

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 9
Junio
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

Nº 9. Junio de 2020

Universidad EAFIT

Juan Luis Mejía Arango

Rector

César 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 Económica

Coordinador

Jesús Botero García

Autores en esta edición

Jesús Botero García

Carlos Esteban Posada

Matheo Arellano Morales

Diego Montañez Herrera

Humberto Franco González

Jaime Alberto Ospina Mejía

Álvaro Hurtado Rendón

Edición y corrección de estilo

Paula A. Colorado Chávez

Diagramación y diseño

Paula A. Colorado Chávez

**UNIVERSIDAD
EAFIT**[®]

Vigilada Mineducación

Contenido

Resumen Ejecutivo.....	1
Capítulo 1	3
La perspectiva económica mundial.....	3
Jesús A. Botero García.....	3
Capítulo 2	7
La perspectiva doméstica: la producción del empleo.....	7
Jesús A. Botero García.....	7
Capítulo 3	13
Nowcasting de la actividad económica en Colombia.....	13
Diego F. Montañez.....	13
Capítulo 4	17
Un pronóstico para la tasa de inflación de 2020.....	17
Carlos Esteban Posada.....	17
Capítulo 5	20
Cuentas externas colombianas T1 de 2020 y perspectivas.....	20
Humberto Franco González.....	20
Capítulo 6	28
Los vaivenes del petróleo y sus efectos en la actividad económica.....	28
Matheo Arellano y Diego F. Montañez.....	28
Capítulo 7	33
Las cuentas fiscales en medio de la Pandemia del COVID-19.....	33
Álvaro Hurtado Rendón.....	33
Capítulo 8	39
Comportamiento del sector financiero y de activos de inversión para el 2020.....	39
Jaime Alberto Ospina.....	39

Resumen ejecutivo

La magnitud del **impacto experimentado por la economía mundial, a raíz del Covid-19**, queda puesta de presente en los pronósticos recientes de organismos internacionales sobre el **crecimiento mundial en 2020**: caídas entre el 4,9% en la proyección del Banco Mundial, y el 6,1% en el escenario básico de la OECD, con riesgo de una caída hasta del 7,9% en el escenario pesimista de esta última entidad. Sin duda, **una contracción sólo comparable a la experimentada por el mundo en la Gran Depresión**.

Las condiciones generales empiezan a cambiar: **hay síntomas de recuperación en la economía de los Estados Unidos**, y los **países europeos más afectados por la pandemia** (como Italia y España) ya **han levantado la mayor parte de medidas restrictivas**.

No obstante, hay todavía una **dosis muy grande de incertidumbre**: el mundo se debate entre la esperanza de un dinamismo económico recuperado, y el temor de rebrotes de la enfermedad que descarrilen el proceso de recuperación.

En Colombia, la magnitud de la crisis se refleja en la **caída, en abril, de 20,06% del Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE)** y en la **pérdida de 5,4 millones de empleos** respecto al mismo mes del año anterior. **Nuestras proyecciones** indican que el **PIB del segundo trimestre** tendrá una contracción importante, del orden del 16,3%. La reactivación ya iniciada deberá moderar la caída del PIB llevando, en el año completo, a un crecimiento negativo entre el 6,4% y el 7,7%, de acuerdo con el éxito que se tenga en el proceso de reactivación.

En el empleo, la moderación de las restricciones, el subsidio para este fin, y la reactivación inteligente deberán permitir la recuperación de los empleos perdidos, aunque **probablemente al cierre del año todavía se tenga un impacto negativo del orden de 3 puntos porcentuales** en la tasa de desempleo, respecto al nivel de referencia del año anterior.

La inflación se moderará, sin duda: **nuestros análisis indican** que estará entre 1,9% y 3,2%, lo que arroja un valor medio del orden del 2,5% para 2020.

Las cuentas externas a pesar de la reducción transitoria del déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, en términos de puntos del PIB en el primer trimestre de 2020, **experimentarán un deterioro importante**, llevando el déficit a un rango entre 5,5% y 6% del PIB. Y aunque el precio del petróleo se ha recuperado de sus niveles críticos de mediados de marzo, **las proyecciones indican que el precio de referencia Brent cerrará el año con un promedio cercano a US\$38 dólares barril**. Ese nivel es consistente con una tasa de cambio entre 3600 y 3800, a menos que la situación fiscal se deteriore de forma tal, que se generen reducciones importantes en la calificación de riesgo del país.

El déficit fiscal en términos de PIB estará en torno al 7,5%, llevando la deuda a niveles de 63% del PIB. La percepción internacional dependerá del grado de confianza que produzca el Marco Fiscal de Mediano Plazo, que deberá diseñar un esquema de ajuste, aplicable a partir de 2022.

El momento histórico deja espacio para el endeudamiento adicional, pero es necesario que los mercados financieros internacionales perciban que hay una estrategia clara para retornar a niveles admisibles en tiempos normales.

En los mercados financieros, las intervenciones del Gobierno y de las autoridades monetarias han sido oportunas y adecuadas, pero la cartera vencida de los establecimientos de crédito podrá superar los niveles del 10% a finales del año. Sin embargo, **las instituciones financieras enfrentan esta emergencia económica con niveles de capital suficientes** que, si bien pueden reducir sus niveles de solvencia en 2 o 3 puntos porcentuales, llevándolo a un 12% como en el 2008, son suficientes para soportar -por ahora- estas mayores pérdidas esperadas por un confinamiento que, se espera, no se extienda más allá de lo presupuestado.

Capítulo 1

La perspectiva económica mundial

Jesús A. Botero García¹

Los pronósticos más recientes del Banco Mundial y la OECD (ambos publicados en junio de 2020) apuntan a una caída global del crecimiento entre 5,2% y 6%, debido a la crisis del Covid-19, con una recuperación en 2021 entre el 4,2% y el 5,2%. Pero sigue dominando el sesgo negativo en las proyecciones, como bien lo pone de presente el escenario de "rebrote" o "doble golpe" -incorporado por la OECD en su informe de perspectivas- que eleva la caída al 7,8% en 2020, con una recuperación muy incipiente en 2021, de sólo el 2,8%.

Tabla 1: Proyecciones junio 2020.

Proyecciones de crecimiento (Cambio porcentual respecto al año anterior)						
	World Bank		OECD			
			Escenario Básico		Escenario Rebrote	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Mundo	-5,2	4,2	-6,0	5,2	-7,6	2,8
Economías avanzadas	-7,0	3,9				
Estados Unidos	-6,1	4,0	-7,3	4,1	-8,5	1,9
Área Euro	-9,1	4,5	-9,1	6,5	-11,5	3,5
Japón	-6,1	2,6	-6,0	2,1	-7,3	-0,5
OECD					-9,3	2,2
Mercados Emergente y Economías en Desarrollo	-2,5	4,6				
China	1,0	6,9	-2,6	6,8	-3,7	4,5
Brasil	-8,0	2,2	-7,4	4,2	-9,1	2,4
México	-7,5	3,0	-7,5	3,0	-8,6	2,0
India	-3,2	3,1	-3,7	7,9	-7,3	8,1
Colombia	-4,9	3,6	-6,1	4,3	-7,9	2,8

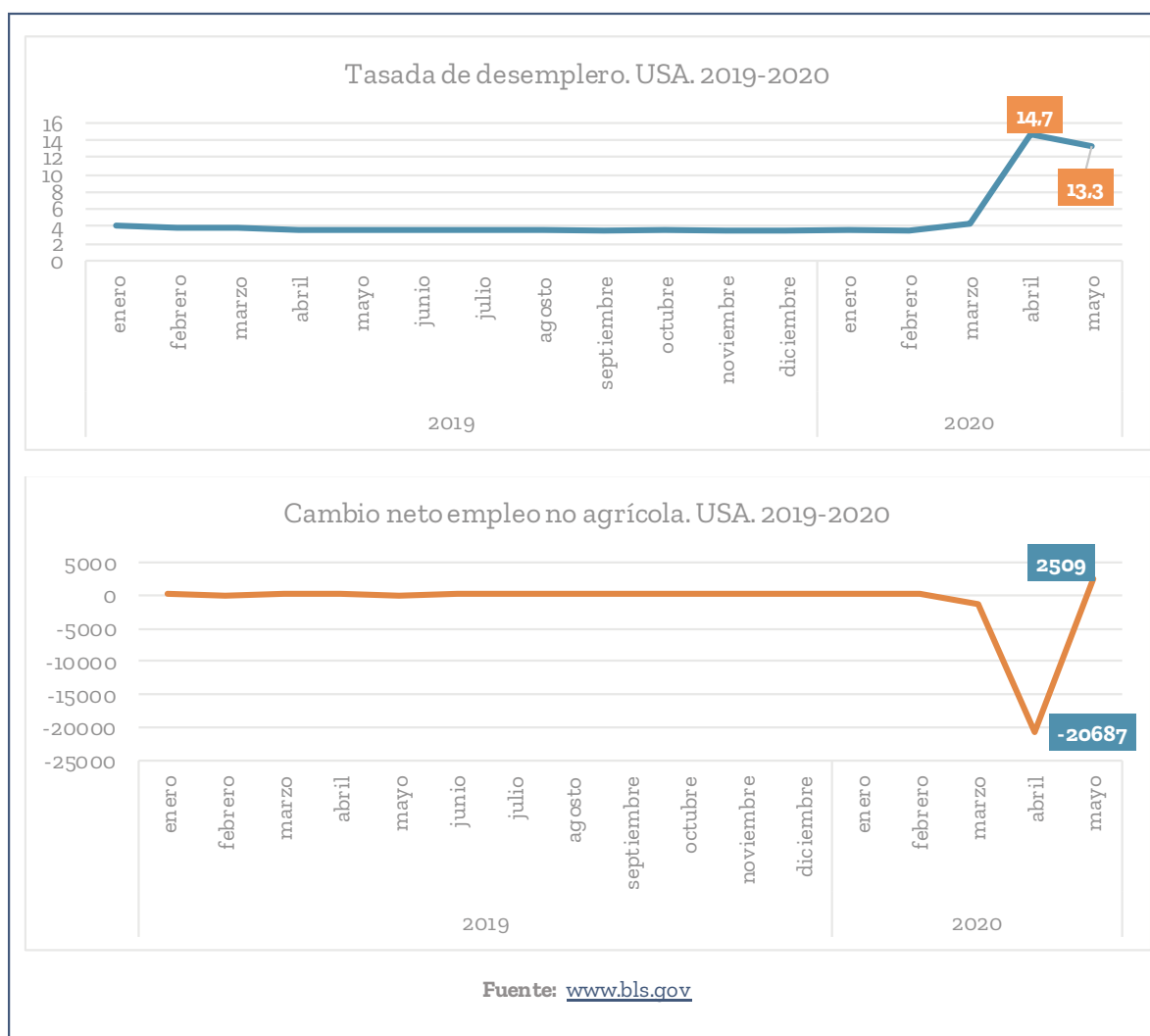
Fuente: WB "Global Economic Prospects" y OECD Economic Outlook, June 2020

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

Incluso, las señales de recuperación que empiezan a observarse -como el incremento en Estados Unidos del empleo no agrícola en 2,5 millones de personas en mayo y la caída de la tasa de desempleo del 14,7% al 13,3% (ver gráfico 1); y el incremento en las ventas minoristas en Estados Unidos del 17,7% en mayo, respecto a abril² (ver gráfico 2)- son vistas con cautela, y generan advertencias como las de Jerome Powell en su testimonio ante el Congreso, en el sentido de que a pesar de ello "sería aconsejable buscar formas de continuar apoyando a las personas no tienen trabajo y también a las pequeñas empresas"³.

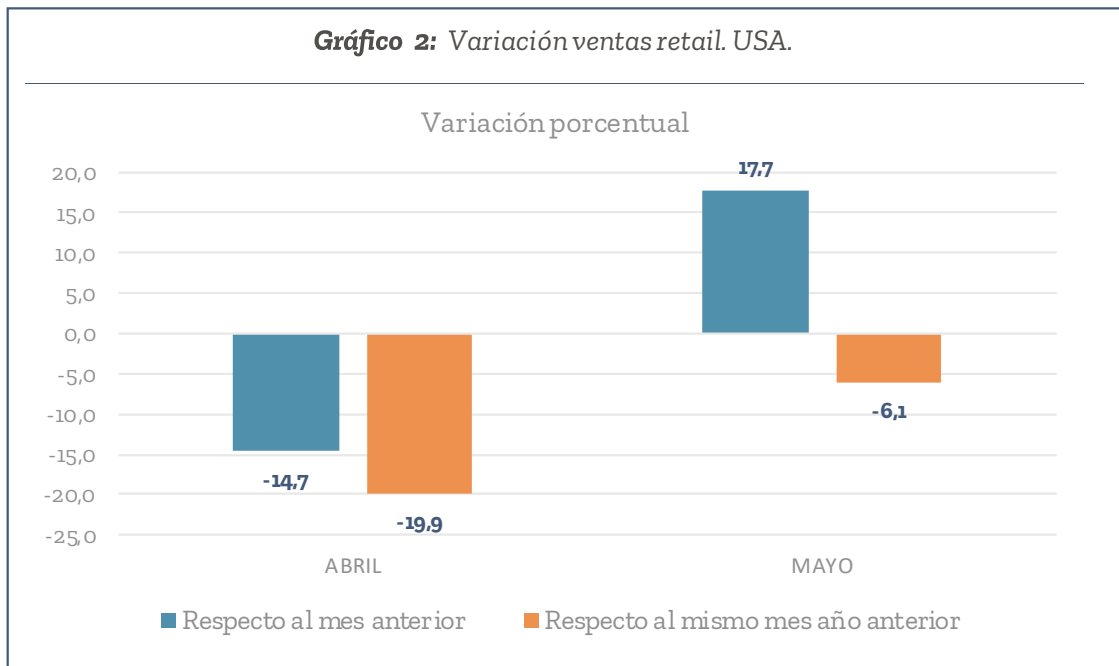
No parece pues que se haya llegado todavía a una estimación completa del impacto del Covid-19 en la economía mundial, y sigue reinando por ello la incertidumbre con amplias consecuencias sobre los mercados financieros mundiales y sobre los mercados de *commodities*.

Gráfico 1: Tasa de desempleo y cambio neto del empleo no agrícola de USA



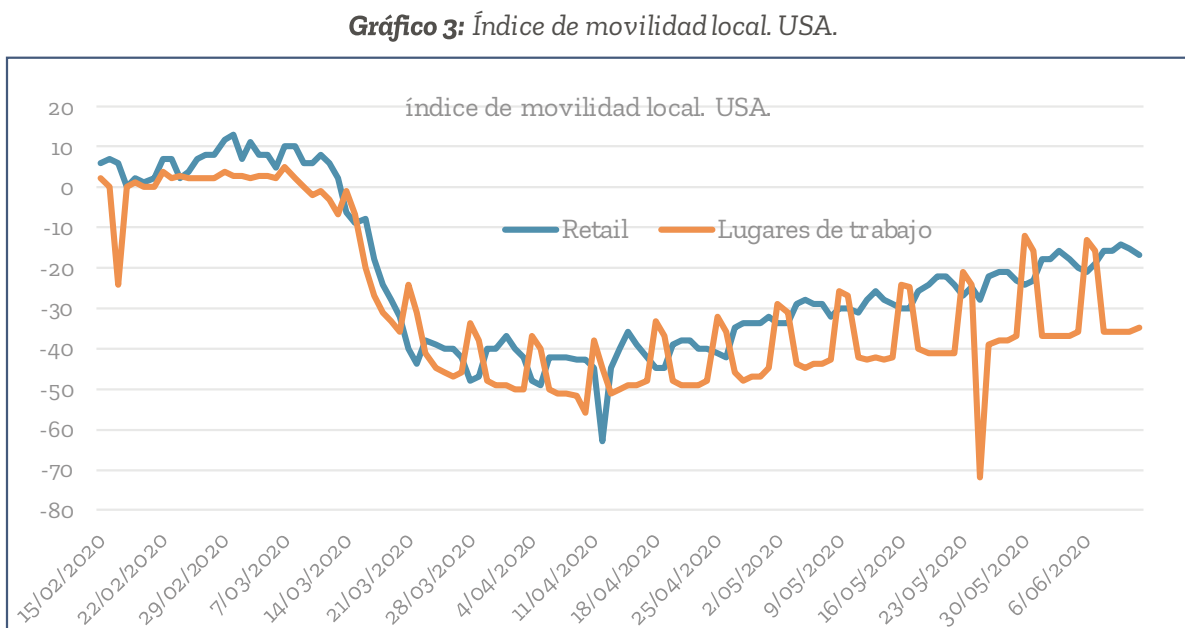
² Nótese, no obstante, que si bien las ventas suben el 17,7% respecto a abril, caen un 6,1% respecto al mismo mes del año anterior.

