

Nº8

Marzo 2020

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Escuela de Economía y Finanzas
Centro de Investigación Económicas y Financieras (Cief)
Grupo de estudios en Economía y Empresa

Nº 8
Marzo
2020

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Escuela de Economía y Finanzas
Centro de Investigación Económicas y Financieras (Cief)
Grupo de estudios en Economía y Empresa

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

N° 8 Marzo de 2020

Universidad EAFIT

Juan Luí Mejía Arango
Rector

Cesar Eduardo Tamayo Tobón
Decano Escuela de Economía y Finanzas

Mery Tamayo Plata
Jefe Departamento de Economía

Santiago Tobón
Director Centro de Investigaciones
Económicas y Financieras (CIEF)

Grupo de Coyuntura Económico Autores
en esta edición

Coordinador
Jesús Botero García

Miembros
Carlos Esteban Posada
Liz Londoño-Sierra
Luisa Fernanda Varón Herrera
Humberto Franco González
Jaime Alberto Ospina Mejía
Álvaro Hurtado Rendón

Colaboradores
Matheo Arellano
Diego Montañéz
María José Bernal
Marcos González

Edición y corrección de estilo
Paula A. Colorado Chávez

Diagramación y diseño
Paula A. Colorado Chávez
Valentina Álvarez Cantillo



Contenido

Resumen Ejecutivo.....	2
Capítulo 1	5
Panorama Económico Mundial.....	5
Jesús A. Botero García	5
Capítulo 2	10
Perspectivas de la Economía Colombiana.....	10
Jesús A. Botero García	10
Capítulo 3	14
Inflación y Política Monetaria.....	14
Carlos Esteban Posada y Liz Londoño-Sierra.....	14
Capítulo 4	19
Coyuntura Laboral Cuarto Trimestre de 2019.....	19
Luisa Fernanda Varón Herrera.....	19
Capítulo 5	23
Balanza de Pagos 2019	23
Humberto Franco González.....	23
Capítulo 6	29
Las Cuentas Fiscales	29
Álvaro Hurtado Rendón.....	29
Capítulo 7	33
Coyuntura financiera.....	33
Jaime Alberto Ospina Mejía.....	33

Resumen Ejecutivo

La expansión del **COVID-19** en el mundo, y la **guerra petrolera desatada por Arabia Saudita**, en **respuesta a la negativa rusa de recortar la producción del crudo**, están alterando negativamente las condiciones de desempeño económico mundial, **reduciendo entre 0,5% y 1,5% una tasa de crecimiento** que, aunque modesta, se esperaba superior a la observada en 2019.

Estimativos iniciales indican que **la economía china ha experimentado un shock negativo de oferta**, que la puede llevar a tasas de crecimiento muy bajas o negativas en el primer trimestre del año, afectando las cadenas de valor y el volumen de comercio internacional de manera notoria. Y, aunque hoy el brote del virus parece controlado allí (y la reiniciación de actividades productivas suspendidas antes por el virus, parece estar ya en marcha), su expansión en el resto del mundo tiende a difundir el **shock negativo en otras regiones, agudizando tensiones en la globalización**, que ya eran importantes antes de la aparición del virus.

Al tiempo, las **probabilidades de una nueva recesión en el mundo han aumentado** de manera significativa, en opinión de autorizados analistas económicos: Keneth Rogoff, profesor en Harvard ha hablado, por ejemplo, habla de probabilidades de recesión del orden del 90%, mientras que Olivier Blanchard ve inevitables crecimientos negativos en el primer semestre del año.

Nadie está muy seguro, sin embargo, del rumbo que tome ese coctel explosivo de coronavirus y guerra petrolera que, de prolongarse, llevaría efectivamente a cifras negativas el crecimiento mundial en 2020. **De la capacidad de contralar la pandemia en occidente** (donde ahora se centra su expansión), **y de las respuestas coordinadas de políticas públicas que se implementen, dependerá el futuro inmediato**, ya que en la guerra petrolera luce todavía improbable un acuerdo.

La perspectiva de menor crecimiento mundial, la incertidumbre acerca de la capacidad de controlar el virus en países distintos a China y la guerra petrolera han impactado negativamente las percepciones de riesgo de los agentes, produciendo **cambios abruptos en los mercados de valores, y generando profundas recomposiciones de los flujos financieros, que se dirigen ahora hacia activos considerados seguros**. Esto ha impactado de manera importante las tasas de cambio en el mundo, fortaleciendo el dólar, a costa de las monedas de aquellos países que lucen vulnerables o que dependen del petróleo. En este sentido, las consecuencias de ello son todavía difíciles de prever:

De una parte, **no es clara la capacidad de respuesta que se tiene en los países desarrollados ante un shock de oferta como el observado**, dadas la prevalencia de bajas tasas de interés en todo el mundo, y altos grados de endeudamiento de los gobiernos centrales, lo que augura seguramente que hay una capacidad limitada de reacción ante eventos disruptivos como los observados. Pero de otra, el **sistema financiero mundial luce hoy mucho más sólido que a finales de la primera década del siglo**, y aunque, como se señaló, reputados analistas han venido advirtiendo acerca de la cercanía de una nueva recesión, es posible que una cuidadosa acción coordinada permita mitigar los riesgos que los shocks implican para empresas y países endeudados. Los bancos centrales de los países desarrollados están analizando medidas coordinadas y, de hecho, la Reserva Federal ha anunciado el 15 de marzo la reducción de la tasa de intervención a cero, con una operación paralela de expansión cuantitativa, del orden de 700 mil millones de dólares. Seguramente la medida estará

acompañada por medidas fiscales adicionales a las anunciadas por el presidente Donald Trump, pero la cuestión es ¿qué tan efectivas serán para el tipo de crisis que parece estar desarrollándose?

Es, entonces, un entorno complejo y riesgoso, que podrá impactar negativamente el desempeño económico de Colombia -aunque probablemente de manera moderada- dado que el dinamismo del país está asociado hoy, esencialmente, a la demanda interna. **Esperamos un crecimiento del orden del 3,4%**, pero entendemos que **hay riesgos a la baja** que podrían reducir la tasa de crecimiento en aproximadamente 40 puntos básicos, llevándolo a niveles del 3%. Estos riesgos están asociados fundamentalmente a tres mecanismos de transmisión de los shocks mundiales:

Primero, el impacto de los bajos precios del petróleo sobre la balanza de pagos y la economía en el corto plazo, y sobre el sector público, en el mediano plazo, aunque los recaudos lucen dinámicos y las cuentas del gobierno nacional central presentaron un superávit primario del 0,5% en 2019.

Segundo, **las presiones inflacionarias que se generan en el ajuste de tasas de cambio ya mencionado**, particularmente agudo en el caso colombiano, y que podrían llevar a políticas monetarias contraccionistas, para evitar el desbordamiento de una tasa de inflación que ya está en el rango alto de las expectativas.

Tercero, **posibles efectos negativos sobre la inversión productiva y el consumo**, por la vía de actitudes precautelativas, que llevan a los agentes a diferir gastos, por efectos de la incertidumbre, la devaluación, y expectativas negativas de tasas de interés.

No obstante, creemos que, de presentarse cambios abruptos en la confianza de consumidores y empresarios, los efectos podrían ser más severos y dependerán de la duración del shock y de las medidas que se tomen, tanto en el país como en la economía global.

Cabe destacar, que en el entorno actual **el sistema financiero luce sólido y preparado para enfrentar eventuales situaciones críticas en los mercados mundiales y domésticos**, y que **sólo habría algunas señales de alarma en el endeudamiento de los hogares para el consumo**, que podría ser excesivo si se revirtieran las condiciones económicas del país: que los recaudos fiscales evolucionan de manera satisfactoria y que los flujos de capitales han sido hasta ahora adecuados para financiar el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

En estas condiciones, el problema esencial del país sigue siendo el desempleo: el dinamismo del **empleo rural se ha deteriorado**, el **empleo de buena calidad también** -en las principales ciudades- y continúa el **reemplazo de mano de obra no calificada por mano de obra calificada**, como respuesta de los empresarios a la evolución del costo salarial. **Una decidida política de fomento a la vivienda y a la construcción de vías terciarias podría ser muy conveniente, pero sin duda, hay que avanzar en reformas profundas que dinamicen el empleo formal, especialmente en el sector agropecuario**, que debería aprovechar las oportunidades que la fragmentación de cadenas de valor establecidas ofrece a potenciales nuevos participantes, especialmente en condiciones favorables de tasa de cambio, como las que actualmente beneficiarían a los exportadores. Un plan ambicioso de parques agroindustriales debería ser

una prioridad, así como también misiones agresivas de penetración de mercados que, en alianzas profundas del sector público y el privado, aprovechan las oportunidades que se generen en las cadenas de valor mundiales.

Y, por supuesto, **la tasa de cambio también será un dolor de cabeza, no sólo para las autoridades monetarias**, por su efecto sobre la inflación, **sino para muchos sectores en la economía**, bien sea por su nivel de endeudamiento externo, o por su dependencia de insumos importados. Es probable que todavía estemos en un terreno de sobre-reacción, que debería dar paso a niveles más moderados, del orden de \$3 700 pesos por dólar.

El mecanismo de cobertura cambiaria mediante operaciones forward financieras (*Non-Delivery*, en el lenguaje técnico) podría ayudar a moderar reacciones excesivas, si este fuera el caso. Pero las medidas adicionales de ampliación de la liquidez podrían tener un efecto contrario y generar impactos negativos sobre la inflación. Por supuesto, es un momento muy complejo, porque se configura un trilema probablemente irresoluble: proveer liquidez en un momento en el que coinciden shocks negativos de oferta y demanda; brindar cobertura cambiaria a los agentes económicos impactados por la volatilidad extrema de la tasa de cambio; y mantener la vigilancia y el control sobre la inflación. En todo caso, **un retorno pronto de la tasa de cambio a niveles inferiores a \$3 500/US\$ no parece muy probable, y las presiones inflacionarias serán sin duda mayores a las observadas**, poniendo a prueba la voluntad del banco central para mantener la inflación en su rango esperado.

Capítulo 1

Panorama Económico Mundial

Jesús A. Botero García¹

Tras un inicio de año marcado por un cauteloso optimismo, que se reflejaba en las proyecciones del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial (ver tabla 1) la expansión del Covid-19 está haciendo estragos en la economía mundial.

Tabla 1

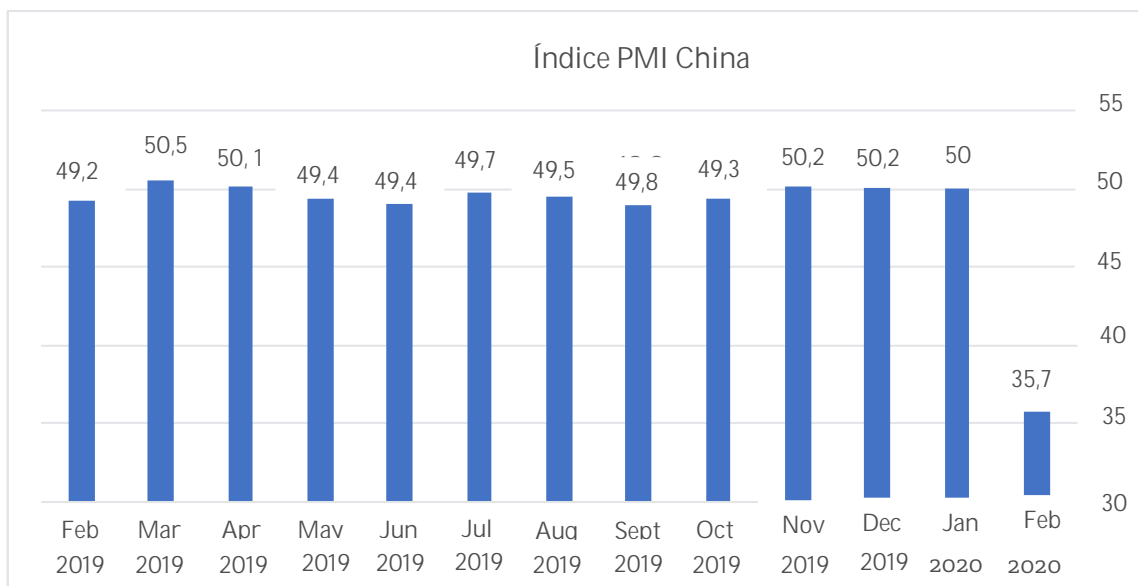
	IMF			World Bank		
	Informe Enero de 2020			Informe Enero de 2020		
	2019 estim.	2020 proy.	2021 proy.	2019 estim.	2020 proy.	2021 proy.
Mundo	2,9	3,3	3,4	2,4	2,5	2,6
Economías Avanzadas	1,7	1,6	1,6	1,6	1,4	1,5
Estados Unidos	2,3	2,0	1,7	1,7	1,8	1,7
Zona Euro	1,2	1,3	1,4	1,1	1,0	1,3
Japón	1,0	0,7	0,5	1,1	0,7	0,6
Economías Emergentes	3,7	4,4	4,6	3,5	4,1	4,3
China	6,1	6	5,8	6,1	5,9	5,8
India	4,8	5,8	6,5	5,0	5,8	6,1
Rusia	1,1	1,9	2	1,2	1,6	1,8
América Latina y el Caribe	0,1	1,6	2,3	0,8	1,8	2,4
Brasil	1,2	2,2	2,3	1,0	2,0	2,5
México	0	1	1,6	0,0	1,2	1,8
Volúmen de comercio mundial	1	2,9	3,7	1,4	1,9	2,5
Precio Petróleo	-11,3	-4,3	-4,7	-10,3	-5,4	1,9
Precio productos básicos no energéticos	0,9	1,7	0,6	-4,7	0,1	1,7

Fuente: WB. Global Economics Perspective. IMF: WEO. Actualización octubre de 2019, enero de 2020

La economía china, la segunda más importante del mundo, y parte fundamental de las cadenas de valor en la economía global, muestra resultados desapacibles, como lo ilustra el gráfico 1 y la tabla 2, que recogen dos indicadores importantes: el índice PMI de actividad manufacturera, que llegó a su mínimo histórico en febrero, y las exportaciones, que cayeron en el primer bimestre el 17,2%.

