

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

173



Editorial: La reforma tributaria de 2016 en Colombia: suficiente para evitar una crisis fiscal pero lejos del cambio estructural que hubiera sido deseable

Actualidad: El comportamiento de la cartera de créditos: ¿motivo de preocupación?

Coyuntura Macroeconómica

TENDENCIA ECONÓMICA

FECHA DE PUBLICACIÓN:
FEBRERO 28 DE 2017

EDITORES

Leonardo Villar
Director Ejecutivo

Natalia Salazar
Subdirectora

Camila Pérez
Directora de Análisis Macroeconómico
y Sectorial

OFICINA COMERCIAL

Teléfono: 325 97 77
Ext.: 340 | 365 | 332
comercial@fedesarrollo.org.co

DISEÑO, DIAGRAMACIÓN Y ARTES

Consuelo Lozano
Formas Finales Ltda.
mconsuelolozano@hotmail.com

ISSN 1692-035X



Calle 78 No. 9-91 | Tel.: 325 97 77
Fax: 325 97 70 | A.A.: 75074
<http://www.fedesarrollo.org.co>
Bogotá, D.C., Colombia

CONTENIDO

- 1** EDITORIAL
Pág. 3 La reforma tributaria de 2016 en Colombia: suficiente para evitar una crisis fiscal pero lejos del cambio estructural que hubiera sido deseable
- 2** ACTUALIDAD
Pág. 9 El comportamiento de la cartera de créditos: ¿motivo de preocupación?
- 3** COYUNTURA MACROECONÓMICA
Pág. 20

Tendencia Económica se hace posible
gracias al apoyo de:



La reforma tributaria de 2016 en Colombia: suficiente para evitar una crisis fiscal pero lejos del cambio estructural que hubiera sido deseable¹

Tal como lo expresó *Standard & Poors* al ratificar la calificación BBB para Colombia el pasado 18 de enero, la reforma tributaria aprobada en diciembre refleja el compromiso que tradicionalmente han mostrado el Gobierno y el Congreso para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, aunque sea a costa de decisiones que afectan de manera grave su popularidad. El coraje de las autoridades resulta particularmente destacable por cuanto el trámite y aprobación de la reforma coincidió con una muy difícil negociación de paz encaminada a terminar con el conflicto de más de cincuenta años con las FARC, negociación que paradójicamente ha resultado costosa para el Gobierno en términos de apoyo popular.

La Ley 1819 de 2016, sin embargo, estuvo lejos de constituir la reforma estructural que hubiera sido deseable y de lo que recomendó la Comisión asesora conformada desde comienzos de 2015 para ese propósito². Ciertamente simplificó el estatuto tributario e hizo otros aportes estructurales positivos, pero mantuvo muchas de las falencias de dicho estatuto, que lo hacen poco equitativo, de baja progresividad en términos de distribución del ingreso y poco amigable con la eficiencia económica. Además, su impacto sobre el recaudo es considerablemente menor al que se habría generado con la reforma planteada por la Comisión. Ello obligará a políticas de gasto público muy restrictivas que, ante la rigidez de otros rubros, se reflejarán en niveles de inversión inferiores a lo deseable y en la necesidad de reducir transferencias de recursos que son importantes en la lucha contra la pobreza, todo lo cual se hace particularmente inconveniente en la etapa de postconflicto que se inicia. Más importante aún, los ingresos tributarios se verán

¹ Una versión previa de este editorial fue publicada el 24 de enero de 2017 bajo la autoría del Director Ejecutivo de Fedesarrollo, Leonardo Villar, en el blog Focoeconomico.org.

² Comisión de expertos para la Equidad y la Competitividad Tributaria, “Informe Final presentado al Ministro de Hacienda y Crédito Público, Bogotá, diciembre de 2015, Publicado por Fedesarrollo, 2016.

erosionados de manera grave desde 2019, implicando que no se pueda descartar la necesidad de una nueva reforma antes de ese año y que se mantenga un grado importante de incertidumbre sobre la sostenibilidad de la nueva estructura de impuestos.

De acuerdo con la actualización del Plan Financiero presentado a mediados de enero por el Ministerio de Hacienda, el aumento previsible en el recaudo generado por la reforma para 2017 surge fundamentalmente del incremento en la tarifa general del IVA del 16 al 19% y en menor grado de algunos ajustes en impuestos al consumo (como el de la telefonía móvil y los servicios de datos) y los nuevos impuestos ambientales, que afectan en especial a los combustibles. El impacto de estos ajustes sobre el recaudo estimado para 2017 es del orden de 0,9% del PIB, cifra que asciende ligeramente en los años subsiguientes, hasta ubicarse en los alrededores de 1% del PIB en 2019 y 2020.

Si bien este aumento de un punto porcentual del PIB que inducirá la reforma en el recaudo de impuestos indirectos es a todas luces importante para el futuro de las finanzas públicas colombianas, debe destacarse que apenas logra compensar de manera parcial la dramática caída en ingresos que ha enfrentado el gobierno como consecuencia de la contracción del precio del crudo desde mediados de 2014. En efecto, si se comparan los niveles previsibles de la renta petrolera - dividendos e impuestos pagados al gobierno por Ecopetrol y las demás petroleras - en los próximos cuatro años (2017-2020) con lo que fueron en los primeros cinco años de esta década (2010-2015), la diferencia se acerca a dos puntos porcentuales del PIB, esto es, el doble de lo que podrá recuperarse mediante el aumento en los impuestos indirectos.

La principal diferencia con lo que había propuesto la Comisión en el frente de los impuestos indirectos reside

en que muchos productos y servicios seguirán tratándose como excluidos o exentos de IVA. La Comisión proponía llevar la tarifa correspondiente de 0% a 5%, lo cual por sí solo habría generado un recaudo adicional de cerca de medio punto del PIB, sin contar el beneficio que conlleva la eliminación de exenciones en términos de facilitar el control a la evasión. Debe recordarse que esas exenciones constituyen la principal explicación de que la eficiencia en el recaudo del IVA en Colombia sea considerablemente más baja que en el promedio de América Latina y en los países de la OCDE. Ciertamente no era fácil desde el punto de vista político eliminar tratamientos especiales a productos y servicios que hacen parte de la canasta familiar. Pero no haberlo hecho puede tener mayores costos si obliga a restringir programas de política pública que benefician a los segmentos más pobres de la población colombiana.

Pero las diferencias más importantes entre la reforma finalmente aprobada y lo que se proponía por parte de la Comisión tributaria - e incluso por parte del Gobierno Nacional en el proyecto radicado en primera instancia para discusión del Congreso - tienen que ver con la tributación directa. Es allí donde la reforma deja planteada una gran incertidumbre sobre el recaudo que se obtendrá en el mediano plazo, incertidumbre que puede ilustrarse con ayuda del Cuadro 1, en el cual se presenta un análisis del impacto incremental de la Ley 1819 de 2016 sobre el recaudo tributario que se observó en 2016, el cual fue equivalente a 13,7% del PIB.

El Cuadro 1 permite apreciar el impacto ya mencionado - del orden de 1 punto porcentual del PIB - en el recaudo de tributos indirectos durante el período 2017-2020, comparado con 2016. Allí mismo se aprecia sin embargo que dicho impacto positivo será contrarrestado en forma creciente por la reducción previsible de los impuestos

directos, en particular los impuestos de renta de las personas jurídicas. Cabe señalar que el propósito de reducir las tarifas de renta a las empresas estaba planteado de manera clara y explícita en las recomendaciones de la Comisión Tributaria y en la exposición de motivos del proyecto de Ley presentado por el Gobierno a consideración del Congreso. Sin embargo, lo que se planteaba en las recomendaciones de la Comisión era que la reducción en las tarifas empresariales, con el propósito de fortalecer la competitividad del sector productivo, fuese acompañada de la eliminación de costosos beneficios existentes para algunos sectores y actividades y por una mayor tributación de las personas naturales, tanto sobre ingresos laborales como sobre ingresos de capital. Específicamente, la Comisión proponía cambios estructurales importantes en materia de impuestos de renta que permitían bajar las tarifas de impuestos de las empresas pero garantizaban la estabilización en el recaudo de los impuestos directos

totales - incluidos los de las empresas y los de las personas naturales - en el mediano plazo.

En la práctica, la reforma aprobada en la Ley 1819 de 2016 hizo algo muy diferente. Aprobó una reducción diferida en las tarifas de tributación de las empresas, para las cuales se mantienen sobretasas sobre las utilidades que obtengan en 2017 y 2018, sin introducir de manera clara las fuentes de financiamiento que las reemplacen a partir de 2019. En consecuencia, como se aprecia en el Cuadro 1, la disminución gradual en la tasa efectiva de tributación de las empresas implicará una caída en el recaudo correspondiente a personas jurídicas que llega a superar un punto porcentual del PIB en 2019 y 2020, cuando ya se habrán eliminado las sobretasas y el impuesto sobre la renta se habrá estabilizado en un nivel estable y único de 33%. Esta reducción en las tarifas de tributación de las empresas será adicional al desmonte pleno - que

Cuadro 1
**ESTIMATIVO DEL IMPACTO INCREMENTAL DE LA LEY 1819 DE 2016 VIS-A-VIS
EL RECAUDO DE 2016**

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020
I. Tributos Indirectos		0,9	0,9	1,0	1,0
- IVA 16-19 e imponible consumo		0,8	0,9	0,9	0,9
- Combustibles		0,1	0,1	0,1	0,1
II. Tributos directos		-0,2	-0,5	-0,8	-1,0
A. Personas naturales		-0,1	0,2	0,2	0,2
- Cambio tarifas y exenciones			0,3	0,3	0,3
- Dividendos			0,1	0,1	0,1
- Riqueza		-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
B. Personas jurídicas		-0,2	-0,7	-1,0	-1,2
- Reducción imponible, CREE y sobretasas			-0,2	-0,5	-0,6
- Riqueza		-0,2	-0,4	-0,4	-0,4
- Dedución IVA bienes de capital			-0,2	-0,2	-0,2
Efecto Incremental Total (I+II)		0,7	0,5	0,2	0,1
Ingreso tributario (% del PIB)	13,7	14,4	14,2	13,9	13,8

Nota importante: los cálculos aquí presentados no contemplan el impacto de la reforma sobre formalización y gestión de recaudo de la DIAN, sobre cuya magnitud existe gran incertidumbre.

Fuente: Cálculos Fedesarrollo.

ya estaba previsto - en el impuesto de patrimonio y a la nueva deducción del impuesto sobre la renta del que podrán beneficiarse las empresas por el IVA pagado en la adquisición de bienes de capital a partir de 2018.

Aunque el Gobierno incorporó algunos cambios en la tributación de las personas naturales, estos resultarán insuficientes para compensar plenamente la menor tributación empresarial como sugería la Comisión. Es cierto que se introdujo el impuesto a los dividendos, que se había eliminado en Colombia desde mediados de la década de los años ochenta del siglo pasado, dejando a las personas naturales de altos ingresos con tasas de tributación atípicamente bajas en términos comparativos con lo que sucede en el resto del mundo. Sin embargo, en la forma como se introdujeron, los impuestos a los dividendos serán muy fáciles de eludir, especialmente para los beneficiarios de más altos ingresos, quienes pueden canalizarlos a través de otras sociedades. La progresividad de la reforma en este aspecto quedó por lo tanto seriamente limitada y el recaudo correspondiente será marginal.

La reforma aprobada se quedó corta también en limitar los beneficios tributarios de los asalariados de altos ingresos y no redujo el umbral a partir del cual se tributa, el cual es particularmente alto en términos relativos al salario promedio con respecto a lo que sucede en otros países de la región y en las economías más avanzadas. Tampoco se acogió la propuesta de gravar las pensiones altas pese a que el pago de pensiones en Colombia no solo constituye uno de los rubros más importantes del gasto público (equivale a más de una cuarta parte del recaudo tributario del gobierno nacional), sino que es un gasto fuertemente regresivo, que llega ante todo a los estratos más altos y deja sin cobertura, en cambio, al 77% de la población adulta mayor. Si se tiene en cuenta además la desaparición del impuesto a la riqueza para personas

naturales, las medidas tomadas en la reforma harán que la tributación directa de las personas naturales tan sólo se incremente en 0,2% del PIB en el mediano plazo, lo que solo compensa en forma marginal la reducción en los impuestos pagados por personas jurídicas.