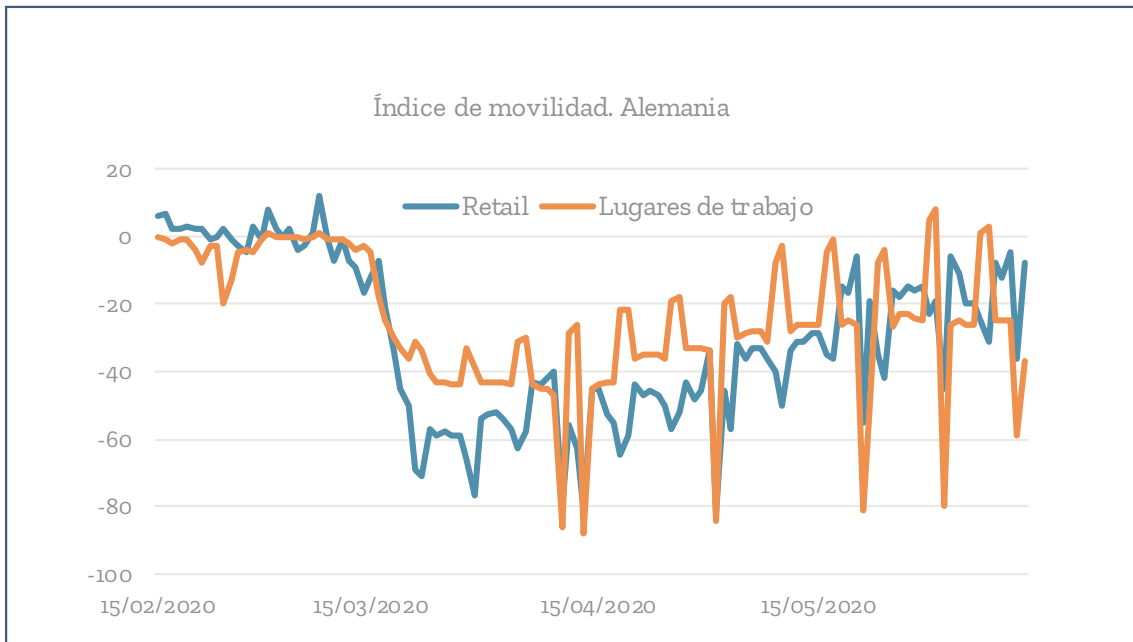
³ <https://www.wsj.com/articles/lawmakers-to-press-powell-on-additional-relief-measures-11592386200>



Fuente: https://www.census.gov/economic-indicators/#retail_sales.

Sin embargo, es claro que el mundo se mueve hacia menores restricciones, abandonando lentamente las medidas de aislamiento y cuarenta (el "lockdown") característico de los últimos meses, como lo ilustra el índice de movilidad de Google, que se presenta en el gráfico 3 para dos países representativos (Estados Unidos y Alemania) y en dos categorías de lugares, comercio minorista y lugares de trabajo.





Fuente: <https://www.google.com/covid19/mobility/>

Sin duda, será un camino complejo el que tendrá que recorrer el mundo: abandonar las medidas extremas de aislamiento sin que ello genere un escenario de "rebrote", como el ilustrado por las proyecciones de la OECD. Pero un manejo inteligente de protocolos y la implementación de lo que se denomina estrategia de "pruebas, seguimiento, rastreo y aislamiento" (TTTI por sus siglas en inglés) debería permitir la gradual recuperación de las economías.

Capítulo 2

La perspectiva doméstica: la producción y el empleo

Jesús A. Botero García

La magnitud del choque experimentado por la economía colombiana con motivo del Covid-19, queda reflejada en las tablas 2 y 3, que resumen los impactos sobre la economía y sobre el empleo de la pandemia en el mes de abril.

Tabla 2.

Indicador de Seguimiento a la Economía Tasa de crecimiento anual (%)		
ISE		
Agrupación de actividades	Tasa de crecimiento anual	
	Marzo 2020 vs. marzo 2019	Abril 2020 vs. abril 2019
Primarias	-1,26	-13,75
Secundarias	-9,65	-50,12
Terciarias	-4,32	13,30
Indicador de Seguimiento a la Economía	-4,84	-20,06

Fuente: DANE-ISE.

La actividad productiva del sector secundario (conformado por la industria y la construcción) se redujo a la mitad en tanto que las actividades primarias (agricultura y minería) y las terciarias, experimentaron reducciones superiores al 13%. En este orden de ideas, la contracción de la actividad productiva alcanzó el 20,06%.

En cuanto al empleo, se perdió cerca de la cuarta parte de los mismos que el país tenía en el mes de abril de 2019. Una caída gigantesca: 5,4 millones de empleos, que supera cualquier cifra observada en el pasado reciente.

Tabla 3.

Información empleo. Miles de personas. Abril 2020 vs. Abril 2019				
GEIH				
Rubro	Abril 2019	Abril 2020	Variación	%
Población total	48,803	49,320	517	1.1
Población en edad de trabajar	39,251	39,751	500	1.3
Población económicamente activa	24,420	20,607	-3,813	-15.6
Ocupados	21,896	16,525	-5,371	-24.5
Desocupados	2,524	4,083	1,559	61.8

Fuente: DANE-GEIH.

Las perspectivas de evolución de la economía y del empleo dependerán de que las políticas de reactivación conduzcan a una efectiva recuperación de la actividad económica, sin desencadenar retrocesos en la evolución de la pandemia, porque en este caso, sería necesario retornar a políticas de distanciamiento más coercitivas y, por supuesto, más restrictivas para la actividad económica. Para el segundo trimestre del año, el decrecimiento del PIB estará en el orden del 16,3%⁴, cifra consistente con una caída del nivel de actividad del 20% en abril, y una gradual recuperación que conduzca a tasas de decrecimiento cercanas al 10% en junio.

Si el proceso gradual de recuperación se mantiene a partir de entonces, tendremos una situación como la que se describe en el escenario base de proyección de la Tabla 4. En cambio, un retroceso en la activación de algunas actividades especialmente vulnerables -como hotelería, comercio y transporte, con consecuencias negativas sobre las actividades primarias y secundaria- podría llevar al escenario pesimista del mismo cuadro.

Tabla 4.

Crecimiento del PIB 2020. Proyectado. Crecimiento porcentual					
	Trim. 1 (Proy.)	Trim. 2 (Proy.)	Trim. 3 (Proy.)	Trim. 4 (Proy.)	Total año
Escenario base	1,1	-16,3	-8,4	-2,0	-6,4
Escenario pesimista	1,1	-16,3	-11,1	-7,9	-7,7

Fuente: DANE Trim. 1. Cálculos propios

Consistentes con el escenario básico son las proyecciones por sectores y por tipo de gasto que se presentan en las tablas 5 y 6, y que reflejan la profunda caída de algunos sectores (como minería comercio y construcción), el pobre desempeño agregado de la industria y otras actividades de servicios. Además del probable crecimiento de las actividades vinculadas a Tecnología de la Información y Comunicaciones (TIC), y servicios financieros. De acuerdo con

⁴ Ver capítulo 3 del informe, sobre el "NowCast" implementado en el grupo de coyuntura.

nuestra proyección, el consumo de los hogares se contraerá cerca del 5%, la formación bruta de capital caerá más del 10%, y las exportaciones tendrán, también, un crecimiento negativo del orden del 6%.

Tabla 5

PIB por ramas. Proyección 2020. Tasas de crecimiento porcentual	
Rama	Variación
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	4,5
Explotación de minas y canteras	-12,7
Industrias manufactureras	-7,3
Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado; distribución de agua, etc.	-2,3
Construcción	-19,5
Comercio; transporte y almacenamiento; alojamiento y servicios de comida	-12,3
Información y comunicaciones	0,9
Actividades financieras y de seguros	0,8
Actividades inmobiliarias	-4,0
Actividades profesionales; actividades de servicios administrativos y de apoyo	-2,7
Administración pública y defensa; educación; actividades de atención de la salud humana	1,6
Actividades artísticas, actividades de los hogares individuales en calidad de empleadores	-7,0
Valor agregado	-5,7
Impuestos	-13,2
Producto Interno Bruto	-6,4

Fuente: Cálculos propios

Tabla 6

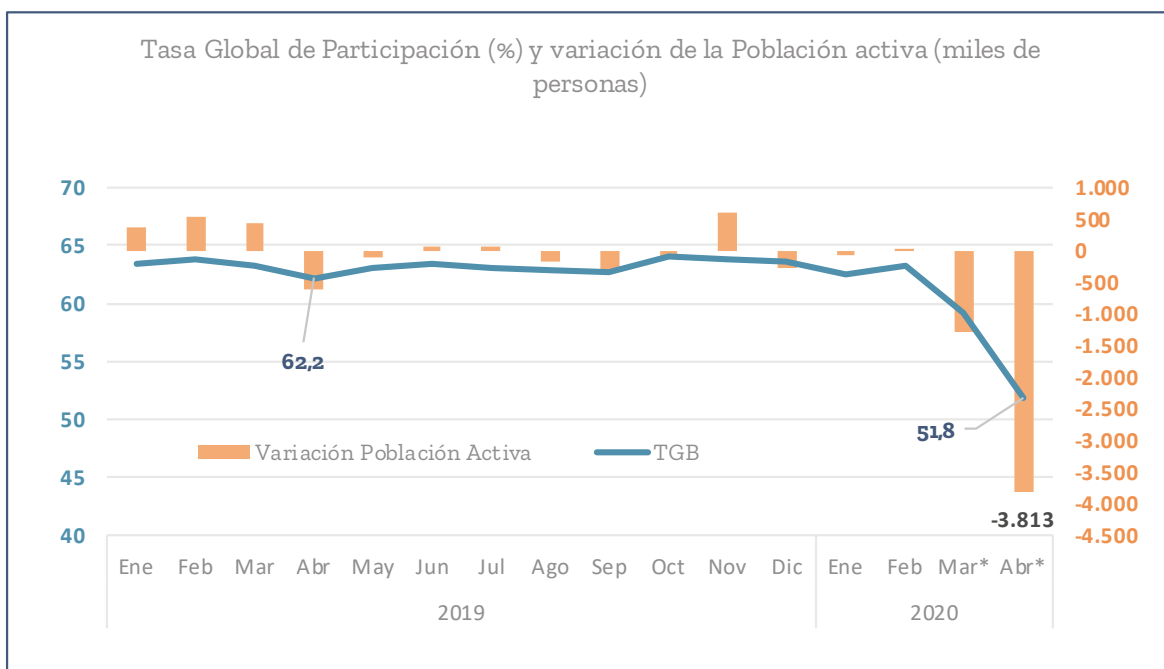
PIB por demanda. Proyección 2020. Tasas de crecimiento porcentual	
Rubro	Variación
CONSUMO FINAL	-3,5
HOGARES	-5,0
GOBIERNO	3,0
FORMACION BRUTA CAPITAL	-11,8
FBKF	-10,8
Vivienda	-16,1
Otros edificios y estructuras	-12,0
Maquinaria y equipo	-8,2
Recursos biológicos cultivados	-4,2
Productos de propiedad intelectual	1,9

EXPORTACIONES	-6,0
IMPORTACIONES	-0,7
PIB	-6,4
DEMANDA INTERNA	-5,2

Fuente: Cálculos propios

En lo que respecta al empleo, es muy complejo avizorar cómo será su desempeño en lo que resta del año: entre abril de 2019 y abril de 2020, se redujo en 5,4 millones de personas. Ahora bien, dicha reducción afectó la tasa de desempleo sólo parcialmente: una parte muy importante de ella generó, más bien, una reducción de la tasa de participación, que pasó de 62,2% en abril de 2019, a 51,8% en abril de 2020, como lo ilustra el gráfico 4, que presenta también la variación anual en términos de la Población Económicamente Activa (PEA) del país.

Gráfico 4.



Fuente: Cálculos propios a partir de la GEIH del DANE.

Ahora bien, a partir de abril han entrado en juego cuatro fuerzas probablemente divergentes: de una parte, los informales que fueron transitoriamente expulsados de la población activa, y seguramente clasificados como inactivos, retornarán paulatinamente a sus actividades, aunque probablemente con un importante deterioro de sus ingresos; las medidas de reapertura inteligente mejorarán la situación de la mayor parte de los sectores, aliviando presiones de despidos; algunas empresas, agobiadas por la caída en las ventas y por las dificultades financieras que ellos conlleva, incrementarán también el despedido de

trabajadores; y, por último, el Gobierno estará ejecutando su plan de subsidio al empleo, buscando retener la máxima cantidad de empleados en actividades productivas.

Partiendo de la tabla 7, que presenta un cálculo aproximado del empleo en riesgo de perderse, a partir del empleo promedio del último trimestre de 2019 y de un índice de vulnerabilidad relacionado con las cifras del ISE de abril, calculamos que la pérdida del 10% de esos empleos incrementaría la tasa de desempleo de final de año en cerca de 3 puntos porcentuales respecto al nivel de referencia del año anterior.

Por supuesto, es todavía muy difícil estimar cuánto será esa pérdida, pero el impacto que tendrá la crisis del Covid-19 sobre el empleo será sin duda importante: será necesario extender y prolongar redes de protección social; mantener el apoyo al aparato productivo; plantear metas ambiciosas de diversificación de la economía, para aprovechar la recomposición de las redes mundiales de valor que se producirá; y redefinir la estructura del estado para atender los retos que de ello se deriven.

Tabla 7.

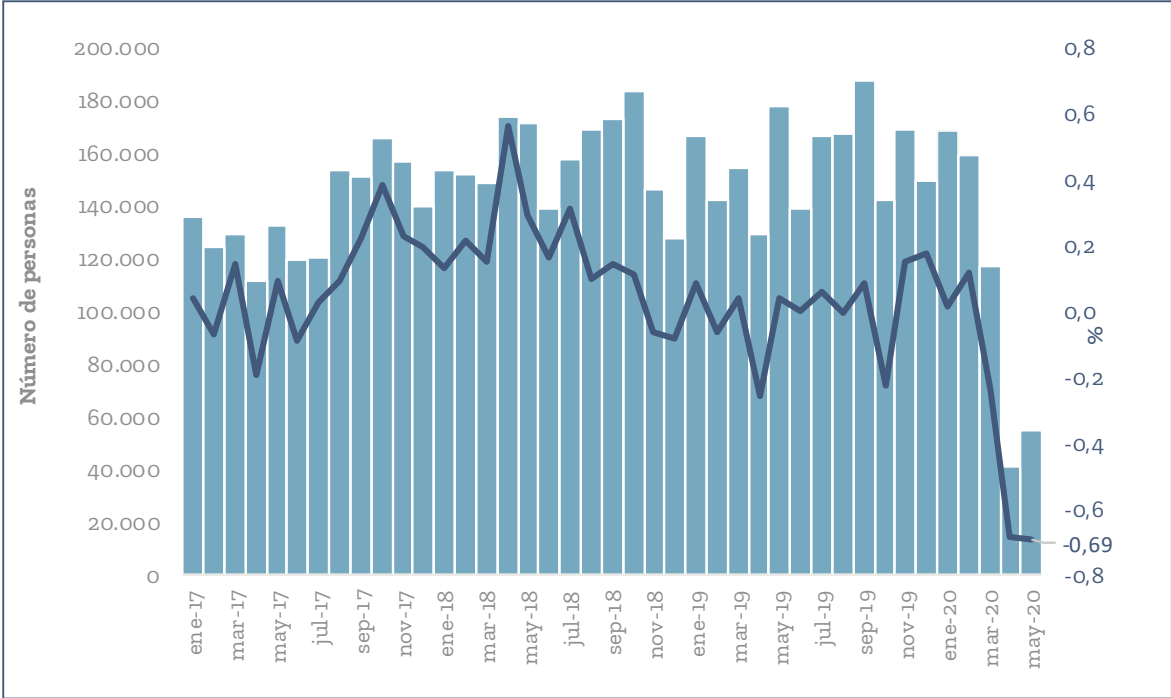
Tipo de empleo	Empleo cuarto trimestre de 2019	Índice de vulnerabilidad Abril (1: No vulnerable)	Empleo en riesgo
Empleo del Gobierno	805.318	1,00	0
Asalar. privado + no asal con educ. superior	11.088.873		3.066.868
Agropecuario	512.358	1,00	0
Comercio	3.216.339	0,67	1.063.737
Construcción	931.275	0,24	708.268
Electricidad gas y agua	108.499	0,87	14.509
Servicios financieros	286.965	1,00	0
Servicios inmobiliarios	278.431	0,87	37.233
Industria manufacturera	1.673.653	0,64	599.576
Minería	106.519	0,66	35.828
Otros servicios financieros e inmobiliarios	971.533	0,87	129.917
Servicios varios	2.229.854	0,87	298.184
Transporte	773.448	0,77	179.615
Empleo no asalariado sin educación superior	10.027.560	0,55	4.527.065
TOTAL EMPLEO	21.921.750		7.593.333

Fuente: Cálculos propios.

