta el momento se ha descargado en el Emisor con un costo muy alto.

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

A pesar de los riesgos externos, las perspectivas son buenas para 2013

Miguel Medellín La recuperación de la economía mundial de la gran recesión de 2007-2009 perdió vigor en 2012, debido a la falta de soluciones eficaces para los problemas estructurales, tanto de las economías avanzadas (EA) como de las emergentes y en desarrollo (EE&D). La ausencia de estrategias eficaces en las EA no ha devuelto la confianza a los mercados en la habilidad de las autoridades para restaurar su capacidad de crecimiento, asegurar su sostenibilidad fiscal y garantizar su estabilidad financiera.

Carlos Díaz

Felipe Ordóñez

Ana Isabel Mejía

Fabián Ríos Al mismo tiempo, la carencia de voluntad para perseverar en las reformas estructurales en las EE&D, no ha generado tampoco suficiente confianza en el desacoplamiento de sus ciclos respecto de las fluctuaciones de las EA. En consecuencia, aunque los desbalances globales han disminuido, la fragilidad del crecimiento mundial se mantiene y persiste una alta volatilidad en los mercados financieros.

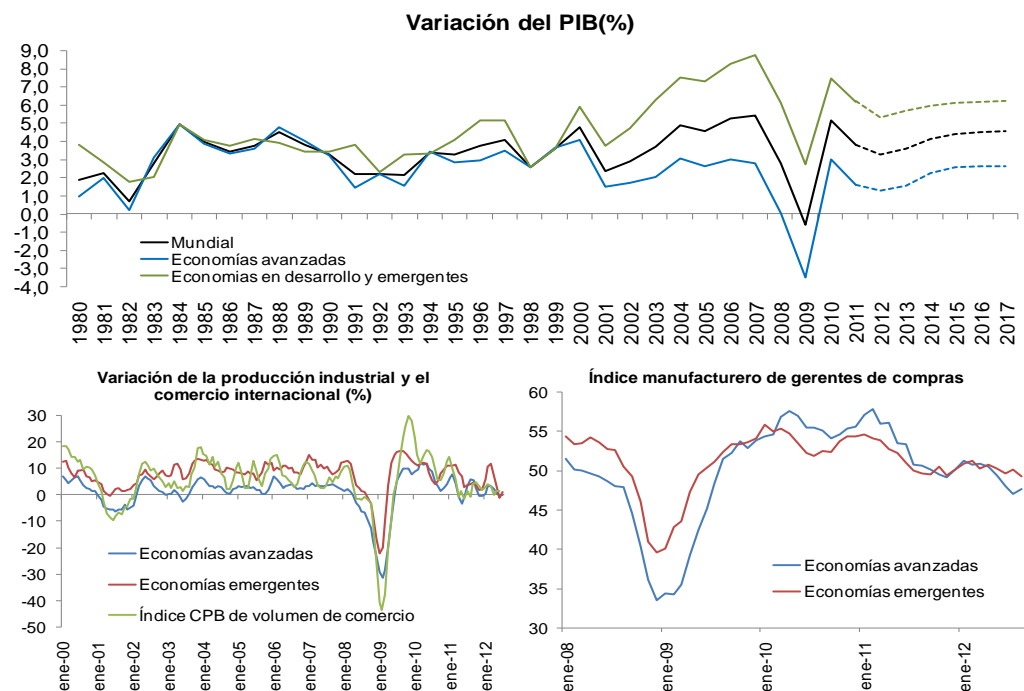
En este entorno internacional y sin presiones inflacionarias, Asobancaria proyecta que la economía colombiana creció 4,6% en 2012, desacelerándose desde la alta tasa alcanzada en 2011 –5,9%– hacia su crecimiento potencial –estimado entre 4,5% y 5% anual–. Como la actividad económica doméstica es todavía muy dinámica, la tendencia de la tasa de desempleo fue descendente por segundo año consecutivo, gracias a lo cual terminó otra vez debajo de dos dígitos. El oportuno retiro de los estímulos fiscal y monetario desde 2011, evitó el recalentamiento de la economía y salvaguardó su estabilidad financiera. Por la fragilidad del crecimiento mundial, existe el peligro de que la desaceleración doméstica se profundice. Para prevenirlo, la autoridad monetaria comenzó a relajar su postura. Al mismo tiempo, el Gobierno Nacional (GN) ha llevado a cabo y propuesto reformas estructurales para mejorar su capacidad de implementar estrategias contra-cíclicas y para flexibilizar los mercados. La mayor posibilidad de que las autoridades respondan de una manera más eficaz en el futuro a los desafíos de la coyuntura, junto con el mejor funcionamiento de los mercados, deben aumentar en el mediano plazo la capacidad de la economía de asimilar los choques externos. Por tanto, si no se materializan los riesgos a la baja en el crecimiento mundial en 2013, la expansión de la economía colombiana bien podría mantenerse cerca de su potencial. Si tuviera lugar un choque externo fuerte, porque ocurriera un desenlace dramático de la crisis europea o no se lograra un acuerdo sobre la política fiscal en los Estados Unidos, las autoridades tienen un espacio cómodo para implementar estrategias contra-cíclicas. Mediante ellas, podrían minimizar los costos en crecimiento y generación de empleo de otra recesión internacional.

En esta Semana Económica revisamos el comportamiento de la economía colombiana en 2012 y echamos un vistazo a sus perspectivas para 2013, teniendo en cuenta las amenazas externas y el espacio para maniobrar que tienen las autoridades.

El entorno internacional fue menos benigno en 2012

La recuperación de la economía mundial continuó en 2012, pero a un menor ritmo que en 2011. La desaceleración de la actividad económica ocurrió tanto en las economías avanzadas (EA) como en las emergentes y en desarrollo (EE&D) (Gráfico 1, panel superior). En las EA el crecimiento perdió vigor, como resultado de la consolidación fiscal y de la debilidad del sistema financiero (IMF 2012¹). El menor impulso fiscal disminuyó en ellas la demanda pública. Al mismo tiempo, la escasa oferta de crédito, restringida por la baja solvencia bancaria, junto con una carga financiera alta de los hogares, impidieron una expansión más dinámica del gasto privado.

Gráfico 1. Crecimiento económico e indicadores de actividad industrial global

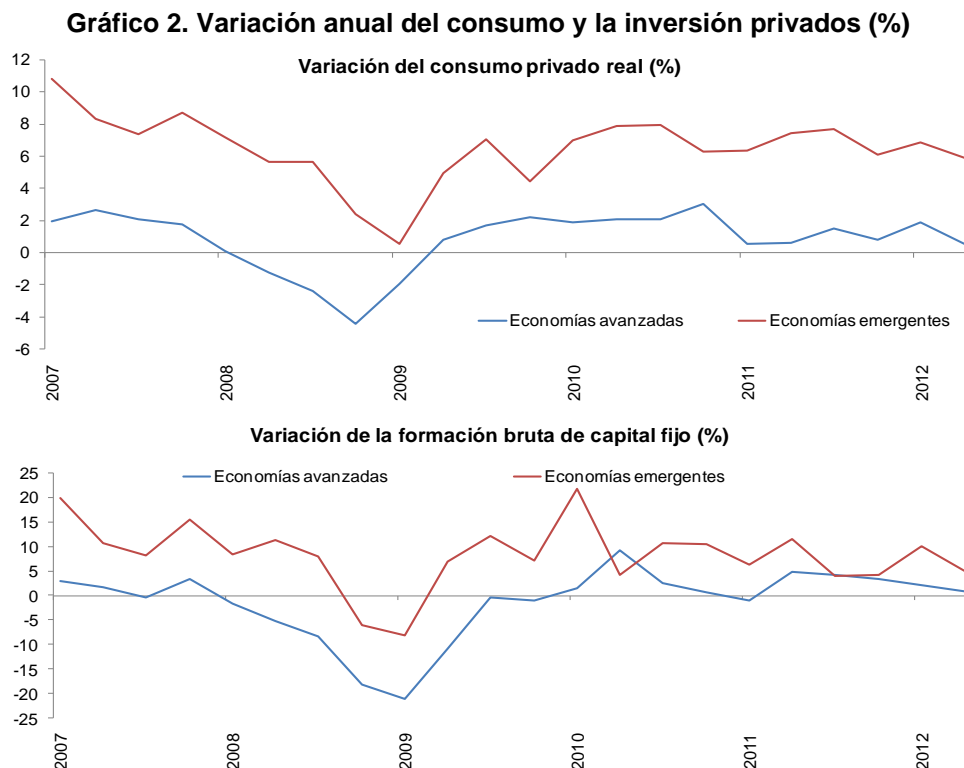


Fuente: IMF – WEO (October 2012)

La actividad económica también perdió impulso en las EE&D por dos causas principales. En primer lugar, por el efecto rezagado del estrechamiento de sus políticas fiscales y monetarias en 2011, realizado para prevenir el recalentamiento y salvaguardar la estabilidad financiera. En segundo lugar, por la transmisión de la desaceleración de las EA, a través de los canales comerciales y financieros, y del deterioro de las expectativas. El lento crecimiento en las EA se tradujo en una menor demanda para las exportaciones, unos precios más bajos para las materias primas y un ingreso nacional menos dinámico para las EE&D. La incertidumbre en los mercados internacionales se transmitió a los domésticos, a través de una mayor volatilidad de los flujos de capital y una menor confianza. Este conjunto de circunstancias, a su vez, contribuyó a ralentizar el gasto doméstico del sector privado.