Las fallas de la reforma en limitar los beneficios para personas de altos ingresos también se extendieron a su timidez en la eliminación de tratamientos especiales dentro de las propias empresas. En el caso de las zonas francas, por ejemplo, los beneficios se ampliaron. En efecto, el aumento de cinco puntos porcentuales que se hizo en la tarifa de impuesto de renta de las empresas allí ubicadas - de 15% a 20% -, no fue suficiente para compensar la eliminación que se hizo simultáneamente en los impuestos sobre la nómina, cuyo costo fiscal equivale en promedio a 7 puntos porcentuales del impuesto de renta. Los beneficios tributarios se mantuvieron también en casos como el de los constructores de Vivienda de Interés Prioritario y Vivienda de Interés Social, lo cual a primera vista puede parecer consistente con prioridades de política del gobierno, pero en la práctica se convierte en un mecanismo que dificulta enormemente el control de la evasión de los constructores por parte de la autoridad tributaria.

Otro grupo de recomendaciones sobre el cual la reforma se quedó corta se refiere a la necesidad de resolver las falencias institucionales de la DIAN y a reducir su atraso tecnológico, debilidades que fueron ampliamente documentadas en el informe de la Comisión tributaria. Ciertamente hubo avances en temas que facilitarán el control de la evasión, entre los que se destacan la penalización de algunas conductas, la introducción del esquema simplificado del monotributo para microempresas y, ante todo, la introducción de restricciones para la imputación de costos con pagos en efectivo, que no puedan ser rastreados a través del sistema financiero. Sin embargo, el control

efectivo de la evasión requeriría de ajustes institucionales mucho más radicales que todavía están por verse.

En resumen, la reforma tributaria aprobada constituye un avance indispensable para la economía colombiana, en

ausencia del cual hoy estaríamos enfrentándonos a una crisis fiscal de dimensiones importantes. Pero desafortunadamente estuvo lejos del cambio estructural que se hubiera requerido para dejarnos con la tranquilidad de no pensar en reformas adicionales en un buen número de años.

El comportamiento de la cartera de créditos: ¿motivo de preocupación?*

En enero de 2017 y en línea con la decisión de otras dos importantes calificadoras de riesgo en 2016, Fitch Ratings desmejoró la perspectiva de los bancos colombianos de estable a negativa. Ello coincidió con el cambio de perspectiva de la deuda soberana de Colombia que las principales calificadoras produjeron el año anterior, como consecuencia de los efectos de la caída en los precios del petróleo sobre el crecimiento económico y los balances externos y fiscales del país. No obstante, las calificadoras han expresado otras inquietudes asociadas específicamente con la evolución particular del sector financiero.

Se destacan en particular inquietudes en tres frentes. El primero es sobre el impacto de la desaceleración económica y las mayores tasas de interés sobre la demanda y oferta de crédito y sobre la calidad de la cartera en un entorno de alta inflación, como el que se observó en 2016. El segundo está relacionado con algunas diferencias que aún guarda Colombia frente a estándares internacionales en lo que tiene que ver con la contabilización del patrimonio técnico para efectos del cálculo de la relación de solvencia de los bancos. A este punto, las autoridades han respondido que el análisis debe tener en cuenta algunas realidades particulares del sector financiero colombiano y que aún si se hacen esos ajustes, la relación de solvencia se ubicaría en niveles superiores a los que exige la norma. Finalmente, el tercer frente resalta los potenciales riesgos que representa la alta exposición de algunos bancos colombianos en países de Centroamérica. Sobre este punto es preciso mencionar que el Gobierno, de manera acertada, ha presentado un proyecto de ley para avanzar en materia de supervisión consolidada, el cual se esperaría sea atendido prontamente por el Congreso en la medida en que constituye un mecanismo idóneo y eficaz de monitoreo de este tipo de riesgos.

En este análisis de actualidad nos concentramos en el primer punto señalado anteriormente y hacemos algunos comentarios puntuales sobre los otros dos. Del análisis se infiere que efectivamente durante 2016 se observó una desaceleración de la cartera de créditos del sistema financiero, asociado al menor dinamismo de la actividad económica y al aumento de las tasas de interés. La tasa de cambio, tanto por su efecto contable sobre el valor en

* La elaboración de este artículo contó con la colaboración de Juan Andrés Páez y Andrés Pinchao.

pesos de la cartera en moneda extranjera, como por el impacto de las expectativas cambiarias sobre las decisiones de endeudamiento, también parece haber influido. Aunque se evidencia un menor crecimiento de la cartera frente al del PIB nominal, la brecha entre el crecimiento de ambas variables no es ni grande como ocurrió en períodos de dificultades específicas del sistema financiero, ni atípica cuando se le compara con otros momentos de desaceleración económica. Al mismo tiempo se evidencia cierto deterioro en la calidad de la cartera que parece hasta ahora leve y consistente con la desmejora en la situación macroeconómica, que también ha sido moderada para la magnitud del shock externo que recibió la economía colombiana con el desplome del precio del petróleo y con la recesión económica de varios países de América Latina. Así mismo, los indicadores de cobertura de provisiones, así como los de solvencia de los intermediarios, muestran niveles satisfactorios.

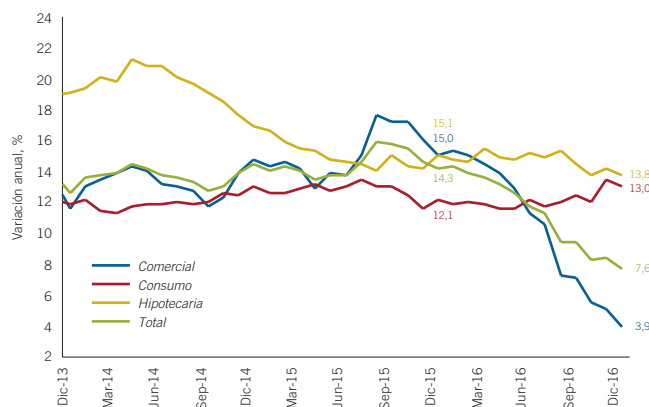
Todo ello sugiere que la evolución de la cartera de créditos y su calidad no constituyen por ahora motivo de preocupación. Es de esperar, sin embargo, que el ente supervisor colombiano y las entidades financieras, las cuales han ganado mucha experiencia en materia de monitoreo y administración de riesgos, continúen haciendo un detallado seguimiento a estos desarrollos.

Comportamiento de la cartera de créditos durante 2016

En 2016 la cartera de crédito exhibió un menor dinamismo frente al observado en años anteriores (Gráfico 1). En efecto, el stock de créditos pasó de crecer a tasas nominales superiores a 14% en 2014 y 2015 a 7,6% en 2016. La desaceleración de la cartera total en el último año se explica en gran medida por una ralentización en el crédito comercial, cuya tasa de crecimiento nominal disminuyó de 15,0% en 2015 a 3,9% en 2016. Por su parte, la cartera hipotecaria también presentó una tasa de

crecimiento inferior a la observada un año atrás, pero con una desaceleración menos acentuada.

Gráfico 1
CARTERA DE CRÉDITOS POR MODALIDAD DE PRÉSTAMOS



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

La cartera en moneda extranjera (expresada en pesos), que representa entre 5% y 8% de la cartera total y que corresponde casi en su totalidad a créditos a las empresas, presentó un menor dinamismo a partir del segundo semestre de 2015 y registró contracciones absolutas en sus valores en pesos desde junio de 2016, con una disminución de 13,6% para todo el año (Gráfico 2). Esto contrasta notablemente con el crecimiento de 2015 cuando esta variable registró tasas de crecimiento de 50% en agosto de ese año.

Si bien el objeto de esta nota no es identificar los determinantes del endeudamiento en moneda extranjera, puede afirmarse que el monto en pesos de esta cartera se ve afectada por los cambios en el endeudamiento en dólares y/o en la tasa de cambio. Mientras lo primero depende de variables como las expectativas de los agentes sobre el comportamiento de la tasa de cambio, el dinamismo económico y el dinamismo de las importaciones, cuya financiación se hace típicamente en moneda extranjera a través del sistema financiero, el segundo corresponde principalmente a un efecto contable. Como se observa en el Gráfico 2, desde inicios

de 2015 el volumen de crédito en dólares viene mostrando tasas de crecimiento negativas, después de un período de fuerte expansión. A pesar de que en los últimos meses de 2016 se observa una tendencia a la recuperación en esta variable, la tasa de crecimiento de esta cartera en moneda extranjera expresada en pesos continuó registrando tasas de variación negativas, en parte debido al efecto contable de la revaluación de los últimos meses del año.

Gráfico 2
CARTERA EN MONEDA EXTRANJERA
(En dólares y pesos)

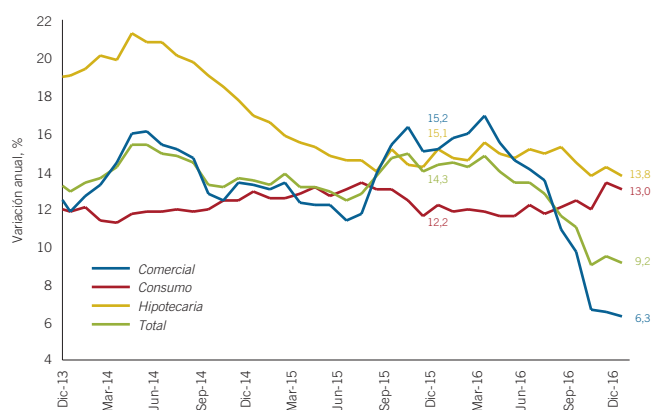


Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

Por su parte, los créditos en moneda local evidenciaron una evolución similar a la del crédito total, pero con una desaceleración en su tasa de crecimiento ligeramente inferior. De nuevo, se encuentra que dentro de la cartera en moneda local, el crédito comercial, es decir aquel orientado a las empresas fue el que presentó una desaceleración más marcada. Por otra parte, es importante señalar que la menor desaceleración de la cartera en moneda local observada en el último trimestre del año, obedece principalmente a la inclusión del leasing dentro de la cartera comercial a

partir del mes de octubre. De no incluir dicho negocio, la ralentización de la cartera total y comercial en moneda local habría sido aún más pronunciada (Asobancaria, 2017).

Gráfico 3
CARTERA EN MONEDA LOCAL



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

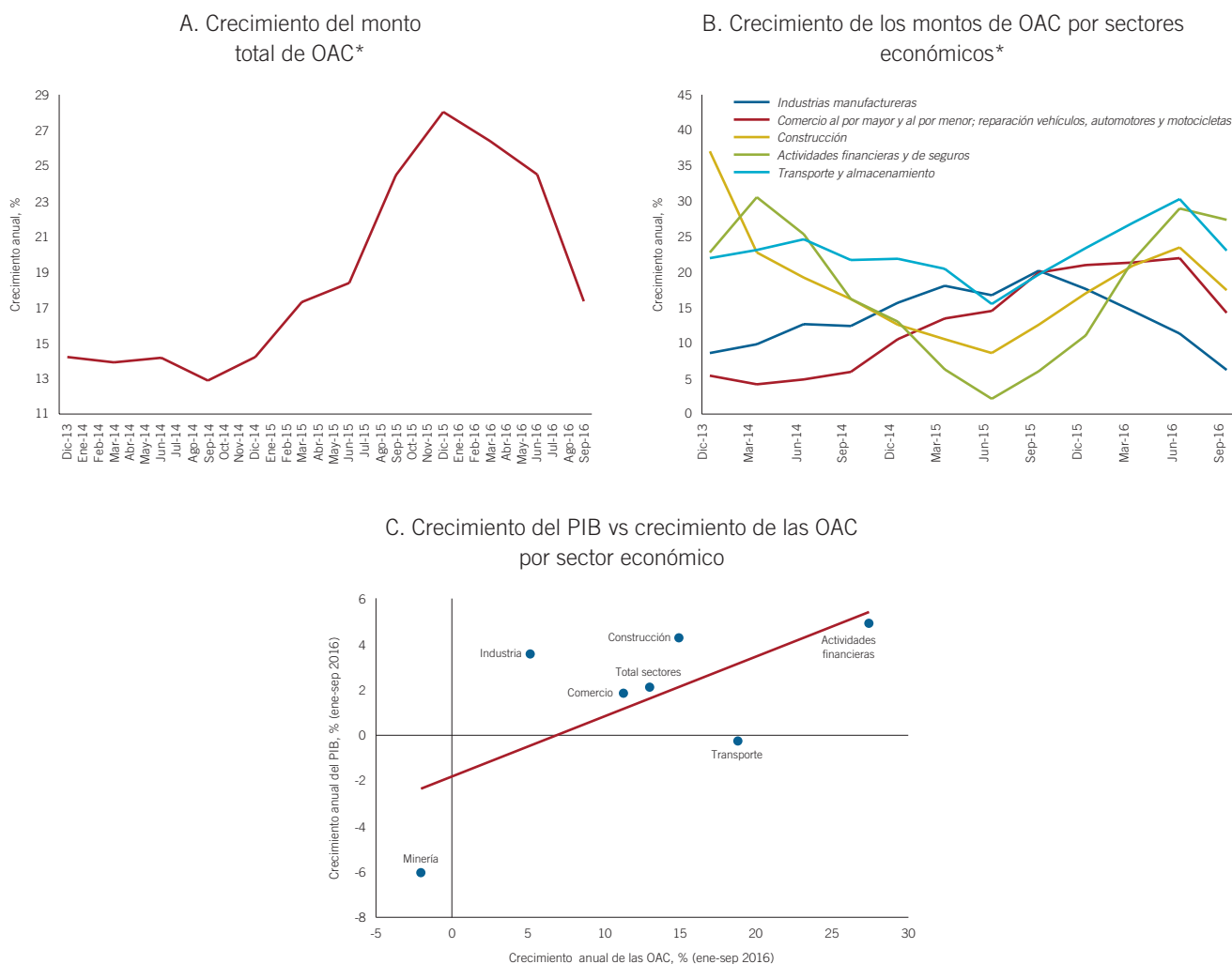
El análisis anterior sugiere que la mayor desaceleración se ha dado en el crédito que extiende el sector financiero a las empresas, que representa cerca del 60% de la cartera total, mientras que los créditos a los hogares (consumo e hipotecario) no han evidenciado una ralentización tan fuerte. Dado ello, resulta útil identificar si se trata de un fenómeno común que ha afectado con la misma intensidad a todos los sectores económicos o si por el contrario, éste se ha concentrado solo en algunos. De acuerdo con las estadísticas de montos de operaciones activas de crédito (OAC) de los 5.000 mayores deudores privados del sector financiero que reporta la Superintendencia Financiera¹, se tiene que desde finales de 2015 y en lo corrido hasta septiembre de 2016 las OAC totales han venido creciendo a menor ritmo, fundamentalmente por la desaceleración en las operaciones del sector industrial. En el periodo más reciente, desde junio de 2016