Y, por supuesto, será necesario promover nuevas formas de generación de empleo en el país, flexibilizar los mercados de trabajo y eliminar, en la medida de lo posible, sobrecostos en la contratación laboral: los mecanismos tradicionales de creación de empleo se han visto

severamente afectados, como lo ilustra el gráfico 5, que muestra que las vacantes a nivel nacional registraron caídas históricas en abril del 68% y en mayo del 69%, respecto a los meses equivalentes del año anterior. Así que es el momento de rediseñar los mercados de trabajo, atacando los dos grandes males que han gravitado sobre ellos: la alta tasa de desempleo, y el alto grado de informalidad. Quizás la más grande lección que nos deje el Covid-19 sea la extrema vulnerabilidad en que vive la población dedicada a actividades informales, y el considerable grado de sufrimiento que ello implica para una sociedad como la nuestra. Ello nos obliga, en el corto plazo, a transformar nuestros esquemas asistenciales, para atender las necesidades de esa población que había estado fuera del radar de la acción estatal. Pero en el largo plazo, nos obliga a transformarnos como sociedad, para generarle oportunidades de integración a nuestro sistema productivo.

Gráfico 5: Evolución vacantes de empleo a nivel nacional



Fuente: Cálculos propios con datos del servicio de empleo.

Capítulo 3

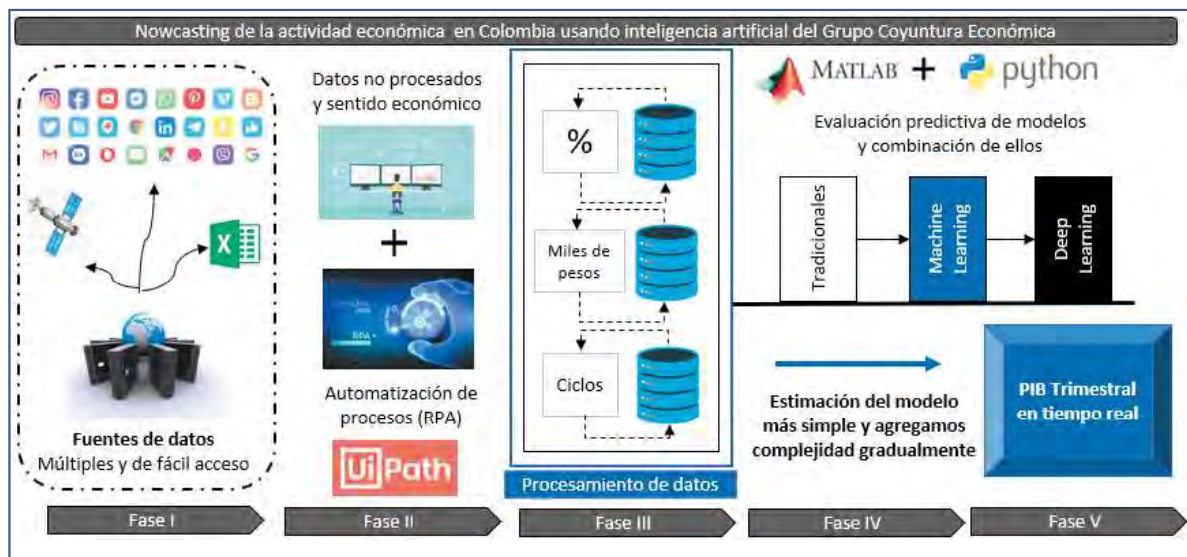
Nowcasting de la actividad económica en Colombia

Diego F. Montañez⁵

El "Nowcasting (NowCast) del Grupo Coyuntura" se entenderá como el conjunto de indicadores y variables económicas y financieras de alta frecuencia para pronosticar el PIB trimestral en Colombia de forma rápida, precisa y oportuna. Este se alimenta de la información publicada por las entidades competentes y cuenta con una actualización mensual.

Teniendo en cuenta el rezago de la publicación de información de las principales cifras macro, como el PIB, el Nowcasting busca reflejar de forma oportuna el ritmo de la actividad económica real del país para una mejor toma de decisiones por parte de los agentes de la economía. Nuestra novedad radica en que se harán estimaciones utilizando inteligencia artificial para una economía emergente, el proceso se sintetiza en el gráfico 6.

Gráfico 6: Esquema del proceso de construcción del Nowcasting del PIB en Colombia



Fuente: Elaboración propia

⁵ Investigador del Grupo de Estudios en Economía y Empresa (GEE) y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT.
Email: dfmontaneh@eafit.edu.co

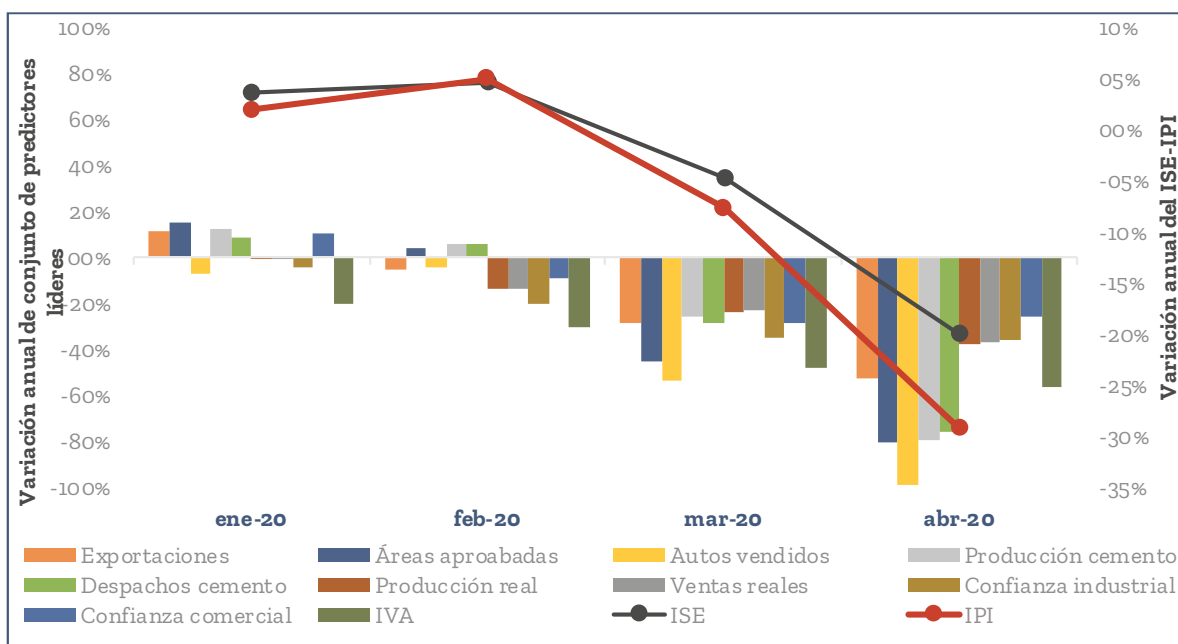
En mayo se publicó un primer ejercicio de estimación de predicción inmediata para el PIB en Colombia. Teniendo en cuenta la publicación de las entidades competentes, se actualiza el NowCast para junio. No obstante, es importante destacar que las variables que tienen mayor importancia o nivel de incidencia en el modelo sobre la capacidad predictiva del PIB trimestral en el país, tuvieron fuertes cambios disruptivos que, sin duda alguna, reafirman que en el segundo trimestre se experimentará una de las contracciones más fuertes de la historia reciente en la economía colombiana.

El gráfico 7 muestra la evolución de 12 variables líderes principales. Estas hacen parte del conjunto de información (actualmente cuenta con 80 variables predictoras) que evidencia fuertes cambios, debido a las medidas implementadas para combatir la propagación del nuevo Coronavirus. El eje derecho muestra el conjunto de predictores con mayor variabilidad (las barras), mientras que en el eje izquierdo se observan las de menor variación - como el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) y el Índice de Producción Industrial (IPI) (las líneas)-.

Todas las series son mensuales y se toma la variación anual (mes de abril 2020 vs abril 2019). Por su parte, el ISE experimentó una contracción del **20,1%** en el mes abril, una preocupante señal teniendo en cuenta que su correlación dinámica con el PIB es del orden del 99,8% en el periodo 2005q1 hasta el 2020q1. Mientras que el IPI se contrajo el **29,1%**.

Cabe destacar la impresionante contracción del número de unidades vendidas en autos (-98%), el índice de áreas aprobadas (-81%), producción de cemento (-79%), despachos de cemento (-75%), recaudo del IVA (-53%) y exportaciones (-52%). Teniendo en cuenta la complejidad predictiva del fenómeno, aquí es donde radica la importancia del uso de aprendizaje automático en el modelo, para que de esta forma pueda "aprender" de los cambios disruptivos de las variables de mayor importancia en el NowCast.

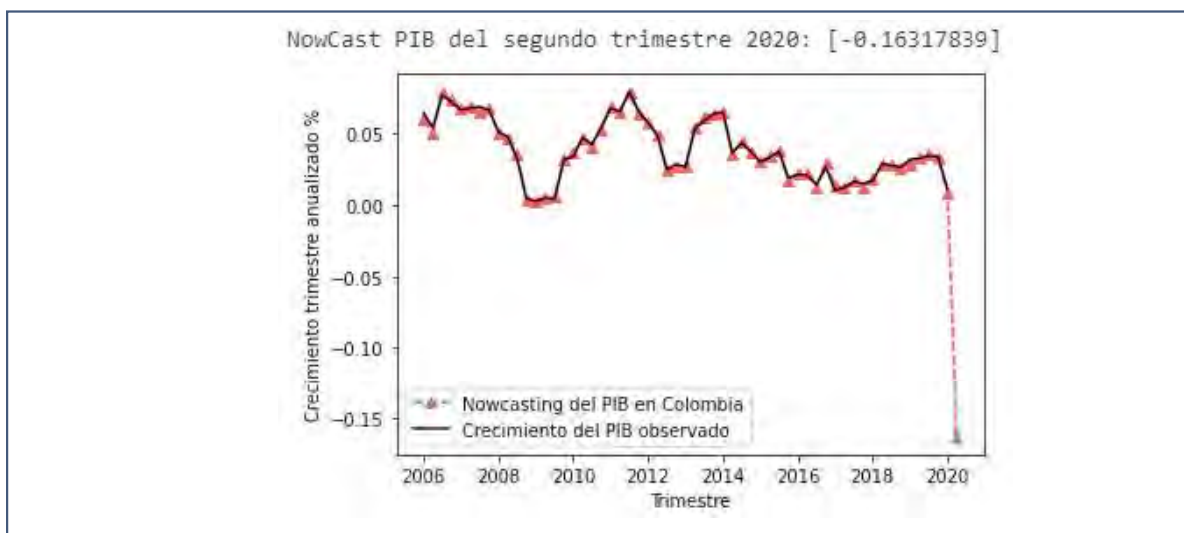
Gráfico 7: Cambios disruptivos en el conjunto de predictores del Nowcasting del PIB



Fuente: Cálculos propios con datos de DANE, BanRep, FEDESARROLLO, DIAN, Andemos, ANDI y FRED de la Federal Reserve Bank of St. Louis.

En este sentido, se desarrolla un marco de predicción inmediata basado en datos de macro y micro nivel, para proporcionar estimaciones más rápidas de la actividad económica real en Colombia. Así, en el gráfico 8 se presentan los resultados de estimación del NowCast: la serie de color negro representa los datos registrados y los triángulos rojos la predicción inmediata del PIB trimestral. Esto nos muestra un panorama preocupante con una contracción aún mayor presentada al Nowcast del mes de mayo, pasando del **11,55%** al **16,32%** en el segundo trimestre de la actividad económica en el país, teniendo en cuenta la actualización del conjunto de predictores de las fuentes oficiales.

Gráfico 8: Resultados Nowcasting del PIB trimestral en Colombia



Fuente: Estimación realizada en Python (Scikit-learn).

En el segundo trimestre se experimentará una de las contracciones más fuertes de la historia reciente en la economía colombiana, que superará la barrera del -10%. Cabe destacar del gráfico 8, que evidencia cómo el aprendizaje automático con los nuevos datos de entrada del conjunto de información va "aprendiendo" el patrón de comportamiento del PIB. Lo interesante es que a medida que aumente la información de las variables del conjunto de predictores, acompañado de la inclusión de variables estadísticamente significativas y con mayores correlaciones dinámicas respecto al PIB, mejora la capacidad predictiva y se eliminan los rezagos de publicación de información macro en el país.

Lo anterior, sugiere que las técnicas de aprendizaje automático serán una parte importante del conjunto de herramientas de pronóstico macro de países emergentes en tiempos de Covid.

Referencias:

Bolhuis, A. & Rayner, B. (2020). Deus ex Machina? A Framework for Macro Forecasting with Machine Learning. IMF Working papers.

Fornaro, P., & Luomaranta, H. (2020). Nowcasting Finnish real economic activity: a machine learning approach. *Empirical Economics*, 58(1), 55-71.

Hastie, T., Tibshirani, R., & Friedman, J. (2009). *The elements of statistical learning: data mining, inference, and prediction*. Springer Science & Business Media.

Capítulo 4

Un pronóstico para la tasa de inflación de 2020

Carlos Esteban Posada P⁶

En esta nota se supone que la economía colombiana tiene las características típicas de lo que se denomina la "pequeña economía abierta". Y se supone, también, que la tasa de cambio nominal (pesos/dólar) es una variable que depende solo de factores exógenos (como el precio externo del petróleo, etc.) y de la política monetaria colombiana.

Lo anterior permite utilizar la siguiente hipótesis:

$$(1) \quad P_t = \lambda_t(P_t^* e_t) + \varepsilon_t$$

Siendo: P, P^*, e , los índices de precios al consumidor de Colombia y de Estados Unidos respectivamente, y la tasa nominal de cambio (la tasa representativa de mercado, TRM).

λ es un factor que resume los efectos permanentes de impactos reales y nominales sobre el nivel de precios colombiano no derivados del nivel de precios de Estados Unidos ni de la tasa de cambio nominal. ε es el "error" o componente aleatorio del nivel de precios que, suponemos, tiene una distribución con media 0 y varianza constante.

De la ecuación 1 se deduce la tasa de inflación colombiana:

$$(2) \quad \text{Var}\% P_t \approx \text{Var}\% \lambda_t + \text{Var}\% P_t^* + \text{Var}\% e_t + \mu_t$$

Siendo $\text{Var}\%$ la variación porcentual de cada variable y μ el correspondiente error (con propiedades similares al de la ecuación 1).

En lo que sigue, el lado izquierdo de la ecuación 2 equivale a la inflación colombiana (IPC) de los últimos 12 meses terminados en el mes t ; en el lado derecho tenemos la inflación de Estados Unidos (IPC), la devaluación, ambas medidas también como las tasas de variación de los últimos 12 meses, y $\text{Var}\% \lambda_t + \mu_t$, término calculado como un residuo: la diferencia entre la inflación colombiana menos la devaluación del peso y la de Estados Unidos.

La tabla 8 muestra los promedios de estas variables para el período corrido entre enero de 2003 y mayo de 2020.