¹ Profesor del departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. jabotero@eafit.edu.co

Gráfico 1



Fuente: National Bureau of Statistics of China - <http://data.stats.gov.cn/english/easyquery.htm?cn=A01>

Tabla 2

China: Valor de las Exportaciones e importaciones. Enero Febrero 2020 (en USD 100 millones)			
Mes	Export.	Import.	Balance Comercial
1-2/2020	2 924,5	2 995,4	-71,0
Año a año	-17,2	-4,0	-
Nota: Datos preliminares			

Fuente: <http://english.couostoms.gov.cn/statics/report/preliminary.html>.

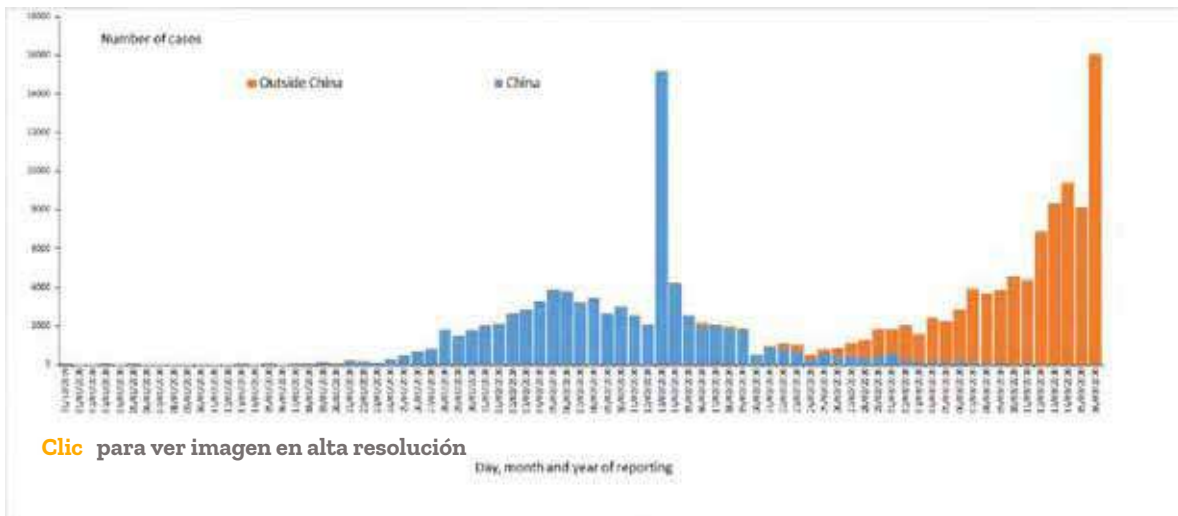
En un reciente libro editado por Baldwin y Weder di Mauro, para el Centro de Investigaciones en Economía Política (CEPR, por sus siglas en inglés) y publicado en marzo ², Laurence Boone estima que el crecimiento mundial podría reducirse entre 0,5% y 1,5%, debido al impacto del virus. Otros analistas como McKibbin y Fernando estiman que en el escenario más severo (con una tasa de infección muy alta) su impacto en el crecimiento de 2020 sería cuatro veces mayor que el caso adverso de Boone.

Probablemente, las estimaciones de Boone sean más sensatas, a juzgar por la trayectoria que los contagios han tenido en los últimos días -máxime si como lo muestra el gráfico 2-, el contagio parece estar siendo contralado en China.

² Un esfuerzo destacado, por lo demás, ya que las colaboraciones a los autores se solicitaron en febrero 27, y estuvieron listas en marzo 2.

No obstante, es dudosa la capacidad que otros países tengan para controlar el virus, por lo que todavía resulta aventurado formular hipótesis acerca del rumbo de la enfermedad.

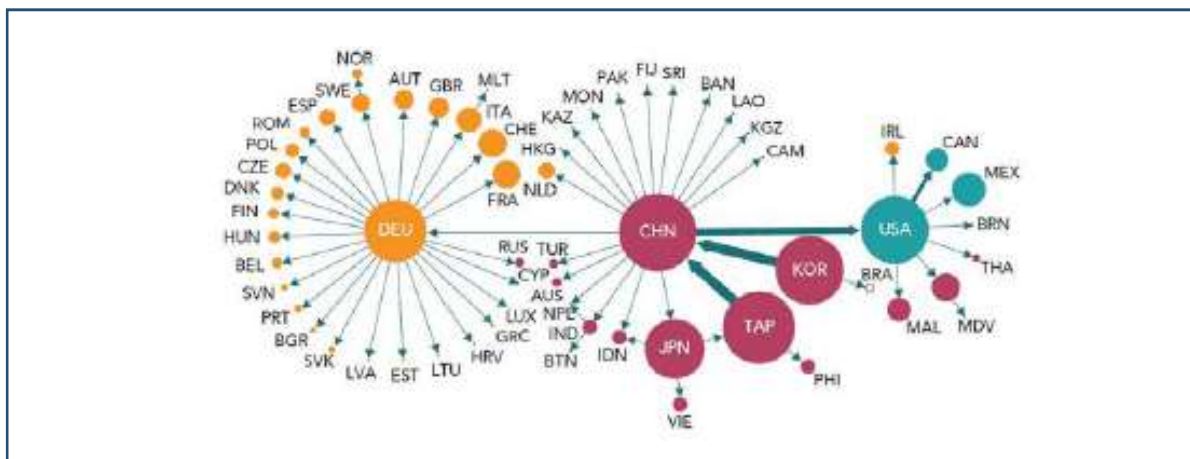
Gráfico 2. Casos reportados a marzo 20 de 2020



Fuente: European Centre for Disease Prevention and Control - <https://www.ecdc.europa.eu/en/geographical-distribution-2019-ncov-cases>

Sin embargo, lo realmente inquietante en el panorama es el tipo de crisis que podría estar gestándose: una de oferta, que difiere de las recientes enfrentadas por las autoridades económicas. En efecto, el COVID-19 está desatando una ruptura de las cadenas de valor, cuyos efectos se asemejarían más a los observados en la década de los setenta -con motivo de la crisis petrolera- que a las crisis de demanda recientemente vividas. Tres naciones asiáticas golpeadas por el virus (China, Corea y Japón) representan más del 25% de las importaciones de Estados Unidos y están en el centro de las cadenas de valor mundiales, como lo ilustra el gráfico 3 para el caso de los bienes asociados a las tecnologías de la información y las comunicaciones.

Gráfico 3. Cadenas de valor de bienes asociados a TICs



Fuente: Baldwin y Weder di Mauro. 2020. Pag. 15.

Así las cosas, una eventual crisis incidiría primordialmente sobre la producción, a través de recortes de abastecimiento y rupturas de cadenas de valor, aunque desencadenaría también efectos posteriores de demanda. Ante problemas de oferta es poco lo que pueden hacer las políticas fiscales o monetarias convencionales: los cierres temporales, las rupturas en el abastecimiento, se reflejarían en una caída de la producción, que tendría a arrastrar a la demanda, cuando no se generen ingresos factoriales para quienes ven suspendida su actividad. Ello podría, a su vez, desencadenar reajustes en las políticas de internacionalización de las empresas, una vez éstas perciban los riesgos de su integración, lo que podría producir un reacomodo de largo aliento en la economía global.

Pero a lo anterior hay que sumar otro factor profundamente desestabilizador, asociado a la guerra que ha desencadenado Arabia Saudita, en respuesta a la negativa de Rusia a unirse a los recortes de producción propuestos para enfrentar la caída de la demanda, lo que ha llevado los precios del petróleo a niveles inferior a US\$40 por barril, como lo ilustra el gráfico 4.

Gráfico 4. Precio BRENT marzo 2019 - marzo 2020



Fuente: FRED St. Louis - <https://fred.stlouisfed.org/series/DCOILBRETEU>

Aunque para algunos países los precios bajos de petróleo pueden moderar los efectos de una crisis de oferta, para otros -como Colombia- pueden acarrear impactos negativos importantes como lo veremos en la próxima sección. Y, en todo caso, los efectos disruptivos de cambios súbitos en los precios generan inestabilidad y afectan las expectativas.

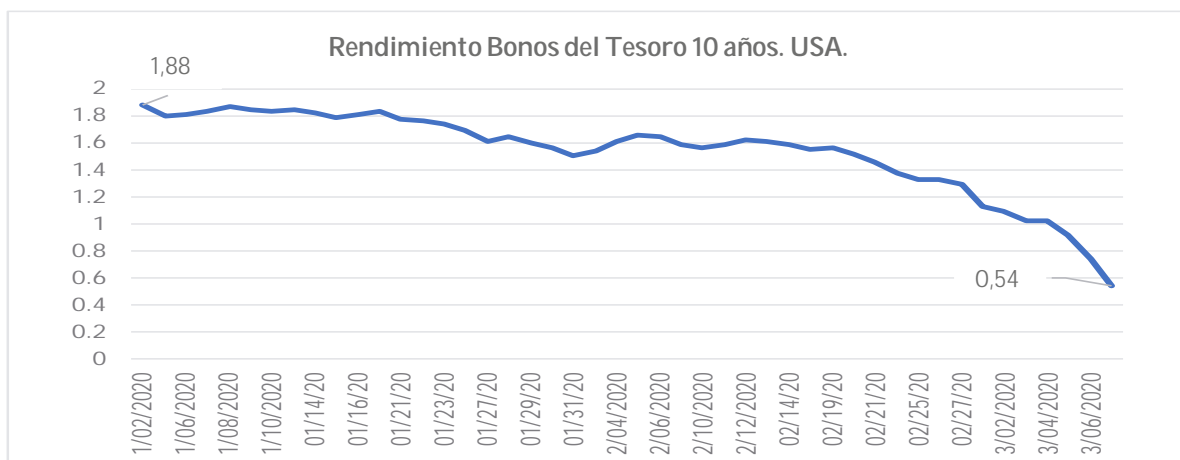
Así pues, el mundo podría estar abocado a una crisis de oferta, para la que estaría mal preparado, no sólo por el escaso margen de maniobra de las políticas monetarias y fiscales, sino también por la dificultad de enfrentar restricciones productivas sobre las que más que mitigaciones, pueden buscarse compensaciones, que limiten su efecto sobre la demanda.

No obstante, cabe anotar que la mayoría de los analistas tiende a enfatizar la fortaleza actual del sistema financiero, y por ello, el bajo riesgo de que se convierta en un mecanismo de transmisión de una crisis. Esto siempre y cuando no se prolongue demasiado el estado actual de difusión del virus, ya que podrá lesionar de manera considerable el aparato productivo mundial, y afectar negativamente a agentes y gobiernos altamente endeudados, en cuyo caso, el sistema financiero tendrá que distinguir adecuadamente los fenómenos coyunturales de las tendencias subyacentes de evolución del riesgo en esos agentes.

Por último, la incertidumbre desencadenará profundas transformaciones en la dirección, magnitud y sentido de los flujos financieros. La tasa de interés de los bonos del tesoro de los Estados Unidos llegó a niveles del 0,54%, como lo ilustra el gráfico 5, indicando movimientos profundos hacia activos considerados seguros, en medio de la turbulencia. Ello generará tensiones profundas en economías emergentes, y alterará profundamente los equilibrios cambiarios.

En resumen, estamos en un momento particularmente confuso para la economía mundial: un shock de oferta importante, que amenaza convertirse en crisis de oferta; fluctuaciones agudas de precios de activos y commodities, y rebalances de los flujos de capital, con consecuencias todavía impredecibles.