¹ Las cifras a este nivel de desagregación se encuentran disponibles únicamente hasta septiembre de 2016.

se observa una desaceleración generalizada en las OAC de los diferentes sectores (Gráficos 4A y 4B). Si bien en términos generales se observa una correlación positiva entre el ritmo de actividad económica sectorial y el dinamismo del crédito por sector, como era de esperar, hay tres sectores que llaman la atención: industria, construcción y transporte. En el caso de la industria, una posible explicación está en el peso específico de Reficar, tratándose de un proyecto cuya dinámica

de endeudamiento es peculiar debido a su magnitud y a su capacidad para financiarse directamente con Ecopetrol o en el exterior. Algo similar se podría argumentar en el caso de la construcción en la medida en que muchos de los proyectos, en particular los de infraestructura, se financian parcialmente en el exterior. El caso de transporte es llamativo por cuanto el sector no crece pero el endeudamiento sí, a lo cual no se le puede atribuir una explicación clara (Gráfico 4C).

Gráfico 4
CRECIMIENTO DE LAS OPERACIONES ACTIVAS DE CRÉDITO TOTALES Y POR SECTOR ECONÓMICO



* Promedio móvil de 1 año.

Fuente: Superintendencia Financiera, DANE y Cálculos Fedesarrollo.

Intensidad de la desaceleración crediticia

Por lo general, es de esperar que cuando la actividad económica se desacelera y/o las tasas de interés activas aumentan, se evidencie un menor crecimiento de los préstamos del sector financiero. Por el lado de la demanda, a menor ritmo de actividad económica y mayores tasas de interés, menor tenderá a ser la solicitud de nuevos créditos por parte de las empresas y los hogares. Por el lado de la oferta, puede suceder también que al producirse una desaceleración económica, los intermediarios financieros se vuelven más estrictos en la originación de préstamos si perciben que el riesgo asociado al crédito ha aumentado, ya sea por ejemplo, porque los deudores empiezan a entrar en mora con sus obligaciones (es decir la calidad de la cartera se deteriora), porque identifican niveles de sobre endeudamiento elevado en algunos segmentos (hogares, empresas, microempresas), porque aspectos específicos asociados a una determinada actividad económica los llevan a frenar los préstamos a ese sector, o porque su situación patrimonial se ha visto afectada.

Desde el punto de vista del desempeño específico del sistema bancario y crediticio, no genera mayor preocupación una situación en la cual su comportamiento es consistente con las condiciones macroeconómicas (dinamismo de la actividad productiva y tasas de interés, en particular). Lo que lleva a prender las alarmas de las autoridades de supervisión financiera es un comportamiento del crédito que está desalineado en relación con la evolución de dichas variables. En efecto, un exacerbado crecimiento del crédito podría estar reflejando la conformación de una burbuja que al estallar puede tener consecuencias muy negativas sobre la economía. Al contrario, una desaceleración de la cartera que va más allá de lo razonable, dadas las condiciones macroeconómicas, podría estar reflejando que la oferta de préstamos se está frenando, también con repercusiones

importantes sobre la economía. Por ello, resulta importante analizar sí el comportamiento de la cartera de créditos está en línea con la evolución del contexto económico, o si por el contrario hay factores adicionales que pueda estar llevando a los intermediarios a ser más estrictos en su adjudicación o inclusive a frenarlo de manera significativa.

Un estancamiento muy fuerte del crédito fue justamente lo que sucedió a finales de los años 90, cuando las condiciones macroeconómicas produjeron una contracción de la demanda por parte de los hogares y de las empresas a lo cual se sumó un estancamiento de la oferta por parte de los intermediarios debido a la elevada percepción de riesgo, el excesivo deterioro de la calidad crediticia y la debilidad patrimonial de algunas entidades financieras. En otras palabras, la contracción económica general fue en esa ocasión producida en alto grado por la crisis financiera. En 2009, cuando la economía colombiana enfrentó los efectos de la crisis financiera en Estados Unidos, también se registró una desaceleración del crédito relativamente fuerte, aunque la intensidad de esta desaceleración fue claramente menor frente a la observada a finales de los años 90.

En el actual episodio, si bien se observa una importante desaceleración del crédito, éste parece haber obedecido a una reacción de la demanda de préstamos al menor dinamismo económico y las mayores tasas de interés, más no a un estancamiento de la oferta que pudiera asociarse a deterioro de la solidez de las entidades financieras. Es un comportamiento similar al observado en 2009 aunque en menor intensidad. El deterioro en las variables financieras puede interpretarse en ese sentido como resultado de lo que sucede en el conjunto de la actividad económica y no al contrario.

Una forma de analizar este fenómeno es a través de la evolución del crédito en relación con su tendencia de largo

plazo. El Gráfico 5A presenta tanto la relación crédito/PIB como su componente tendencial, éste último derivado de ejercicios estadísticos que permiten aislar el componente estructural o de largo plazo de una serie. Por su parte, el Gráfico 5B muestra la diferencia entre ambas series, a lo cual se le llama componente cíclico y refleja la desviación de la serie de su tendencia de largo plazo. Se observa que luego de mostrar una comportamiento ascendente durante 2015 y ligeramente por encima de su tendencia de largo plazo (lo que es equivalente a un componente cíclico del indicador positivo), la relación crédito/PIB evidenció un estancamiento moderado en los tres primeros trimestres de 2016, ubicándose en un nivel cercano a 47% del PIB. Es de notar que desde el segundo trimestre de 2016, este indicador se ubicó por debajo de su tendencia de largo plazo, lo que se refleja en un componente cíclico negativo, que no es atípicamente fuerte si se le compara con lo observado en 2009, el anterior período de desaceleración económica y crediticia. Como se observa en el Gráfico 6,

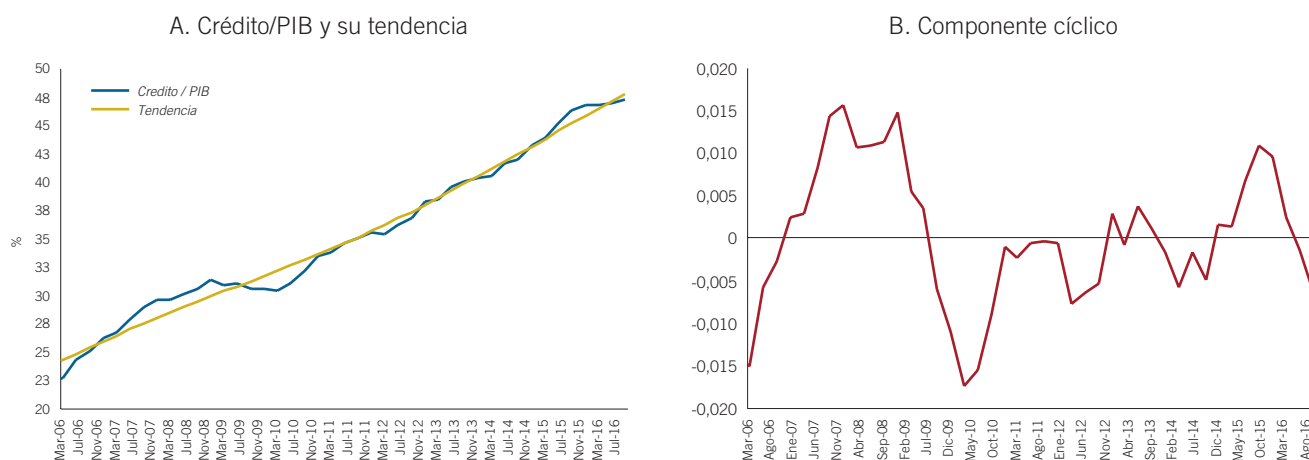
el ciclo negativo de la relación crédito/PIB coincide con el menor dinamismo económico y el aumento de las tasas de interés, como también sucedió en 2009.

Calidad de la cartera, cubrimiento de la cartera vencida y solvencia de las entidades financieras

Además de la dinámica del crédito, es útil analizar cómo se han comportado la calidad de la cartera y las provisiones que hacen las entidades financieras para atender eventuales pérdidas que ocurrirían en caso de que los deudores no cumplan con los pagos de su obligación.

El indicador de Calidad por Mora (ICM)², medido como la razón entre la cartera vencida y la total, se deterioró moderadamente para todas las modalidades de crédito en 2016 frente a 2015 (Gráfico 7A). Entre noviembre de 2015 y 2016, este indicador pasó de 3,0% a 3,45% para la cartera total. A pesar de que la desaceleración del crédito

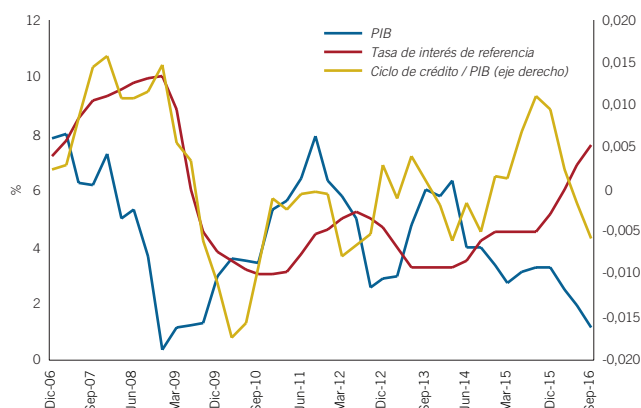
Gráfico 5
CARTERA TOTAL COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

² El indicador de calidad por mora (ICM) se calcula como la razón entre la cartera vencida y la total (la cartera vencida incluye los créditos que se han dejado de pagar por un período mayor a treinta días).

Gráfico 6
PIB REAL, COMPONENTE CÍCLICO Y TASA DE INTERVENCIÓN



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

fue más fuerte en la cartera comercial frente a las demás modalidades, la calidad de la cartera de microcrédito y consumo fue la de mayor deterioro al subir 75 y 56 puntos básicos (pbs), respectivamente. El segmento comercial fue el que percibió un menor aumento en el indicador de calidad por mora, al pasar de 2,34% a 2,64%. Este comportamiento es usual en la medida en que las primeras dos modalidades generalmente involucran un mayor nivel de riesgo que la tercera y reaccionan de manera más rápida a las condiciones macroeconómicas menos favorables. Por su parte, la calidad de la cartera hipotecaria ha venido mejorando en los últimos años. Es de anotar que, aunque se ha venido observando un deterioro de la calidad crediticia, los niveles del indicador son por ahora inferiores a los observados en 2009, salvo en el caso del microcrédito.