⁶ 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

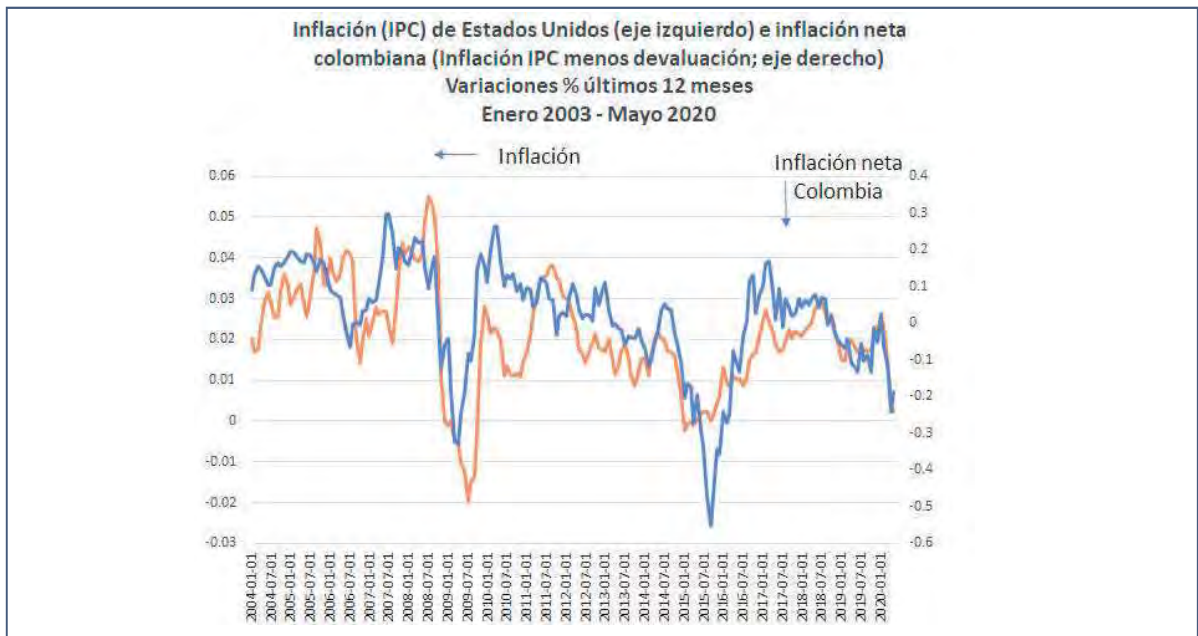
Tabla 8

Promedios de tasas (variaciones últimos 12 meses)				
Enero 2003 – Mayo 2020				
Inflación colombiana	Devaluación	Inflación EEUU	Inflación col. menos devaluación	Residuo
0,0432	0,0206	0,0208	0,0227	0,0019

Fuente: cálculos del autor, Banco de la República y Federal Reserve Bank of St. Louis

El gráfico 9 muestra las evoluciones de la inflación de Estados Unidos y de la inflación colombiana neta de la devaluación en el mismo período correspondiente a la tabla 8.

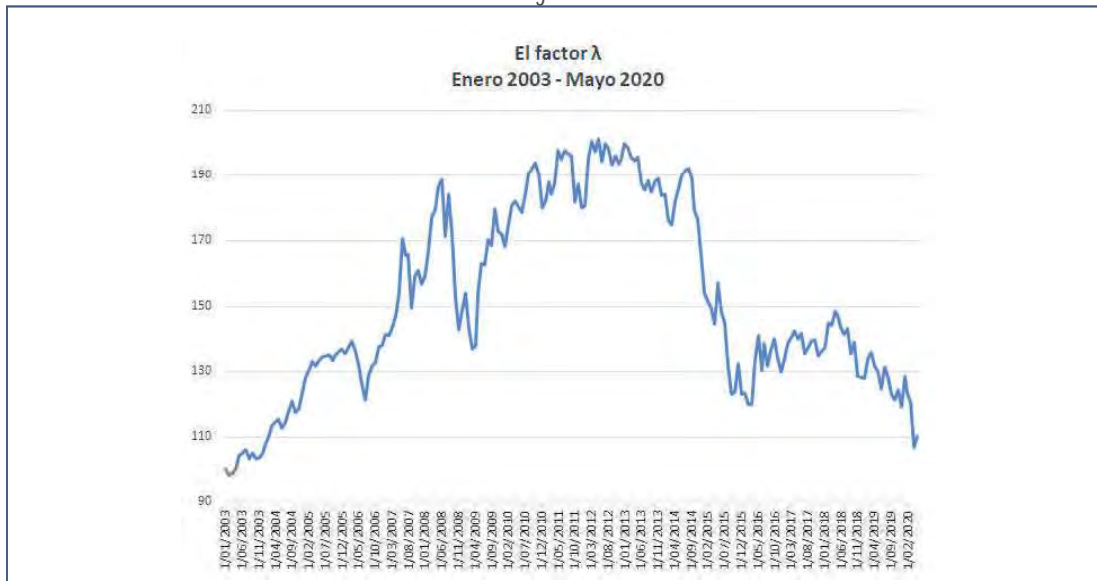
Gráfico 9



Fuente: cálculos del autor con base en Banco de la República y Federal Reserve Bank of St. Louis.

El gráfico 10 muestra un índice del factor λ ($= 100$ en enero de 2003) calculado como el cociente entre el índice de P_t y el índice de $P_t^* e_t$, omitiendo el componente aleatorio (el "error").

Gráfico 10



Fuente: cálculos del autor.

Lo anterior, es la base de nuestro pronóstico para la inflación colombiana del año completo (enero-diciembre) 2020.

En cuanto a la inflación de Estados Unidos, el punto medio de las proyecciones para el año completo 2020 -de su autoridad monetaria (*Federal Open Market Committee, FOMC, Federal Reserve*)- es 0,8% para su indicador preferido de inflación: la tasa de variación del índice "Personal Consumption Expenditures". Al aplicar la relación entre las variaciones medias de este índice y el del IPC -entre enero de 2019 y lo corrido del actual- se concluiría que el pronóstico implícito para la inflación estadounidense, según IPC, es 0,89%.

Para el caso colombiano, el pronóstico es un rango (Tabla 9). El punto medio del pronóstico es 2,5%. Lo que define la amplitud del rango es lo que se suponga para la tasa de devaluación del peso. Se supuso (aunque el cuadro no es explícito al respecto) que el precio del petróleo Brent oscilará alrededor de los 45 dólares por barril y que la política monetaria mantendrá su postura expansiva.

Tabla 9. Pronósticos 2020

Inflación (IPC) de Estados Unidos (1)	Devaluación del peso (según TRM) (2)	Variación % del factor λ (3)	Inflación (IPC) de Colombia (=1+2+3)
0,89%	Optimista 0	1%	1,9%
	Pesimista 1,3%		3,2%

Capítulo 5

Cuentas externas colombianas T1 de 2020 y perspectivas

Humberto Franco González⁷

Comercio exterior de bienes, T1 de 2020

Exportaciones

La propagación del Covid-19 no solo ha desplomado la demanda externa, y dentro de ella la de los primeros socios comerciales del país, sino que ha generado una notable caída en el precio de los principales productos de exportación, hecho que se ha traducido en una contracción de las ventas externas colombianas durante el primer trimestre de 2020 en -8,7% (de US\$9.594,0 millones T1 de 2019 a US\$8.756,6 millones T1 de 2020), reducción en la que el protagonismo lo tuvo la caída en las exportaciones tradicionales con una variación de -14,4% en relación con el primer trimestre de 2019, tal cual se observa en la tabla 10.

Tabla 10. Exportaciones FOB, tradicionales y no tradicionales. Enero-marzo de 2020

Descripción	Enero-marzo		
	2019p	2020p	Variación (%)
	Miles de dólares FOB		
Exportaciones totales	9.594.032	8.756.584	-8,7
Exportaciones tradicionales	6.014.079	5.136.623	-14,6
Café	639.110	614.335	-3,9
Petróleo y sus derivados	3.724.832	2.822.309	-24,2
Carbón	1.530.488	1.609.903	5,2
Ferróniquel	119.649	90.075	-24,7
Exportaciones no tradicionales	3.579.953	3.619.961	1,1
Sin oro ni esmeraldas	3.150.532	3.119.317	-1,0

Fuente: DANE, 2020. P: cifra preliminar.

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. Email: hfranco@eafit.edu.co

En este comportamiento, el descenso en los ingresos por las ventas de petróleo (-24,2%) fue el más sustancial, pues si bien el ferróniquel registró un declive levemente mayor (-24,7%), su participación fue mucho menor que la del crudo. Una tendencia similar evidencia los ingresos por las ventas externas de café: ingresos que decayeron -3,9%. Por su parte, si bien las exportaciones de carbón registran la única variación positiva de las tradicionales del país (5,2%), este resultado obedeció a la importante variación el primer mes del año (81,1%), pues su descenso fue notable en los meses de febrero y marzo (-24,3% y -30,6% respectivamente). El lado amable de las exportaciones colombianas durante el primer trimestre de este año fue el de las ventas externas de productos no tradicionales que, a pesar de la crisis económica mundial, registraron un crecimiento del 1,1% (de US\$3.580,0 millones enero-marzo de 2019 a US\$3.620,0 millones enero-marzo de 2020) ⁸.

Un poco al margen del análisis trimestral, es importante manifestar que lo más dramático del tema exportador del país ya se vislumbra con lo que fue el registro en el pasado mes de abril y lo que se vendrá en mayo, meses en los que las demandas externas se debieron contraer en su mayor expresión.

El más reciente reporte del DANE, en esta materia, señala que las exportaciones del país se contrajeron -52,3% en abril, su mayor descenso desde 1991 (US\$1.843,9 millones T1 de 2020 frente a US\$3.862,8 millones T1 de 2019), dato que lleva a pensar en un recrudescimiento del déficit comercial, luego de las leves correcciones que se venían presentando en los últimos meses. En dicho resultado, el mayor aporte lo hicieron las exportaciones tradicionales, con una variación negativa de -65,8% y dentro de estas, la drástica caída en los ingresos por las exportaciones de petróleo y sus derivados fue la más notoria (-78,6%, de US\$1.697,7 millones en el T1 de 2019 a US\$ 364,1 millones en el T1 de 2020). Lo más dramático del asunto es que por primera vez en mucho tiempo, los agregados de las exportaciones totales (tradicionales con sus cuatro componentes y no tradicionales), presentaron variaciones negativas⁹.

Importaciones

Por su parte, durante los tres primeros meses del año, las compras que el país le hizo al resto del mundo alcanzaron la suma de US\$11.885,8, valor que representó un descenso del -5,3% al compararse con el valor importado en el mismo periodo del año anterior, en el que las mismas representaron US\$12.554,5 millones, como se observa en la tabla 11, en la que se expresan los resultados de las importaciones en valores CIF en el mes de marzo y durante el primer trimestre de 2019 y de 2020. Este comportamiento refleja el menor dinamismo de la demanda

⁸ Los menores precios internacionales promedio de los commodities durante el T1 del año, fueron los mayores contribuyentes al descenso en los ingresos de divisas al país (petróleo (US\$50/barril-Brent, con una caída anual de -20% y carbón US\$59/tonelada, con descenso de -32%).

⁹ Por el lado de las tradicionales, estos fueron las variaciones negativas de sus componentes: Café -17,1%, Carbón -47,7% y ferróniquel -32,2%, sumado al mencionado registro del petróleo y sus derivados, en tanto que las ventas no tradicionales cayeron -26,2% en abril de este año.

interna, sobre todo, en sus componentes de consumo de los hogares ante la caída en sus ingresos, y de la inversión empresarial. Esto dado el freno en la actividad productiva, producto de las medidas de contención y aislamiento tomadas por las autoridades para enfrentar la pandemia.

Tabla 11. Valor CIF de las importaciones y variación, según grupos de productos.

Miles de dólares. Marzo y enero-marzo de 2020

Principales grupos de productos	Marzo			Enero-marzo		
	2019p	2020p	Variación (%)			Variación (%)
	Miles de dólares CIF			Miles de dólares CIF		
Total	4.301.095	3.587.700	-16,6	12.554.546	11.885.757	-5,3
Agropecuarios, alimentos y bebidas	527.415	543.571	3,1	1.683.710	1.848.688	9,8
Combustibles e industrias extractivas	460.777	351.975	-23,6	1.258.847	1.116.820	-11,3
Manufacturas	3.310.065	2.683.235	-18,9	9.597.548	8.906.320	-7,2
Otros sectores	2.837	8.920	214,4	14.441	13.928	-3,6

Fuente: DIAN-DANE, 2020. P: cifra preliminar.

Este resultado ya se presagiaba si se tiene en cuenta que en el bimestre enero-febrero de 2020 el crecimiento de las importaciones había sido de 0,5% en relación con igual periodo de 2019 (US\$ 8.298,1 millones en el primer bimestre de 2020 frente a US\$8.253,5 millones en el primer bimestre de 2019). De hecho, las variaciones de las compras externas del país en enero y febrero de este año habían sido modestas en relación con los mismos meses del año anterior (0,6% y 0,4% respectivamente). Así las cosas, la balanza comercial del país registró un leve incremento en su déficit durante el primer trimestre de este año equivalente a US\$2.538,2 millones, frente al saldo deficitario de esta cuenta en igual periodo de 2019 (US\$2.361,3 millones). De todas formas, inquieta que la última vez que el país presentó un saldo positivo en su balanza comercial haya sido en 2013, año en el que las exportaciones alcanzaron un registro de US\$2.206 millones.

Cuenta corriente

A pesar de la situación económica mundial generada por la problemática de salud pública (Covid-19), y la diversidad de acciones de política pública emprendida por los diferentes gobiernos con los consecuentes efectos sobre la actividad productiva, el país corrigió su déficit en cuenta corriente durante el primer trimestre de 2020 en relación, tanto con el último trimestre de 2019 como con igual periodo del mismo año, aunque este resultado sea transitorio dado el panorama de salud pública y su efecto sobre la economía global. En efecto, durante los tres primeros meses de 2020, la cuenta corriente del país presentó un déficit de US\$-2.711,6 millones, equivalente al -3,7% del PIB, frente al déficit en el mismo periodo de 2019, el cual ascendió a US\$-3.529,1 millones (4,5% del PIB), tal como se observa en la siguiente tabla:

Tabla 12. Cuenta Corriente de Colombia

Cuenta (Millones de dólares)/Trimestre	T1 2019 (preliminar)	T1 2020 (provisional)
1 Cuenta corriente	-3.529,07	-2.711,60
Crédito (exportaciones)	16.691,76	15.070,42
Débito (importaciones)	20.220,83	17.782,02
1.A Bienes y servicios	-2.728,19	-2.885,68
Crédito (exportaciones)	12.822,22	11.686,44
Débito (importaciones)	15.550,41	14.572,12
1.A.a Bienes	-1.973,32	-2.075,87
Crédito (exportaciones)	10.279,45	9.333,68
Débito (importaciones)	12.252,76	11.409,54
1.A.b Servicios	-754,87	-809,82
Crédito (exportaciones)	2.542,78	2.352,76
Débito (importaciones)	3.297,65	3.162,58
1.B Ingreso primario (Renta factorial)	-2.599,01	-1.931,94
Crédito (Ingresos)	1.843,65	1.052,65
Débito (Egresos)	4.442,66	2.984,59
1.C Ingreso secundario (Transferencias corrientes)	1.798,13	2.106,02
Crédito (Ingresos)	2.025,88	2.331,32
Débito (Egresos)	227,76	225,30

Fuente: Banco de la República - Balanza de pagos.

Las cifras evidencian, tanto un mayor déficit comercial de bienes y servicios (US\$-2.728,2 millones en el T1 de 2019 frente a US\$-2.885,7 millones en el T1 de 2020), como una reducción en el saldo neto de la renta neta factorial, US\$-2.599,0 millones en el T1 de 2019 frente a US\$-1.931,9 millones en el T1 de 2020 (2,7% del PIB). Estos hechos permiten señalar que fue este último componente, uno de los resultados que llevó a la moderación déficit corriente del país

en el periodo en consideración. En este caso, tanto la menor remisión de utilidades por parte de las compañías foráneas (sobre todo las asociadas al sector petrolero), dada la estruendosa caída en el precio del crudo en los mercados globales, como el menor pago de intereses de la deuda externa y la mayor depreciación del peso colombiano, se constituyeron en los factores contribuyentes a la reducción del déficit factorial.

El otro integrante que coadyuvó a la corrección del déficit corriente fue el de las transferencias corrientes que presentaron un crecimiento de US\$307,9 millones en el periodo (de US\$1.798,1 millones en el T1 de 2019 a US\$2.106,0 millones en el T1 de 2020, 2,9% del PIB), manteniendo su aporte positivo al consolidado de la cuenta corriente, como ha solido ocurrir en el caso colombiano a lo largo de su historia reciente. Cabe resaltar, que las remesas de los residentes nacionales en el extranjero se destacan como el mayor contribuyente de dichas transferencias al ascender a US\$1.729 millones en el T1 de 2020 (US\$218 millones más que en igual periodo de 2019). De manera que, como de costumbre, y en este caso sorprendentemente si se tiene en cuenta el escenario global que caracterizó el periodo en consideración, las transferencias corrientes siguieron siendo la carta salvadora de la cuenta corriente del país.