¹ IMF. World Economic Outlook, October 2012.

La desaceleración de la actividad económica mundial se manifestó en un descenso del comercio internacional y de la producción manufacturera (Gráfico 1, panel inferior), junto con una pérdida de velocidad en la expansión de la demanda interna alrededor del mundo (Gráfico 2).



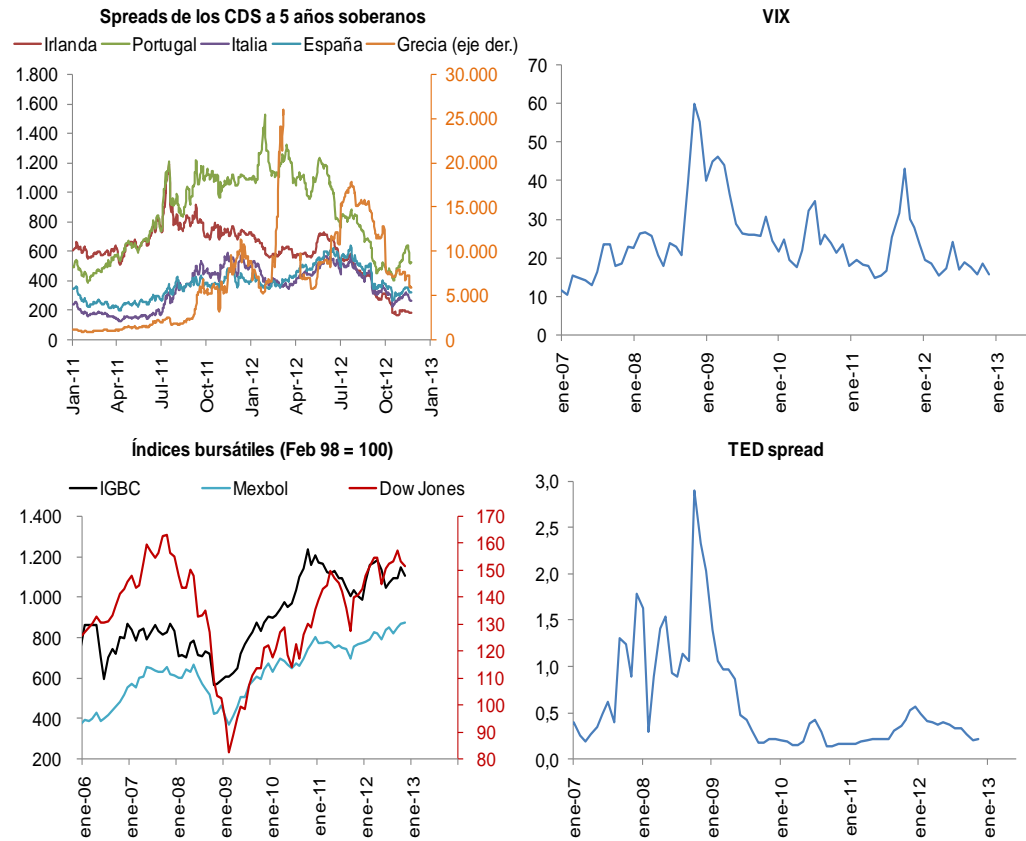
Fuente: IMF – WEO (October 2012)

Las medidas puestas en marcha en las EA en el segundo semestre del año tranquilizaron los mercados financieros (Gráfico 3), pero los ronda todavía la incertidumbre. Esas medidas incluyeron la puesta en marcha de la tercera etapa del relajamiento cuantitativo llevado a cabo por la Reserva Federal (Fed) en EU y la decisión del Banco Central Europeo (BCE) y la autorización otorgada al Fondo Europeo (EFSF) y al Mecanismo Europeo (ESM) para la Estabilidad Financiera para que compren sin límite deuda soberana en el mercado secundario. Como resultado de ellas se redujeron los riesgos soberano y financiero y la volatilidad de las bolsas, e inclusive tuvo lugar un repunte de éstas.

Sin embargo, subsiste un temor sobre la capacidad de las autoridades y las instituciones europeas para controlar de una manera más eficaz su crisis financiera y para prevenir un desmembramiento de la Zona Euro (ZE). Además, hay una preocupación acerca del logro de un consenso sobre la política fiscal en los Estados Unidos (EU), que evite el ajuste fiscal ordenado por las leyes vigentes en 2013 y eleve oportunamente el techo de su deuda pública. Si no se previene el ajuste (que es de 4% del PIB), EU podría caer en otra recesión, con un grave perjuicio para la actividad económica global. Las políticas

de las EA, por tanto, no han devuelto a los mercados una confianza sólida en las perspectivas de mediano plazo. Estos siguen inquietos por la viabilidad de la ZE y la sostenibilidad fiscal de las EA.

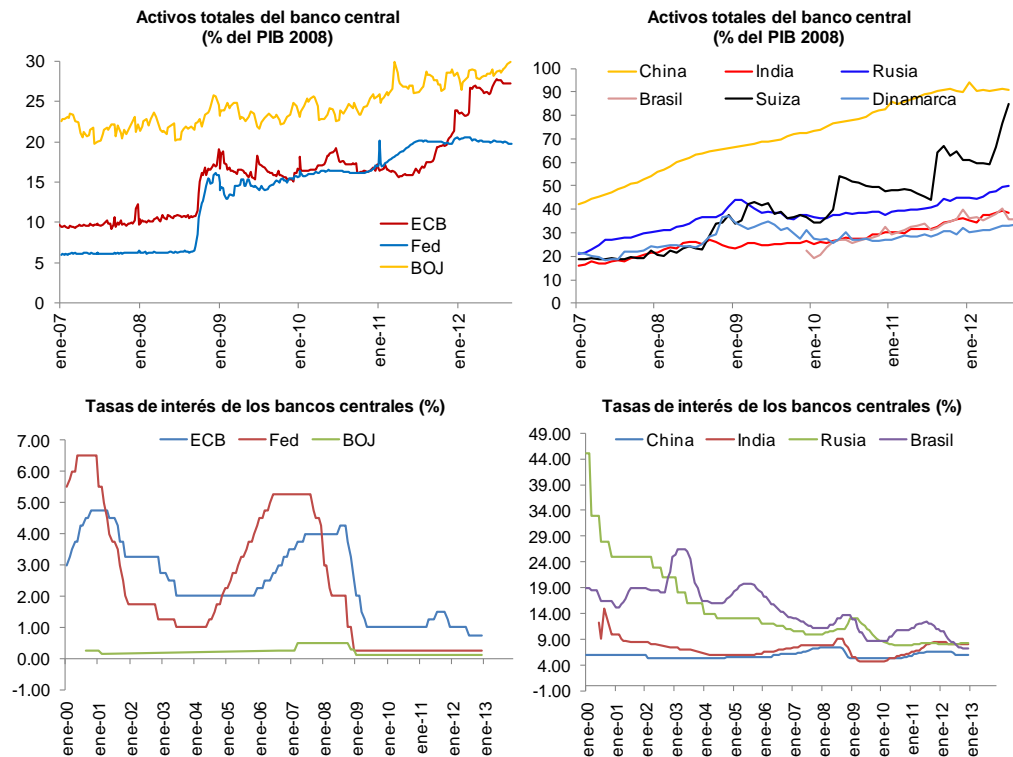
Gráfico 3. Variación anual del consumo y la inversión privados (%)



Fuente: IMF – WEO (October 2012)

La necesidad de mantener la confianza de los mercados en la política fiscal de las EA, mediante la puesta en marcha de planes de consolidación de sus cuentas públicas, descargó una mayor responsabilidad para estimular la actividad económica en su política monetaria. En consecuencia, la postura de esta política continuó muy laxa en esas economías. Los bancos centrales mantuvieron próximas a cero sus tasas de interés de intervención y siguieron llevando a cabo compras selectivas de activos financieros (Gráfico 4), para presionar a la baja las tasas en determinados mercados.

Para contrarrestar la desaceleración por el deterioro del entorno externo, la política monetaria en las EE&D comenzó a relajarse mediante recortes en las tasas de interés de sus bancos centrales. Sus autoridades cuentan en la mayoría de los casos con espacio para implementar estrategias monetarias y fiscales expansivas, gracias al oportuno retiro que hicieron en 2011 de los estímulos llevados a cabo en 2008 y 2009.