En segundo lugar, para el Indicador de Calidad por Riesgo (ICR)³, que además de tener en cuenta los niveles

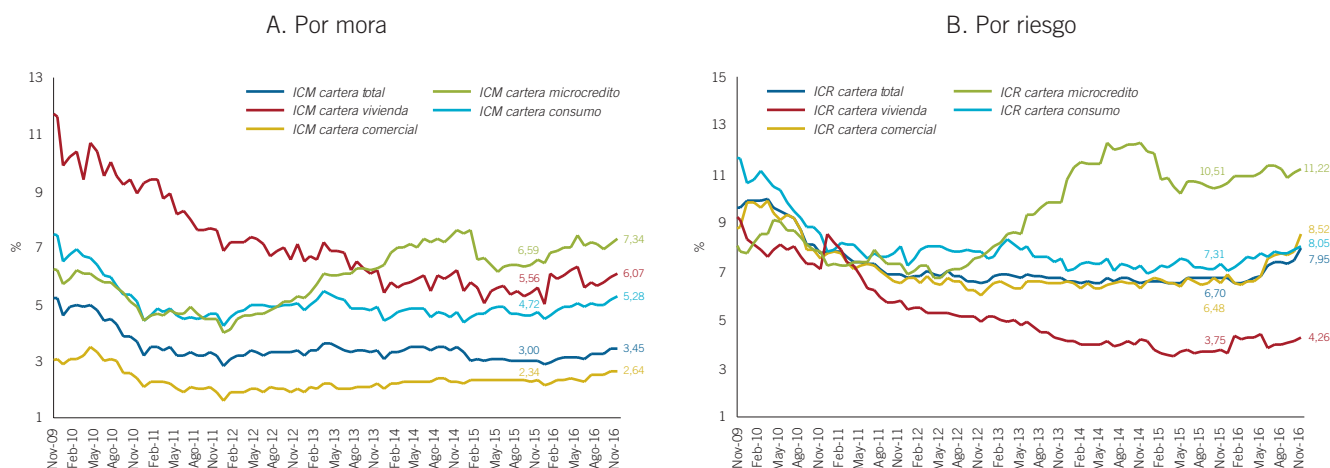
de vencimiento también involucra la percepción de riesgo de los intermediarios asociada a los deudores, se observa un aumento más pronunciado en la proporción de cartera riesgosa, con un incremento en su participación dentro del total de 125 pbs en noviembre de 2016 frente al mismo mes del año anterior (Gráfico 7B.). Entre las modalidades de crédito, el ICR del microcrédito y del crédito comercial fueron los que registraron mayor incremento, al pasar de 10,51% a 11,22% entre noviembre de 2015 y noviembre de 2016 y de 6,48% a 8,52%, respectivamente. Por el contrario, el ICR de la cartera de vivienda fue el de menor aumento con 52 pbs. Frente a 2009, se registra un deterioro más acentuado en el caso del microcrédito y niveles similares del indicador para el caso del crédito comercial.

Como se evidencia en lo que sigue, además de la desaceleración económica y las mayores tasas de interés, este comportamiento parece también estar explicado por factores puntuales que afectaron de manera particular a algunos sectores económicos.

En efecto, el mayor deterioro de este segundo indicador para los créditos comerciales se ha observado en los sectores de explotación de minas y canteras, transporte y almacenamiento y construcción (Gráfico 8). En el caso de explotación de minas y canteras, esto podría estar muy relacionado con la difícil situación que enfrenta el sector, como se mencionó anteriormente. Respecto a la construcción, el deterioro en la percepción de riesgo podría estar ligado a las dificultades enfrentadas en 2016 con el inicio de las obras de cuarta generación, que tuvieron inconvenientes con los cierres financieros, el otorgamiento de licencias y los desembolsos para el inicio de ejecuciones.

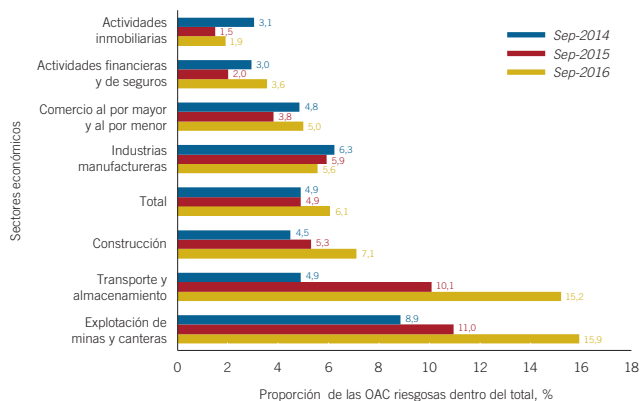
³ El indicador de calidad por riesgo (ICR) se define como la proporción entre la cartera riesgosa y la total (la cartera riesgosa corresponde a todos los créditos con calificación diferente de A, en una escala que va de A a E, donde A es la mejor calificación).

Gráfico 7
INDICADORES DE CALIDAD DE LA CARTERA DE CRÉDITO



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 8
INDICADOR DE CALIDAD POR RIESGO SEGÚN SECTORES ECONÓMICOS - 5000 MAYORES DEUDORES PRIVADOS



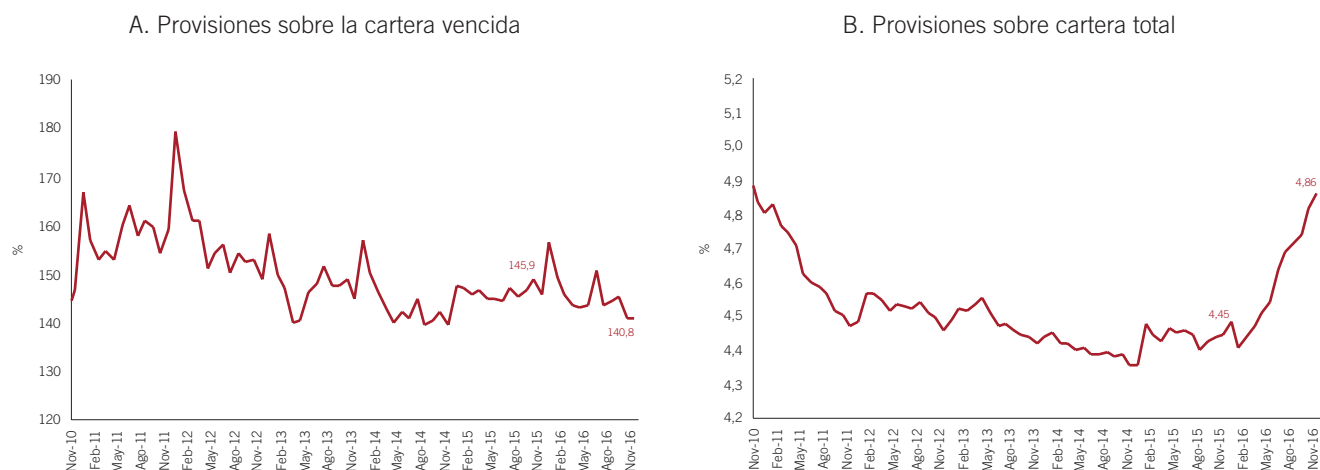
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Fedesarrollo.

Por otro lado, teniendo en cuenta que el sector transporte le presta sus servicios al sector minero, y este último se ha desacelerado, esto podría haber causado que los niveles de riesgo de impago en el sector transporte se hayan aumentado considerablemente. Llama la atención en cualquier caso el hecho de que este aumento en los niveles

de riesgo del sector transporte coincidan con aumentos importantes en la cartera de crédito para este sector, a los que se hizo referencia anteriormente (ver Gráfico 4, B y C). Por su parte, el sector comercio y el sector de actividades inmobiliarias presentaron caídas leves en el ICR.

Los niveles de provisiones en relación con los montos de cartera vencida y la cartera total revelan que las instituciones financieras continúan mostrando niveles de cubrimiento adecuados para enfrentar eventuales pérdidas. En noviembre, el indicador de provisiones sobre cartera vencida se ubicó en 140,8%, 4,1 pps por debajo del valor observado en el mismo mes de 2015 (Gráfico 9A.). Si bien esto representa una reducción en los últimos 12 meses, las entidades financieras tendrían en la actualidad 1,41 veces lo necesario para cubrir una eventual pérdida de toda la cartera deteriorada. Por su parte, el indicador de provisiones con respecto a la cartera total ha mostrado un comportamiento creciente en lo corrido del año. Para noviembre de 2016, este indicador se situó en 4,86%, cifra 0,4 pps superior a la observada en noviembre del año anterior (Gráfico 9B). El incremento en

Gráfico 9
PROVISIONES SOBRE LA CARTERA



Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos Fedesarrollo.

esta razón refleja por una parte, el aumento en la percepción de riesgo por parte de las entidades financieras mencionado anteriormente, ya que éstas deben incrementar sus provisiones de acuerdo con la calificación de riesgo que asignan a los deudores, y por otro, la desaceleración del stock de cartera que es el denominador del indicador.

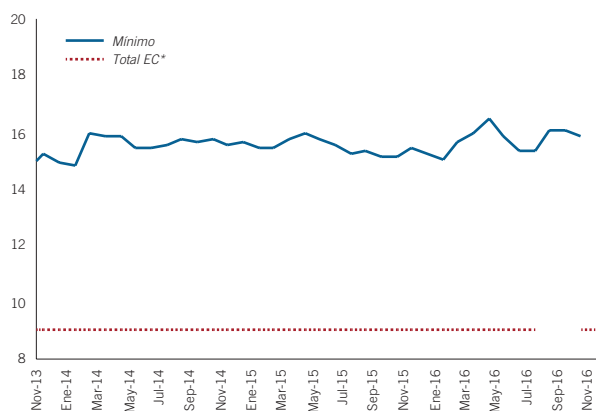
Lo anterior sugiere que desde el segundo trimestre de 2016 se viene observando cierto deterioro en la calidad de la cartera. No obstante frente a los niveles observados en 2009 se perciben por ahora niveles de deterioro moderados, excepto en el caso del microcrédito. Así mismo, por ahora los indicadores de cubrimiento siguen en niveles favorables.

Algunas consideraciones sobre la medición del indicador de solvencia para el caso colombiano

Otra de las variables relevantes a la hora de medir la capacidad de los establecimientos de crédito para enfrentarse a un entorno de vulnerabilidad financiera es el indicador de

solvencia. Este indicador corresponde a la relación entre el patrimonio técnico y los activos ponderados por nivel de riesgo crediticio y de mercado de los intermediarios. La regulación en Colombia exige que esta relación sea como mínimo 9%. En noviembre de 2016 el indicador de solvencia de las entidades de crédito en Colombia se ubicó en 15,9%, nivel muy superior al mínimo requerido.

Gráfico 10
INDICADOR DE SOLVENCIA ENTIDADES FINANCIERAS



Fuente: Superintendencia Financiera.

Actualmente, existen algunas discusiones sobre la construcción de este indicador y el nivel de solvencia vigente en el país, en especial teniendo en cuenta los compromisos y las recomendaciones hechas por el Comité de Basilea. En particular, uno de los principales puntos de debate ha girado alrededor de la inclusión del crédito mercantil en el patrimonio técnico. Aunque Basilea III sugiere que el patrimonio técnico no debe incluir intangibles como el crédito mercantil, en Colombia este tipo de crédito se incluye siempre y cuando haya sido constituido antes del 23 de agosto de 2012. Lo anterior es relevante teniendo en cuenta que varias entidades financieras colombianas realizaron compras de bancos centroamericanos antes de esa fecha incluyendo: Grupo Banagrícola (2007), BAC Credomatic (2010) y HSBC Costa Rica, Honduras y El Salvador (2012) (Corficolombiana, 2016). Sin embargo, un informe de la Superintendencia Financiera señala que la eliminación del crédito mercantil del patrimonio técnico en Colombia reduciría el indicador de solvencia en un valor cercano a 1,1 pps, ubicándolo todavía considerablemente por encima del mínimo requerido.