Como se manifestó anteriormente, el mayor déficit comercial se soportó en el déficit de bienes que se incrementó 0,04% del PIB al pasar de US\$-1.973,3 millones (2,5% del PIB) en el primer trimestre de 2019 a US\$-2.075,9 millones (2,9% del PIB) en el mismo periodo de 2020.

Similar comportamiento tuvo el déficit en la balanza de servicios, al crecer USD55 millones en el periodo de análisis. Aquí no sobra recordar que, como ha sido habitual desde hace varios años, el resultado de la balanza de bienes y servicios tiene su mayor fundamento en el comportamiento de los precios de las materias primas, sobre todo en lo relacionado con el precio del petróleo y sus derivados. De hecho, las disminuciones en el precio del crudo y el carbón en el T1 del presente año fueron tan significativas que, a pesar de la disminución de las importaciones colombianas (de US\$20.220,83 millones en el T1 de 2019 a US\$17.782,02 millones en el T1 de 2020), dado su encarecimiento en moneda nacional por el crecimiento de la tasa de cambio, el déficit comercial se incrementó.

Cuenta financiera

Durante el primer trimestre de 2020, el déficit corriente del país fue financiado con entradas netas de capital (cuenta financiera), por valor de US\$2.378,35 millones (3,3% PIB), registro que está por debajo del presentado un año atrás cuando estos ingresos alcanzaron US\$3.305,6 millones, que en porcentaje del PIB equivalen a 4,2%.

Tabla 13. Cuenta Financiera de Colombia

Cuenta (Millones de dólares)/Trimestre	T1 2019 (preliminar)	T1 2020 (provisional)
3 cuenta financiera	-3.305,59	-2.378,35
3.1 Inversión directa	-2.601,51	-2.320,64
Adquisición neta de activos financieros (IDCE en el exterior)	783,36	1.268,20
3.1.1 Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	864,76	1.404,35
3.1.2 Instrumentos de deuda	-81,41	-136,15
Pasivos netos incurridos (IED)	3.384,86	3.588,84
3.1.1 Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	2.557,35	2.147,96
3.1.2 Instrumentos de deuda	827,51	1.440,88
3.2 Inversión de cartera	-1.306,86	-520,81
Adquisición neta de activos financieros	-640,01	-973,34
3.2.1 Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión		
3.2.2 Títulos de deuda	-640,01	-973,34
Pasivos netos incurridos (Inversión Extranjera de Cartera)	666,85	-452,53
3.2.1 Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	-125,83	-163,15
3.2.2 Títulos de deuda	792,68	-289,38
3.3 Derivados financieros (distintos de reservas) y opciones de compra de acciones por parte de empleados	-91,35	144,96
Adquisición neta de activos financieros	-140,89	-41,58
Pasivos netos incurridos	-49,54	-186,54
3.4 Otra inversión	-1.656,79	489,31
Adquisición neta de activos financieros	-1.680,54	1.717,82
Pasivos netos incurridos (Préstamos y otros créditos externos)	-23,75	1.228,51
3.5 Activos de reserva	2.350,92	-171,18
Errores y omisiones netos	223,48	333,24
Memorándum Cuenta financiera excluyendo activos de reserva	-5.656,51	-2.207,18

Fuente: Banco de la República - Balanza de pagos.

En este contexto, los ingresos de capital extranjero llegaron a US\$4.364,83 millones, de los cuales US\$3.588,8 millones correspondieron a inversión extranjera directa IED (5,0% del PIB trimestral), US\$-452,5 millones a inversión extranjera de cartera y US\$1.228,5 millones por desembolsos de préstamos y otros créditos. Conviene destacar, como de costumbre en los últimos tiempos, que el comportamiento de la IED continúa siendo la principal fuente de financiación del déficit de la cuenta corriente colombiana. En efecto, a pesar de la anómala situación de la economía mundial en el periodo de análisis, por cuenta de la pandemia y del

precio del petróleo para algunos países -entre ellos Colombia- este rubro creció US\$204 millones con respecto al T1 de 2019, además de que este tipo de inversión ha continuado con una gradual diversificación hacia otros sectores de la economía nacional¹⁰.

Finalmente, en el tema de la financiación de la cuenta corriente, se debe manifestar que la inversión extranjera de cartera durante el T1 de 2020 (US-452,53 millones) tuvo un resultado que se debió al comportamiento de las ventas por no residentes de títulos de renta fija y renta variable en el mercado interno (US\$985 millones). Estas fueron compensadas, en alguna medida, por los ingresos de títulos de deuda de largo plazo colocados en los mercados foráneos (US\$532 millones). Por su parte, en el mismo periodo, mientras el país recibió desembolsos netos por préstamos y otros créditos por valor de US\$1.228,51 (frente a las amortizaciones netas por valor de US\$23,75 millones en igual periodo de 2019), las reservas internacionales brutas se redujeron en US\$171,18 millones, guarismo que fue el resultado de las ventas de divisas por valor de US\$400 millones, ingresos por intereses (US\$234 millones) y egresos netos por otras operaciones del Banco de la República por valor de US\$6 millones (Banco de la República, 2020).

Perspectivas cuentas externas

El panorama que se acaba de presentar se verá reflejado inevitablemente en un mayor deterioro de las cuentas externas del país.

En efecto, la reducción en la demanda externa por los productos que exporta el país, en especial las compras de los principales socios comerciales, principalmente Estados Unidos -país al que llega el 23% de las exportaciones colombianas-, aunada a la caída en el precio del petróleo Brent y del carbón, se traducirá en una significativa reducción de los ingresos externos, aporte negativo que deteriora el saldo deficitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos a través del déficit comercial. Esto lo lleva a niveles que se proyectan en un rango entre el -5,5% y el 6,0% del PIB, cuando al final de 2019 el saldo deficitario de la cuenta corriente se ubicó en 4,3%.

Por supuesto que el resultado esperado en la cuenta corriente también considera lo que seguramente ocurrirá con los ingresos secundarios de la nación, rubro en el que las transferencias corrientes tienen el mayor aporte. En efecto, el derrumbe en la actividad productiva de países como Estados Unidos y España -como consecuencia de la crisis sanitaria-, para citar solo aquellos de donde proviene el mayor monto de las remesas de los colombianos

¹⁰ Manteniendo la tendencia diversificadora reciente de la IED, su distribución en el T1 de 2020 fue: minería y petróleo 30,7%, electricidad 18,6, servicios financieros y empresariales 13,8%, industria manufacturera 9,2%, comercio y hoteles 8,2%, transporte y comunicaciones 4,0%, y resto de sectores 15,8%. Un apunte adicional es que el 42,3% de la IED correspondió a nuevas participaciones de capital, el 40,1% a deudas entre empresas con inversión directa y el 17,6% a reinversión de utilidades (Banco de la República, 2020).

residentes en el exterior, ha generado un creciente desempleo del que no ha escapado la población hispana y con él la drástica reducción en sus ingresos¹¹.

Ahora, al analizar las fuentes externas de financiación del déficit corriente, el futuro luce igualmente sombrío a pesar de la gran liquidez mundial, pues el escenario es poco favorable para los mercados, dado el creciente temor por la aparición de una segunda ola de contagios a nivel global, además de las desalentadoras perspectivas económicas que el FOMC de la Reserva Federal dio a conocer en su más reciente reunión (junio 12). Estos hechos llevan a presagiar tanto la mayor dificultad para la consecución de los recursos que se necesiten con las concomitantes consecuencias en la tasa de cambio, como su mayor costo. Sobre estos resultados también tendrá incidencia la incertidumbre local de los inversionistas, en relación a la solicitud del Ministerio de Hacienda al Comité Consultivo de la Regla Fiscal para definir una ampliación adicional del déficit en las finanzas públicas que se permitiría para este año, y la percepción negativa por parte de las calificadoras de riesgo, en caso de que la decisión fuera favorable para el Gobierno colombiano.

Referencias:

Banco de la República, (2020). <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-pagos> Balanza de Pagos, consultado, junio 4 de 2020.

Banco de la República, (2020). Evolución de la Balanza de Pagos y Posición de inversión Internacional, enero- marzo 2020.

DANE (2020). <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/comercio-internacional> Comercio exterior, consultado, junio 5 de 2020

¹¹ Los US\$1.729 millones de remesas registrados para el T1 de 2020, equivalen al 2.4% del PIB trimestral y provinieron en su mayoría de Estados Unidos y España con participaciones respectivas del 21% y 11%. Importa manifestar, además, que las remesas llegadas de estos dos países representan el 66% del total.

Capítulo 6

Los vaivenes del petróleo y sus efectos en la actividad económica

Matheo Arellano Morales¹² y Diego F. Montañez

La propagación del nuevo coronavirus SARS-COV-2 ha conseguido golpear las economías y los mercados alrededor del mundo, y el sector petrolero no ha sido ajeno a ello. Si bien el mercado del crudo había estado confrontando grandes retos a causa de los bajos precios por la sobre oferta mundial del producto, los actuales bloqueos de interacción internacional, el aislamiento social y la inminente desaceleración de los aparatos productivos suman un nuevo shock negativo por el lado de la demanda.

No obstante, si bien desde el mes de mayo y parte de junio las cotizaciones del *commodities* han venido recuperándose y estabilizándose, es un hecho que mientras siga siendo incierto el horizonte temporal de disipación del virus, y no sea claro su impacto sobre la reactivación de la actividad económica, continuará una elevada sensación de incertidumbre y pesimismo en el mercado internacional del crudo. Esto supondrá oscilaciones del precio sobre un nivel relativamente bajo que con seguridad tendrá un importante impacto en las finanzas públicas del país.

Contexto internacional

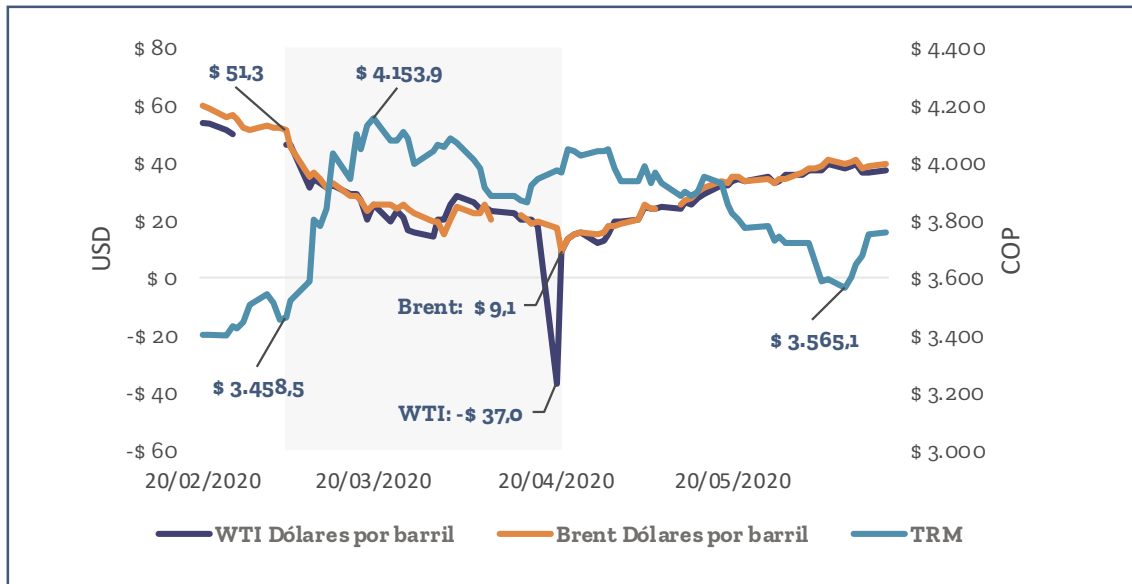
La incertidumbre que han presentado los mercados internacionales respecto a los procesos de reactivación económica post pandemia, ha tenido un importante impacto en los precios del petróleo y, a su vez, en el comportamiento del tipo de cambio. Esto ha llevado a que ambos indicadores presenten sobrerreacciones y altas volatilidades en sus cotizaciones respectivamente. En este sentido, el gráfico 11 muestra la caída tendencial y constante que tuvo los precios de referencia West Texas Intermediate (WTI) y Brent desde principios de marzo, a causa de que Arabia Saudí implementara una estrategia temporal de guerra de precios en retaliación a la negativa de Rusia por apoyar una reducción del suministro. Posteriormente, en un nuevo intento por contener la caída de las cotizaciones, el grupo OPEP¹³ logró acordar un recorte en la producción de 9,7 millones de barriles diarios (10% de la producción mundial) en los meses de mayo y junio con reducciones sustanciales hasta abril de 2021.

¹² Profesor del Departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Email: marellanom@eafit.edu.co

¹³ Se conoce bajo este seudónimo a un grupo integran la OPEP junto con otros países productores de petróleo entre los que destacan México y Rusia.

Pese a lo anterior, el mercado no respondió al alza como se esperaba y, por el contrario, continuó penalizando el precio del petróleo hasta la tercera semana de abril; demostrando el fuerte sopeso que estaban teniendo las expectativas negativas sobre una rápida recuperación de la demanda mundial en el segundo semestre del año.

Gráfico 11: TRM y precios del crudo WTI y Brent



Fuente: Elaboración propia con datos de la EIA & Banco de la República.

Con lo anterior, el precio de referencia Brent -que sirve de base de indexación para la producción de Colombia- presentó una variación negativa de -82,22% desde el 5 de marzo, cuando su valor se ubicaba en los 51,3 dólares por barril (dpb), hasta el 21 de abril cuando cotizó a 9,1 dpb, su valor más bajo en la historia. Por su parte, ante la vulnerabilidad que supone para el país y sus finanzas públicas un nivel excesivamente bajo en los precios del crudo -sin mencionar la fuerte expansión del déficit que el Gobierno ha venido implementando, como mecanismo de respuesta para paliar los efectos negativos de la pandemia sobre la estructura productiva-, el tipo de cambio ha presentado altos niveles de volatilidad.

Como lo muestra el gráfico 11, esta variable de ajuste con el sector externo alcanzó una depreciación del 20,21% entre el 4 y el 20 de marzo, para luego comenzar a corregir de forma paulatina su sobre-reacción, la cual ha estado bastante correlacionada con los movimientos en el precio del crudo.

No obstante, las crecientes expectativas alrededor de un mejor comportamiento de la recuperación económica prevista para la segunda mitad del año, han terminado por significar un punto de inflexión en la tendencia de los precios del *commodities*, llevándolos a negociarse nuevamente alrededor de los 37 y 39 dpb en el mes de junio para las referencias WTI y Brent respectivamente. La razón que explica tal positivismo se debe al aparente control que algunas

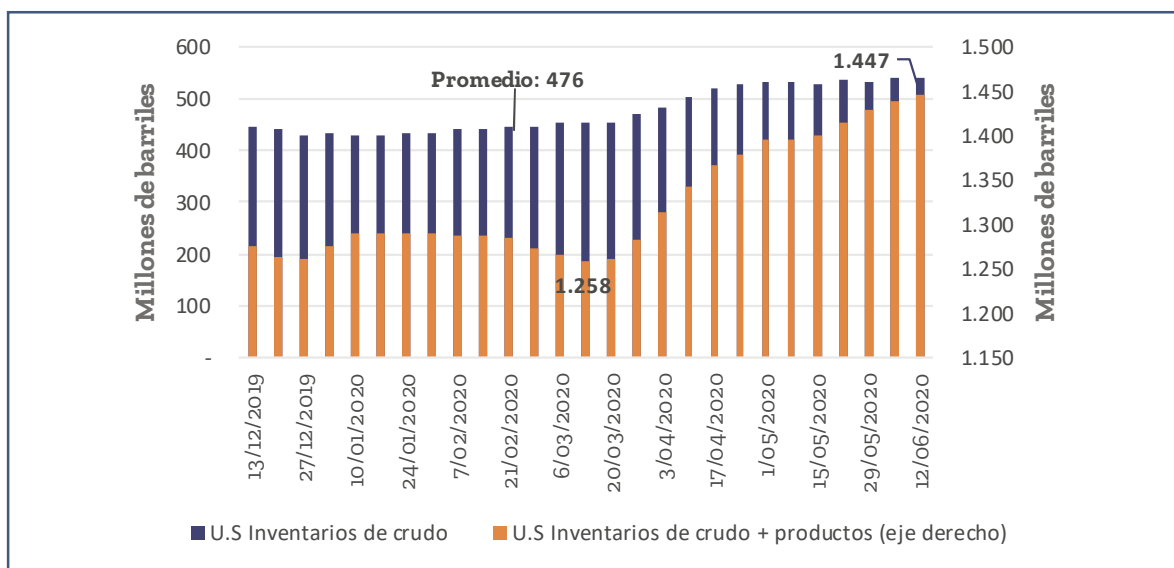
de las principales economías han logrado obtener sobre el tema de la pandemia y, además, a la extensión del acuerdo de la OPEP+ para retirar del mercado el 10% de la producción mundial de petróleo durante el mes de julio. Así mismo, estos acontecimientos han conseguido fortalecer la moneda colombiana, hecho que se ha visto reforzado por un mayor apetito de los inversionistas extranjeros por activos de mercados emergentes.