Gráfico 4. Activos (% PIB 2008) y tasas de interés de los bancos centrales (%)

Fuente: IMF – WEO (October 2012) – Bancos centrales

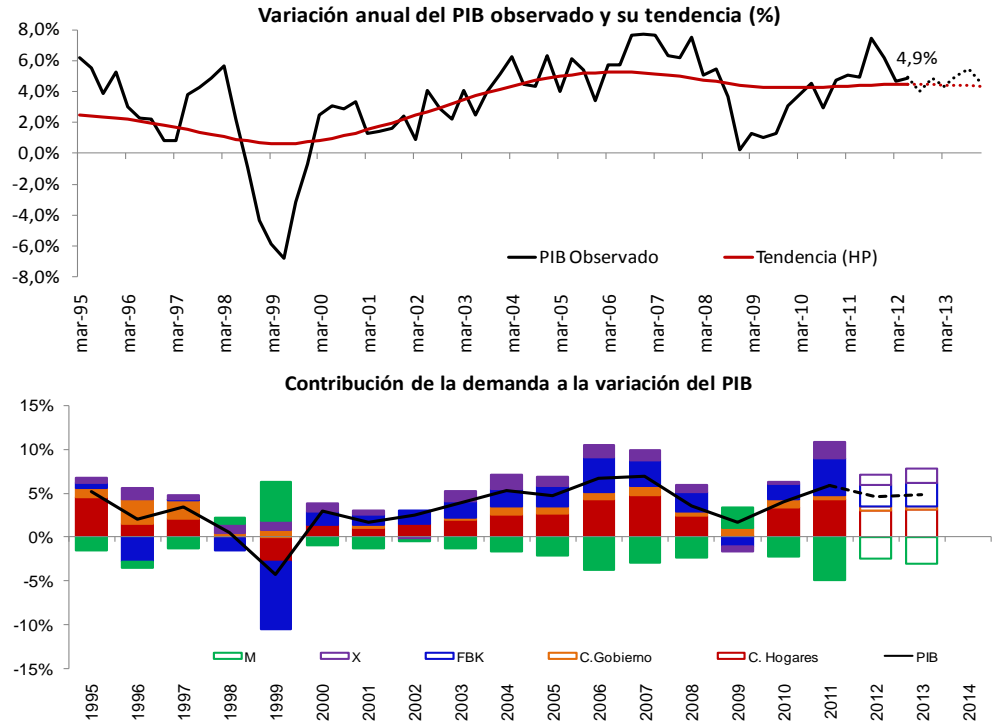
El crecimiento doméstico convergió hacia el potencial y el desempleo terminó debajo de dos dígitos en 2012

En ese contexto de disminución del ritmo de la actividad económica global, Asobancaria estima –con base en los datos de PIB a junio y de los indicadores adelantados a septiembre– que el crecimiento de la economía colombiana convergió hacia su tasa potencial (estimada por nosotros 4,5% y 5% anual) en 2012 (Gráfico 5, panel superior). La desaceleración respecto del resultado de 2011 –cuando creció 5,9%– ocurrió como consecuencia de un incremento menos dinámico de las exportaciones y el gasto privado doméstico (panel inferior). En el transcurso del año las ventas externas tendieron a estancarse, como efecto de la expansión más lenta de la demanda mundial, que afectó especialmente a las de productos no tradicionales². Además, el gasto del sector privado se desaceleró de manera inesperada por unas expectativas menos optimistas y unos mayores costos financieros, que condujeron a una expansión menos dinámica del consumo de bienes durables y semi-durables

² Su volumen disminuyó -2,8% anual en el período enero-octubre de 2012. Dentro de las exportaciones de bienes tradicionales, el descenso de las de café (-6,5% anual) y carbón (-3,2% anual) fue prácticamente compensado por el incremento en las de hidrocarburos (% 5,6 anual) y ferromnquel (30,6% anual).

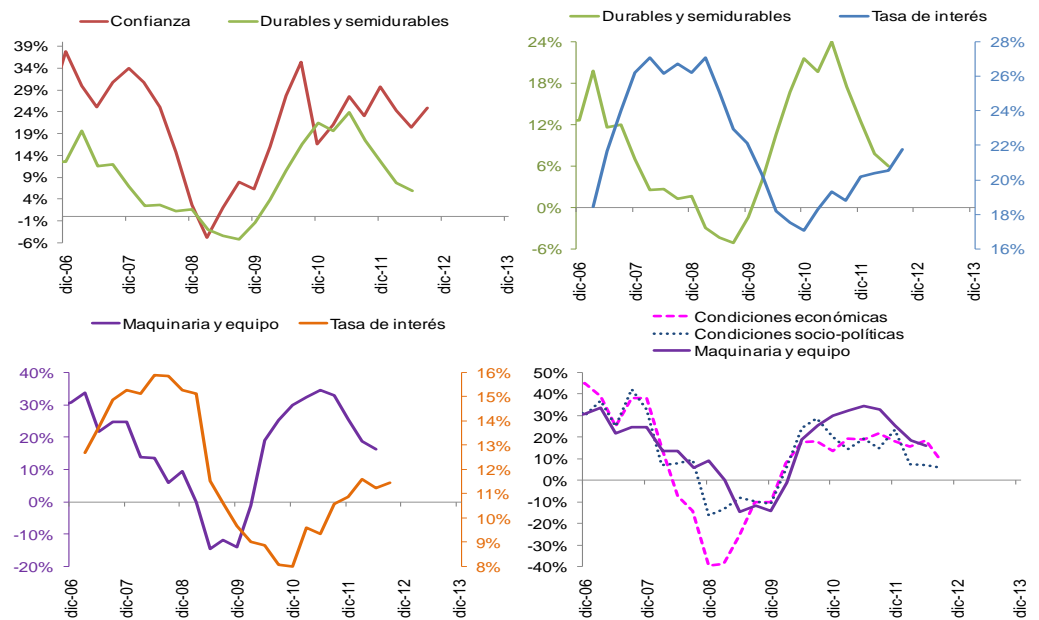
(Gráfico 6, paneles superiores), y a una inversión menos vigorosa en maquinaria y en equipo de transporte (paneles inferiores).

Gráfico 5. Variación anual del PIB y su tendencia y contribución de la demanda



Fuente: DANE – Cálculos Asobancaria

Gráfico 6. Tasas de interés, expectativas y variación anual del gasto en bienes de consumo e inversión

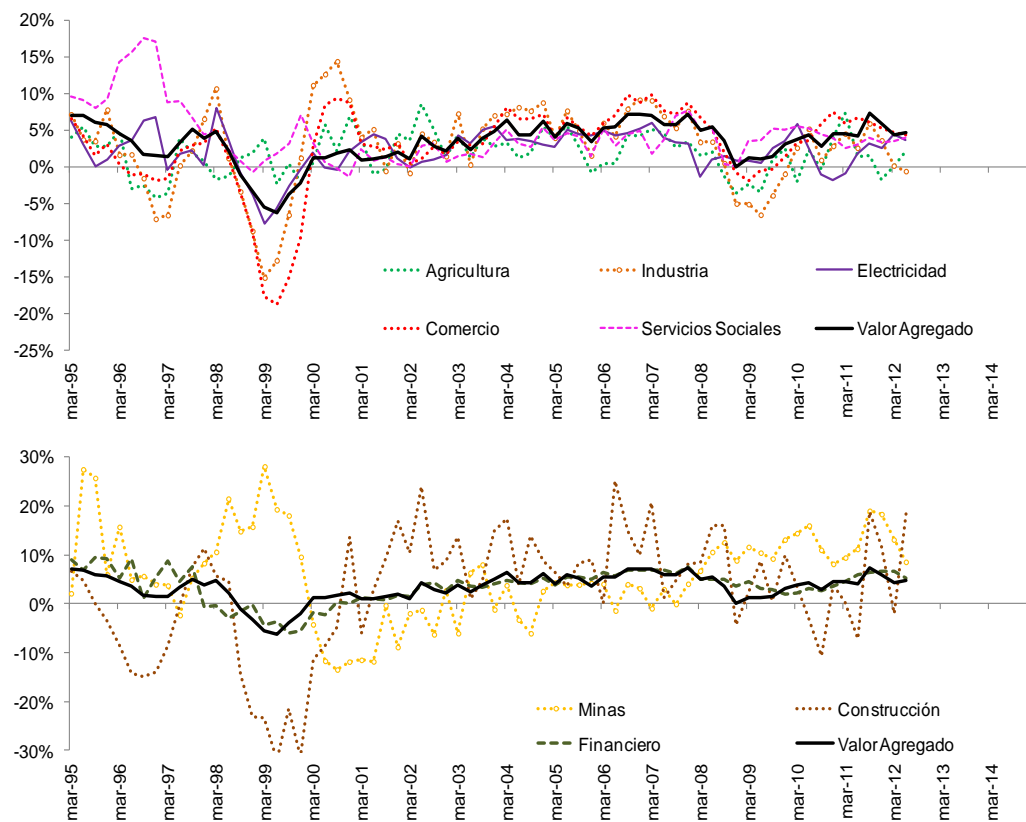


Fuente: DANE – Fedesarrollo – SFC – Cálculos Asobancaria

La amenaza de crisis internacional minó la confianza y la percepción sobre las condiciones para la inversión. Los costos financieros, a su vez, se incrementaron como resultado del estrechamiento de la política monetaria, implementado por el Banco de la República entre febrero de 2011 y junio de 2012, para prevenir el recalentamiento de la economía, evitar un desborde del crédito y preservar la estabilidad financiera.