Por el contrario, el mismo informe de la Superintendencia Financiera indica que de seguir algunas recomendaciones de Basilea III, el indicador de solvencia del sistema financiero en Colombia estaría subestimado. Por un lado, las recomendaciones indican que la asignación de capital debe estar acorde con la exposición al riesgo de la entidad. De acuerdo con la Superintendencia Financiera, actualmente los ponderadores de riesgo crediticio en Colombia oscilan entre 0% y 300%, ponderando la cartera en su mayoría al 100%, lo que hace que la regulación sea una de las más conservadoras de la región. En el país los activos ponderados por riesgo equivalen al 80,3% de los activos totales del sector bancario, mientras que la media de la región es cercana al 70% y en otros países que han implementado el marco de Basilea se ubica cercana al 50%. De esta manera, si se incluyeran ponderadores menos conservadores como

los de otros países latinoamericanos, la relación de solvencia aumentaría en al menos 2 pps. Así mismo, aunque Colombia adoptó un esquema de provisiones contracíclico cuyos movimientos se reflejan en el patrimonio y por lo tanto en los niveles de solvencia, el gobierno estudia actualmente la incorporación de un esquema contracíclico en el cálculo de la relación de solvencia, como el que sugiere Basilea. De acuerdo con estimaciones preliminares esto permitiría que el indicador fuera superior en 0,4 pps (Superintendencia Financiera, 2016).

Así pues, si bien existen discusiones alrededor de la construcción del indicador de solvencia a la luz de las recomendaciones de Basilea, la incorporación de estas sugerencias apuntaría a que el nivel de solvencia se encuentra por encima de su mínimo requerido. Por último, es importante señalar que en el Informe de Estabilidad Financiera del Banco de la República de septiembre pasado, los ejercicios de sensibilidad indican que ante un escenario negativo pero de baja probabilidad que incremente significativamente los riesgos de crédito y de liquidez, el impacto sobre la solvencia técnica sería moderado. Ello sugiere que el indicador se encuentra actualmente en niveles adecuados que permiten tener tranquilidad ante un deterioro importante de las condiciones financieras.

Consideraciones finales

En 2016 la cartera de crédito total registró una importante desaceleración, en línea con el endurecimiento de la política monetaria en el último año y el menor dinamismo en la economía colombiana. La modalidad de crédito más afectada ha sido la comercial, sobre todo la dirigida hacia los sectores de industria, construcción y comercio.

Al analizar la calidad de la cartera, se observa que los indicadores de calidad por mora y por riesgo han aumen-

tado en todas las modalidades de crédito. Este deterioro ha sido relativamente moderado cuando se le compara con niveles pasados, salvo en el caso del microcrédito. Entre los sectores hacia los cuales va dirigida la cartera comercial, los que más han aumentado su nivel de riesgo medido a través del ICR son: explotación de minas, transporte y construcción.

Ante los mayores niveles de riesgo, los indicadores de provisiones como proporción de la cartera vencida y de la cartera se mantienen en niveles satisfactorios. De igual forma, el indicador de solvencia se encuentra actualmente muy por encima de su nivel mínimo requerido. Si bien existen discusiones alrededor de su cálculo, si se tienen en cuenta las recomendaciones sugeridas por el comité de Basilea, este indicador seguiría reflejando una alta solvencia por parte de los establecimientos de crédito, lo cual da un parte de tranquilidad sobre la estabilidad del sistema financiero. Todo ello sugiere que por ahora no hay motivo de preocupación. No obstante, dados los

deterioros en algunos indicadores, resulta fundamental seguir haciendo un monitoreo continuo de los mismos por parte de las autoridades de supervisión y de las entidades financieras. Así mismo, resulta recomendable continuar acercándose hacia los estándares de Basilea en lo que tiene que ver con el cálculo de la solvencia, no obstante genera cierta tranquilidad que mientras estos cambios se producen de manera formal, las autoridades ya han dimensionado el posible efecto concluyendo que este indicador continuaría en niveles sólidos. Por último, se hace un llamado al Congreso para que avance prontamente en la discusión y aprobación del proyecto de ley de supervisión consolidada. Éste es un instrumento importante para hacer seguimiento a la exposición del sector financiero colombiano en el exterior que resulta particularmente importante en un entorno en el cual no resulta totalmente clara cuál va a ser la aproximación económica del Gobierno Trump hacia países de la región, en particular México y Centro América, y su correspondiente efecto en estas economías.

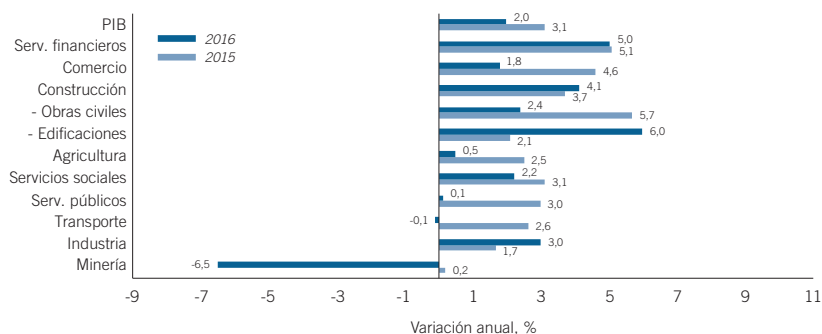
Referencias

- Superintendencia Financiera (2016). *Solvencia de las Entidades Bancarias*. Actualidad del Sistema Financiero Colombiano, junio 2016, pp.1-2.
- Duarte, A. (2016). *Avance de la regulación financiera*. Informe Semanal, Corficolombiana, septiembre 2016, pp 2-4.
- Reporte de Estabilidad Financiera, septiembre 2016. Banco de la República.
- Asobancaria (2017). *Semana Económica 2017: Balance del sector bancario en 2016 y perspectivas crediticias para 2017*. Disponible en: <http://marketing.asobancaria.com/hubfs/Semanas-Economicas/1076.pdf>

Actividad productiva

■ Gráfico 1. Crecimiento del PIB por sectores de actividad productiva

En el 2016, la economía colombiana creció 2,0%. Los sectores que impulsaron dicho crecimiento fueron: establecimientos financieros (5,0%), construcción (4,1%) e industria manufacturera (3,0%). En el caso de la construcción se resalta el fuerte crecimiento de las edificaciones, especialmente las no residenciales. Por el contrario, la explotación de minas y canteras y transporte tuvieron un comportamiento negativo en 2016.

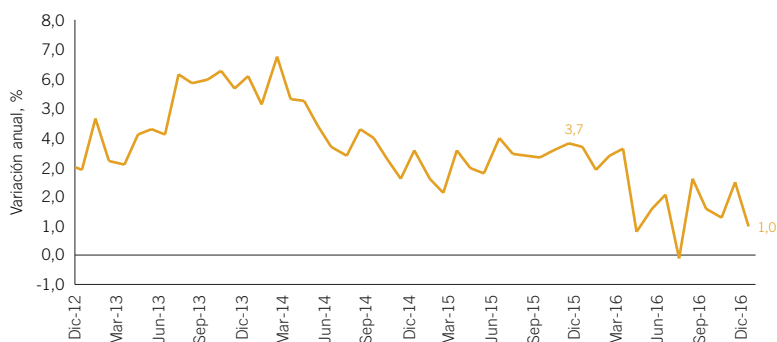


Fuente: DANE.

■ Gráfico 2. Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE)

El Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) registró una variación anual de 1,0% en diciembre de 2016, ratificando la pérdida de dinamismo de la economía que se empezó a observar desde principios del año anterior.

Este resultado es inferior en 2,7 puntos porcentuales (pps) frente al mismo mes de 2015.



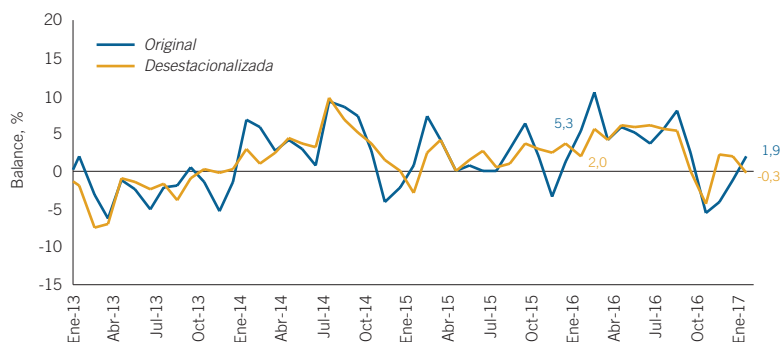
* Serie desestacionalizada.

Fuente: DANE.

■ Gráfico 3. Índice de Confianza Industrial (ICI)

De acuerdo con la última medición de la Encuesta de Opinión Empresarial, en enero el Índice de Confianza Industrial (ICI) se ubicó en 1,9 lo que representa una caída de 3,4 pps respecto al mismo mes de 2016.

Al ajustar la serie por factores estacionales, el índice registró una contracción de 2,0 pps frente a diciembre de 2016. Lo anterior obedece a un deterioro de todos los componentes, particularmente de los indicadores de expectativas de producción y nivel de existencias.

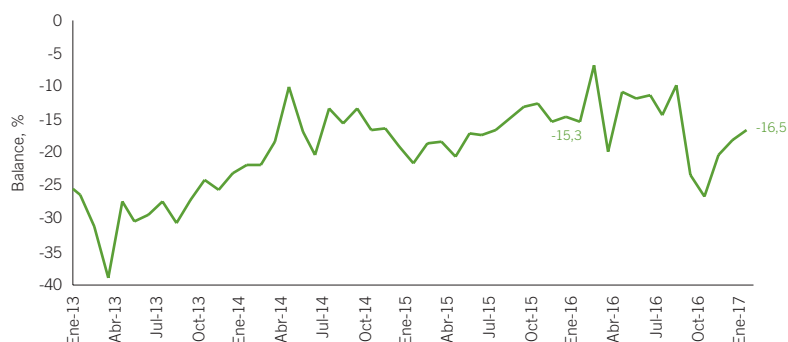


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

* La elaboración de esta sección contó con la colaboración de Natalia Navarrete y Daniela Trespalacios.

En la medición de enero de la EOE, el indicador del volumen actual de pedidos en la industria registró un balance de -16,5%, evidenciando una reducción de 1,2 pps respecto al mismo mes del año anterior y un aumento de 1,6 pps frente a diciembre de 2016.

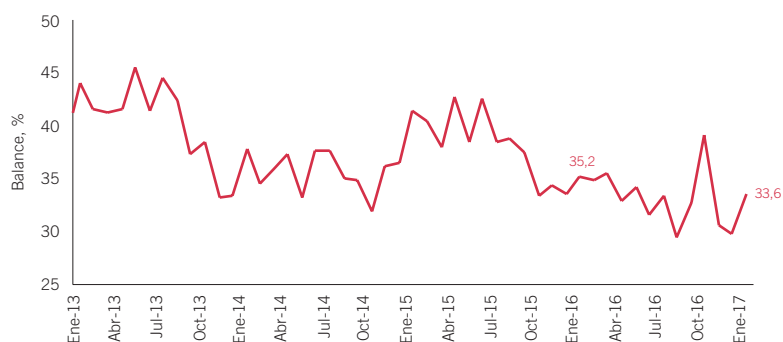
■ Gráfico 4. Volumen de pedidos en la industria
(Serie desestacionalizada)



Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

El indicador de suficiencia de capacidad instalada presentó una disminución de 1,6 pps en relación al mismo mes de 2015, indicando una mayor utilización de dicha capacidad. Con respecto al mes de diciembre, el indicador mostró un aumento de 3,8 pps.

■ Gráfico 5. Suficiencia de la capacidad instalada en la industria

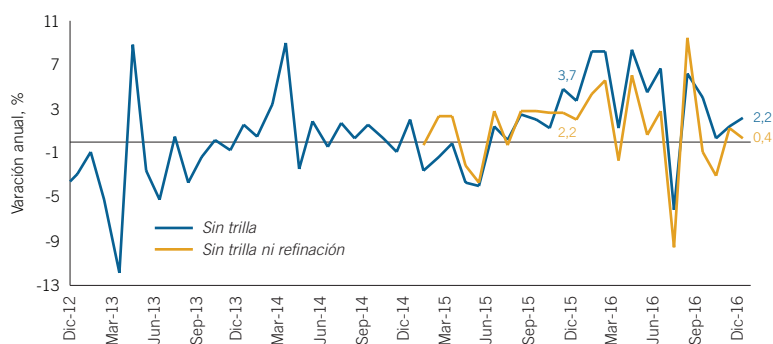


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

En diciembre, el Índice de Producción Industrial (IPI) registró una variación anual de 2,2%, una caída de 1,5 puntos porcentuales (pps) respecto al mismo mes de 2015. Al restarle las contribuciones de la trilla de café y de la refinación de petróleo, la producción industrial creció 0,4% frente a diciembre del año anterior.

Los sectores que más contribuyeron de forma positiva al crecimiento de la producción industrial en lo acumulado hasta diciembre aparte de la refinación fueron: elaboración de bebidas (0,8 pps) y fabricación de productos elaborados de metal (0,2 pps).