Gráfico 5. Rendimientos bono del tesoro de los Estados Unidos a 10 años



Fuente: U.S Department of the Treasury - <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2020>

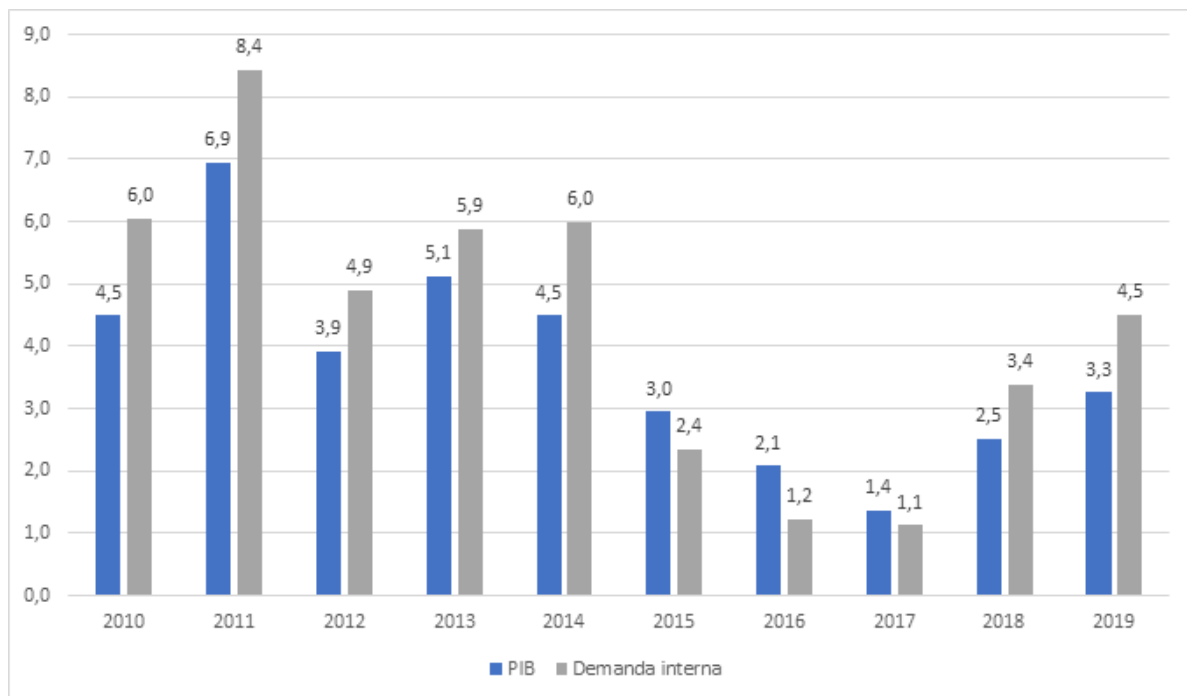
Capítulo 2

Perspectivas de la Economía Colombiana

Jesús A. Botero García

Los datos de crecimiento del PIB divulgados en febrero confirman tres cosas: primero, el dinamismo sostenido de la demanda interna, que alcanza el nivel más alto de los últimos cinco años, y que sigue siendo la base de un crecimiento económico relativamente saludable en medio de las incertidumbres internacionales (gráfico 6). Segundo, el desbalance externo creciente que contribuye negativamente en 1,5% al crecimiento a la economía, si se mira desde la óptica de las contribuciones al crecimiento (gráfico 7), lo que envía señales de alerta, por la vía del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Tercero, el carácter relativamente balanceado del crecimiento, en la medida en que todas las ramas, con excepción de la construcción, muestran crecimientos positivos -aunque incluso la construcción, en el último trimestre, se acerca a terreno positivo-.

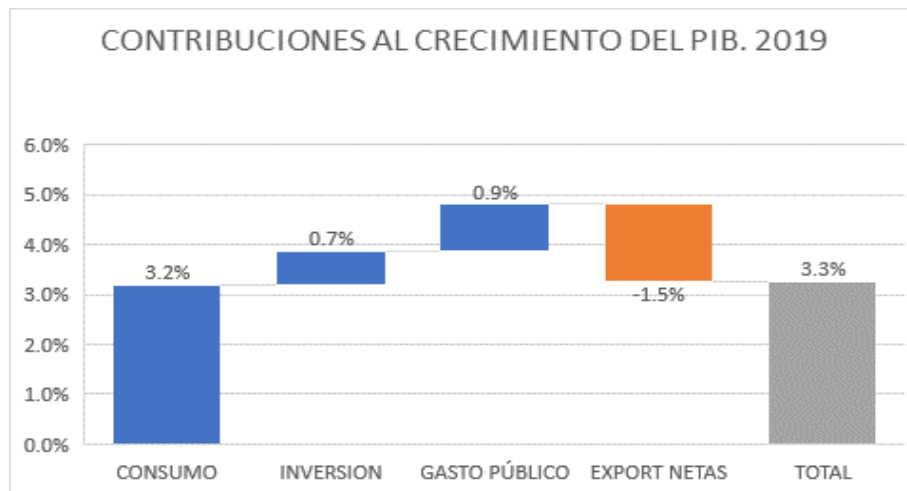
Gráfico 6 PIB y demanda interna. Crecimiento porcentual



Fuente: DANE.

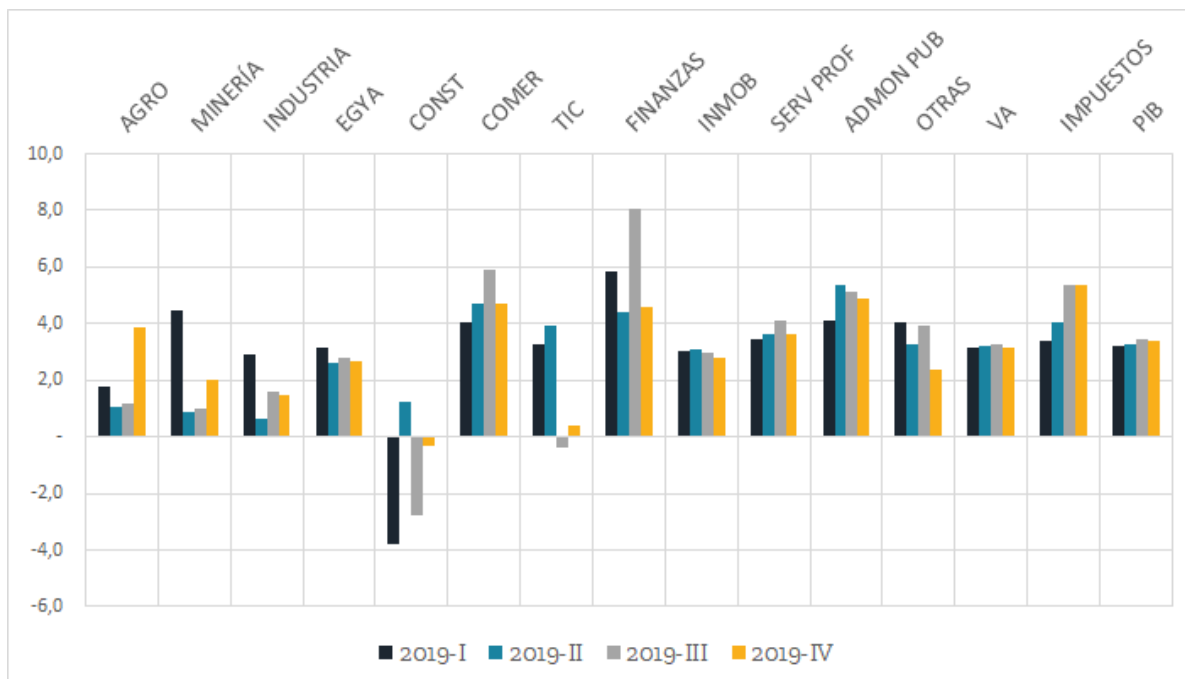
A la luz de estos hechos, la perspectiva de crecimiento anunciada el Ministerio de Hacienda en la primera semana de Febrero (crecimiento del 37% en 2020), lucía razonable. Las prioridades, por su parte, eran claras: mantener el aporte del consumo privado y de la inversión al crecimiento, canalizando, de una parte, las señales de descontento que se observan hacia formas positivas de participación ciudadana, y preservando, de otra, el ambiente empresarial positivo, que permite aprovechar los estímulos a la inversión; impulsar la construcción de vivienda, para activar el motor adicional de la construcción, en la dinámica del PIB; y abordar creativamente la gestión de las exportaciones, en un entorno internacional complejo, en el que probablemente se debilite la demanda y el precio de nuestro principal producto de exportación, el petróleo.

Gráfico 7 Contribuciones al crecimiento del PIB. 2019



Fuente: DANE. Cálculos propios.

Gráfico 8. Crecimiento trimestral PIB por ramas 2019



Fuente: DANE. Cálculos propios.

Pero el panorama se ha ensombrecido en los últimos días: la expansión del COVID-19 (y sus primeros casos en Colombia), y la evolución del mercado del petróleo, obligan a la cautela. Nuestras proyecciones básicas (tablas 9 y 10) indican un crecimiento del orden del 3.4%. Pero los riesgos a la baja se han exacerbado, por los factores mencionados, y por la sacudida de los mercados financieros internacionales en el que ya se denomina "lunes negro", en marzo 9.

Tabla 3. Proyección de crecimiento del PIB Colombia 2020

Concepto	Año	
	2019	2020
Consumo final	4,6	3,8
Hogares	4,6	4,0
Gobierno	4,3	3,0
Formación Bruta Capital	4,3	5,9
FBKF	4,6	5,4
Vivienda	-7,2	-1,2
Otros edificios y estructuras	4,5	7,0
Maquinaria y equipo	14,3	8,0
Recursos biológicos cultivados	0,5	2,0
Productos de propiedad intelectual	2,6	2,0
Exportaciones	3,1	3,0
Importaciones	9,2	7,0
PIB	3,3	3,4
Demanda interna	4,5	4,2
Fuente: Proyección propias		

Aunque la posición del país es relativamente sólida por el dinamismo de la demanda interna, que puede reforzarse además con una buena ejecución de obras civiles y con el impulso a la vivienda, muestra también algunos signos de vulnerabilidad, derivados de la dependencia del petróleo en la balanza de pagos y en las rentas fiscales, y del déficit en cuenta corriente, que ha alcanzado un nivel relativamente alto (4,3% del PIB). Ello se refleja en la muy fuerte devaluación observada en el lunes negro, que llevó la tasa representativa de mercado de 3 522,41 el viernes 6 de marzo, a 3 803,60 en 10 de marzo.

Seguramente hay un componente de sobre-reacción en la tasa de cambio, pero es indudable que las presiones alcistas dominarán, dadas las vulnerabilidades anotadas.

La presión sobre la tasa de cambio podrá incidir en la política monetaria, obligando a posibles aumentos de la tasa de intervención orientados a garantizar el cumplimiento de la meta inflacionaria. Y ello podría tener costos, en términos de dinamismo económico, especialmente porque el crecimiento depende, en buena medida, de la inversión, y porque el endeudamiento de los hogares ha crecido de manera importante en el último año.

Tabla 4. Proyección del PIB por oferta

Concepto	AÑO	
	2019	2020
Agro	2,0	1,6
Minería	2,1	2,3
Industria	1,6	1,7
EGYA	2,8	2,9
CONST	-1,3	1,3
COMER	4,8	4,6
TIC	1,7	1,8
Finanzas	5,7	5,7
INMOB	3,0	3,0
Serv Prof	3,7	3,7
Admon Pub	4,9	4,8
Otras	3,4	3,2
VA	3,2	3,2
Impuestos	4,6	4,8
PIB	3,3	3,4
Fuente: Proyección propias		

El impacto de los precios del petróleo se notará también en las finanzas públicas, aunque con algún retraso. Ello obligará probablemente a ajustar el gasto, buscando garantizar condiciones de confianza en lo relativo a las finanzas públicas.

Pero en conjunto, los efectos no deberían exceder 40 puntos básicos, llevando al crecimiento a niveles ligeramente superiores al 3%. Sin embargo, las tensiones observadas, el grado de alarma que la devaluación y el contagio del COVID-19 producen, pueden afectar considerablemente las expectativas de consumidores y empresarios, abriendo espacio para efectos mayores, cuya magnitud es difícil de apreciar.

Bibliografía

- Baldwin & Weder di Mauro, eds. (2020). Economics in the Time of COVID-19. A VoxEU.org book. CEPR Press.