Reproduciendo una tendencia mundial, el sector más afectado por la desaceleración de la demanda fue la industria manufacturera. Su producto se estancó en los tres primeros trimestres, de manera que no contribuyó a la expansión del valor agregado. Otros sectores que frenaron el crecimiento fueron la agricultura, el comercio y los servicios. En contraste, la actividad económica se sostuvo con el aporte de la minería y la construcción (Gráfico 7).

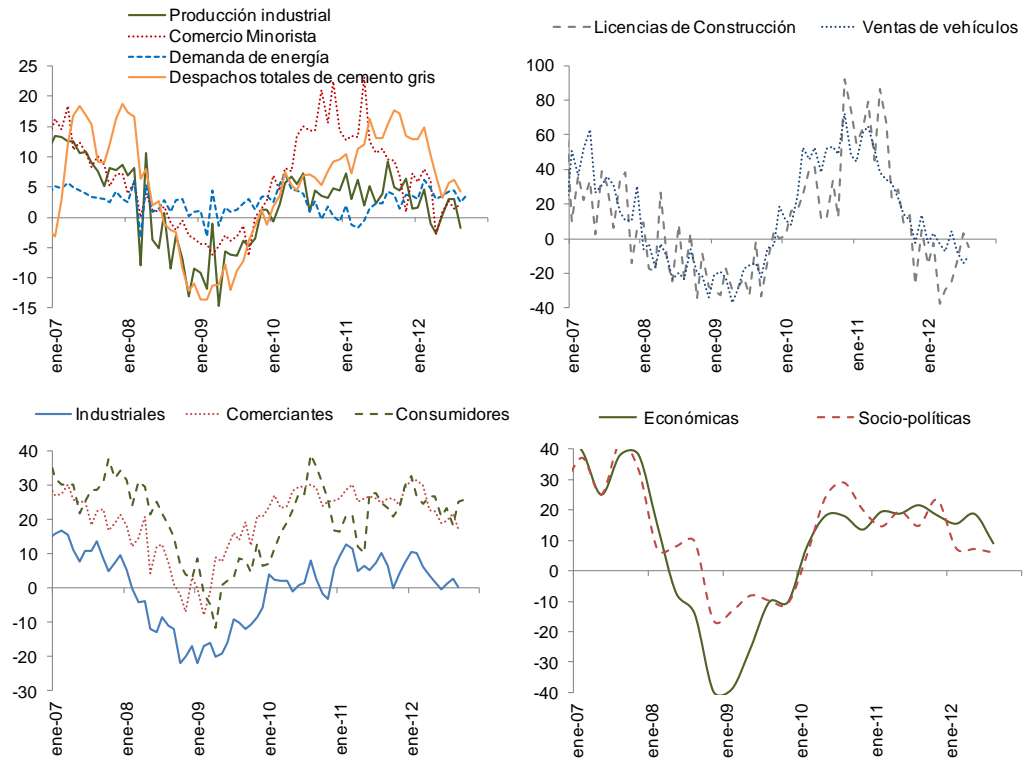
Gráfico 7. Variación anual real del valor agregado (%)



Fuente: DANE

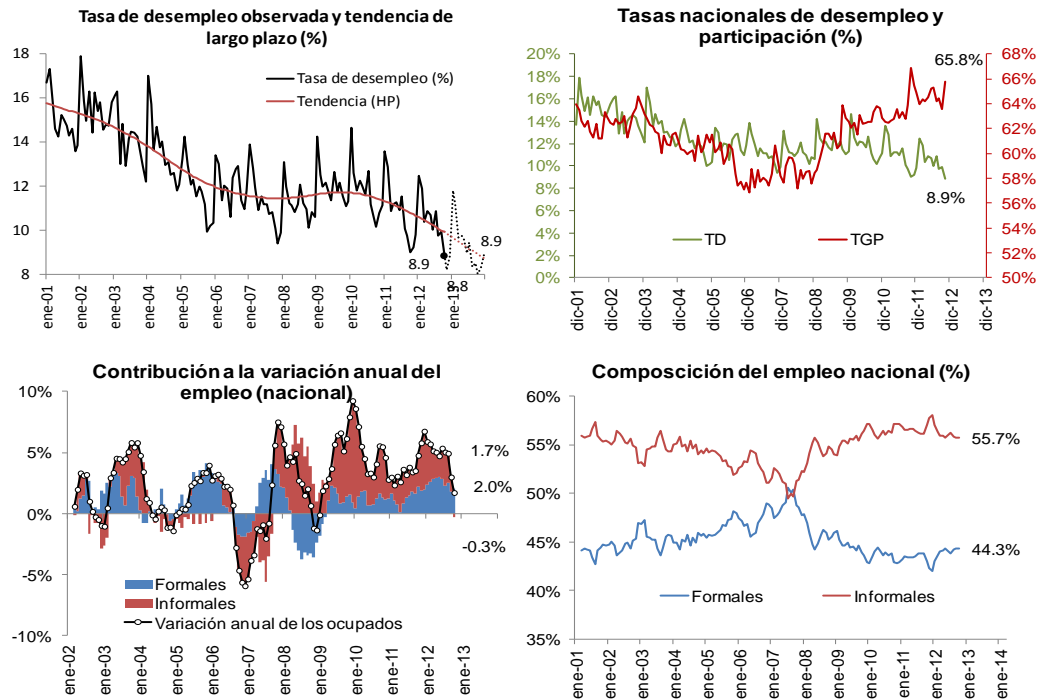
Los indicadores adelantados de producción sugieren que la desaceleración se habría estabilizado en el tercer trimestre y que la actividad se sostendría alrededor de la tasa actual en el segundo semestre (Gráfico 8, paneles superiores). Los índices de confianza permiten entrever algo parecido para la demanda (paneles inferiores), con un matiz más pesimista para la inversión. Por estas razones Asobancaria estima que el crecimiento del PIB fue 4,6% en 2012.

Gráfico 8. Indicadores adelantados de actividad



Fuente: DANE – Fedesarrollo – ISA

Gráfico 9. Indicadores del mercado laboral



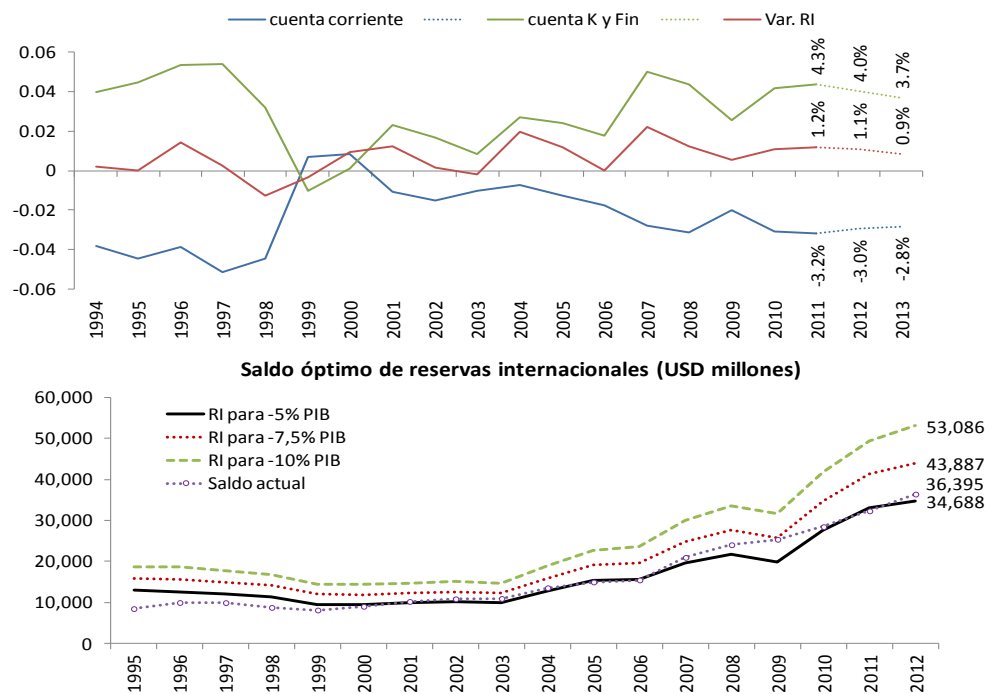
Fuente: DANE – Cálculos Asobancaria

La dinámica expansión de la economía en 2011 y 2012, junto con el relajamiento parcial de algunas distorsiones del mercado laboral –por medio de la Ley de Primer Empleo–, generaron una inclinación a la baja en la tasa de desempleo (nacional) de largo plazo (Gráfico 9, panel superior izquierdo). Esta tendencia permitió por segundo año consecutivo que el desempleo terminara por debajo de dos dígitos. Asobancaria prevé que este año el desempleo (nacional) cerrará en 8,8%. El resultado es alentador porque ocurrió al mismo tiempo que aumentó la participación laboral (panel superior derecho). Además, los últimos datos sugieren que la generación de empleo formal contribuye ahora más a la expansión del empleo que el incremento del informal (panel inferior izquierdo). La aprobación de la eliminación de las contribuciones parafiscales para el SENA y el ICBF, junto con los aportes obligatorios para la salud de los empleados a cargo de los empleadores, para las remuneraciones inferiores a 10 salarios mínimos, propuesta en la ponencia de reforma tributaria que considera el Congreso, podría consolidar este efecto.