■ Gráfico 6. Índice de Producción Industrial sin trilla de café (IPI)

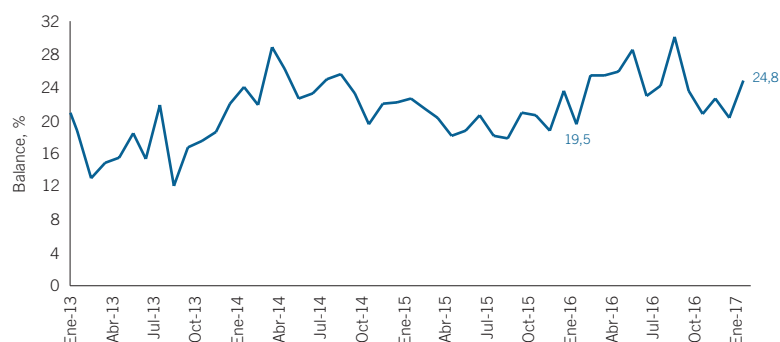


Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 7. Índice de Confianza Comercial (ICCO)

En enero el Índice de Confianza Comercial (ICCO) se ubicó en 24,8%, lo que representa un aumento de 4,5 puntos porcentuales (pps) respecto al mes anterior y de 5,2 pps frente enero de 2016.

El aumento en la confianza de los comerciantes respecto al año pasado obedece a un comportamiento favorable de todos los componentes, particularmente a un incremento de 8,0 pps en el indicador de situación económica y de 7,1 pps en el índice de expectativas.

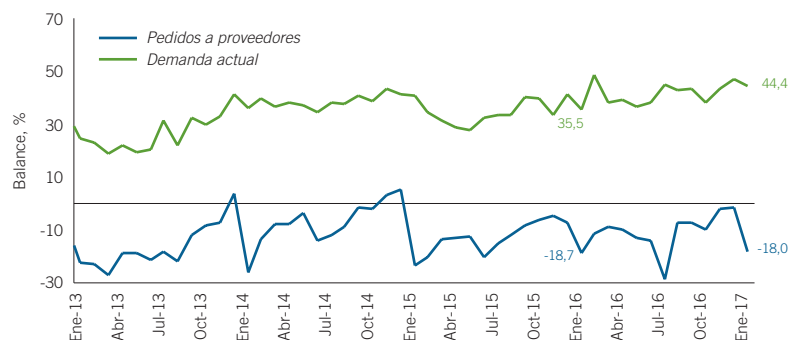


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

Gráfico 8. Evolución de los pedidos y la demanda en el comercio

En la medición de enero, el indicador de demanda actual del sector comercio registró un balance de 44,4%, 8,9 pps por encima del valor observado en el mismo mes de 2016.

Por su parte, el indicador de pedidos a proveedores se ubicó en -18,0% lo que representa una disminución de 16,5 pps con relación al mes anterior, pero un ligero aumento de 0,7 pps en el comparativo anual.

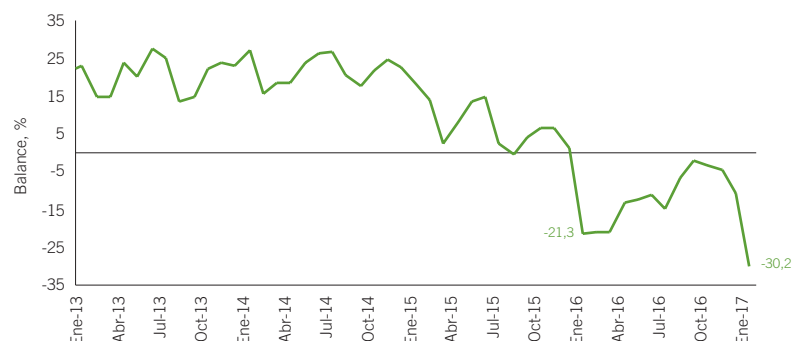


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

Gráfico 9. Índice de Confianza del Consumidor (ICC)

En enero el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) registró un balance de -30,2%, lo que representa una fuerte contracción de 19,6 puntos porcentuales (pps) frente al mes anterior y de 8,9 pps respecto al mismo mes de 2016.

La contracción en la confianza de los consumidores obedece a una reducción tanto en el componente de expectativas como en el de condiciones económicas actuales, cuyos balances se ubicaron en mínimos históricos.



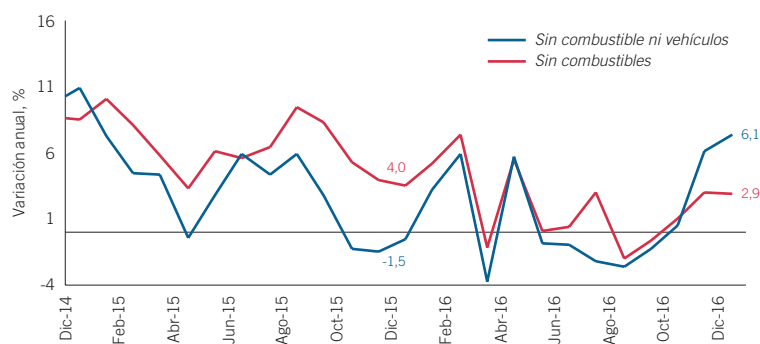
Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC).

Sector financiero y variables monetarias

En diciembre las ventas del comercio al por menor sin combustibles tuvieron una variación real de 7,4% respecto al mismo mes de 2015. Excluyendo las ventas de combustibles y vehículos, el crecimiento real del comercio minorista se ubicó en 2,9%.

Las principales contribuciones positivas a la variación total de las ventas en el mes, estuvieron a cargo de las líneas de electrodomésticos, muebles para el hogar y equipo de informática y telecomunicaciones para uso personal o doméstico (0,5 pps) y alimentos (víveres en general) y bebidas no alcohólicas (0,5 pps).

|| Gráfico 10. Ventas del comercio al por menor

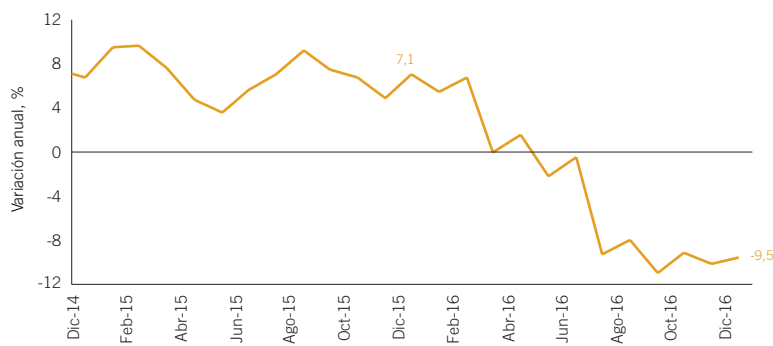


Fuente: DANE.

|| Gráfico 11. Despachos de cemento gris*

En el promedio móvil octubre-diciembre los despachos de cemento gris registraron una contracción anual de 9,5%, menor en 16,6 pps respecto a la variación del mismo trimestre de 2015.

Desagregando por canal de distribución, el detrimento anual de los despachos de cemento se explica principalmente por un mal desempeño de las constructoras y contratistas, las cuales contribuyeron en -3,6 pps a dicha reducción.



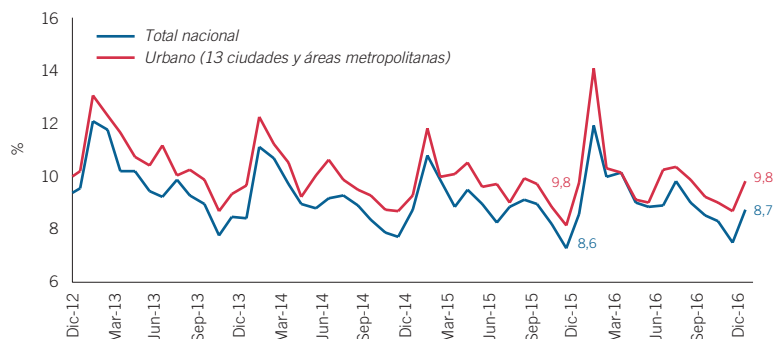
* Promedio móvil tres meses.

Fuente: DANE.

|| Gráfico 12. Tasa de desempleo

El desempleo se situó en 8,7% en diciembre, un aumento de 0,1 puntos porcentuales (pps) respecto al mismo mes de 2015. El desempleo mantiene un buen comportamiento pese a la desaceleración que ha presentado la economía.

Por su parte, para las 13 ciudades principales la tasa de desempleo en diciembre se situó en 9,8%, ubicándose en la misma cifra en la que se encontró un año atrás.

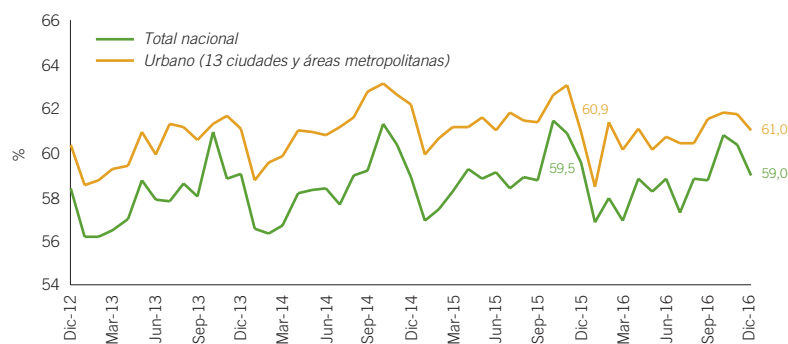


Fuente: DANE.

En diciembre, la tasa de ocupación (TO) registró una reducción de 0,5 pps frente al mismo mes de 2015, ubicándose en 59%. Esa cifra refleja el efecto de un aumento de 1,3% en la población en edad de trabajar que no logró compensar el leve incremento en el número de ocupados.

Por el contrario, la tasa de ocupación para las 13 ciudades principales presentó un ligero aumento de 0,1 pps, situándose en 61%, que corresponde a una expansión del 1,6% en el número de ocupados en el comparativo anual.

Gráfico 13. Tasa de ocupación



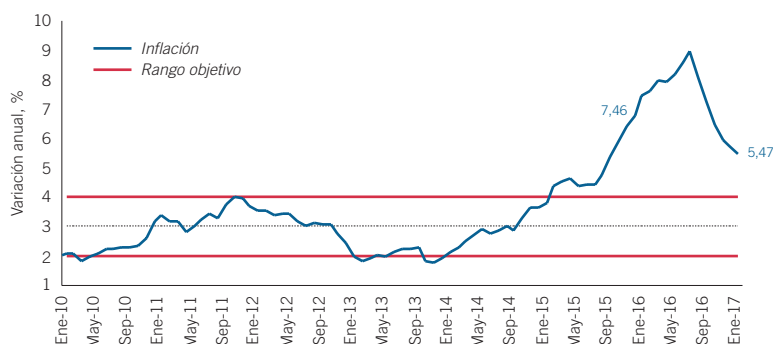
Fuente: DANE.

Sector financiero y variables monetarias

■ Gráfico 14. Inflación y rango objetivo del Banco de la República

En enero la inflación anual se ubicó en 5,47%, lo que representa una caída de 0,28 pps frente al mes anterior y de 1,99 pps respecto al mismo mes de 2016.

La inflación mensual fue de 1,02%, por encima de la expectativa de la encuesta mensual del Banco de la República (0,80%) y de la Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo (0,97%).

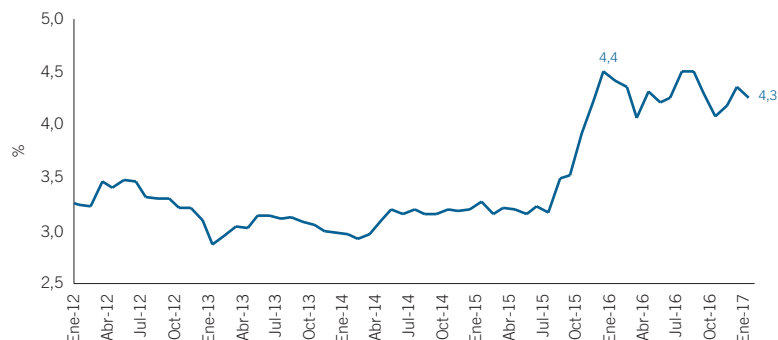


Fuente: DANE y Banco de la República.

■ Gráfico 15. Expectativas de inflación *

En enero, las expectativas de inflación de los analistas encuestados por el Banco de la República para una perspectiva de 12 meses se ubicaron en 4,3%, un incremento de 11 pbs respecto al mes anterior.