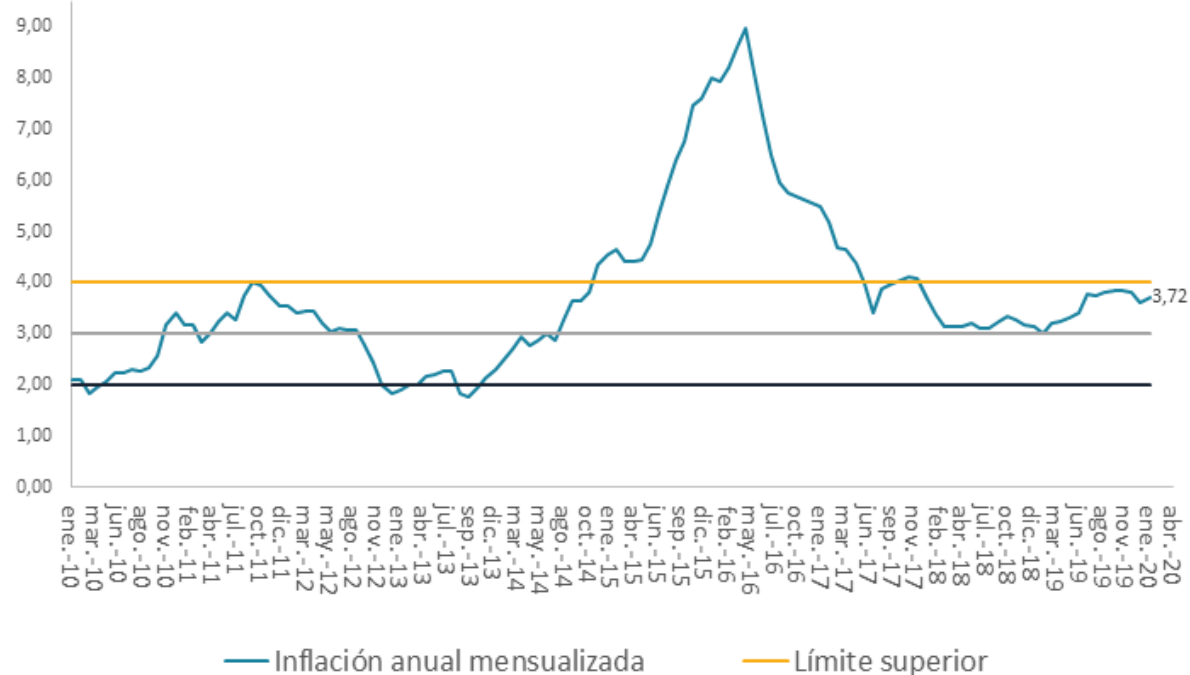
Capítulo 3

Inflación y Política Monetaria

Carlos Esteban Posada³ y Liz Londoño-Sierra⁴

Después de 20 años de la adopción del esquema de inflación objetivo, la economía colombiana ha tenido, primero (entre 2003 y 2008), una inflación descendente y, luego, una inflación, en promedio, más baja que la de ese primer quinquenio. Así, entre 2009 y 2014 el Banco de la República logró mantener la inflación en un rango meta entre 2% y 4% anual pero no logró evitar que la inflación efectiva superase la meta en 2015 y 2016. En 2017, 2018 y 2019 la autoridad monetaria alcanzó el objetivo de una inflación inferior al techo del rango meta. No obstante, en los últimos dos años los hechos están demostrando que la autoridad monetaria ha preferido un rango de inflación entre 3% y 4%. En efecto, ahora la tasa de inflación está oscilando alrededor de 3,4% anual y la tasa de interés de intervención se ha mantenido inalterada en 4,25% desde abril de 2018. (Ver gráficos 9 y 10).

Gráfico 9. Inflación mensual anualizada

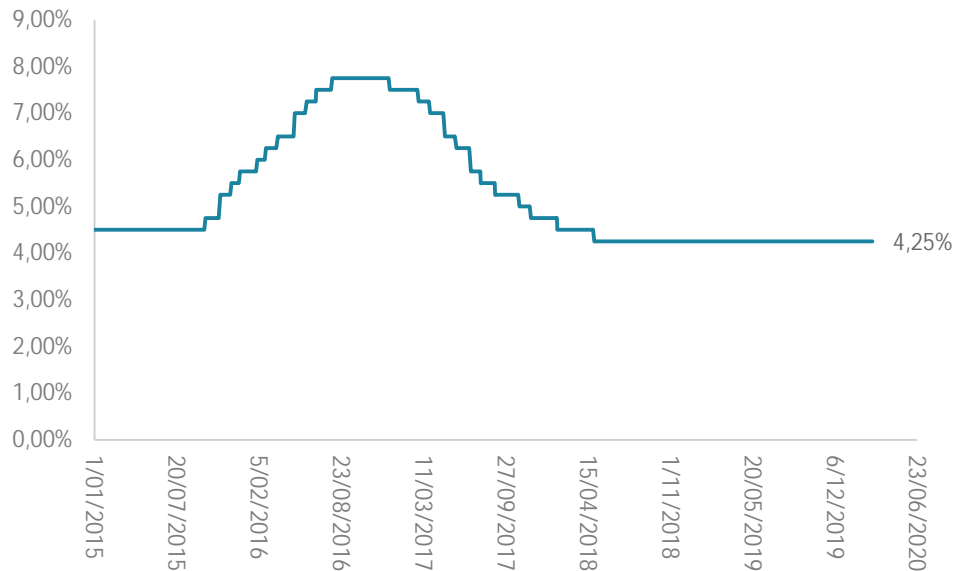


Fuente: Banco de la República. DANE

³ Profesor del Departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. cposad25@eafit.edu.co

⁴ Profesora de cátedra del Departamento de Economía, estudiante del Doctorado en Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscrita a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. llondo11@eafit.edu.co

Gráfico 10. Tasa de interés de política monetaria



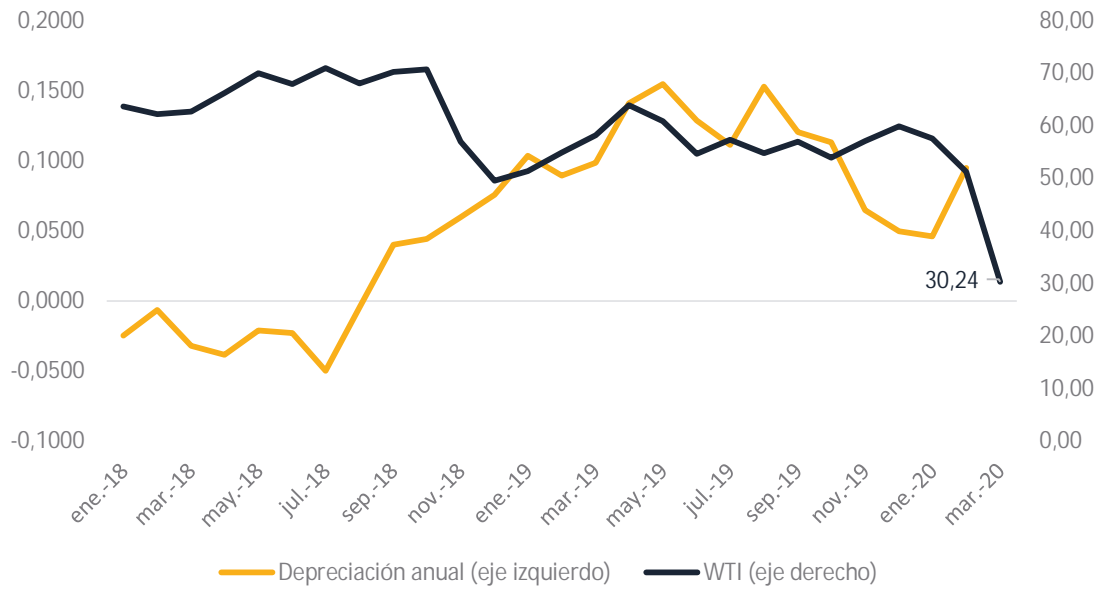
Fuente: Banco de la República

Adicionalmente, cuando se observan los resultados mensuales de las encuestas de expectativas a los analistas económicos, reportados por el Banco de la República, se evidencia que los agentes están anclando sus expectativas de inflación por encima de la tasa de inflación de largo plazo, 3%. Ante estos hechos, resulta probable que nuevos choques transitorios lleven a una inflación efectiva significativamente superior al techo del rango meta.

La aparición del COVID-19, más conocido como (un caso particular de) coronavirus, ha incrementado de manera abrupta y notable la incertidumbre mundial en los mercados. Particularmente, en el mercado del petróleo se ha observado una disminución del precio (tanto del WTI como del Brent) como resultado de la disminución de la demanda china, el inicio de una guerra de precios como consecuencia de la ruptura de las negociaciones entre la OPEP y Rusia que tenían como objetivo disminuir la cuota de producción petrolera, y las expectativas de la desaceleración de la economía mundial.

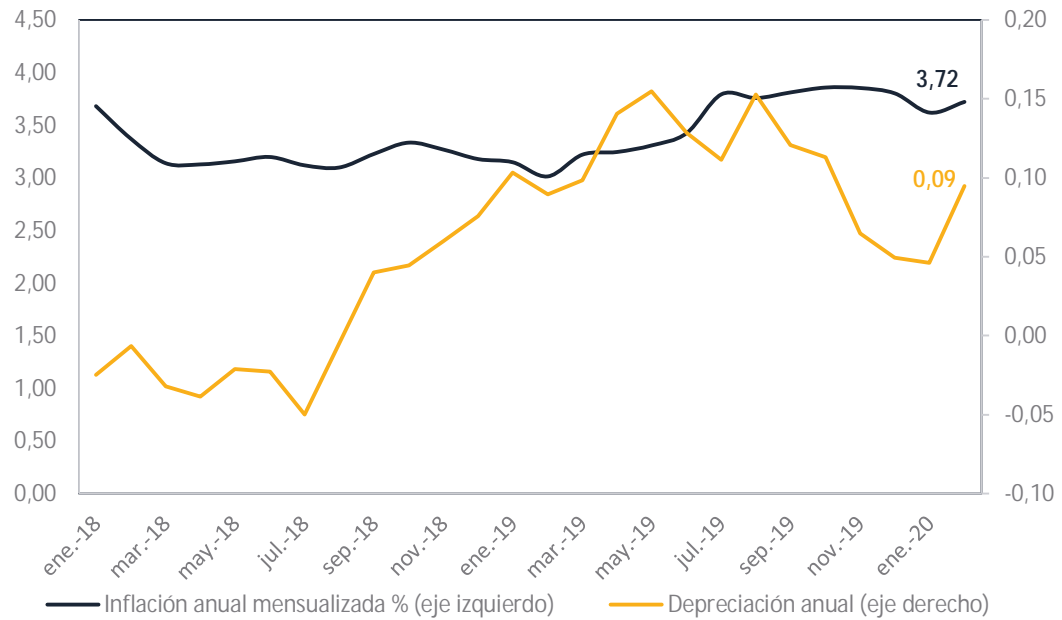
Como puede observarse en el gráfico 11, es clara la correlación entre la mayor depreciación del peso colombiano y la caída del precio del petróleo. Tales caídas conducen, entonces, a generar presiones inflacionarias (gráfico 12) en ausencia de medidas de política monetaria que neutralicen o atenúen los impactos petroleros sobre la tasa de cambio.

Gráfico 11. Depreciación anual vs Precio petróleo WTI



Fuente: Banco de la República y Banco de la Reserva Federal de San Luis.