La liquidez externa es abundante y aprecia la moneda

Los datos hasta el primer semestre y las estimaciones de Asobancaria indican que la desaceleración del ritmo de la actividad económica permitió estabilizar el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, alrededor de 3% del PIB en 2012 (Gráfico 10, panel superior). Un dinámico flujo de inversión directa –dirigida con preferencia al sector de minas e hidrocarburos– permitió financiar ampliamente ese desbalance, por medio de un superávit próximo a 4% del PIB en la cuenta de capital.

Gráfico 10. Balanza de pagos (% PIB) y reservas internacionales (USD M)

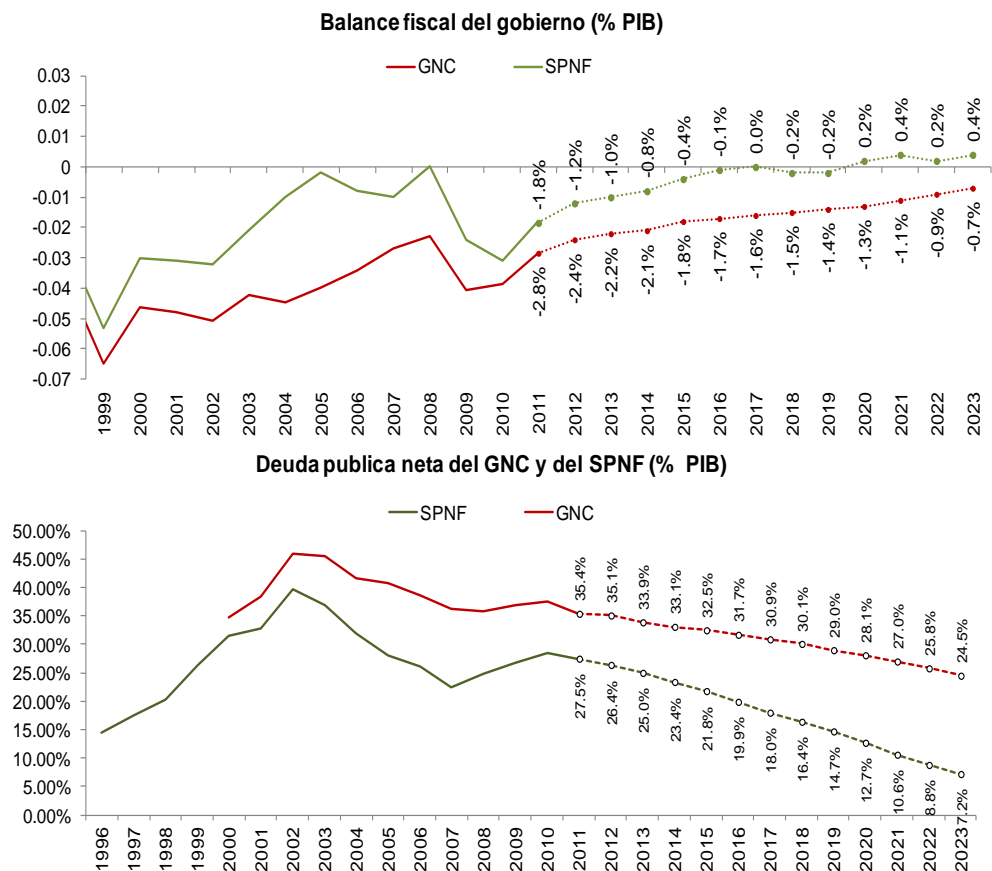


Fuente: BR – Cálculos Asobancaria

Como resultado de éste, hasta octubre se acumularon USD 4.095 millones de reservas internacionales netas (RIN), con lo cual llegaron a USD 36.395 millones. Este saldo provee una liquidez cómoda que, junto con el acceso a la línea de crédito del FMI por USD 3.000 millones, le permitirían a la economía atender las demandas extraordinarias de moneda extranjera, en caso de un choque externo fuerte, como el que ocurriría si se materializan los riesgos externos que conducirían a otra recesión internacional. Como ejemplo, vale la pena mencionar que el monto actual de las RIN es suficiente para atender una demanda extraordinaria de moneda extranjera que sobrevendría en una crisis que hiciera caer el PIB 5%.

La abundante liquidez externa ha contribuido a apreciar la tasa de cambio real en el mediano plazo, a pesar de los esfuerzos del BR por estabilizar la nominal. El año termina con una apreciación real (5,3% anual) y una tasa de cambio nominal más estable que la de años anteriores. La fortaleza de la moneda constituye una amenaza para el desarrollo de los sectores transables diferentes de la minería y los hidrocarburos, como la industria y la agricultura. Para combatirla con mayor efectividad es indispensable que la economía reduzca el exceso de gasto en que ha incurrido desde 2010.

Gráfico 11. Balance fiscal y deuda pública (% PIB)



Fuente: Minhacienda

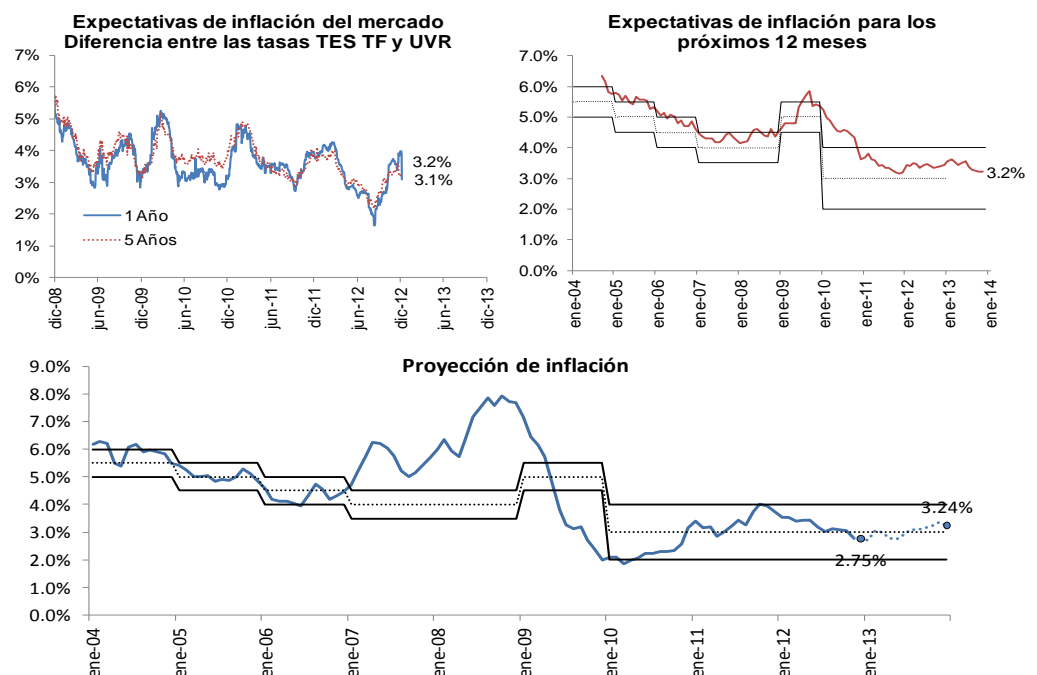
El esquema institucional de la política fiscal es más eficaz

Para lograrlo, las autoridades deben esforzarse en ahorrar para compensar el exceso de gasto privado. Para ello cuentan ahora con un esquema institucional más eficaz, que introdujo el principio constitucional de sostenibilidad fiscal, la regla fiscal y el sistema nacional de regalías. Estos instrumentos les permitirán implementar estrategias contracíclicas más persistentes, para ahorrar en los auges y gastar en las recesiones. Con base en ellas, el Gobierno Nacional se ha trazado unas metas ambiciosas de consolidación fiscal, que apuntan a lograr el equilibrio en 2016 (Gráfico 11). Gracias a la disciplina y el nuevo marco institucional, se recuperó el grado de inversión para la deuda pública en 2011, se espera que tenga lugar pronto una mejora de la calificación y el riesgo soberano se encuentra en mínimos históricos. El apetito de los inversionistas valorizó la deuda pública pronunciadamente en el transcurso del año, de manera que su tasa de interés en el mercado secundario doméstico cayó debajo de 6%, después de disminuir cerca de 200 pb desde enero pasado.

Sin presiones inflacionarias y con estabilidad financiera, el espacio monetario luce amplio

La economía no enfrenta presiones inflacionarias. Además, las expectativas de inflación tanto de los analistas como del mercado están alineadas con la meta de largo plazo (Gráfico 12). Por tanto, Asobancaria considera muy probable que la inflación termine 2012 en la parte baja del rango meta y no prevé mayores presiones al alza en 2013.