Pese a que la inflación ha mostrado una importante desaceleración durante los últimos meses, las expectativas se mantienen por fuera del rango meta del Banco de la República.



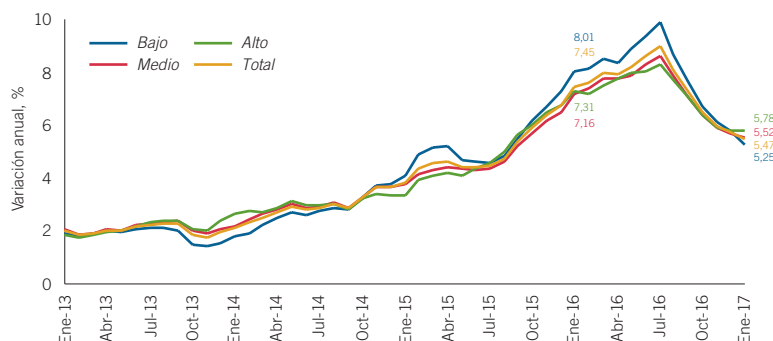
* Respuesta mediana 12 meses adelante.

Fuente: Banco de la República y Bloomberg.

■ Gráfico 16. Inflación por nivel de ingreso

Al observar la inflación por nivel de ingreso en enero, se sigue presentando una desaceleración en todas las canastas de consumo, con menor ritmo en la población de ingresos altos.

La inflación de la población con ingresos bajos presentó la mayor reducción, 2,73pps por debajo del registro de un atrás. Por su parte, la inflación de la población con ingresos altos se ubicó en 5,78% lo que equivale a 1,53 pps por debajo del comparativo anual.

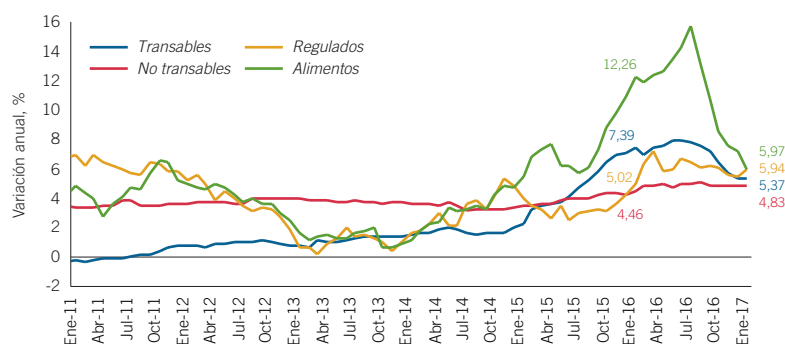


Fuente: DANE.

Gráfico 17. Inflación por componentes

Desagregando por componentes, en enero, la disminución en la inflación total obedece, principalmente, a una nueva desaceleración en los precios de los alimentos (5,97%), con una reducción de 1,25 pps frente al mes anterior.

Por otro lado, la inflación de los bienes y servicios regulados se ubicó en 5,94%, un incremento de 0,50 pps frente al mes de diciembre.

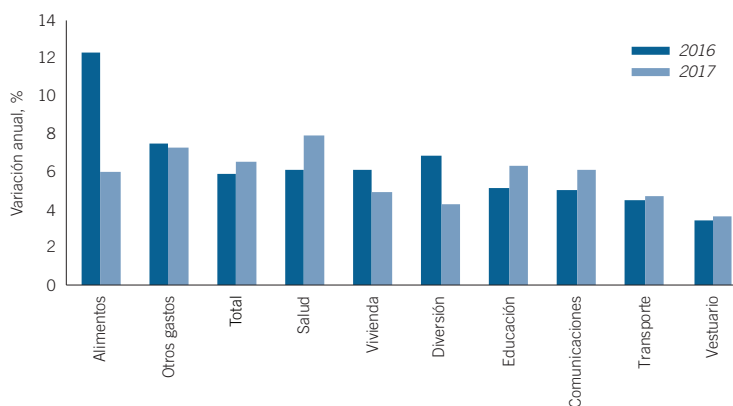


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 18. Inflación por grupos de gasto anual con corte a enero

Al observar la inflación por tipo de gasto, es de notar la disminución en los precios asociados a alimentos que se ubica 6,28 pps por debajo de la cifra de un año atrás. Sin embargo, en la mayoría de componentes se presentan leves incrementos.

Los grupos de gasto con la mayor variación anual en enero fueron salud (7,93%), otros gastos (7,32%), educación (6,30%), comunicaciones (6,05%) y alimentos (5,97%). Por su parte, los grupos que aportaron la mayor contribución a la inflación en este mes fueron alimentos (1,68 pps), vivienda (1,47 pps) y transporte (0,71 pps).

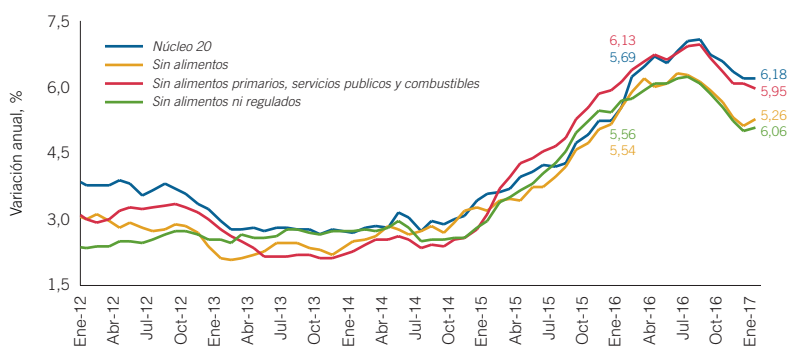


Fuente: DANE.

Gráfico 19. Medidas de inflación básica

El promedio de las cuatro medidas de inflación básica en enero fue de 5,61%, lo que representa un incremento de 0,2 pps frente al mes anterior y de 0,2 pps respecto al mismo mes de 2016.

Cabe resaltar que pese a que el IPC continuó en descenso, sólo la inflación sin alimentos primarios, servicios públicos y combustibles presentó una leve caída, las demás medidas mostraron ligeros aumentos.

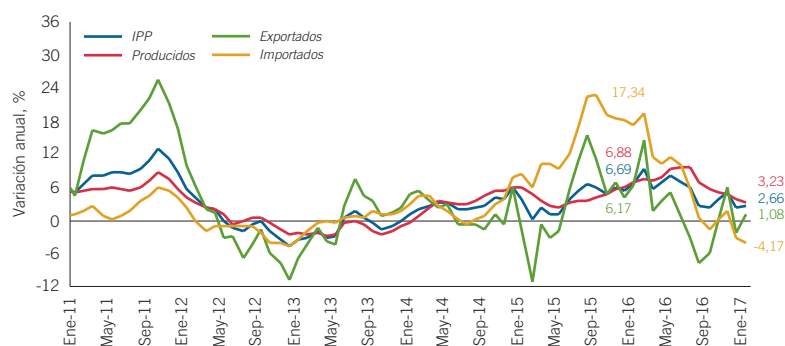


Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con la procedencia de los bienes, la fuerte desaceleración del IPP frente a enero de 2016 se explica principalmente por los precios de los bienes importados, que tuvieron una reducción de 21,5% en los últimos 12 meses.

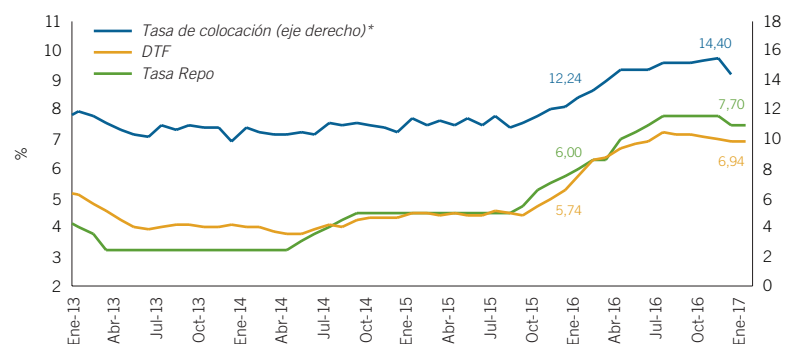
Lo anterior está en línea con la caída en la tasa de cambio del peso frente al dólar con respecto a los niveles de un año atrás y a los indicios de una caída en el precio en dólares de las importaciones que estaría explicando en alto grado la fuerte de las importaciones durante los últimos meses del año pasado.

Gráfico 20. Índice de Precios al Productor



Fuente: DANE.

Gráfico 21. Tasas de interés

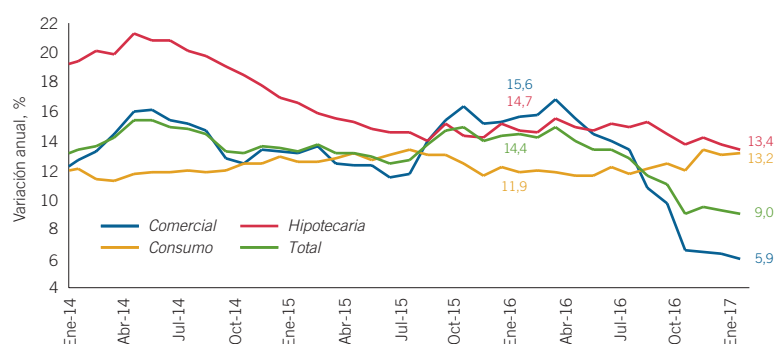


* La tasa de colocación incluye créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería.
Fuente: Banco de la República.

En la reunión del 27 de enero la Junta Directiva del Banco de la República decidió dejar inalterada la tasa repo, en 7,5%.

La tasa de captación DTF pasó de 6,92% en diciembre de 2016 a 6,94% en enero de 2017. Por su parte, la tasa promedio de colocación reportó un aumento anual de 2,22 pps.

Gráfico 22. Cartera real por tipo de crédito



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

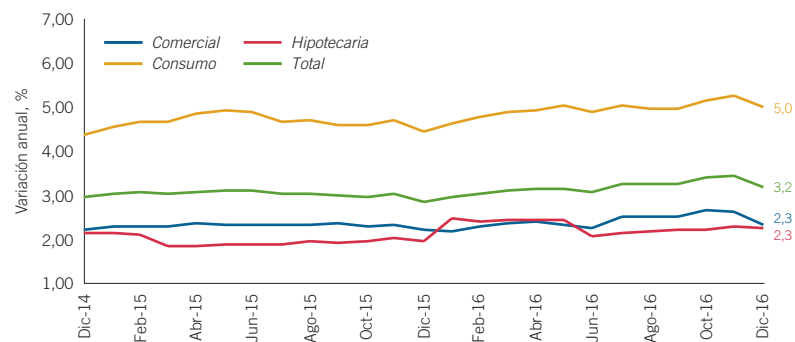
Durante enero, la cartera total mostró una variación nominal de 9,0%, 5,4 pps por debajo del crecimiento observado durante el mismo mes de 2016.

La caída en el dinamismo de la cartera de crédito se explica en mayor medida por la desaceleración en los créditos comerciales cuya tasa de crecimiento se ha reducido en 9,7 pps en los últimos 12 meses. El crecimiento nominal de la cartera hipotecaria se ha desacelerado en 1,3 pps, mientras la cartera de consumo ha aumentado 1,3 pps.

El indicador de calidad de la cartera de crédito, medido por el porcentaje de cartera vencida, se ubicó en diciembre en 3,2%, un nivel superior en 0,3 pps al valor observado en noviembre de 2015.

Al desagregar por modalidad de crédito, se presenta un deterioro moderado en la calidad de todas las carteras frente a los niveles observados un año atrás. El indicador de cartera vencida de consumo y la comercial aumentaron en 0,56 pps y 0,1 pps respectivamente.

|| Gráfico 23. Cartera real por tipo de crédito



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

El índice COLCAP de la Bolsa de Valores de Colombia cerró el pasado 22 de febrero en 1.331,2 puntos, lo que implica una desvalorización de 1,8% respecto al mes anterior. Sin embargo, el índice presentó una valorización anual de 7,7%.

De acuerdo a la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de febrero, la acción de Grupo Éxito se ubicó como la más atractiva dentro de las que componen el índice.

|| Gráfico 24. Índice COLCAP



Fuente: Bloomberg.

El 9 de febrero, la tasa de los TES 2024 se ubicó en 6,58%, lo cual representa una disminución de 12 pbs frente al observado un mes atrás y de 2 pps con respecto a la tasa a la que se negociaban hace un año.