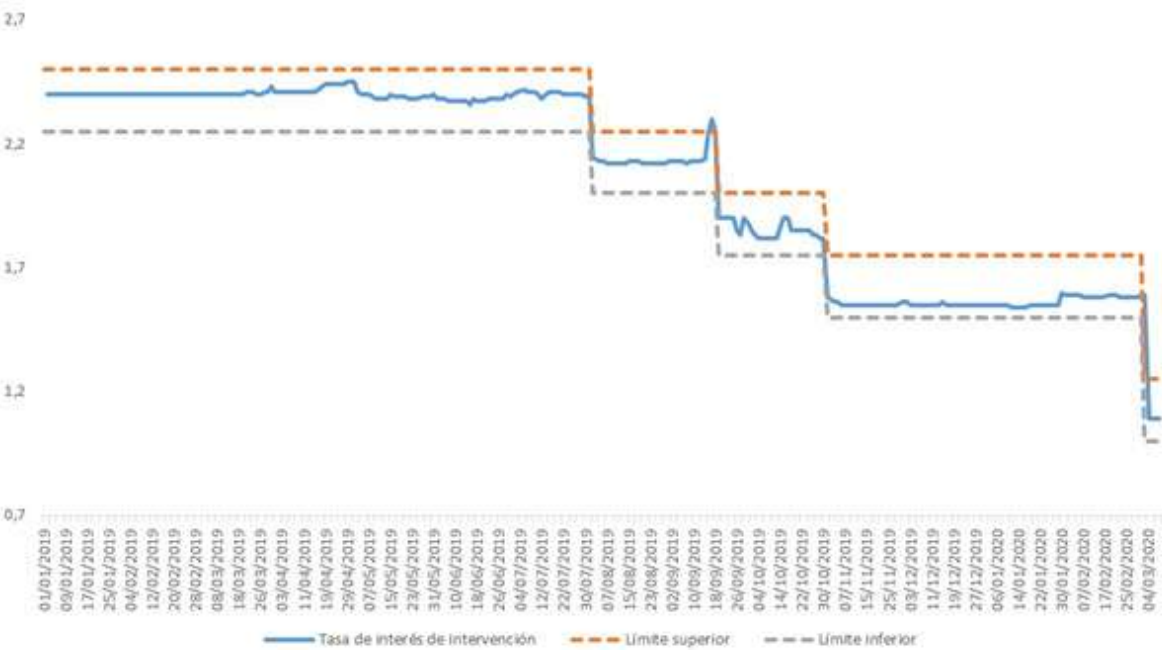
Gráfico 12. Inflación anual mensualizada vs depreciación anual



Fuente: DANE, Banco de la República

Por otra parte, el 3 de marzo de 2020 el Banco Central de Estados Unidos, con una visión que consideramos pesimista, decidió rebajar las tasas de interés de intervención (el rango meta para la "tasa de fondos federales") a un rango de 1% a 1,25%. Esta decisión de mayor laxitud responde al choque transitorio del COVID-19 y a un temor más acentuado, ahora, de una próxima posible deflación. Como era de esperarse, uno de los efectos inmediatos de la decisión del Banco y de la incertidumbre de los mercados fue el aumento de la demanda y el precio de los bonos del tesoro de larga madurez. (Ver gráfico 13 y 14)

Gráfico 13. Tasa de interés de intervención EEUU



Fuente: Banco de la Reserva Federal de San Luis

Gráfico 14. Tasa de interés de los bonos del tesoro de larga madurez EEUU



Fuente: Banco de la Reserva Federal de San Luis

Capítulo 4

Coyuntura Laboral Cuarto Trimestre de 2019

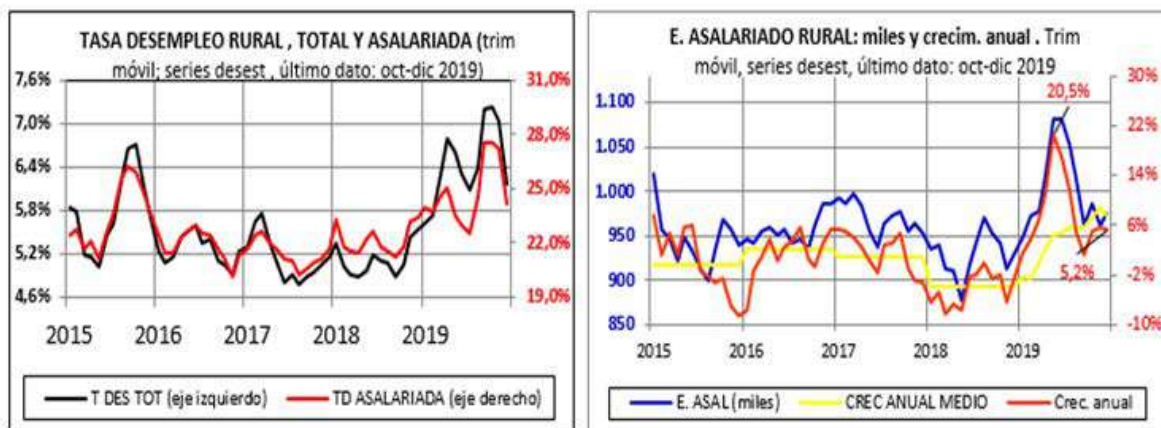
Luisa Fernanda Varón Herrera⁵

Empleo asalariado y tasa de desempleo en las zonas rurales

El empleo asalariado rural, el de mejor calidad en el campo, aumentó en 2019 hasta junio; disminuyó considerablemente en julio, agosto y septiembre; y comenzó a recuperarse desde octubre (ver panel derecho del gráfico 15).

En términos de crecimiento anual, se puede observar que tuvo oscilaciones en el segundo semestre del 2019: Durante el tercer trimestre del 2019 creció a una tasa de 1,2% anual y en el segundo a un ritmo del 5,2%. Correlativamente, la tasa de desempleo asalariado⁶ aumentó 5 pp de julio a septiembre (pasando de 22,5% a 27,6%), pero disminuyó posteriormente, conforme aumentó el empleo de mayor calidad en el campo (ver panel izquierdo del gráfico 15). A nivel general en las zonas rurales, la tasa de desempleo total tiene un comportamiento semejante al de la tasa de desempleo asalariada, evidenciando en el segundo semestre un alza en la tasa de desempleo total de 7,2% para el tercer trimestre, para disminuir posteriormente en 1 pp para el cuarto trimestre (6,2%).

Gráfico 15. Tasa de desempleo y empleo asalariado en las zonas rurales



⁵ Estudiante de Maestría en Economía, Departamento de Economía, Universidad EAFIT. Correo electrónico: lfvaronh@eafit.edu.co

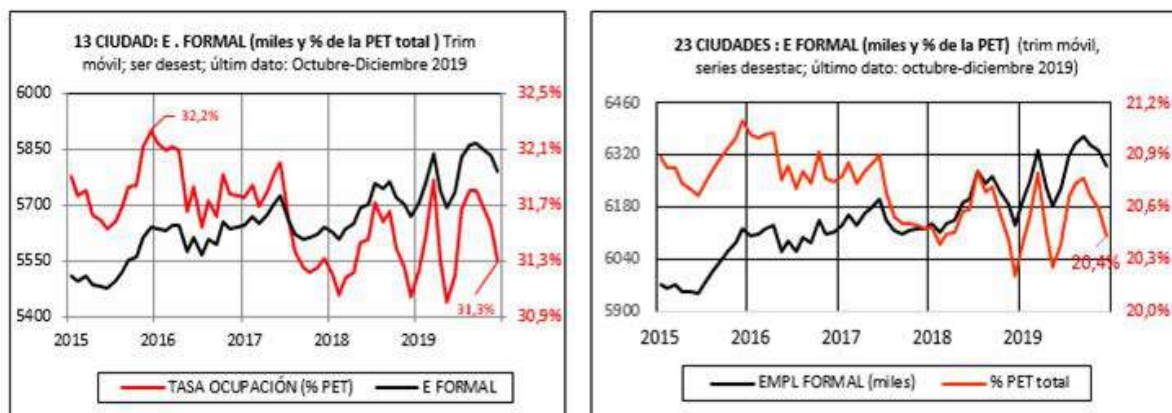
⁶ Definida como el desempleo total rural sobre la suma de empleo asalariado y desempleo. El supuesto básico de esta definición es que el trabajador debe decidir entre el mercado asalariado formal (en el que hay desempleo) y el mercado informal, en el que no hay desempleo. Así, el desempleo asalariado mide la holgura de los recursos en el mercado formal.

Fuente: DANE, Gran encuesta integrada de hogares (datos publicados hasta octubre – diciembre 2019). Empleo asalariado (obreros y empleados particulares y del gobierno) y tasa de desempleo total (desempleados vs. ocupados más desocupados). Las series han sido desestacionalizadas usando el método census X-12.

Incremento de la ocupación total y caída del empleo formal

Tanto para las 23 como para las 13 ciudades principales se evidencia disminución en el empleo formal: para las 13 ciudades, en el cuarto trimestre del 2019, la tasa de ocupación formal fue de 31,3%, un nivel 0,3 pp mayor al cuarto trimestre del 2018 (ver panel izquierdo del gráfico 16). El año 2019 se caracterizó por oscilaciones pronunciadas como se puede ver en el gráfico 16. En el caso de las cabeceras (23 ciudades), el último trimestre del 2019 decayó 0,2 pp en relación con el trimestre móvil septiembre-noviembre del 2019 (20,4%). Se evidencia un comportamiento equivalente en el empleo formal para las cabeceras y 13 ciudades principales.

Gráfico 16. Empleo formal para las 13 y 23 ciudades



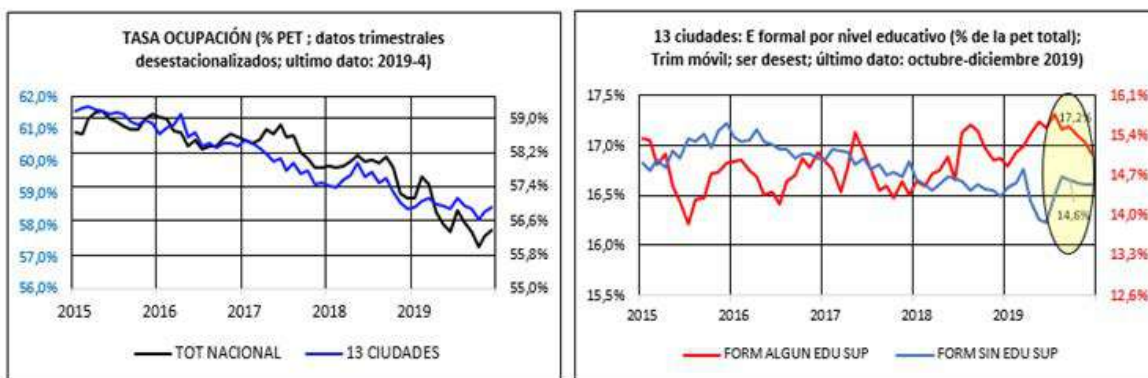
Fuente: DANE, gran encuesta integrada de hogares. Empleo formal: ocupados privados en empresas de más de cinco ocupados (salvo trabajadores sin remuneración en empresas o negocios de otros hogares), más técnicos y profesionales independientes, más ocupados del gobierno. Módulo informalidad (datos publicados hasta octubre-diciembre 2019) Las series han sido desestacionalizadas usando el método census X-12.

Sin embargo, a pesar de que el empleo formal generado tanto en las cabeceras como en las 13 ciudades ha ido a la baja, la tasa de ocupación a nivel nacional se ha incrementado en el último trimestre, evidenciando una tasa de ocupación del 56,4% a nivel nacional y en las 13 ciudades del 58,6% para el último trimestre del 2019. Este es un comportamiento acorde con la empleabilidad estacional, que demanda mayor ocupación, pero predomina el empleo con baja calidad, caracterizado por la mayor demanda de empleo poco educado para el último trimestre 2019.

Paralelamente al aumento de la tasa de ocupación para este último trimestre y al deterioro del empleo formal para este mismo periodo, se deteriora el empleo formal más educado, puesto que empezó a disminuir desde el tercer trimestre fijo (julio-septiembre) del 2019. No obstante,

se destaca que independientemente de las oscilaciones observadas en la tasa de empleo formal, el componente más educado (el dotado de alguna formación superior), en promedio sigue siendo superior al generado para los menos educados (sin formación de educación superior) desde principio del 2019.

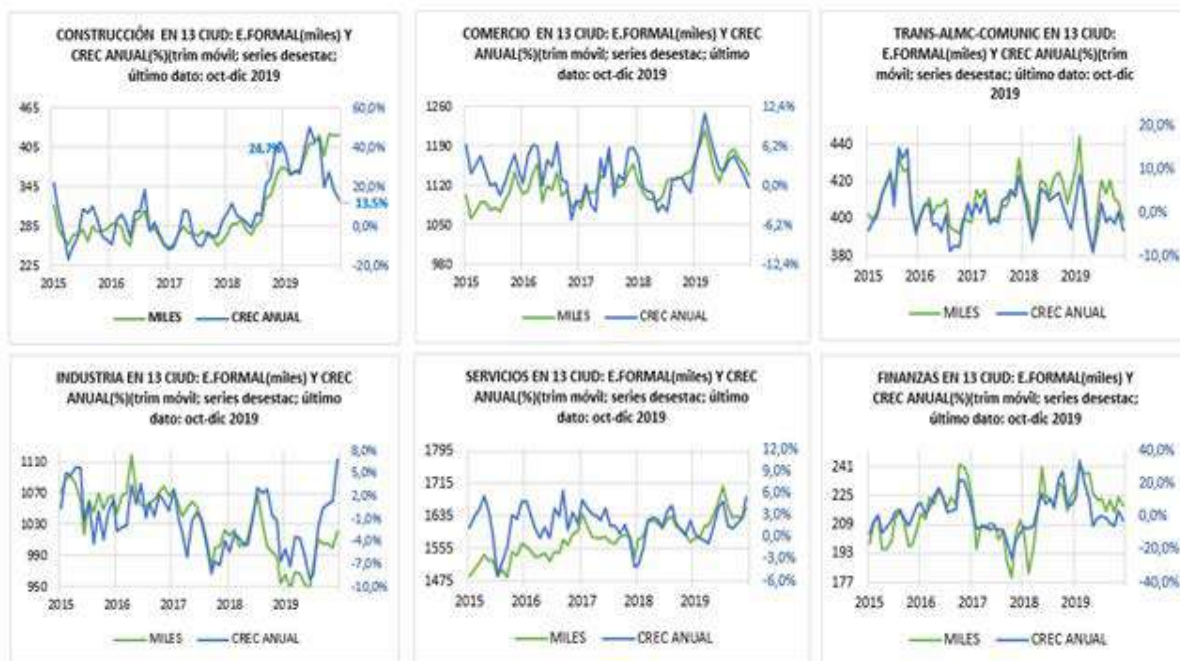
Gráfico 17. Tasa de ocupación Nacional y 13 ciudades



Fuente: DANE, gran encuesta integrada de hogares, datos publicados hasta octubre-diciembre 2019. Las series han sido desestacionalizadas usando el método census X-12.