Ahora bien, es una realidad que la dinámica exhibida por el mercado del crudo ha sabido poner a prueba de estrés las cadenas de suministro y almacenamiento alrededor del mundo. El vencimiento, el pasado 21 de abril, de los contratos de crudo con fecha de entrega para el mes de mayo, sacudió el mercado llevando a cotizar el petróleo WTI -por primera vez en la historia- en valores negativos de -37 dpb. Esto se debió, principalmente, a que la capacidad de almacenamiento en el mundo se encuentra en su límite.

Según estimaciones de la EIA¹⁴, la capacidad mundial de los depósitos es de aproximadamente 6.700 millones de barriles y a la fecha presentaban una tasa de ocupación cercana al 77,6%; por lo que ante la escasez de alternativas de almacenamiento los productores se vieron obligados, desesperadamente, a pagar por la ubicación del *commoditie*.

El gráfico 12 ejemplifica el fenómeno expuesto, pues si bien para el caso de Estados Unidos los inventarios de crudo han tenido un moderado incremento, el stock que incluye los productos derivados del petróleo sí ha aumentado estrepitosamente en respuesta a la fuerte contracción de la demanda en el mundo.

Gráfico 12: Nivel de inventarios del crudo en U.S



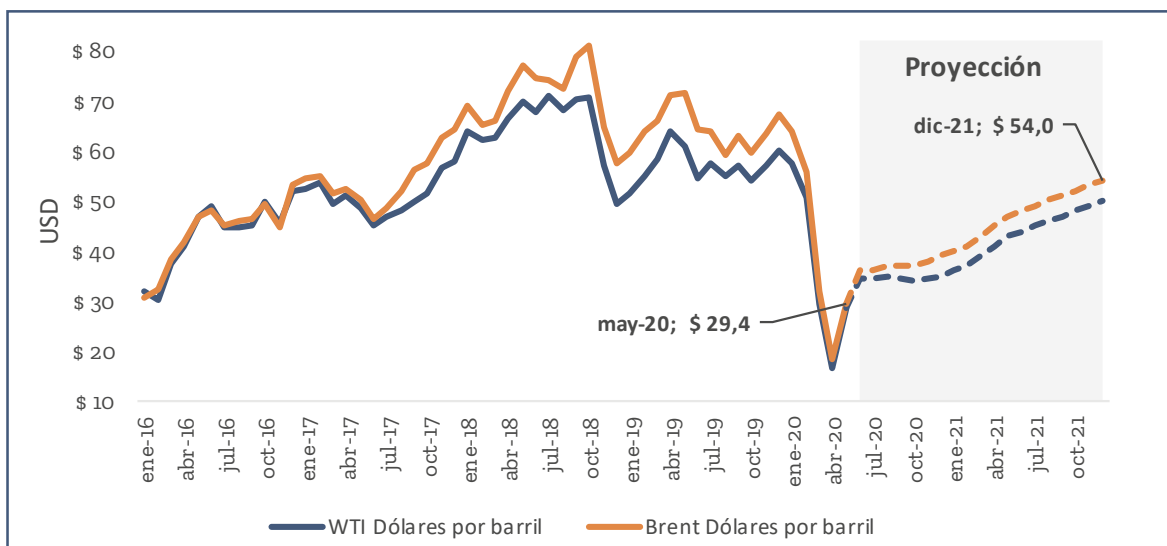
Fuente: Elaboración propia con datos de la EIA.

Con todo lo anterior, bajo los nuevos escenarios de una reactivación económica moderada por parte de la demanda, se prevé que en lo que resta del año las cotizaciones del precio del petróleo para las referencias WTI y Brent comiencen a recuperarse cautelosamente, oscilando en

¹⁴ Energy Information Administration es la entidad responsable del suministro de estadísticas y análisis del Departamento de Energía de los Estados Unidos.

promedio alrededor de 34,5 dpb y 37,1 dpb respectivamente, tal como lo muestra el gráfico 13. Además, se espera que para el próximo año (2021) la dinámica de la actividad económica sea algo más optimista, lo que elevaría los precios alrededor de una cotización promedio de 43,88 dpb para el WTI y 47,88 dpb en el caso del Brent (Tabla 14).

Gráfico 13: Proyección mensual precios referencias WTI y Brent



Fuente: Elaboración propia con datos de la EIA

Tabla 14: Proyección anual precios referencias WTI y Brent

Precio de referencia	2019	2020	2021
WTI dpb	57.02	35.14	43.88
BRENT dpb	64.37	38.02	47.88

Fuente: Elaboración propia con datos de la EIA

Así y todo, el buen comportamiento que han tenido los precios del petróleo en lo corrido de junio debe ser interpretado con escepticismo y cautela, pues la gestación de nuevos riesgos de brotes del Covid-19 -en algunas de las principales economías del mundo- amenaza con ralentizar las expectativas de recuperación que se tienen previstas para el cierre del año.

Panorama para la economía colombiana

La coyuntura petrolera internacional, sin duda alguna, tendrá efectos negativos sobre la economía colombiana, especialmente sobre las cuentas fiscales. Además, cabe agregar que la Inversión Extranjera Directa (IED) en el sector petrolero, que había ganado importancia en los últimos años, se verá probablemente afectada contribuyendo al deterioro de las cuentas externas.

Así mismo, podría esperarse que las condiciones actuales del mercado petrolero repercutan negativamente con mayor profundidad en la economía colombiana respecto al panorama experimentado entre 2015-2016.

En síntesis, se tendrá un efecto mayor debido al aislamiento social que se ha implementado en el país acompañado de sus prórrogas: la contracción de la demanda en el mundo, los precios menores del crudo (reducción del 55% de las inversiones en producción¹⁵), la menor producción nacional -que se contraería hasta alcanzar un rango promedio entre **750 mil y 820 mil barriles diarios** frente a los **886 mil** de 2019¹⁶-, la disminución de ingresos tributarios y el gasto adicional del Gobierno para contrarrestar, en alguna medida, los posibles efectos del virus en un marco en el cual el Comité Consultivo de la Regla Fiscal recomendó **suspenderla** durante 2020 y 2021. Estos impactos se analizan en detalle en el capítulo 7 del informe.

Referencias:

Asociación Colombiana de Petróleo (2020). Crisis del petróleo: su impacto en Colombia.

U.S Energy Information Administration EIA (2020). Analysis & Projections.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2019). Marco Fiscal de Mediano de Plazo 2019.

¹⁵ Información sustraída del informe de la Asociación Colombiana de Petróleo (22 de abril de 2020)

¹⁶ Información obtenida de las proyecciones del Ministerio de Minas y Energía.

Capítulo 7

Las cuentas fiscales en medio de la Pandemia del Covid-19

Álvaro Hurtado Rendón¹⁷

Es claro que la situación fiscal juega un papel protagónico en medio de la atención de la pandemia y de la cuarentena emprendida a nivel mundial con el fin de reducir los efectos nocivos del Covid-19. Sin embargo, la atención de la pandemia obliga a los gobiernos a emprender una serie de gastos y a enfrentar una caída en sus ingresos debido a la reducción de la actividad productiva, hechos que no estaban concebidos en ningún presupuesto.

Lograr enfrentar la situación sin generar grandes daños al aparato productivo y con niveles sostenibles de deuda, es el gran reto de la mayoría de los gobiernos. Bajo esta óptica, se debe acudir a políticas contra cíclicas que propendan por mantener el PIB bajo una senda que no se aleje demasiado de su nivel potencial¹⁸. En palabras del exministro Juan Carlos Echeverry¹⁹ se deben aplicar “políticas Keynesianas realizadas por no Keynesianos”, es decir, debe ser muy claro que las políticas utilizadas solo se realizarán para enfrentar la coyuntura, e inmediatamente la situación cambie, se debe retornar a las políticas ortodoxas que han mostrado bondades en últimos periodos.

Bajo esta perspectiva, el 15 de junio el Comité Consultivo de la Regla Fiscal respondió afirmativamente y, de manera unánime, a la solicitud del Gobierno de suspender la Regla Fiscal durante los años 2020 y 2021²⁰, brindando la posibilidad de atender el choque macroeconómico y posibilitando una mayor flexibilidad fiscal. En este sentido, se atienden sugerencias realizadas por el Fondo Monetario Internacional y la OECD y se alinea la decisión con lo realizado en otras economías de brindar una mayor flexibilidad.

Según el Comité Consultivo de la Regla Fiscal, se deben revisar de manera muy clara las cuentas fiscales, teniendo en cuenta que se prevé un incremento en el nivel de endeudamiento, que obligará a un mayor esfuerzo en el mediano plazo en términos de generación de ingresos tributarios.

¹⁷ Profesor del departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Email: ahurta1@eafit.edu.co

¹⁸ Según el acta 8 del comité consultivo de la regla fiscal considero que es de aproximadamente el 1.9% (Promedio de los expertos). Recuperado de:
https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-132664%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

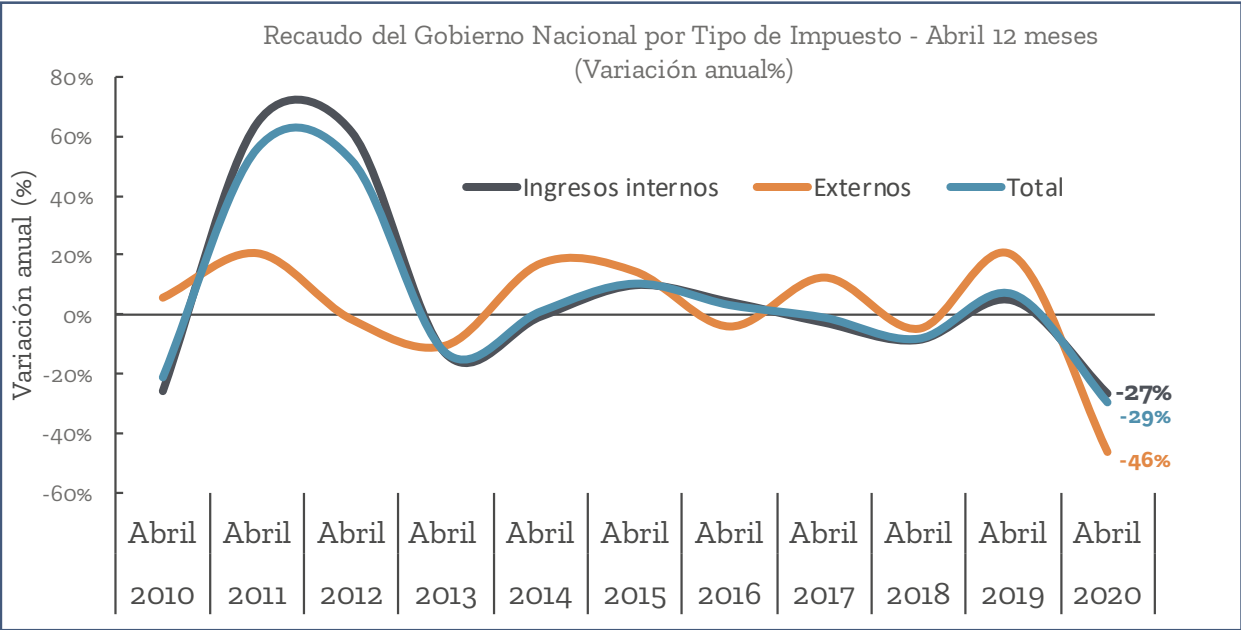
¹⁹ Charla del ex ministro Juan Carlos Echeverry. Recuperado 16 de junio de 2020.

<http://www.eafit.edu.co/noticias/agenciadenoticias/2020/Comienza-el-siglo-XXI-en-el-anio-2020>

²⁰ Mecanismo contenido en el artículo 11 de la Ley de la Regla Fiscal que dice: “[.] en los eventos extraordinarios que comprometan la estabilidad macroeconómica del país, y previo concepto del Confis, se podrá suspender temporalmente la aplicación de la Regla Fiscal”.

Se tiene, entonces, que la situación fiscal de la economía colombiana es común a lo que está sucediendo a nivel mundial, donde se muestra una estrepitosa caída en los ingresos para el mes de abril. Según los datos de la Dirección de Impuestos y Aduanas nacionales (DIAN, 2020), los ingresos internos presentaron una caída del 27% en términos anuales, pasando de 11,75 billones en abril del 2019 a \$8,6 billones en abril de 2020. Los ingresos externos sufrieron una caída del 46% en términos anuales pasando de \$2,05 billones en abril del 2019 a \$1,1 billones en abril de 2020. Estos dos hechos conjugados muestran una caída del 29% en los ingresos totales anuales de la DIAN, pasando de \$13,7 billones en abril del 2019 a \$9,7 billones en abril de 2020 (gráfico 14).

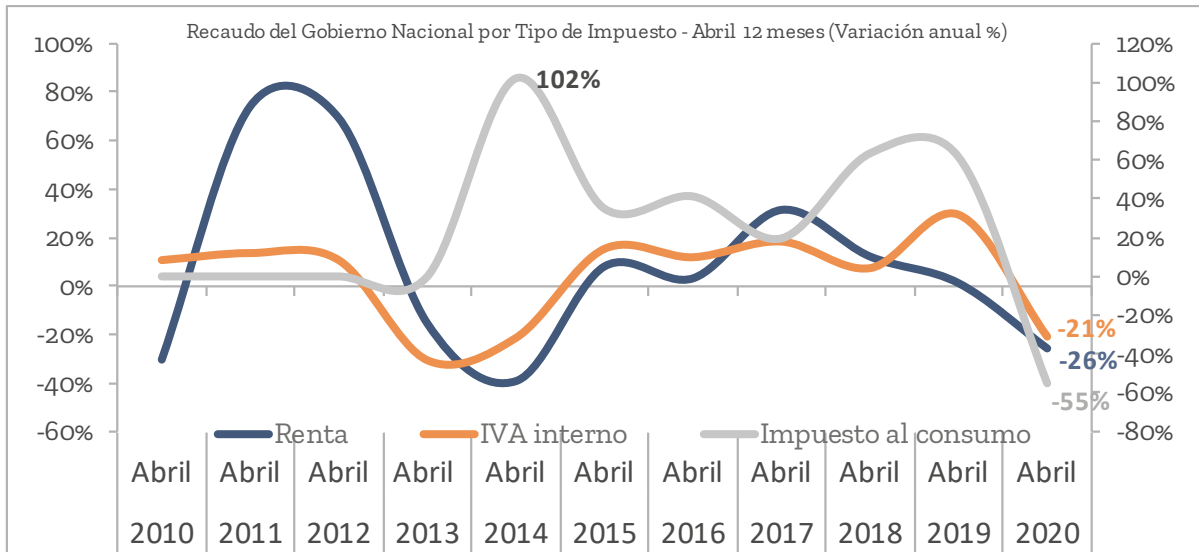
Gráfico 14



Fuente: DIAN. Gráfico elaboración propia.

Cuando se realiza una desagregación se encuentra que la caída de los ingresos internos se encuentran explicados, en su gran mayoría, por la reducción en el IVA que muestra una caída del 21% en términos anuales a abril de 2020, comparado con el mismo mes de 2019; de la renta que muestra una caída del 26% en términos anuales al mes de abril ; y del impuesto al consumo que presentó una caída del 55% en el mes de abril de 2020 comparado con el mismo periodo de 2019 (Gráfico 15), hechos que evidencian una clara caída en la demanda, resultado del confinamiento total en este mes.