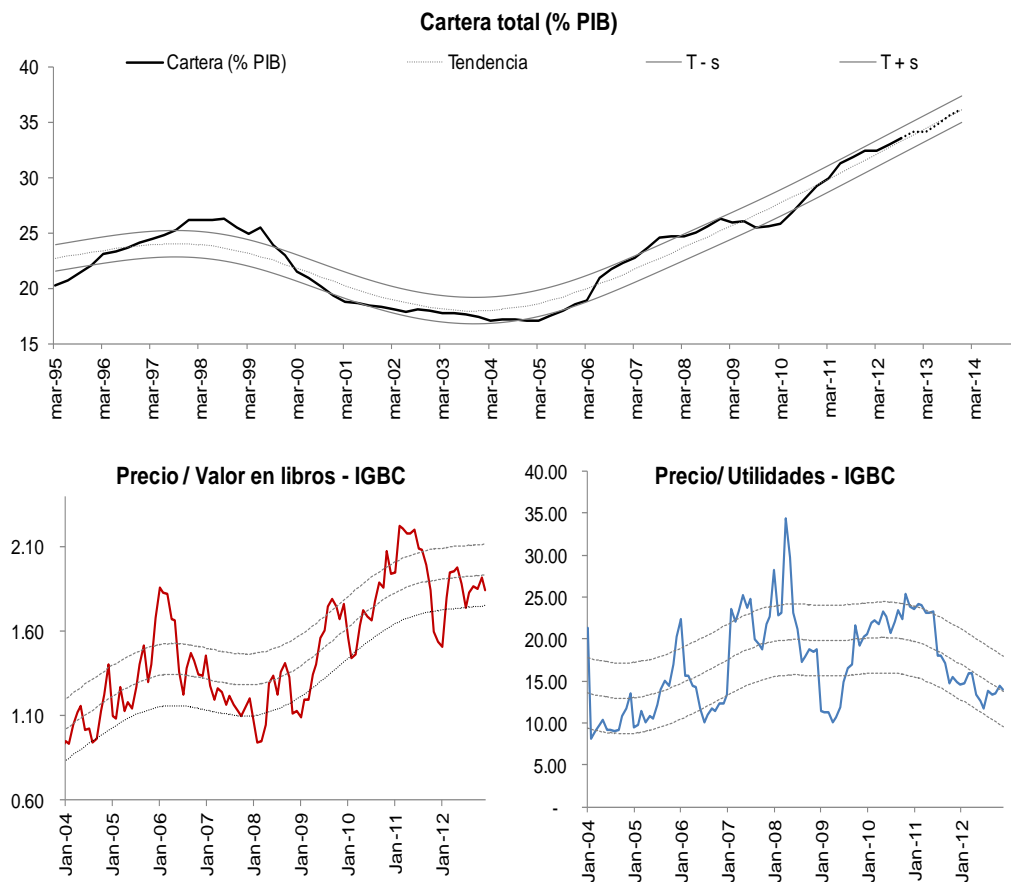
Gráfico 12. Expectativas y proyección de inflación (%)



Fuente: DANE – Cálculos Asobancaria

Por otra parte, los mercados financieros no atraviesan auges sin respaldo en sus fundamentales, de manera que no existe el riesgo de que se formen burbujas especulativas (Gráfico 13). Además, las políticas monetaria y financiera, acompañadas por la prudencia de los bancos, previnieron oportunamente un desborde del crédito y condujeron su expansión a tasas sostenibles. Asobancaria estima que el crédito doméstico terminará el año creciendo alrededor de 11% en términos reales.

Gráfico 13. Expansión del crédito y valorización de la BVC



Fuente: DANE – Cálculos Asobancaria

En estas condiciones, la autoridad monetaria cuenta con un espacio cómodo para relajar su postura y se encuentra en capacidad para proveer la liquidez externa necesaria para enfrentar un choque externo fuerte, como el que podría surgir de la materialización de los riesgos a la baja en la actividad económica mundial. Por eso pudo reducir 75 puntos básicos su tasa de interés de intervención en 2012 y podría prolongar los recortes en 2013, si fuera necesario. Veamos cuáles son los riesgos externos más fuertes.

A pesar de los riesgos latentes, la actividad global no se debilitará en 2013

A pesar del apaciguamiento de los mercados por las medidas de las autoridades en las EA, los riesgos a la baja sobre la actividad económica global no se han debilitado. Las amenazas más difíciles provienen, en primer lugar, de un agravamiento de la crisis europea, que podría profundizar la recesión y desmembrar la ZE. En segundo lugar, de la falta de consenso sobre la política fiscal en EU, que podría conducir al abismo fiscal, a la depreciación de la deuda y a una recesión. Y en tercer lugar, de una desaceleración pronunciada de China y otras economías emergentes grandes.

El peligro más grande es un mal desenlace de la crisis europea. Para evitarlo, tanto el FMI (2012) como la OCDE (2012) recomiendan que las economías de la periferia en esa región, como están bajo la presión de los mercados, sigan ajustando sus finanzas públicas para ganar credibilidad, reducir los costos de financiar sus desbalances y rotar sus deudas a unas menores tasas de interés. El problema es que la magnitud de los ajustes que deben llevar a cabo en el corto plazo disminuye el bienestar de la población, de manera que genera una fuerte oposición política que dificulta su implementación. Esas instituciones también consideran que las autoridades europeas necesitan, por una parte, fortalecer sus mecanismos de ayuda financiera para las economías insolventes, para las ilíquidas y para las instituciones financieras sistémicamente importantes. Y por otra, que deben profundizar la unión financiera y la integración fiscal. Esto es crucial para tener una autoridad con el poder suficiente para llamar al orden a los gobiernos indisciplinados y para respaldar la unión monetaria y la integración financiera.

Otro riesgo es la desconfianza en la sostenibilidad fiscal de las EA más grandes – Japón, Estados Unidos y las de la periferia europea –, menguada por el envejecimiento de la población, la generosidad de sus regímenes de salud pública y la magnitud sin precedentes de los estímulos fiscales implementados durante la gran recesión de 2007-2009. Como resulta claro de la evolución pasada de la crisis europea, un cambio de sentimiento de los mercados sobre las finanzas públicas de una economía puede deteriorar rápido su riesgo soberano, tornándola primero ilíquida y luego insolvente. Por eso, en opinión de las instituciones multilaterales, para evitar la materialización de este peligro, la política fiscal en esas economías debe esforzarse en mantener la confianza de los mercados, diseñando y poniendo en marcha planes de consolidación para el mediano plazo. En concepto del FMI, pueden hacerlo mediante la adopción legal de marcos y reglas automáticas para la política. Al mismo tiempo, su política monetaria debe permanecer laxa, para proveer los defectos de liquidez y ayudar a mantener bajo el riesgo, mediante compras de activos particulares en mercados específicos. El mecanismo de transmisión de la política podría mejorar si se pudiera poner en práctica algún alivio para los agentes muy endeudados (IMF 2012).

Las decisiones de las autoridades europeas tranquilizaron durante el segundo semestre de 2012 los mercados financieros internacionales. Sin embargo, en opinión del FMI y

la OCDE, las espirales a través de las cuales esta crisis se agravó y los canales de transmisión al resto del mundo siguen en pie. Para cortarlos es necesario poner en marcha de manera ágil las medidas pendientes en la agenda. Con el propósito de inhabilitar la interacción entre la liquidez y la solvencia de los bancos con las de los gobiernos, es necesario traspasar rápido las funciones de regulación, supervisión, liquidación, capitalización y aseguramiento de los depósitos en los intermediarios financieros, desde las autoridades nacionales a las europeas. En particular, es indispensable asegurar la capitalización directa de los bancos a través del ESM, para que sea posible llevarla a cabo sin un impacto fiscal directo sobre los gobiernos. Con ello se evitaría que se deteriorara su riesgo soberano, su liquidez y su solvencia. Según esas instituciones multilaterales, en el mediano plazo urge, además, recuperar el crecimiento, mejorar la competitividad de las economías más afectadas por la crisis y corregir los desbalances macroeconómicos dentro de la ZE. Las economías con déficits gubernamentales y deudas públicas insostenibles deberán perseverar en la consolidación. Al mismo tiempo, las economías con déficits externos requieren flexibilizar sus mercados para reducir sus costos domésticos y mejorar su competitividad. Las superavitarias, de manera paralela, deben estimular su gasto doméstico para importar más de las deficitarias (OECD 2012³).

Suponiendo un escenario optimista, la actividad económica mundial no se debilitará en 2013. En concepto del FMI y la OCDE, la afirmación del crecimiento global requiere, en primer lugar, que las autoridades europeas continúen poniendo en marcha medidas dirigidas a lograr una mayor integración fiscal y financiera. En segundo lugar, que en EU se logre un acuerdo sobre su política fiscal. Por último, que las EE&D contrarresten el deterioro del entorno internacional con estrategias fiscales y monetarias expansivas. En estas circunstancias, el crecimiento se afirmará pero continuará debajo del potencial en las EA, mientras que el desempleo se mantendrá alto (IMF 2012).

La fragilidad del entorno financiero y la alta volatilidad en los mercados internacionales persistirán en 2013, debido a la falta de soluciones radicales a los problemas estructurales de las EA. Estas economías no han llevado a cabo reformas para mejorar la productividad y la competitividad. Tampoco han tenido decisión para reducir la vulnerabilidad de las cuentas gubernamentales, asegurar la sostenibilidad de la deuda pública y garantizar la estabilidad financiera. Por tanto, la expansión del crédito continuará muy lenta, la demanda no ganará gran vigor y los flujos internacionales de capital seguirán inestables.