Auge del empleo formal en el sector industrial y de servicios

El gráfico 18 muestra el comportamiento del empleo formal para algunas ramas hasta octubre-diciembre del 2019. Se resalta el auge que ha tenido la industria manufacturera (crecimiento del 6,8% anual para el cuarto trimestre) - el mayor en la historia reciente- y la rama de servicios comunales desde el trimestre móvil agosto-octubre del 2019 (tasa de crecimiento anual del 5,5%). Pero el empleo formal en "comercio-hotelería", "transporte" y "Finanzas" ha caído, o compensado parcialmente por el efecto del aumento de los citados sectores. Por otro lado, el empleo formal generado en "construcción" creció a una tasa del 13,5% anual; tasa relativamente baja en comparación al crecimiento alcanzado en los anteriores trimestres móviles, lo cual hace notorio el decrecimiento del empleo formal para este sector desde el trimestre móvil julio-septiembre del 2019.



Fuente: DANE, gran encuesta integrada de hogares, módulo informalidad (datos publicados hasta octubre-diciembre 2019). Las series han sido desestacionalizadas usando el método census X-12.

- Para las 13 ciudades en general hubo un deterioro en el empleo formal. Ramas como la de comercio-hotelería y transporte que se esperaban que tendieran al alza para el último trimestre del año, tuvieron el efecto contrario. Afortunadamente, se evidenció un aumento considerable del empleo formal para dos ramas en específico (Industria manufacturera y Servicios).
- Es de resaltar que el incremento del empleo formal de los más educados ha afectado la oferta de los que carecen de educación superior, lo cual está asociado a problemas de capacitación y aprestamiento laboral, puesto que los que carecen de las habilidades requeridas tienden a mantenerse más en el desempleo en comparación a los más educados. La baja captación de los menos educados para un empleo formal refleja un problema salarial, debido a que, al aumentar los salarios reales por encima del salario mínimo real, la respuesta de las empresas es la reducción de la demanda para los empleos con poco requerimiento de habilidad.

Capítulo 5

Balanza de Pagos 2019

Humberto Franco González⁷

Balanza de pagos: resultados generales

La cuenta corriente colombiana arrojó un saldo deficitario del orden del 4,3% del PIB durante el 2019 que en valores absolutos equivale a US\$13.800,0 millones superando al del año anterior que llegó a los US\$13.047,0 millones (4,26% del PIB). En este resultado sobresalen los desempeños deficitarios de la balanza comercial en sus dos componentes, bienes y servicios, sobre todo en bienes, el menor déficit de la remuneración neta de factores y el habitual saldo positivo de las transferencias internacionales, hecho que seguidamente se detallan.

Por su parte, en relación con la financiación de este déficit, la cuenta financiera de la balanza de pagos permite manifestar que, una vez más, se debe destacar el hecho según el cual, los mayores recursos provenientes del resto del mundo para el cubrimiento de este saldo son de inversión extranjera directa, ingresos que en este año alcanzaron la no despreciable suma de US\$14.493 millones, superando en US\$2.958,0 millones a los ingresos que por este concepto tuvo el país en 2018. En relación con los ingresos de portafolio en 2019 es preciso señalar que ellos sumaron US\$33 millones, resultado en el que sobresale las liquidaciones de títulos de renta variable en el mercado local por parte de no residentes (US\$1.232 millones), las ventas netas de TES en el mercado local por los no residentes (US\$219 millones) y por los desembolsos netos de títulos de deuda de largo plazo colocados en mercados internacionales (US\$1.484 millones). Un mayor detalle de los resultados de la balanza de pagos colombiana durante el 2019, se presenta a continuación.

Cuenta corriente

Balanza comercial de bienes y servicios

Las ventas de bienes y servicio del país al resto del mundo ascendieron a US\$52.361,1 millones en el 2019 discriminadas en US\$42.374,2 millones en ventas de bienes y los US\$9.987,7 millones restantes en ventas de servicios, en relación con las compras colombianas al resto del mundo

⁷ Profesor del departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. hfranco@eafit.edu.co

por valor de US\$64.528,7 millones (US\$50.820,9 millones de bienes y US\$13.707,8 millones de servicios), con lo que el saldo comercial de bienes y servicios del país registró un valor deficitario del orden de US\$12.166,9 millones equivalente a un déficit del -3,8% del PIB y una variación anual del -1,1% en relación con el 2018 año en el que tal déficit había sido del 2,7% del PIB (US\$8.926,0 millones).

En particular al considerar el comportamiento de las exportaciones de bienes, de acuerdo a la clasificación de tradicionales y no tradicionales que suministra el DANE, durante el año 2019, se evidencia que su descenso de -5,7% lo revela principalmente la reducción de las exportaciones tradicionales en -9,8% (de US\$27.116,6 millones en 2018, a US\$24.460,7 millones en 2019), manteniéndose el soporte de esta disminución en las notorias reducciones en las exportaciones de carbón (-23,9%), petróleo y sus derivados (-5,2%) y ferroníquel (-2,4%), dado que las ventas de café tuvieron un leve crecimiento del 0,2% en el año.

Tabla 5. Exportaciones FOB, tradicionales y no tradicionales 2018-2019 (p; cifras preliminares)

Descripción	Enero-diciembre		
	2018p	2019p	Variación (%)
	Miles de dólares FOB		
Exportaciones totales	41.904.777	39.501.677	-5,7
Exportaciones tradicionales	27.116.568	24.460.689	-9,8
Café	2.267.511	2.272.874	0,2
Petróleo y sus derivados	16.842.687	15.974.462	-5,2
Carbón	7.447.913	5.668.329	-23,9
Ferroníquel	558.457	545.024	-2,4
Exportaciones no tradicionales	14.788.210	15.040.988	1,7
Sin oro ni esmeraldas	13.196.341	13.112.522	-0,6

Fuente: DANE, 2020.

Por su parte, el crecimiento del 2,9% de las compras externas de bienes del país (de US\$51.230,6 millones en 2018, a US\$52.702,6 millones en 2019), estuvo fundamentado principalmente en las importaciones de otros sectores (43,9%), que es el de menor participación, las de combustibles y productos de la industria extractiva con una variación de 21,6%, las de productos agropecuarios, alimentos y bebidas 1,4% y las de manufacturas que crecieron 1,0%. La noticia alentadora en el campo de las importaciones de manufacturas, fue que el mayor porcentaje

corresponde a las compras externas de maquinaria y equipo de transporte (4,2%), compras que contribuyen a la formación del capital requerido para el crecimiento sostenido de cualquier.

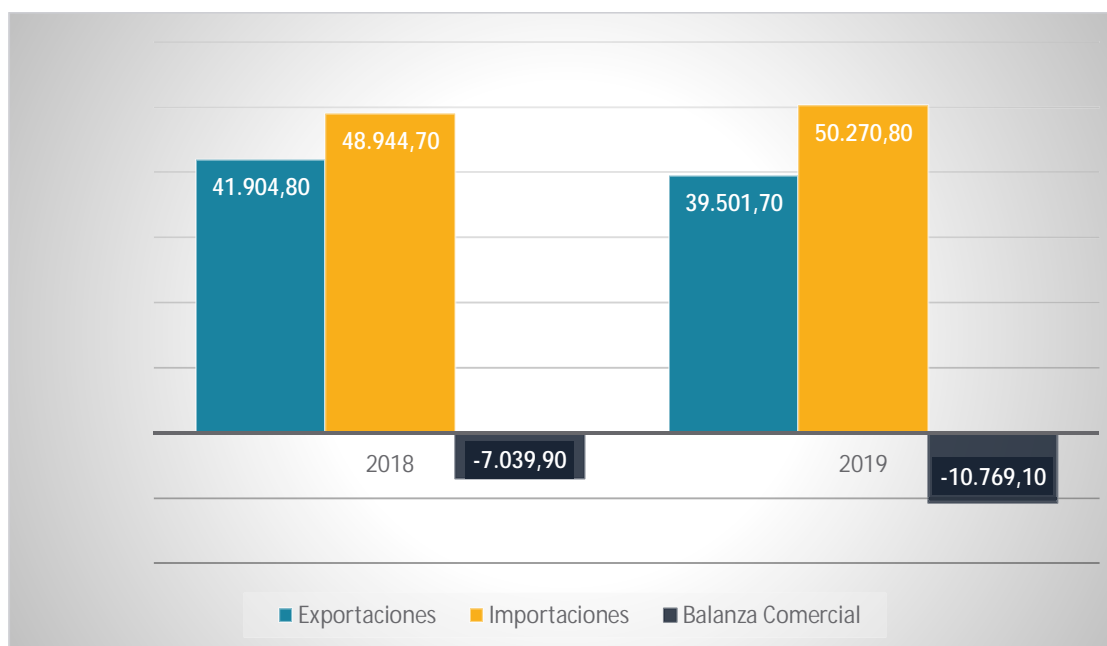
Tabla 6. Valor CIF de las importaciones y variación, según grupos de productos.

Principales grupos de productos	Enero - diciembre		
	2018p	2019p	Variación (%)
	Miles de dólares CIF		
Total	51.230.567	52.702.624	2,9
Agropecuarios, alimentos y bebidas	6.907.967	7.006.330	1,4
Combustibles e industrias extractivas	4.405.207	5.356.478	21,6
Manufacturas	39.869.187	40.270.452	1,0
Otros sectores	48.206	69.365	43,9

FUENTE: DIAN-DANE, 2020.

De esta forma, el saldo deficitario de la balanza comercial de bienes ascendió US\$-10.769,1 millones, tal cual se observa en el siguiente gráfico.

Gráfico 18. Balanza Comercial de bienes 2018/2019 (Millones de dólares FOB)



Fuente: DANE, 2020.

En relación con la balanza de servicios, su comportamiento se manifiesta en un menor déficit con relación a 2018 (de US\$-3.781,8 millones en 2018 a US\$-3720,1 millones), dado el mayor crecimiento de este tipo de exportaciones (US\$333,8 millones) en relación con el incremento de sus importaciones (US\$272,1 millones) tal cual se observa en la tabla 7.

Renta factorial y Transferencias corrientes

En relación con los otros dos grandes componentes de la cuenta corriente, ingresos primarios o renta de factores e ingresos secundarios o transferencias, los datos exhiben un comportamiento favorable en relación con el 2018, pues si bien la renta de factores continuó con su saldo negativo, el mismo se redujo en tres puntos básicos al pasar de 3,5% del PIB al 3,2% en el recién concluido 2019 (de US\$11.763,8 millones en 2018 a US\$10.308,7 millones en 2019), en tanto que las transferencias incrementaron su saldo positivo en 0.4% entre los dos años en consideración (US\$7.642,6 millones en 2018 y US\$8.675,6 millones en 2019 (tabla 7).

Estos desempeños se explican, en su orden, por la menor remisión de utilidades de las empresas con capital foráneo hacia sus casas matrices, dada la leve recuperación de la economía colombiana, y por el incremento de las remesas enviadas por colombianos radicados en el exterior, fundamentalmente recursos provenientes de Estados Unidos, España y Chile, países que registraron buenos niveles de crecimiento económico.

Tabla 7. Cuenta Corriente colombiana 2018-2019

Cuenta	TOTAL 2018 (pr)	TOTAL 2019 (pr)
1 Cuenta corriente	-13.047,03	-13.800,00
1.A Bienes y servicios	-8.925,87	-12.166,94
Crédito (exportaciones)	54.093,87	52.361,80
Débito (importaciones)	63.019,66	64.528,74
1.A.a Bienes	-5.144,08	-8.446,83
Crédito (exportaciones)	44.439,92	42.374,15
Débito (importaciones)	49.584,00	50.820,98
1.A.b Servicios	-3.781,79	-3.720,10
Crédito (exportaciones)	9.653,87	9.987,65
Débito (importaciones)	13.435,66	13.707,76
1.B Ingreso primario (Renta factorial)	-11.763,76	-10.308,69
Crédito	6.117,11	6.934,33
Débito	17.880,88	17.243,02
1.C Ingreso secundario (Transferencias corrientes)	7.642,60	8.675,63
Crédito	8.583,70	9.636,17
Débito	941,10	960,55

Fuente: Banco de la República, balanza de pagos 2020. Pr; preliminar.