Gráfico 15

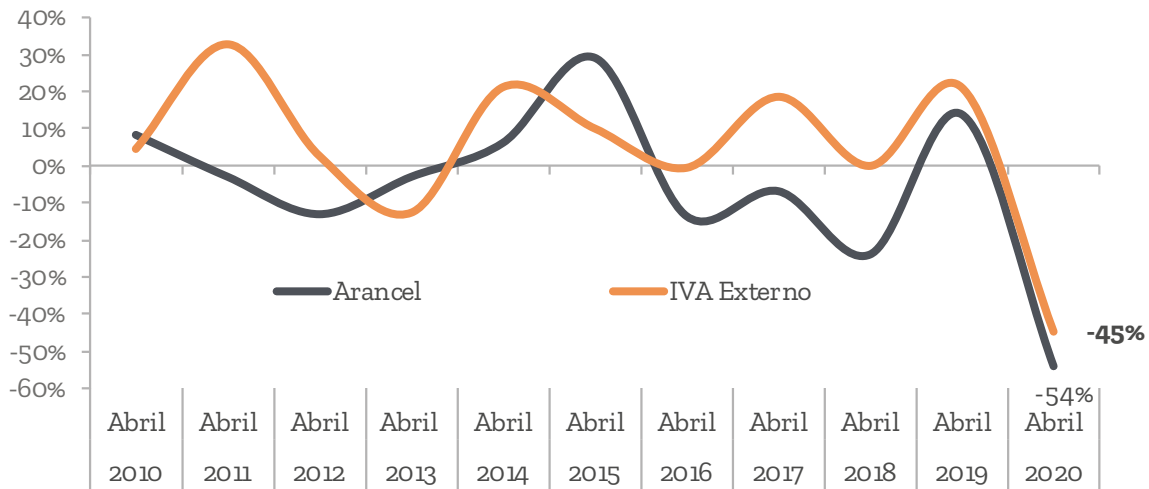


Fuente: DIAN. Gráfico elaboración propia

La desagregación a nivel externo muestra una caída en los aranceles del orden del 54% -en términos anuales- del mes de abril comparado con el mismo periodo de 2019, y del 45% en el IVA externo (Gráfico 3). Estos resultados son coherentes con lo acontecido en el sector externo, que muestra unas caídas abruptas en su actividad y que evidencia el gran problema al cual se puede ver abocada la economía colombiana: tener que enfrentar "déficits gemelos" de magnitud considerable (Gráfico 16).

Gráfico 16

Recaudo del Gobierno Nacional por Tipo de Impuesto - Abril 12 meses (Variación anual %)



Fuente: DIAN. Gráfico elaboración propia.

Por otro lado, se debe prestar especial atención en los gastos para atender las necesidades de una población que se encuentra sumergida en un problema de reducción de ingresos y de falta de empleo. Hecho que debe ser atendido con gran prontitud, para asegurar la satisfacción de las necesidades básicas, en especial de la población más vulnerable. A continuación (en el tabla 15) se muestran los diferentes programas y su costo.

Tabla 15

Fecha	Programa	Medida en pesos	Personas	Costo total en miles millones de pesos
6/05/2020	Subsidio a la nómina a personas naturales		852000	1.000
6/05/2020	Familias en acción fase 2	334000	2600000	868
6/05/2020	Jóvenes en acción fase 2	637000	296000	189
6/05/2020	Reestructuración de créditos (sist financiero)			150.000
30/04/2020	Deudas del personal de salud			273
29/04/2020	Ingreso solidario 2	160000	2000000	320
23/04/2020	Pago deudas con hospitales-reservas técnicas			1.700
15/04/2020	Garantía pago de nóminas mipyme			12.000
15/04/2020	Garantía capital trabajo mipyme			3.000

6/04/2020	Línea de crédito compromiso Colombia			713
31/03/2020	Seguridad social adultos del sector cultura			80
31/03/2020	Cadena de valor artes escénicas			40
31/03/2020	Devolución del IVA	75000	1000000	75
25/03/2020	Familias en acción	70000	2600000	182
25/03/2020	Jóvenes en acción	715000	204000	146
25/03/2020	Adulto mayor	240000	1651035	396
25/03/2020	Ingreso solidario 1	160000	1535245	246

Fuente: Ministerio de Hacienda y crédito Público (MHCP). Cálculos grupo de coyuntura²¹.

Cuando se valora el costo de los gastos que hasta el momento ha emprendido el Gobierno con sus diferentes programas, se encuentra que estos pueden ascender al orden del 2,24% del PIB proyectado para 2020²², sin tener en cuenta los costos de reestructuración de créditos del sistema financiero.

De esta forma, la conjugación de reducción de ingresos -que según la DIAN podría llegar a ser del orden de \$20 a \$24 billones- y de incremento en los gastos -que según el Gobierno pueden llegar a una cifra cercana a los \$24 billones-, nos ponen un panorama que se muestra poco halagador. Además, habría que tener en cuenta la reducción de ingresos para el Gobierno proveniente de lo acontecido con el petróleo derivado de la situación mundial, que según la Asociación Colombiana de Petróleo (ACP, 2020) pueden pasar de \$16,1 billones que representaron en 2019 a \$4 billones en el 2020²³, explicado por el desplome en los precios internacionales y la reducción de 35 mil barriles diarios de producción. Cuyo efecto, no obstante, sería menor, ya que parte de los ingresos petroleros afectarían las cuentas fiscales del año 2021.

Por otro lado, el déficit proyectado de 2,2% se debe rectificar porque el PIB disminuye y, por ende, el déficit inicial proyectado pasa de un 2,2% a un 2,5% del PIB del 2020. Resultado de lo anterior, la economía colombiana podría enfrentar un déficit del orden del 7,5% del PIB, explicado por el 2,5% (recalculado con base en el PIB proyectado) del PGN y del déficit adicional del 5% del año 2020, que se genera de la caída en los ingresos y del aumento en los gastos de los diferentes programas abordados por el Gobierno, con el fin de atender la contingencia de la Pandemia. Se puede argüir que el Gobierno no tiene capacidad de maniobra en estos momentos para acudir a ingresos de capital diferentes a la deuda, aunque existen propuestas como acudir a las reservas internacionales o a la emisión del Banco de la República. Asumiendo que se

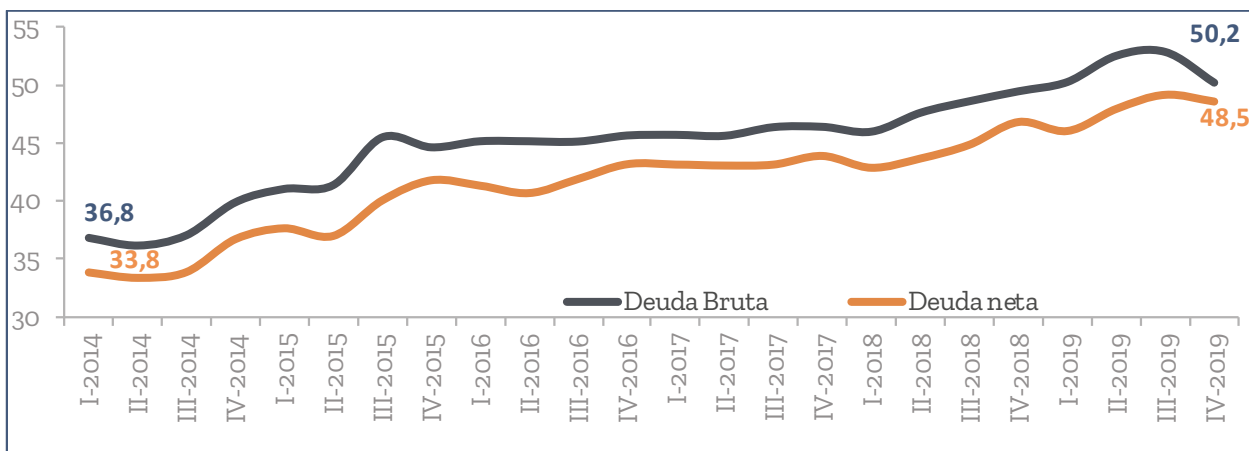
²¹ Cálculos realizados por Diego Fernando Montañez.

²² Caída del 6,1% del PIB, según la OCDE e inflación del 2,5% según Carlos Esteban Posada, integrante del grupo de coyuntura de la Universidad EAFIT.

²³ Ver: <https://acp.com.co/web2017/es/asustos/economicos/681-informe-economico-doble-crisis-covid-19-y-guerra-de-precios-del-petroleo-impacto-para-colombia-y-el-sector-de-hidrocarburos/file>

recurre a deuda, este hecho genera una del orden de \$610 billones para el año 2020, que puede llegar a representar el 63% del PIB, y que muestra un aumento muy representativo en el endeudamiento del país (Gráfico 17).

Gráfico 17



Es claro que nuestra buena situación en materia de deuda es historia y ha cambiado en poco tiempo, y la pandemia ha sido un catalizador que nos enfrenta a un nuevo reto, como lo es la sostenibilidad de la deuda. La economía puede pasar de una deuda Bruta que representaba el 36,8% del PIB en el año 2014, a una deuda del 50,2% del PIB en el 2019 y que podría ascender al 62% del PIB en el año 2020. Incluso, puede llegar a ser superior, todo dependerá de cómo evolucione la economía, por ende, la relajación de la regla fiscal en los años 2020 y 2021 nos obligará a un ejercicio muy aplicado en el mediano plazo, con el fin de recuperar una senda sostenible de la economía.

Referencias

Asociación Colombiana de petróleos (ACP, 2020).

<https://acp.com.co/web2017/es/asustos/economicos/681-informe-economico-doble-crisis-covid-19-y-guerra-de-precios-del-petroleo-impacto-para-colombia-y-el-sector-de-hidrocarburos/file> Dirección de Impuestos y Aduanas

Nacionales (DIAN, 2020). <https://www.dian.gov.co/Paginas/Inicio.aspx> Dinero (2020)

<https://www.dinero.com/economia/articulo/cuanto-sera-el-deficit-fiscal-de-colombia-en-2020/289351> <https://www.dinero.com/economia/articulo/ocde-proyecta-que-pib-de-colombia-bajara-61-en-2020/289256>

Ministerio de Hacienda y crédito Público (MHCP, 2020).

https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/EntidadesFinancieras/pages_EntidadesFinancieras/PoliticaFiscal/dgg/deudagobiermonacionalcentral

Capítulo 8

Comportamiento del sector financiero y de activos de inversión para el 2020

Jaime Alberto Ospina Mejía²⁴

El gran confinamiento en el que nos tiene la pandemia del Covid-19 en los últimos meses, plantea una serie de desafíos económicos y sociales a nivel global y regional sin precedentes. Las autoridades en Colombia han desplegado medidas en el ámbito monetario y fiscal, así como en el frente de la regulación y supervisión del sistema financiero. Las normativas han estado encaminadas a apoyar la actividad económica al tiempo que se busca la solidez del sistema financiero.

Desde el comienzo de la crisis, las autoridades monetarias han implementado una serie de medidas para apoyar el suministro de crédito a la economía. Las decisiones han flexibilizado las reglas contables y los criterios prudenciales para la clasificación y medición de las exposiciones bancarias afectadas por la coyuntura. A su vez, los creadores de estándares y organizaciones internacionales tales como él (Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (BCBS)) han brindado alivio operativo adicional al posponer la implementación de nuevos estándares para las instituciones financieras.

Al cierre de abril de 2020 los activos del sistema financiero alcanzaron \$2,069 billones, con lo cual el crecimiento real anual se situó en 6,3%. Los activos de las entidades vigiladas ascendieron a \$1,068 billones (b) y los recursos de terceros, incluyendo activos en custodia, a \$1,000 b. Los fondos administrados por las sociedades fiduciarias registraron \$644 b, de los cuales \$176 b correspondieron a custodia. La relación de activos totales a PIB fue 193 %. Este comportamiento al mes de abril del 2020 muestra que el sector financiero alcanzó a tener un crecimiento inercial importante de la cartera, que venía con tasas reales por encima del 6% en el 2019.

Comportamiento de la cartera total y su calidad

La cartera total registró una variación real anual de 7,8% al mes de abril del 2020, resultado del comportamiento favorable de las diferentes modalidades. En particular, la cartera comercial tuvo una variación real anual de 8 %, mientras que las de consumo y vivienda registraron una variación del 9 % y el 5,9%, respectivamente. Por su parte, la línea de microcrédito experimentó una variación real anual del -0,1%. Como se puede ver, el efecto del confinamiento aún no se ve reflejado en un impacto importante en el crecimiento de la cartera al mes de abril del 2020. Si se mira desde una perspectiva histórica, esta viene recuperándose desde comienzos del 2019 y

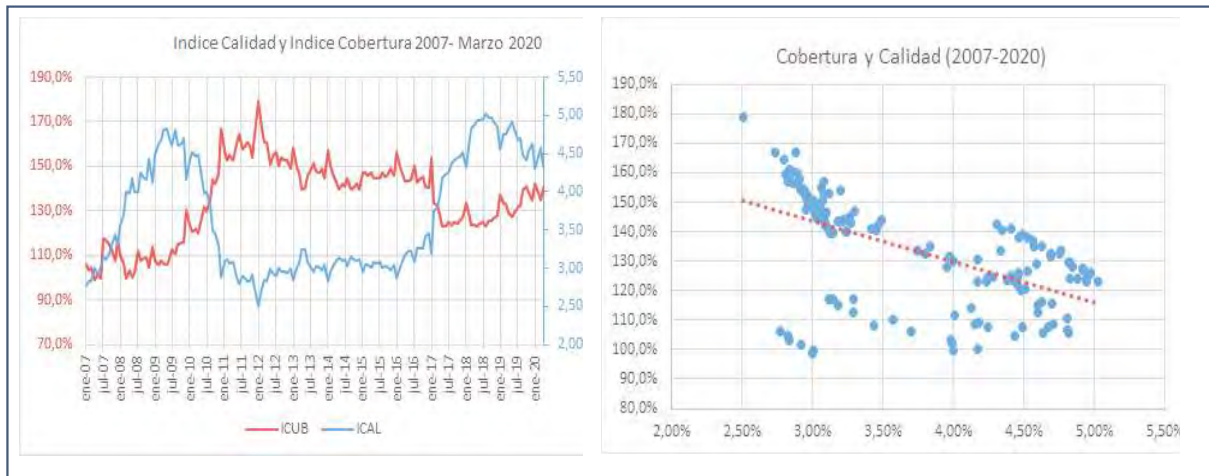
²⁴ Profesor del Departamento de Finanzas y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscrito a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. jospina3@eafit.edu.co

al momento de este corte no se ha visto, aún, una caída en su crecimiento que la lleve de nuevo a niveles cercanos al 0% como a comienzos del 2009.

De otro lado, los niveles de cartera vencida vienen presentando históricamente niveles altos, comparables con los del 2008. Actualmente, al mes de abril, la cartera vencida es un 4,3% como porcentaje de la cartera bruta, y muy seguramente se va a deteriorar más, hasta alcanzar niveles superiores al 12% para finales del 2020.

Por su parte, los niveles de cobertura de provisiones continúan su comportamiento contracíclico llegando a mínimos históricos del 100% de cubrimiento (provisiones sobre cartera vencida) en el 2008, hasta alcanzar máximos del 170% en el 2012. Esta tendencia corresponde a la premisa que recomiendan a nivel internacional los entes reguladores financieros, de ahorrar en épocas de vacas gordas para cuando vengan momentos de escasez el cubrimiento de provisiones sea menos exigente. Se espera entonces niveles de cobertura similares o menores a los del 2008 para finales del presente año. Actualmente, al corte del mes de abril, el índice de cobertura total está en niveles del 141%.

Gráfica 18: Índice calidad y Cobertura



Fuente: Superfinanciera. Cálculos Propios.

Niveles de solvencia y resultados de las entidades de crédito

Los Establecimientos de Crédito (EC) en Colombia están en capacidad de absorber los choques de demanda sin generar interrupciones en la oferta de crédito. Al cierre de abril el nivel de solvencia se ubicó en 14,6%, cifra que superó en 5,6 puntos porcentuales el mínimo requerido del 9%. Si comparamos estos niveles con los que históricamente se han tenido, encontramos que en general los niveles de capitalización han aumentado en promedio 3 puntos porcentuales en el sector desde la crisis del 2008. Estos mayores niveles de solvencia de las EC se dan como respuesta a los mayores requerimientos de capital que exigen los entes reguladores, luego de las crisis financieras que generan caídas abruptas en la demanda de crédito y una mayor cobertura de riesgos financieros. La importante recuperación en el crecimiento de la cartera que ha tenido el sector en el último año podría verse afectado de nuevo con el efecto de la

pandemia, hasta alcanzar crecimientos cercanos al 0% para finales del 2020, afectando la solvencia de las EC y llevándolas de nuevo a niveles similares a los del 2008.