Frente a los niveles observados hace un mes, las tasas de los TES a 1, 5 y 10 años disminuyeron 7 pbs, 16 pbs y 39 pbs respectivamente.

|| Gráfico 25. Tasas de interés de títulos TES



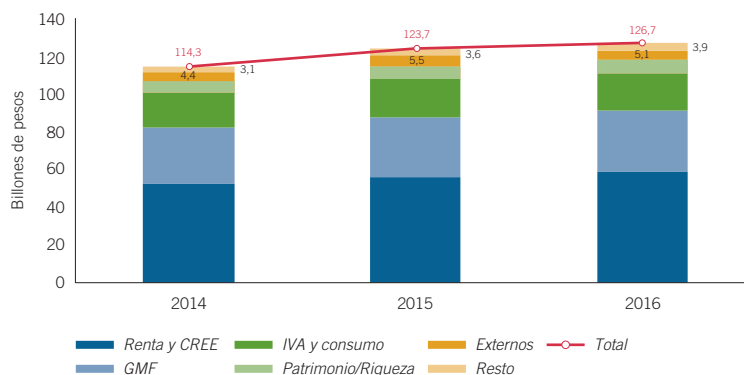
Fuente: Banco de la República.

Sector fiscal

■ Gráfico 26. Recaudo tributario por tipo de impuesto
(Total 2016)

En el 2016 el recaudo tributario alcanzó 126,7 billones de pesos, equivalente a un aumento nominal del 2,4% en comparación con el mismo periodo de 2015. Este crecimiento fue inferior a la meta anual del gobierno (3,6%).

Durante el 2016 se destacó la reducción en el recaudo del impuesto de patrimonio (-8,6%) y de los impuestos externos, que cayeron 4,6 % frente al año anterior.



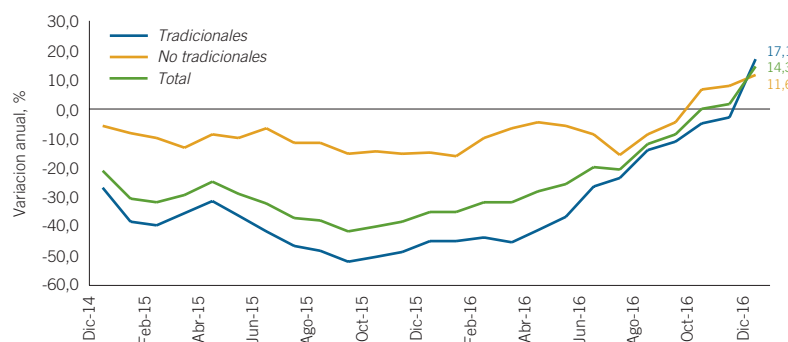
Fuente: DIAN.

Sector externo

Gráfico 27. Exportaciones tradicionales y no tradicionales*

En el promedio móvil octubre-diciembre, las exportaciones totales registraron una variación de 14,3% con respecto al mismo trimestre del año anterior. Las exportaciones tradicionales mostraron un aumento del 17,1%, mientras que las no tradicionales crecieron 11,6%.

En 2016, las exportaciones totales cayeron 13,0% en comparación con el año anterior. Esto último se debió principalmente a la contracción en las exportaciones de combustibles y productos de las industrias extractivas (-21,7%).



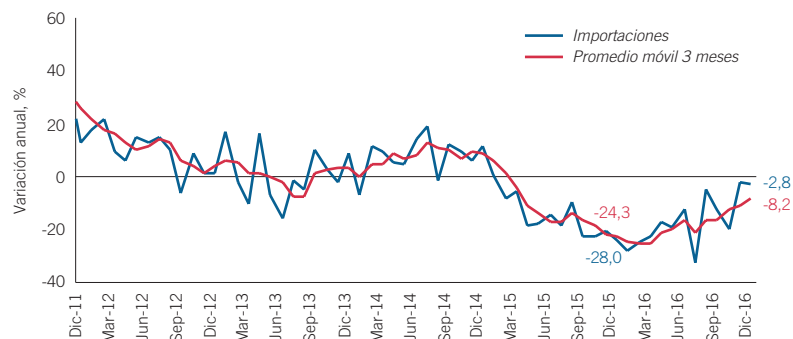
* Variación anual de las exportaciones tradicionales y no tradicionales en promedios móviles a tres meses.

Fuente: DANE.

Gráfico 28. Importaciones (Valor CIF)

En diciembre, las importaciones en dólares CIF registraron una contracción de 2,8% con relación al mismo mes de 2015 pero un aumento frente a los niveles de los meses anteriores.

La disminución de las importaciones con respecto a los niveles de un año atrás obedece principalmente a una contracción de 3,3% en el grupo de manufacturas y de 15,5% en el de combustibles y productos de las industrias extractivas.

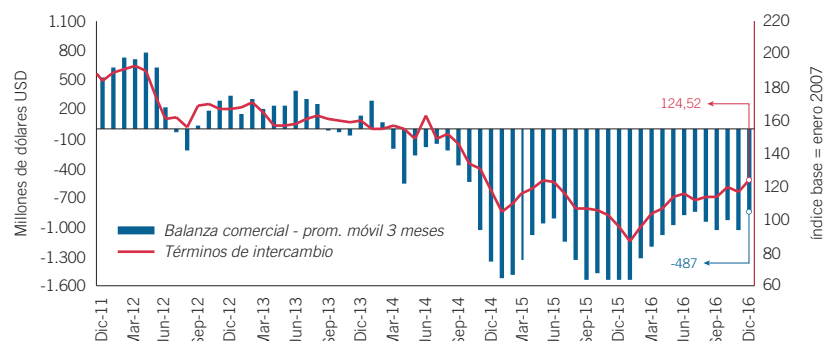


Fuente: DANE.

Gráfico 29. Evolución de la balanza comercial y los términos de intercambio (enero 2007 = 100)

En el trimestre móvil octubre-diciembre el déficit comercial fue de USD 834,1 millones FOB, inferior en USD 701,2 millones al registrado en el mismo período del año anterior.

La reducción en el déficit de la balanza comercial es consecuencia de la disminución de las importaciones (-8,2%), junto con el incremento de las exportaciones (14,3%) en el periodo analizado.

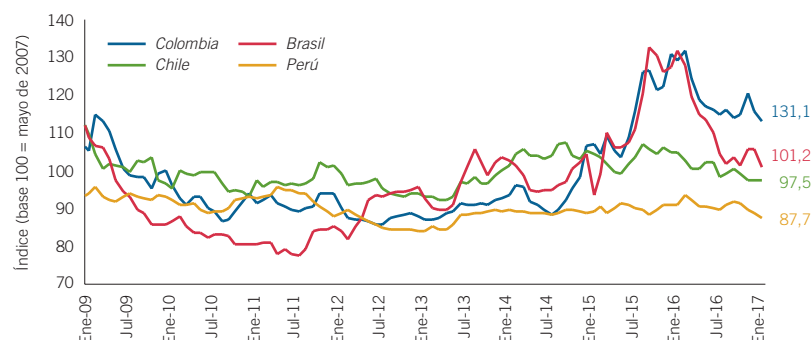


Fuente: Banco de la República - DANE.

En diciembre se presentaron apreciaciones reales en las monedas de varios países de América Latina. Se destaca la fuerte apreciación anual que exhibió el real brasileño (16,9%), y en menor medida las monedas de Colombia, Chile y Perú.

Lo anterior se presenta en un contexto de alta inversión extranjera de portafolio, por la llegada de capitales en busca de una alta rentabilidad.

Gráfico 30. Tasa de cambio real de Colombia, Chile, Brasil y Perú (base mayo 2007 = 100)

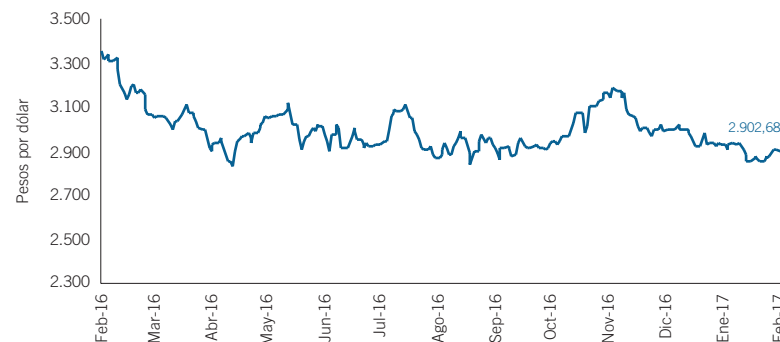


Fuente: Banco de la República, Banco Central de Brasil, Banco de Chile, Banco Central de la Reserva de Perú.

Durante el mes de enero el promedio de la tasa de cambio se ubicó en \$ 2.944,6 pesos por dólar. A lo largo del mes pasado y en especial durante los primeros días de febrero se ha presentado una tendencia general de apreciación.

Lo anterior se da en parte como consecuencia del aumento que ha presentado el precio del petróleo durante el último mes.

Gráfico 31. Comportamiento del tipo de cambio

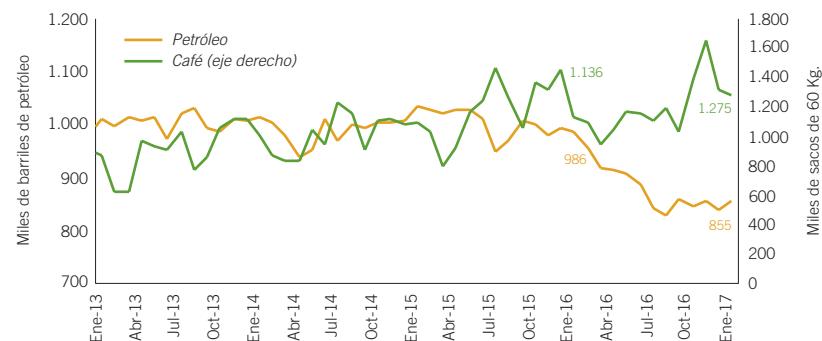


Fuente: Banco de la República.

La producción cafetera del país en enero estuvo cerca de los 1,3 millones de sacos, lo que representó un incremento de 12,2% respecto al año anterior.

Por otra parte, en enero de 2017 la producción petrolera cayó 13,3% respecto al año anterior y alcanzó un promedio de 855 mil barriles diarios. Respecto a diciembre, se evidencia un aumento de 2,15% lo que se podría explicar por la mayor producción en algunos de los campos de exploración.

Gráfico 32. Producción de café y petróleo



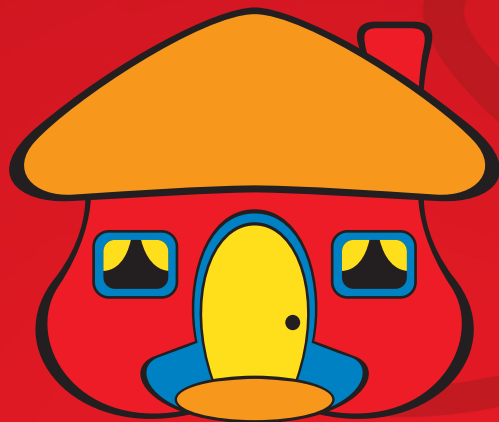
Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos y Federación Nacional de Cafeteros.

CALENDARIO ECONÓMICO

Febrero 2017*

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes	Sábado
		1 Tasa de Interés FED	2 Exportaciones	3 Índice de Precios del Productor (IPP) Tasa de desempleo de USA	4 Índice de Precios al Consumidor (IPC)
6	7	8	9 GEIH - Empleo Informal y Seguridad Social Balanza Comercial China	10 GEIH - Mercado de la Juventud	11
13 GEIH - Mercado laboral según jefatura IPC China IPP China	14 GEIH - Mercado laboral según sexo Encuesta Mensual Manufacturera (EMM) Encuesta Mensual de Comercio al por Menor y de vehículos (EMCM) Discurso de la FED	15 Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) IPC EE.UU. GEIH - Mercado Laboral Inactividad	16 GEIH-Regiones Estadísticas de Licencias de Construcción (ELIC)	17	18
20 Encuesta de Opinión Financiera (EOF)	21 Muestra Mensual de Hoteles (MMH)	22 PIB oferta ISE	23	24 Reunión Junta Directiva del Banco de la República	25
27 Estadísticas de Cemento Gris (ECG)	28 GEIH - Mercado Laboral PIB Trimestral Preliminar EE.UU.				

* La fecha de publicación de las encuestas de opinión de Fedesarrollo están sujetas a cambios.
Fuente: DANE, Bloomberg y EuroStat.



DAVIVIENDA

APOYAMOS
EL CRECIMIENTO
DEL PAÍS