Importa resaltar que, como ha sido usual en Colombia, las transferencias corrientes hacia el país siguieron teniendo saldo positivo; en esta oportunidad su aporte a la economía nacional, que como se anotó anteriormente se incrementó en 0,4% durante el 2019, alcanzaron los US\$8.675,6 millones, de tal modo que estos ingresos siguen siendo el amortiguador de los saldos negativos de las transacciones corrientes del país. Se destaca sobremanera las remesas de los trabajadores colombianos radicados en el extranjero que llegaron los US\$6.743,7 millones frente a los US\$6.321,4 millones en 2018, de acuerdo a los datos preliminares que al respecto entrega el Banco de la República, en su balanza de pagos de 2019.

Cuenta financiera

En lo que a la cuenta financiera de la balanza de pagos del país respecta, se evidencia en la tabla 8, que las entradas de capital sumaron US\$17,051 millones. En este contexto, se observa que US\$14.493 millones correspondieron a inversión extranjera directa IED (Pasivos netos incurridos), US\$2.525 millones a los desembolsos netos de préstamos y otros créditos externos y US\$33 millones a inversión extranjera de cartera (Pasivos netos incurridos). Conviene destacar entonces, el comportamiento de la IED como la principal fuente de financiación del déficit corriente del país, además de que ella no solo se ha dirigido al sector minería y el petróleo (31,9%), sino que ha tendido requerimientos de los sectores servicios financieros y empresariales (20,6%), comercio y hoteles (14,7%), industria manufacturera (10,7%), transporte y comunicaciones (8,6%) y resto de sectores (13,5%).

Tabla 8. Cuenta financiera colombiana 2018-2019

Cuenta	TOTAL 2018 (pr)	TOTAL 2019 (pr)
3 Cuenta financiera	-12.414,91	-13.102,14
3.1 Inversión directa	-6.408,80	-11.278,76
Adquisición neta de activos financieros	5.126,32	3.214,34
3.1.1 Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	3.655,61	3.324,95
3.1.2 Instrumentos de deuda	1.470,71	-110,61
Pasivos netos incurridos	11.535,12	14.493,11
3.1.1 Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	9.931,30	12.223,14
3.1.2 Instrumentos de deuda	1.603,82	2.269,96
3.2 Inversión de cartera	1.297,02	506,43
Adquisición neta de activos financieros	1.645,89	539,83
3.2.1 Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	0,00	0,00
3.2.2 Títulos de deuda	1.645,89	539,83

Pasivos netos incurridos	348,87	33,40
3.2.1 Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	-823,12	-1.231,64
3.2.2 Títulos de deuda	1.171,99	1.265,03
3.3 Derivados financieros (distintos de reservas) y opciones de compra	21,26	83,79
Adquisición neta de activos financieros	-473,21	-405,45
Pasivos netos incurridos	-494,47	-489,23
3.4 Otra inversión	-8.511,25	-5.745,90
Adquisición neta de activos financieros	406,64	-3.221,38
Pasivos netos incurridos	8.917,88	2.524,51
3.5 Activos de reserva	1.186,85	3.332,30
Errores y omisiones netos	632,12	697,86
Memorándum Cuenta financiera excluyendo activos de reserva	-13.601,76	-16.434,44

Fuente: Banco de la República, balanza de pagos 2020. Pr; preliminar.

En la tabla también se observa que el incremento de las reservas internacionales brutas alcanzó la cifra de US\$3.332,30 millones como consecuencia de las compras de divisas por valor de US\$2.478 millones, el rendimiento de las reservas que en esta oportunidad fue de US\$938 millones y por egresos netos de otras operaciones del Banco de la República de US\$84 millones (Banco de la República, 2020).

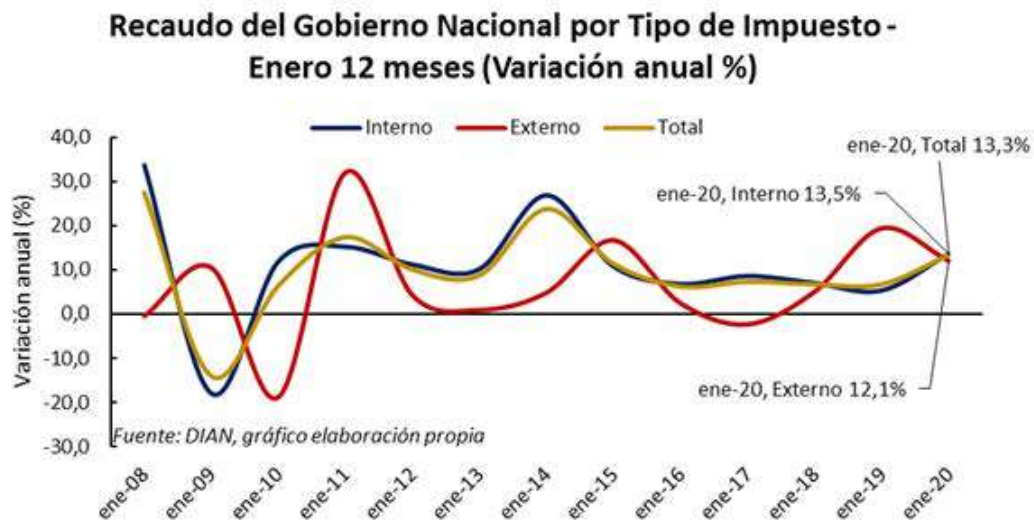
Capítulo 6

Las Cuentas Fiscales

Álvaro Hurtado Rendón⁸

De acuerdo con los datos suministrados por la DIAN, los ingresos tributarios anuales a enero de 2020 han crecido aproximadamente un 13.3% con respecto al mismo periodo del año 2019⁹. Los ingresos tributarios se encuentran explicados por una variación anual del 12.1% a nivel externo y un crecimiento del 13.5% a nivel interno, con respecto al mismo periodo del año anterior (Gráfico 16). Los ingresos anuales internos se encuentran explicados en gran medida por el rubro de renta que representa un 39.6% del total de ingresos anuales internos y por IVA que representa un 52.4% del total de ingresos anuales internos. En cuanto los ingresos externos, estos se encuentran explicados por un IVA externo que representa un 83.3% de los ingresos externos anuales y un ingreso por aranceles del 16.7% del total de los ingresos externos anuales.

Gráfico 19



Fuente: DIAN. Cálculos propios

⁸ Profesor del departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Ahurta13@eafit.edu.co

⁹ En términos corrientes

De acuerdo con el MHCP para el año 2019, la reducción de impuestos a las empresas contemplada en la reforma de 2016 representó una reducción en ingresos de \$3.7 billones y el recaudo petrolero presentó una reducción adicional de \$1.6 billones. Sin embargo, el crecimiento nominal inercial representó una variación positiva de \$9.4 billones al igual que la Ley de Financiamiento (LF) de \$5.3 billones, así como la mayor eficiencia de la DIAN que representó aproximadamente \$2.8 billones y el efecto sobre el crecimiento de la LF de \$1.1 billones, mostrando efectos positivos sobre los ingresos del año 2019. A pesar de que los resultados de los ingresos tributarios fueron positivos el año pasado, el Consejo Privado de Competitividad (CPC) muestra que en los últimos diez y nueve años se han realizado más de diez reformas¹⁰ que modifican el estatuto tributario mejorando las condiciones de progresividad del sistema, aumentando la inversión y la competitividad de las empresas, aún persisten problemas estructurales tales como las reducidas bases gravables de los impuestos directos e indirectos, el amplio número de exenciones tributarias y regímenes especiales, las limitaciones tecnológicas y técnicas, la equidad y la eficiencia del sistema tributario que deben ser corregidos en próximos periodos (CPC, 2019).

De acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) el cierre fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) en el año 2019, arrojó un déficit del 2.5% del PIB. Sin embargo, de acuerdo con el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP, 2019) el déficit del GNC proyectado para el 2019 era del 2.2% del PIB. El déficit del año 2019 se encuentra explicado por unos ingresos que representaron un 16.5 % del PIB y unos gastos que representaron un 19% del PIB. Los ingresos tributarios fueron del 14.3% del PIB para el año 2019, mientras que para el año 2018 representaron el 13.9% del PIB. Los gastos de funcionamiento presentaron una alta inflexibilidad pasando del 14.2% en el año 2018 al 14.3% del PIB en el año 2019. Sin embargo, se presenta un hecho positivo en las cuentas fiscales y, es que se presentó un superávit primario en el GNC que representó un 0.5% del PIB del año 2019 (Tabla 9), mostrando un cambio en la tendencia ya que veníamos de un déficit del 0.3% del PIB en el año 2018. El nivel de deuda del GNC para el año 2019 de acuerdo con el MHCP es de aproximadamente el 51.2% del PIB y de acuerdo con el MFMP 2019 deberá mantenerse en este valor para el año 2020. Para el año 2021 se espera que aumente levemente a un 51.6% del PIB y luego se reduzca a un 49.6% del PIB para el año 2022.

¹⁰ 633 de 2000, 788 de 2002, 863 de 2003, 1111 de 2006, 1370 de 2009, 1430 de 2010, 1607 de 2012, 1739 de 2014, 1819 de 2016, 1943 de 2018 y la Ley 2010 de 2019.

Tabla 9

CONCEPTO	2019
Ingreso Total	16,5
Tributarios	14,3
Recursos de capital	2,0
Otros	0,3
Gasto Total	19,0
Intereses	3,0
Funcionamiento	14,3
Inversión	1,7
Balance Primario	0,5
Balance Total	-2,5

El Gobierno General (GG) presentó de acuerdo al MHCP un déficit de aproximadamente el 2% con respecto al PIB en el año 2019, explicado por un déficit del GNC del 2.5% del PIB como se mencionó anteriormente, de un superávit 0.1% del PIB en los Gobiernos Regionales y Locales y, un superávit de 0.4% del PIB en Seguridad Social. Presentando un superávit primario del GG del orden del 1% del PIB para el año 2019.

Tabla 10

BALANCES POR PERIODO	(% PIB)	
	2018	2019*
Gobierno Nacional Central	-3,1	-2,5
Regionales y Locales	0,6	0,1
Seguridad Social	0,3	0,4
Resto GG	0,0	0,0
GOBIERNO GENERAL (GG)	-2,2	-2,0
Balance primario GG	0,6	1,0

Fuente: Tomado de MHCP

Dos elementos coyunturales nos pueden afectar negativamente en materia fiscal; el primero se encuentra referido a los precios del petróleo que sufrieron una caída histórica en la segunda semana de marzo, después de que Arabia Saudita emprendiera una guerra de precios contra su antiguo aliado, Rusia. Hecho que llevó a un nivel cercano a los US\$ 30 el barril de petróleo, mostrando una amplia volatilidad y generando expectativas de que Arabia Saudita inunde el mercado buscando recuperar su participación. Elemento que de mantenerse por un largo periodo del 2020 puede afectar profundamente las cuentas fiscales y el logro de las metas establecidas en la regla fiscal por sus efectos retrasados, ya que según cálculos realizados por MHCP el ingreso marginal en dólares correspondiente a un dólar menos en el precio del crudo puede representar una disminución en los recursos que el Gobierno percibe por impuestos y dividendos, esta reducción marginal fue valorada en 2015 en U\$210 m. por cada U\$1 que se reduzca el precio del crudo, mostrando la gran vulnerabilidad del desempeño fiscal colombiano

a lo acontecido con el mercado petrolero¹¹. El otro elemento que puede afectar las cuentas fiscales se encuentra asociado al COVID-19 ya que se requerirá de esfuerzos fiscales para contener la propagación del virus cuya propagación y efectos son todavía aún inciertos para la economía colombiana. Además, si la economía mundial se ve afectada por un amplio periodo por la enfermedad, estas dos situaciones se encuentran estrechamente relacionadas en el caso colombiano, es decir, que la situación internacional afectará el precio del petróleo y este a su vez afectará las cuentas fiscales.

Bibliografía

Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (2019). Tomado de: <https://www.dian.gov.co/>

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2019). Tomado de: <https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/Minhacienda>

¹¹ Para ilustrar lo anterior se tiene que en 2019 los recursos provenientes de Ecopetrol fueron de alrededor de 11 billones de pesos.