En contraste, en virtud de sus buenos fundamentales, las EE&D de Asia y América Latina no golpeadas con severidad por la gran recesión ni por la crisis europea, podrían acelerar su crecimiento. Con ello contribuirían a sostener la actividad económica global. Esta posibilidad puede concretarse gracias a su mayor estabilidad financiera, su dinámica generación de empleo y el espacio más amplio que tienen para implementar

³ OECD. Economic Outlook, November 2012.

posturas contra-cíclicas. Estas buenas características pueden permitirles compensar la menor demanda de las EA con una mayor expansión del gasto doméstico. Según el FMI, si sobreviniera un choque externo más fuerte, estas economías podrían enfrentarlo primero relajando su postura monetaria, luego dejando operar los estabilizadores fiscales automáticos y finalmente acometiendo un estímulo fiscal directo. Mientras tanto, pueden esforzarse en ampliar el espacio para relajar posteriormente la postura fiscal. A pesar de no enfrentar amenazas inflacionarias, estas economías corren el riesgo de alimentar burbujas en sus mercados de activos al relajar sus posturas monetarias. Sin embargo, pueden mitigarlo con medidas macro prudenciales y una estricta supervisión financiera (FMI 2012).

Las perspectivas domésticas para 2013

Si no se materializan los riesgos externos descritos, de manera que la actividad económica global no se desacelera ni se enturbia el entorno financiero internacional, la expansión de la economía colombiana no sufriría perturbaciones agudas el año entrante. Bajo este supuesto, Asobancaria estima en su escenario base que el crecimiento del PIB colombiano podría mantenerse a una tasa (4,8%) próxima a la potencial (4,5% - 5%) en 2013, gracias al relajamiento de la postura monetaria que tuvo lugar en 2012. Ese crecimiento le permitiría al país consolidar la tendencia a la baja de la tasa de desempleo, que terminaría el año otra vez debajo de dos dígitos (en 8,7%). Si ocurriera una disminución moderada del crecimiento mundial, el PIB colombiano se desaceleraría apenas hasta cerca de 4%, gracias al cómodo espacio de maniobra con el que cuentan las autoridades. Con un choque más fuerte, podría ceder hasta una tasa cercana a 3%.

En el escenario optimista, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se mantendría en 2,8% del PIB, cercano a sus magnitudes actuales. Sin una aversión al riesgo extrema en los mercados internacionales, la economía colombiana continuaría financiando cómodamente un desbalance corriente de esa magnitud, con un superávit holgado en su cuenta de capital (3,7% del PIB). Este seguiría formándose, de acuerdo con la tendencia de los últimos años, en su mayor parte con flujos de IED. En consecuencia, la acumulación de RIN se mantendría (en 0,9% del PIB) próxima a las proporciones que alcanza en la actualidad. Con ello, el COP se mantendría fuerte.

Por este motivo, para moderar el impacto de la apreciación de la tasa de cambio sobre los sectores transables distintos de la minería y los hidrocarburos, el GN debe persistir en el cumplimiento estricto de sus metas fiscales, con el propósito de generar mayor ahorro doméstico, sin restringir el espacio para el gasto privado. De otra manera, la responsabilidad de combatir la revaluación del COP continuará, como hasta ahora, en cabeza de la política monetaria. Esta estrategia, implementada mediante las compras de moneda extranjera del BR en el mercado cambiario, le ha producido pérdidas desde

2010⁴. Las pérdidas se originan tanto por el menor rendimiento de un activo líquido como las RIN, como por los costos de la esterilización, que se lleva a cabo aumentando los depósitos que recibe del GN, por los cuales debe pagar una remuneración. Como explica ANIF (2012⁵), hasta ahora las pérdidas han sido asumidas por el BR con cargo a su reserva patrimonial, para no transmitir las al GN. Pero cuando la reserva se agote, lo cual probablemente ocurrirá en el ejercicio de 2012, si las asume el GN se convertirán en una fuente de desfinanciación de 0,1% del PIB.

Asobancaria considera que, en ausencia de choques fuertes de oferta, cuya probabilidad es baja, el anclaje de las expectativas y un incremento salarial razonable no darían lugar a presiones inflacionarias severas el año entrante. En consecuencia, proyectamos una inflación de 3,2% al terminar 2013. Para lograrla se requiere que el aumento del salario mínimo que se discute actualmente, no sea muy distinto del que resultaría de la inflación de 2012 y la meta para 2013, más el incremento de la productividad multifactorial, que el DNP estima en 0,7% anual.

En nuestra opinión, los buenos fundamentales macroeconómicos y fiscales de la economía, junto con el bajo riesgo inflacionario, deben permitir valorizaciones razonables de los activos domésticos, moderadas por los episodios de aversión al riesgo, que no faltarán por las amenazas que enfrentan la actividad global y la estabilidad financiera internacional.

Por último, en el escenario base Asobancaria prevé que el crédito aumentará el año entrante a tasas próximas a las actuales (11% real), gracias al impulso que recibirá de los recortes de la tasa de interés del BR. Con base en ello, continuará de una manera sostenible la profundización financiera.

Consideraciones finales

Los riesgos que amenazan la actividad económica global y la estabilidad financiera internacional son grandes, por cuenta de la dificultad de lograr un acuerdo sobre la política fiscal en los EU y de la falta de soluciones estructurales a la crisis europea. La desaceleración del crecimiento mundial por estos factores se ha transmitido a las economías emergentes, afectando sus exportaciones, sus términos de intercambio, la confianza y la expansión de su industria manufacturera. Por estas circunstancias, su actividad económica también se ha resentido.

⁴ El BR estima que por cada USD 100 millones de compras, su P y G se reduce COP 8,4 miles de millones. Ver Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Julio de 2012, Recuadro 4: RENDIMIENTO DE LAS RESERVAS Y COSTO DE LA INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN EL MERCADO CAMBIARIO. Dicho cálculo usó como supuesto una tasa de intervención de 5,25%. En la medida que dicha tasa se incremente (reduzca), las pérdidas del BR aumentan (disminuyen).

⁵ ANIF, Informe Semanal 1148, 13 de noviembre de 2012.

En este entorno, el año que termina la economía colombiana convergió a su crecimiento potencial, después del alto ritmo que alcanzó en 2011, por una expansión menos dinámica que la esperada de la demanda interna. Existe el peligro de que la actividad económica doméstica continúe desacelerándose en 2013, por un mayor contagio del aletargamiento de las economías avanzadas, o por un choque externo fuerte, si ellas no logran sortear de manera afortunada sus desafíos más urgentes. En un escenario optimista, en el cual Europa y los EU mitigan adecuadamente los riesgos de otra recesión y de una crisis financiera internacional, el impulso que el BR dio a la economía colombiana, recortando 75 puntos básicos su tasa de interés en el transcurso del año, bastará para mantenerla próxima a su crecimiento potencial. Con ello se podría consolidar la tendencia descendente del desempleo, alentada por el alivio a las distorsiones del mercado laboral, que el GN ha puesto a consideración del Congreso.

Si sobreviene el choque, la economía está en buenas condiciones para absorberlo, minimizando su impacto sobre la producción y el empleo. Los desbalances macroeconómicos no son grandes, las autoridades gozan de la confianza de los mercados, que le otorgan al país un acceso amplio y barato a su financiación. La liquidez externa es holgada. El espacio para implementar estrategias monetarias y fiscales contra-cíclicas es cómodo: el desbalance fiscal y la deuda pública no son altos, el riesgo inflacionario es mínimo y las expectativas están alineadas con las metas, la solvencia de los intermediarios financieros es excelente, se ha salvaguardado la estabilidad financiera, los mercados son más flexibles y la economía, en general, ha incrementado su capacidad de absorber los choques externos.

A pesar de que los resultados de la actividad económica de Colombia en 2012 son buenos en el entorno de desaceleración global, tienden a consolidar un patrón de crecimiento que desfavorece el desarrollo de los sectores transables. El exceso de gasto, financiado con una inversión extranjera que llega primordialmente a la minería y los hidrocarburos, aprecia la tasa de cambio. Su fortaleza deteriora la competitividad de la industria y la agricultura. La economía tiende a reasignar sus recursos desde estos sectores hacia los que están en auge. La expansión de la actividad económica y la generación de empleo pasan a depender de manera excesiva de los sectores no transables y, sobre todo, de la minería y los hidrocarburos, cuya relación capital-trabajo es alta. En estas condiciones, si la bonanza minero energética es transitoria, al terminarse no habrá otros motores de crecimiento, porque no se habrán invertido suficientes recursos en los demás para que sean competitivos internacionalmente. Si el auge es más duradero, los ciclos de la economía quedarían estrechamente vinculados a los de los mercados de hidrocarburos y minerales. Esto agregaría mayor inestabilidad al crecimiento.