Gráfica 19: Cartera y Solvencia



Fuente: Superfinanciera. Cálculos Propios

De otro lado, los resultados acumulados al mes de abril alcanzaron \$3,3b, menor en 1,1 billones frente al mismo periodo del año anterior. Fundamentalmente explicados por la aplicación de los periodos de gracia y prórrogas, durante el mes de abril, recaudados. Estimaciones basadas en información de los beneficios otorgados según la Superfinanciera, estiman que el 31% de la cartera contaba con alguna medida de prórroga o período de gracia, y señalan que el volumen de intereses no recaudados en abril ascendió a \$1,96 b, cifra que impacta paulatinamente las utilidades en la medida que se va reconociendo su riesgo de no recuperación.

De esta manera, se observa que la rentabilidad del patrimonio del sector ha venido decreciendo históricamente de niveles del rango 14% - 15% al rango 10% - 11%. Se espera que para finales del año estos niveles disminuyan aún más.

Efectos del Covid-19 sobre el sistema financiero global y local

El Covid-19 ha ocasionado la disrupción generalizada en la economía mundial a una escala sin precedentes. A diferencia de otros episodios de crisis económicas pasadas, la duración e intensidad de este choque en la economía es aún incierta.

Como resultado del fortalecimiento prudencial desde la crisis de 2008, el sistema financiero está mejor preparado para mantener su oferta de servicios, contribuyendo a afianzar la recuperación económica de una manera más acelerada. Sin embargo, este sector no es ajeno a la profundización de la crisis sanitaria, cuyos impactos a nivel global ya se están materializando.

El siguiente cuadro presenta los niveles de afectación del sistema financiero global y local a nivel de sus diferentes industrias.

Variable	Europa	Atl. Norte	Colombia
Solvencia	Baja	Moderada	Moderada
ROE	Alta	Alta	Alta
Volatilidad	Moderada	Moderada	Moderada
Cartera en Mora	Alta	Alta	Alta
Costos de Fondo	Moderada	Moderada	Moderada
Escala	Baja 0% - 1%	Moderada 1% - 3%	Alta 3% >

Fuente: SIA-SFC con base en Europea Banking Authority- EBA (2020), FMI (2020) y datos de la SFC- Superfinanciera. Atlántico Norte: EE.UU, Canadá y UK

Realizando un análisis por variables, el nivel de exposición de las entidades bancarias a sectores cuya recuperación es incierta, impactará negativamente la calidad de la cartera, aún en medio de la aplicación de medidas de ajuste crediticio para los deudores, como se hace en la región y en el mundo actualmente.

La experiencia de crisis bancarias pasadas a nivel global revela que el indicador de calidad de cartera sigue un patrón de U-invertida, por lo que se espera un incremento de este índice en niveles de hasta un 20% o más en algunas regiones. También, se prevé un impacto considerable en la rentabilidad, consistente con la caída en el margen de interés, las mayores provisiones por deterioro y el débil dinamismo de la cartera. Se estima que la reducción en la Rentabilidad del Patrimonio (ROE) al cierre del 2020 para las economías del Atlántico Norte (Canadá, Reino Unido y los Estados Unidos) sería cercana al 5,0%, mientras que en Europa y en Colombia alcanzaría niveles incluso inferiores a este registro.

Finalmente, como resultado del deterioro de la cartera, del mayor gasto en provisiones y de la volatilidad en los mercados financieros, se esperan impactos importantes en la solvencia, cuya magnitud de caída dependerá de la capacidad de absorción de pérdidas de sus componentes de acuerdo a los estándares regulatorios. Se estiman caídas que oscilan entre 1 a 2 puntos porcentuales dependiendo de la región.

Gráfica 20: Cartera y ROE



Fuente: Superfinanciera. Cálculos Propios.

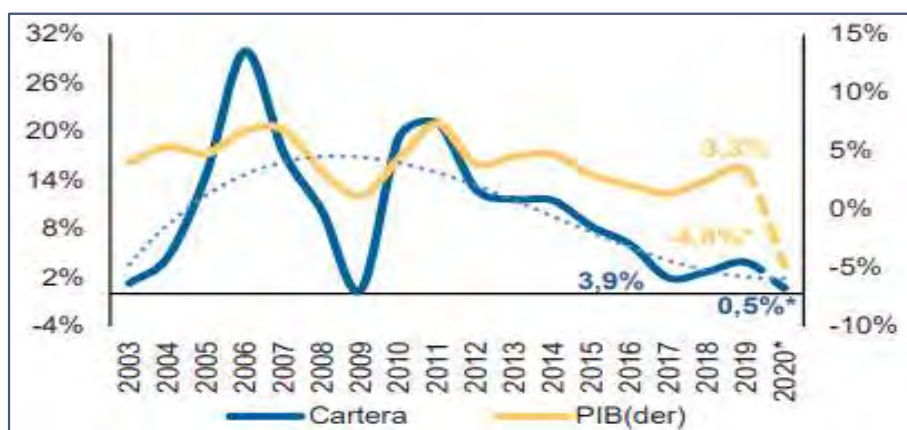
Qué se espera del crecimiento de la cartera y del sector financiero para el resto del 2020

El fuerte impacto sobre la dinámica de la economía global, derivado de la propagación del COVID-19, ha llevado a que la mayoría de los centros de análisis económicos revisen sus perspectivas de crecimiento global a la baja, teniendo en cuenta la desaceleración provocada por la parálisis en la mayoría de los sectores económicos, y la destrucción de empleo sin precedentes en la mayoría de los países.

Teniendo en cuenta la estrecha relación que ha existido entre el ciclo económico y el crédito, es altamente posible una desaceleración en el crecimiento de la cartera de los bancos en Colombia para el año en curso, según cálculos de varias firmas de análisis incluido el grupo de Coyuntura Económica de EAFIT, el crecimiento de la cartera en términos reales sería tan solo en un rango del 0,5% al 1%. Esta caída será suavizada por varias razones:

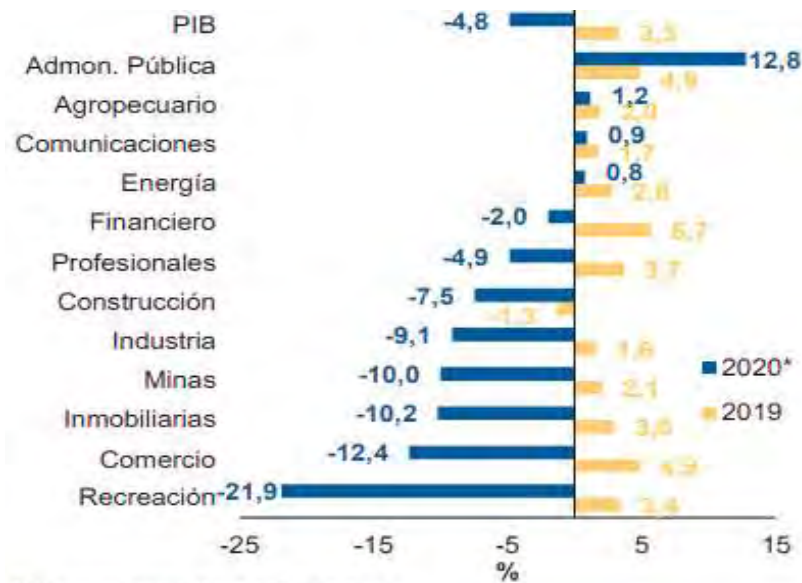
En primer lugar, con las medidas decretadas bajo la emergencia por el Gobierno y las autoridades monetarias, se han generado cuantiosos alivios para los clientes en términos de períodos de gracia y extensiones en el plazo de los créditos, que nos llevan a pensar en menores pagos al capital para este año, apoyando un mayor stock de cartera. En segundo lugar, la promoción de nuevas líneas de crédito por parte de las entidades y las garantías de hasta el 90% bajo el esquema del Fondo Nacional de Garantías (FNG) para las Mipymes, permitirán compensar, en cierta medida, la desaceleración de los desembolsos, lo que unido a la reducción en las tasas de interés ayudará a mitigar la caída en el crecimiento de la cartera, que de no tomarse podrían llevar a un decrecimiento de la cartera real en términos anuales para finales del 2020 mucho más elevado, a niveles incluso negativos en puntos porcentuales.

Gráfica 21: Ciclo del PIB vs % la Cartera



Fuente: DANE. Cálculos Asobancaria

Gráfica 22: Crecimiento por sectores (Sector Financiero)



*Proyecciones de Asobancaria.

Fuente: DANE.

En términos de sectores productivos, la rama de actividades financieras presentó un comportamiento destacable en 2019 creciendo a un ritmo de 5,7% real, y decrecería un -2,0% durante 2020. Lo que lo dejaría como uno de los sectores menos afectados, en un año donde el decrecimiento total de la economía se proyecta en un rango de -4,8% a -5%, según cálculos de Asobancaria y del grupo de Coyuntura Económica de EAFIT.

En cuanto a las estimaciones de comportamiento de la cartera por modalidades de crédito, se proyecta una desaceleración, excepto por la cartera comercial, lo cual se traduciría en una variación real anual de la cartera total cercana al 0,5%, lo que refleja fundamentalmente todas las medidas tomadas por el Gobierno y por las autoridades monetarias para reactivar la economía.

Tabla 16: Crecimiento real de la cartera por Modalidad

Modalidad	2018	2019	2020*
Comercial	0,1%	-0,6%	0,5%
Consumo	5,5%	12,3%	1,1%
Microcrédito	8,7	-0,8%	-3,6%
Vivienda	0,2%	5,8%	0,2%
Total	2,7%	3,9%	0,5%

*Proyecciones de Asobancaria.

Fuente: Superintendencia Financiera.

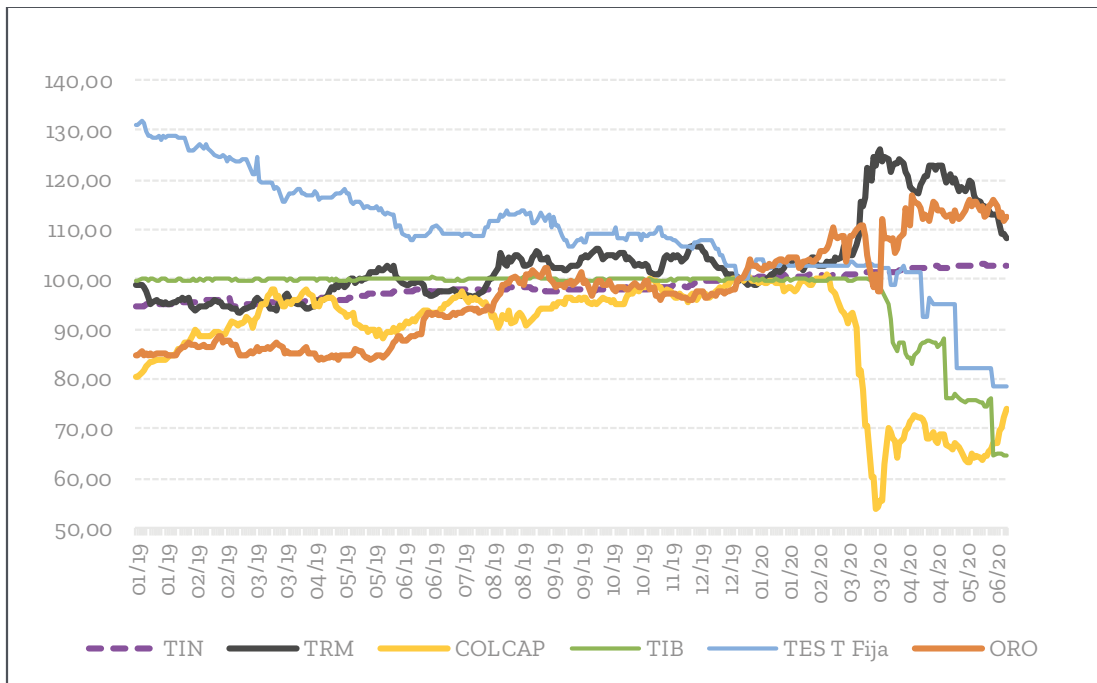
La cartera de consumo, que venía creciendo a cifras de dos dígitos, presentaría una importante desaceleración, con un crecimiento cercano a 1,1% en 2020, cifra que no se observaba desde finales de 2009 tras la crisis financiera internacional y la desaceleración económica local. El consumo de los hogares, experimentaría una contracción de 6,7% frente a una expansión de 4,6% que se esperaba en el escenario pre- Covid-19, y el fuerte deterioro del mercado laboral, con una tasa de desempleo que ascendería a niveles del 20 %, soportan gran parte del ajuste en la cartera.

Perspectivas de inversión de acuerdo con los rendimientos de los activos en el corto y mediano plazo

Las rentabilidades son cíclicas y, por esto, es importante hacerle seguimiento a los macro activos, no con el ánimo de hacer recomendaciones de inversión, sino de entender el papel fundamental que estos activos han tenido en la rentabilidad de las inversiones de los portafolios. Colombia ha sido un país en el que ha existido una alta preferencia por la inversión en instrumentos de liquidez y renta fija, buscando básicamente flexibilidad para encontrar oportunidades de inversión en momentos de incertidumbre, y rentabilidades que se ajusten a niveles de riesgo conservadores.

Si analizamos el comportamiento en el último año y medio de los principales activos de inversión a precios constantes del 2019, encontramos que el dólar y el oro han sido los que mayor crecimiento han tenido durante este período, con un nivel de volatilidad por supuesto significativo cuando se incorpora el primer semestre del 2020. Generalmente, este tipo de activos los utilizan los inversionistas como activos de refugio. En un tercer lugar, lo siguen los títulos inmobiliarios de la Titularizadora Colombiana (Tin), estos con un crecimiento mucho más moderado pero aun presentando rendimientos positivos. Finalmente, están los desempeños de los activos de renta fija (principalmente los TES), Liquidez (Tasa Interbancaria TIB como referencia) y el índice COLCAP, los cuales presentaron un crecimiento o decrecimiento moderado hasta el primer trimestre del 2020, hasta que los efectos de la pandemia del COVID-19 generaron caídas muy fuertes en las rentabilidades de los portafolios de inversión atados a este tipo de activos.

Gráfica 23: Rendimiento de los principales activos de inversión en términos constantes 2019-2020



Fuente: Banco de la Republica. Cálculos propios, base 100 = dic 2019

Conclusiones

Las autoridades monetarias del País con medidas para aliviar la liquidez en la economía, a través de reducciones en la tasa de interés, compra de títulos privados, reducción en los encajes y ampliación de entidades con acceso a subastas y ventanilla de liquidez, entre otras, así como las oportunas intervenciones del Gobierno, a través de la Superintendencia Financiera, emitiendo varias normativas encaminadas a establecer el marco de acción sobre alivios, periodos de gracia, riesgo operativo, tasas de interés y el volumen de desembolsos bajo el esquema de garantías, llevan a pensar que la caída en el crédito no se daría la misma profundidad del PIB.

Este menor crecimiento de la cartera total vendría acompañado por aumentos en la cartera vencida. Pese a los distintos alivios aplicados por parte de la banca a sus clientes afectados por la emergencia sanitaria, la exposición de la cartera a los segmentos más vulnerables indica que existen grandes posibilidades de una expansión de la morosidad. Según cálculos preliminares, los analistas económicos incluido el Grupo de Coyuntura Económica de EAFIT proyectamos que la cartera vencida puede superar los niveles del 10 % de la cartera bruta. La Superintendencia Financiera recientemente manifestó que este índice de calidad de cartera podría incluso alcanzar niveles del 12% al 13% a finales del 2020.

Finalmente, en medio del actual ciclo económico, la mayoría de los analistas han revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento en materia de cartera crediticia para el 2020. La contracción esperada en la demanda de los hogares y la inversión, la pérdida de dinamismo

en casi todos los sectores y el fuerte deterioro del mercado laboral, hacen prever que la actividad económica se contraería en cerca del -5% en 2020, impulsando a la baja la cartera crediticia, que presentaría un crecimiento modesto del 0,5% real. Esta situación finalmente se traducirá en un mayor gasto en provisiones para los EC, que deberán recurrir igualmente a sus excesos de coberturas pasadas, para que no afecte mucho más las utilidades en este año.

Sin embargo, las instituciones financieras enfrentan esta emergencia económica con niveles de capital suficientes que, si bien pueden reducir sus niveles de solvencia en 2 o 3 puntos porcentuales llevándolo a un 12% como en el 2008, son suficientes para soportar por ahora estas mayores pérdidas esperadas por un confinamiento que, se espera, no se extienda más allá de lo presupuestado.



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