Capítulo 7

Coyuntura financiera

Jaime Alberto Ospina Mejía¹²

Desempeño de la cartera se refleja en el crecimiento de la economía colombiana

En 2019 la economía colombiana presentó un mayor dinamismo, dando paso a la consolidación de la recuperación que viene mostrando desde 2018 y pese a la desaceleración mundial que se viene presentando por los diversos conflictos geopolíticos, entre ellos la guerra comercial entre EEUU y China y hoy en día a la gran incertidumbre que se genera en todos los mercados financieros mundiales por la propagación de la epidemia COVID-19. Este buen resultado, se explica en gran medida por el buen comportamiento del consumo de los hogares y la reactivación de la inversión en un contexto de inflación estable y de bajas tasas de interés.

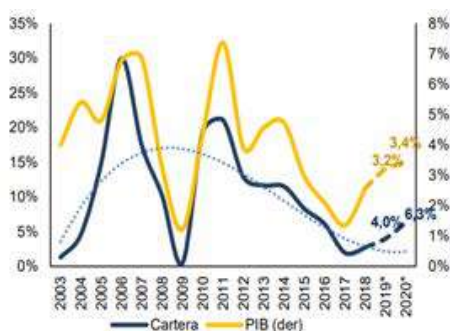
El desempeño positivo de las entidades de crédito es un reflejo de la dinámica de la economía colombiana. Los hogares y la actividad productiva se beneficiaron del acceso a la financiación formal. Según cifras reveladas por la superintendencia financiera de Colombia, a diciembre del 2019, la cartera de créditos presentó un crecimiento real anual del 3.79%, con el cual el saldo total de la cartera bruta (incluye fondo nacional del ahorro) ascendió a \$ 501.7 billones. Cifra superior en más de 1% al crecimiento registrado un año atrás.

Crecimiento de la cartera

En línea con estos resultados y dada la estrecha relación que mantienen los ciclos crediticios y económicos, la recuperación se verá reflejada en la cartera para el sector bancario en el 2020 según el consenso de la mayoría de los analistas. Este comportamiento consolida una etapa favorable para el crédito luego de la desaceleración que presentó la economía tras la fuerte caída de los precios del petróleo que se extendió hasta el 2017. Además, un mayor apalancamiento en el consumo y la inversión ayudarían a mejorar el indicador de profundización financiera cercano actualmente al 51% (cartera bruta / PIB) para el 2019 y cuyo nivel potencial óptimo para Colombia se estima en el 58% según cálculos hechos por la asobancaria.

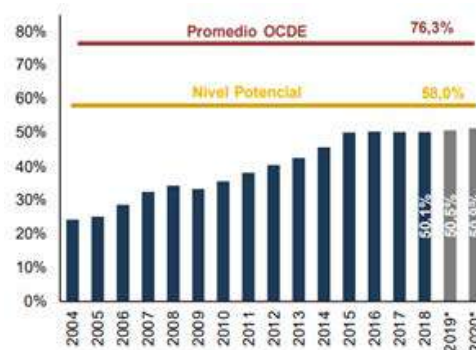
¹² Profesor del departamento de Finanzas y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. jospina3@eafit.edu.co

Gráfico 21 Crecimiento real de la cartera del PIB



* Proyecciones Asobancaria.
Fuente: DANE y Superintendencia Financiera. Cálculos Asobancaria.

Gráfico 22 Profundización Financiera en el sector bancario



* Proyecciones Asobancaria.
Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos Asobancaria.

Por modalidades de cartera a 2019, se destaca la cartera de consumo que registro un aumento de \$1.8 billones, la de vivienda lo hizo en \$874.8 millardos y microcrédito en \$198 millardos, lo que representa variaciones reales anuales de 11.5%, 6.3% y 1.58%, respectivamente. De otro lado, la cartera comercial disminuyo \$4.2 billones, equivalente a una variación real anual de -1.02%, explicado principalmente por prepagos de grandes deudores.

Calidad y Cubrimiento de cartera

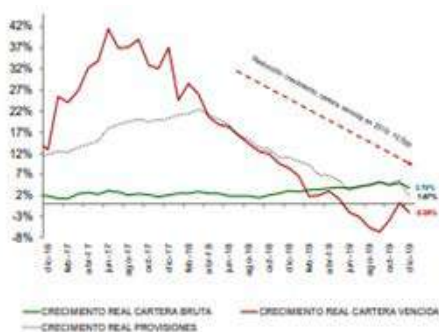
El comportamiento de la cartera al día, presento en general una buena evolución. Esta cartera, con mora inferior a 30 días, ascendió a \$480.1 billones, registrando un incremento real anual de 4.1% y equivalente al 95.7% de la cartera total bruta. En línea con este crecimiento, el 2019 mostro una importante recuperación de la cartera vencida. Consolidándose la tendencia descendente en el crecimiento de esta, la cual de alcanzar un crecimiento del 41% a junio del 2017, se redujo hasta el -2.1% a finales del 2019. El indicador de calidad de cartera (cartera vencida*/cartera bruta) fue del 4.3%, (lo que representa \$22 billones de la cartera total bruta), mejorando un 0.26% frente al 2018.

Los establecimientos de crédito reservaron suficientes provisiones para cubrir el riesgo de la cartera. En línea con el comportamiento de la cartera en riesgo, las provisiones totales mostraron un crecimiento real anual de 1.67%. Las provisiones ascendieron a \$30.6 billones al 2019. Resultado de lo anterior, el indicador de cobertura de cartera (provisiones /cartera vencida) fue del 141.8%, es decir que por cada \$ 1 peso de cartera vencida los establecimientos de crédito tienen \$1.4 pesos en provisiones para cubrirlo.

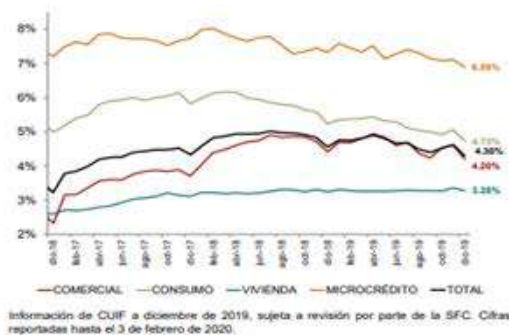
Si bien el importante crecimiento de la cartera de por sí está mejorando el indicador de calidad, también se destaca la reducción de la cartera vencida en todas las modalidades a excepción de vivienda. En resumen, sin señales de alerta aun, con indicadores de calidad estables y una correcta gestión de riesgos por parte de las entidades de crédito, los niveles de provisiones responderán al crecimiento de la cartera sin grandes sobresaltos y permitirán seguir contando

con indicadores de cubrimiento holgados para todas las modalidades, incluido vivienda que tiene adicionalmente las garantías reales.

Gráfica 23 Crecimiento cartera real



Gráfica 24 Indicador de calidad de cartera



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

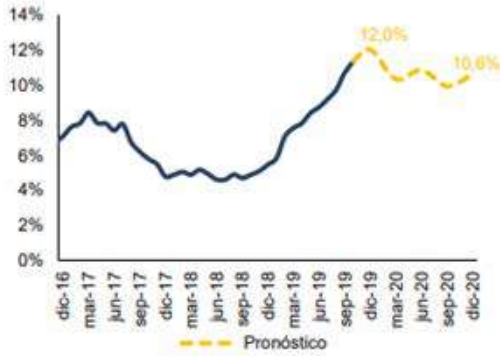
*Cartera con vencimientos superiores a 30 días

Por modalidades de cartera, se destaca el crecimiento del segmento del consumo con una variación real anual del 12% en el 2019, muy por encima de vivienda con una variación anual del 5.5 % y el segmento comercial y microcrédito con crecimientos levemente negativos. Es claro pues que el segmento del consumo jalona en gran medida el resultado de la cartera bruta de las entidades de crédito. Este comportamiento se explica a factores propios del ciclo económico y a otros que dependen de la gestión estratégica de las entidades. Dentro del grupo se destacan; el dinamismo del consumo de los hogares, las bajas tasas de interés debido a la política monetaria expansiva del Banco de la Republica, percepción positiva de los hogares, y al aumento de las remesas de trabajadores.

Crecimiento de la cartera de consumo

Se espera para el 2020 por parte de los analistas, que la expansión del crédito de consumo continúe siendo la modalidad de mayor crecimiento (10.6%), seguido de cerca por vivienda (7%), comercial (3.8%) y microcrédito (1.5%) en donde también se estiman crecimientos positivos. Factores macroeconómicos como las bajas tasas de interés, inflación estable, permanente llegada de migrantes venezolanos y el buen nivel de ingreso de remesas del exterior mantendrán la expansión del crédito de consumo particularmente en los productos de libre inversión, tarjetas de crédito y libranzas.

Gráfica 25 Crecimiento anual de la cartera de consumo



Gráfica 26 Crecimiento del consumo vs percepción de los hogares



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia
Cálculos Asobancaria

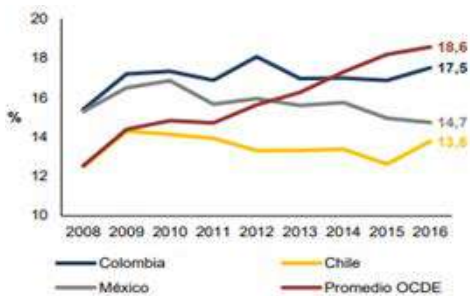
En línea con este buen crecimiento de cartera y siendo la cartera el principal activo productivo que le genera ingresos a los establecimientos de crédito. Las utilidades acumuladas fueron \$13.1 billones. La utilidad operacional fue explicada fundamentalmente por el margen neto de intereses (diferencia entre los ingresos por intereses menos los gastos por intereses), seguido por las comisiones, ingresos por inversiones y otros servicios financieros en nivel de importancia de ponderación. Estos resultados se ven reflejados en la rentabilidad de los establecimientos de crédito que en promedio presentan un roe del 12.5%, inferior al promedio registrado en los últimos 10 años. Esto pueda estar asociado al mayor gasto en provisiones consistente con la aceleración en la cartera vencida producto del mayor crecimiento del crédito en los últimos años.

Márgenes de intermediación y Niveles de solvencia de las entidades de crédito

Analizando los márgenes financieros que son el principal componente de ingresos de los establecimientos de créditos, estos continúan siendo altos en términos internacionales (actualmente en Colombia del 7%), a pesar de la notable reducción que han tenido en los últimos 10 años. Aproximarse a niveles promedio de la OCDE del 2.4% están muy distante aún. Las barreras regulatorias, exigencias de requerimiento de capital por encima de estándares internacionales (ver índice de solvencia (patrimonio técnico / activos ponderados por riesgo), inversiones forzosas, impuesto a la transacciones financieras y techo a las tasas de interés, más conocida como la tasa de usura impiden que estos márgenes bajen a niveles que estén más acorde con los estándares internacionales.

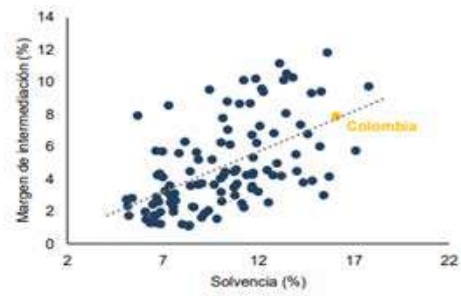
Los establecimientos de crédito cuentan con los suficientes recursos para el desarrollo de su negocio lo que se traduce en estabilidad y seguridad para los recursos captados. A 2019, el índice de solvencia total fue de 15.4%, muy superior al mínimo requerido por el ente regulador (9%). Los mayores requisitos de capital se traducen en menores niveles de apalancamiento, por lo que se aumenta el costo de fondeo y se relaciona con mayores márgenes de intermediación frente a países de la OCDE.

Gráfica 27 Índice de Solvencia



Fuente: Banco Mundial. Elaboración propia.

Gráfica 28 Margen de intermediación y relación de solvencia



Fuente: Banco Mundial. Elaboración propia.

Conclusiones

La recuperación económica ha ayudado favorablemente a la expansión del crédito en Colombia, llevándolo a crecer la cartera total a tasas por encima del 5%. Este crecimiento va a seguir muy jalado por el consumo este 2020. Sin embargo, habrá que analizar si los últimos acontecimientos de la epidemia del COVID-19 tienen repercusiones estructurales en las expectativas de consumo futura de los hogares e inversionistas, pudiendo reducir las estimaciones de un crecimiento de la cartera total superior al 6%. Fundamentales como la política monetaria expansiva, inflación estable, factores idiosincráticos y variables como las remesas soportan este importante crecimiento en especial en la modalidad del consumo.

UNIVERSIDAD
EAFIT®

Vigilada Mineducación

Escuela de Economía y Finanzas
Centro de Investigación Económicas y Financieras (Cief)
Grupo de estudios en Economía y Empresa

Carrera 49 # 7 Sur - 50, Medellín - Colombia
Teléfono: +57 4 261 95 00 ext. 9532 - 261 95 32
cief@eafit.edu.co