

MIDIENDO EL VASO

Septiembre 2017

Andrés Pardo Amézquita

Director Ejecutivo

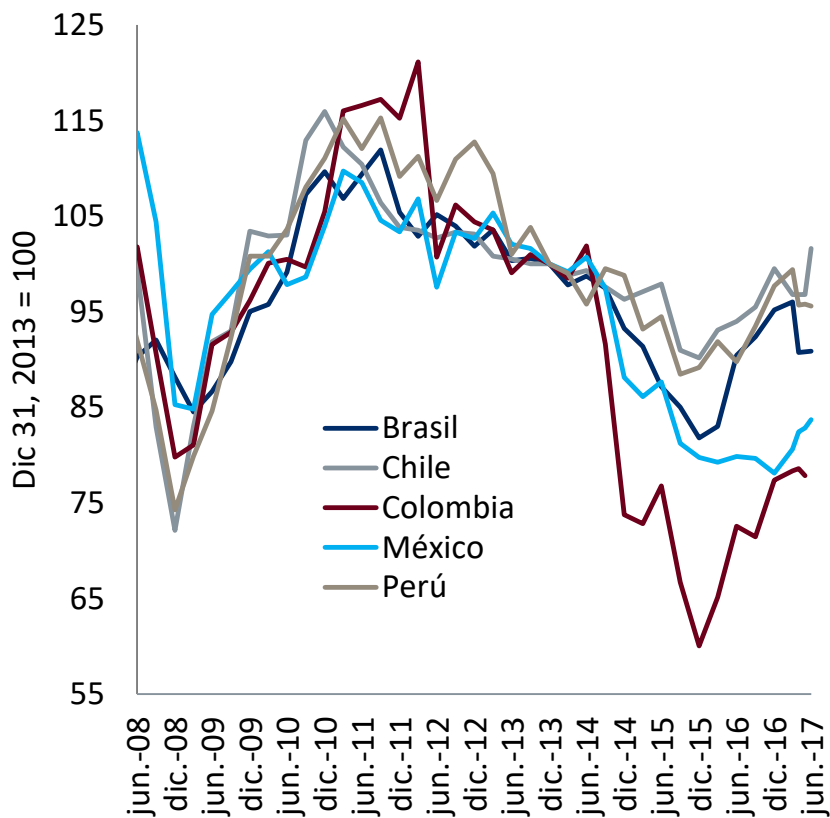
Investigaciones Económicas

+57-1-353 8787 ext. 6165

andres.pardo@corficolombiana.com

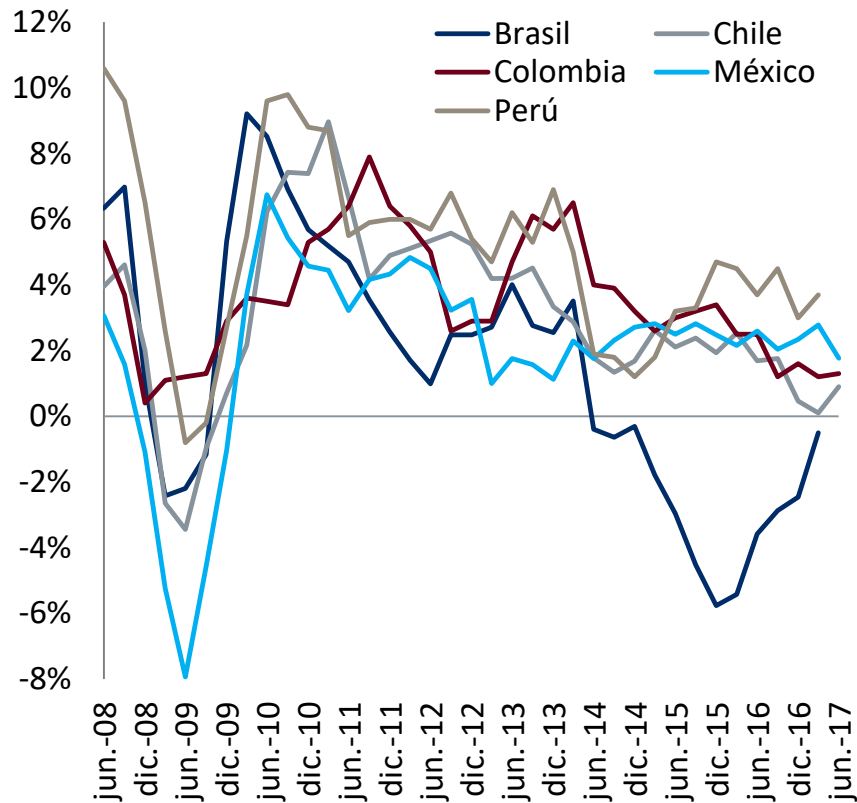
América Latina se ha visto afectada por un importante choque de términos de intercambio, pero el que sufrió Colombia ha sido de los más fuertes en la región y en su historia. Sin embargo, el ajuste en el crecimiento económico ha sido ordenado.