Por estas razones es indispensable que el GN utilice cabalmente el nuevo esquema institucional para la política fiscal, con el fin de generar mayor ahorro público y asignar, de una manera más eficiente y eficaz, el gasto público a mejorar la competitividad de la economía. La regla fiscal y el Sistema Nacional de Regalías (SGR) le permitirán generar ahorro contra-cíclico, con los ingresos extraordinarios

durante el auge, para gastarlo en las recesiones. Además, el SGR, la Agencia Nacional de Infraestructura y las Alianzas Público Privadas, deben facilitar una mejor asignación de los recursos para ampliar la infraestructura vial e incentivar el progreso tecnológico. Al generar mayor ahorro público y ejecutar de manera más eficiente la inversión, el GN asumiría parte de la responsabilidad de combatir la apreciación de la moneda, que hasta el momento se ha descargado en la política monetaria, con un costo muy alto para el Emisor. Como han sugerido otros analistas⁶, el GN debería complementar la acción del BR en los mercados financieros, interviniendo sobre los efectos reales de la apreciación del COP, compensándola mediante la generación de una mayor productividad en la economía. Para conseguirla, es indispensable una mayor inversión en infraestructura y educación. También puede contribuir a reducir los costos del trabajo formal, removiendo algunas distorsiones, como propuso en el proyecto de reforma tributaria, aminorando las contribuciones parafiscales y los aportes a la salud de los empleados que hacen los empleadores.

Como la economía entró en una coyuntura de desaceleración, en los debates que restan de la reforma tributaria, debe tenerse cautela respecto de los efectos de un posible aumento desmesurado de la carga impositiva, porque podría frenar la demanda en el corto plazo. Hay que tener en cuenta, además, que limitar la utilización de los beneficios tributarios vigentes, sobre todo los aportes voluntarios a los fondos de pensiones y los ahorros en cuentas para el fomento de la construcción, puede tener efectos indeseables sobre el ahorro de la economía y la financiación de dos sectores clave: la vivienda y la infraestructura. Un menor flujo de recursos para financiar la construcción de vivienda podría conducir a frenarla, justo cuando está en capacidad de convertirse en una de las locomotoras de la expansión de la economía y de la generación de empleo directo e indirecto, por los encadenamientos que tiene con el resto de ellos. Menos fondos para los proyectos de infraestructura impedirían, por otro lado, mejorar con la debida diligencia la competitividad de la producción nacional. Un menor ahorro, además, restaría recursos para financiar la inversión. Un ritmo de inversión más lento tendría consecuencias negativas sobre la acumulación de capital, la productividad total de los factores y la remuneración del trabajo, lo cual impediría a la economía aumentar su capacidad de crecimiento en el mediano plazo.

⁶ ANIF, Informe Semanal 1148, 13 de noviembre de 2012.

Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2009 2010		2011					2012				2013	
			T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.
PIB Nominal (COP MM)	504,6	543,7	147	152	155	161	616	161,2	164,3	166,3	174,0	665,8	713,7
PIB Nominal (USD B)	247	284	78	85	81	83	317	90,0	92,0	92,0	96,1	367,6	397,4
Crecimiento Real													
PIB real (% Var. Interanual)	1,7	4,0	5,0	5,1	7,5	6,1	5,9	4,7	4,9	4,0	4,9	4,6	4,4
Precios													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	2,0	3,2	3,2	3,2	3,7	3,7	3,7	3,4	3,2	3,0	3,0	2,8	2,9
Inflación básica (% Var. Interanual)	2,7	2,6	2,8	3,1	3,0	3,2	3,2	3,0	1,9	2,0	2,8	2,8	...
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2044	1914	1879	1780	1915	1943	1943	1792	1785	1808	1811	1800	1808
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-8,9	-6,4	(2,5)	-7,1	6,4	1,5	1,5	-4,7	0,2	1,6	-5,4	-0,1	0,0
Sector Externo													
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,0	-3,1	-2,3	-2,5	-3,5	-3,1	-3,0	-1,8	-3,5	...	...	-2,9	-2,9
Cuenta corriente (USD mmM)	-5,0	-8,9	-1,8	-2,2	-2,8	-2,5	-9,4	-1,6	-3,2	...	...	-10,7	-12,5
Balanza comercial (USD mmM)	2,1	2,0	1,2	1,7	0,9	-0,6	3,2	2,5	1,0	...	...	...	...
Exportaciones F.O.B. (USD mmM)	32,6	39,5	12,5	14,5	14,2	0,3	41,5	15,2	14,8	...	...	...	...
Importaciones F.O.B. (USD mmM)	30,5	37,5	11,3	12,7	13,3	0,9	38,3	12,7	13,8	...	...	...	...
Servicios (neto)	-2,8	-3,5	-0,9	-1,0	-1,0	-1,2	-4,2	-1,1	-1,4	...	...	...	...
Renta de los factores	-9,3	-11,9	-3,2	-4,0	-4,2	-3,7	-15,1	-4,1	-3,9	...	...	...	...
Transferencias corrientes (neto)	4,6	4,5	1,1	1,1	1,4	1,4	5,0	1,1	1,2	...	...	...	...
Inversión extranjera directa (USD mmM)	7,1	6,7	3,5	3,0	3,8	2,9	13,3	3,7	4,1	...	...	...	...
Sector Público (acumulado)													
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	-1,1	-1,1	...	...	...	...	-0,1	...	...	...	...	0,2	...
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-4,1	-3,9	0,6	1,3	0,9	-2,8	-2,8	0,5	2,4	...	...	-2,4	-2,2
Bal. primario del SPNF (% del PIB)	0,9	-0,1	...	...	...	...	1,1	...	...	...	...	0,1	...
Bal. del SPNF (% del PIB)	-2,4	-3,1	1,3	2,8	2,3	-1,8	-1,8	1,5	4,4	...	...	-1,2	-1,0
Indicadores de Deuda													
Deuda externa bruta (% del PIB)	22,7	22,4	20,4	20,7	21,7	22,8	22,8	20,7	20,5	...	...	...	...
Pública (% del PIB)	15,7	13,7	12,0	11,9	12,5	12,9	12,9	11,9	11,8	...	...	...	...
Privada (% del PIB)	7,0	8,7	8,4	8,8	9,2	10,0	10,0	8,8	8,6	...	...	...	...
Deuda del Gobierno (% del PIB, Gob. Central)	37,7	38,4	36,3	34,2	35,1	...	35,4	...	38,6	...	...	35,1	33,9

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*

Activo	oct-12 (a) 327.392	sep-12 324.723	oct-11 (b) 284.926	Var real anual entre (a) y (b) 11,5%
Disponible	23.063	22.371	16.816	33,1%
Inversiones	60.299	60.235	56.705	3,2%
Cartera Neta	212.601	210.068	183.900	12,2%
Consumo Bruta	64.462	63.632	54.173	15,5%
Comercial Bruta	133.224	131.950	117.886	9,7%
Vivienda Bruta	18.219	17.827	14.917	18,5%
Microcrédito Bruta	6.515	6.377	5.367	17,8%
Provisiones**	9.819	9.718	8.444	12,8%
Consumo	4.100	4.006	3.183	25,0%
Comercial	4.943	4.964	4.594	4,4%
Vivienda	435	428	417	1,2%
Microcrédito	342	321	250	32,8%
Otros	31.429	32.051	27.504	10,9%
Pasivo	282.055	280.120	247.069	10,8%
Depósitos y Exigibilidades	212.847	207.288	177.692	16,2%
Cuentas de Ahorro	103.959	97.905	90.215	11,8%
CDT	67.769	67.039	49.276	33,4%
Cuentas Corrientes	34.594	35.146	31.996	4,9%
Otros	6.525	7.199	6.206	2,0%
Otros pasivos	69.207	72.831	69.377	-3,2%
Patrimonio	45.337	44.604	37.857	16,2%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	5.368	4.919	4.893	6,4%
Ingresos por intereses	21.829	19.499	16.588	27,7%
Gastos por intereses	8.511	7.581	5.627	46,8%
Margen neto de Intereses	13.304	11.906	10.942	18,0%
Ingresos netos diferentes de Intereses	8.078	7.382	7.132	9,9%
Margen Financiero Bruto	21.382	19.287	18.074	14,8%
Costos Administrativos	9.850	8.828	8.802	8,6%
Provisiones Netas de Recuperación	2.874	2.569	1.715	62,7%
Margen Operacional	8.658	7.891	7.558	11,2%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	2,86	2,87	2,86	0,00
Consumo	4,81	4,79	4,62	0,19
Comercial	1,88	1,91	2,00	-0,12
Vivienda	2,39	2,43	2,74	-0,35
Microcrédito	4,87	4,91	4,43	0,45
Cubrimiento**	158,28	157,68	157,70	0,58
Consumo	132,22	131,43	127,26	4,95
Comercial	197,20	196,87	195,03	2,17
Vivienda	99,94	98,56	102,00	-2,07
Microcrédito	107,71	102,39	105,21	2,50
ROA	2,05%	2,09%	2,10%	-0,1%
ROE	14,86%	15,22%	15,98%	-1,1%
Solvencia	n.d	15,77%	14,10%	n.d

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 Octubre de 2012 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.