Índices de términos de intercambio en América Latina



Fuente: Bloomberg.

PIB trimestral Crecimiento anual (%)



Fuente: Bloomberg.

El choque externo que registró Colombia en los últimos años solamente es comparable al de la Guerra de los mil días (finales del siglo XIX y comienzos del XX) y al de la Gran Depresión (finales de la década de 1920 y comienzos de la de 1930).

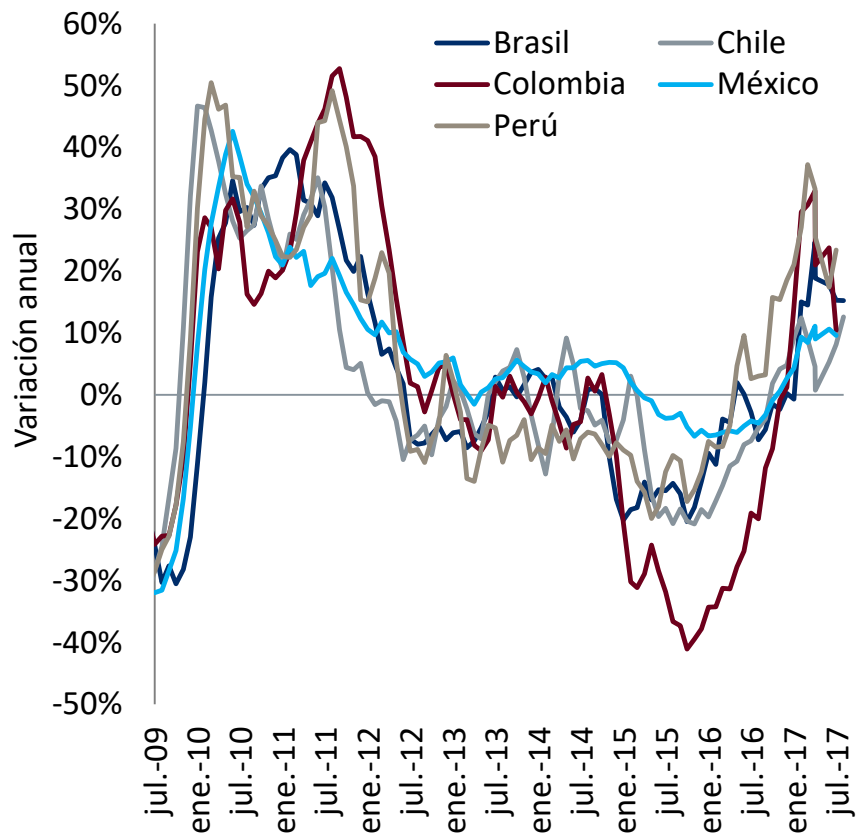
Exportaciones de Colombia durante los mayores choques externos de su historia

Guerra de los mil días (1898-1902)			Gran depresión (1928-1932)			Período reciente (2012-2016)		
Año	Millones USD	Variación	Año	Millones USD	Variación	Año	Millones USD	Variación
1898	17	-45%	1928	130	-50%	2012	61,604	-46%
1902	9		1932	65		2016	32,965	

Fuente: Fedesarrollo, con base en: DANE, GRECO, Torres García (1945), Urrutia (2016), Mc Greevey (1975) y Junguito (2017)

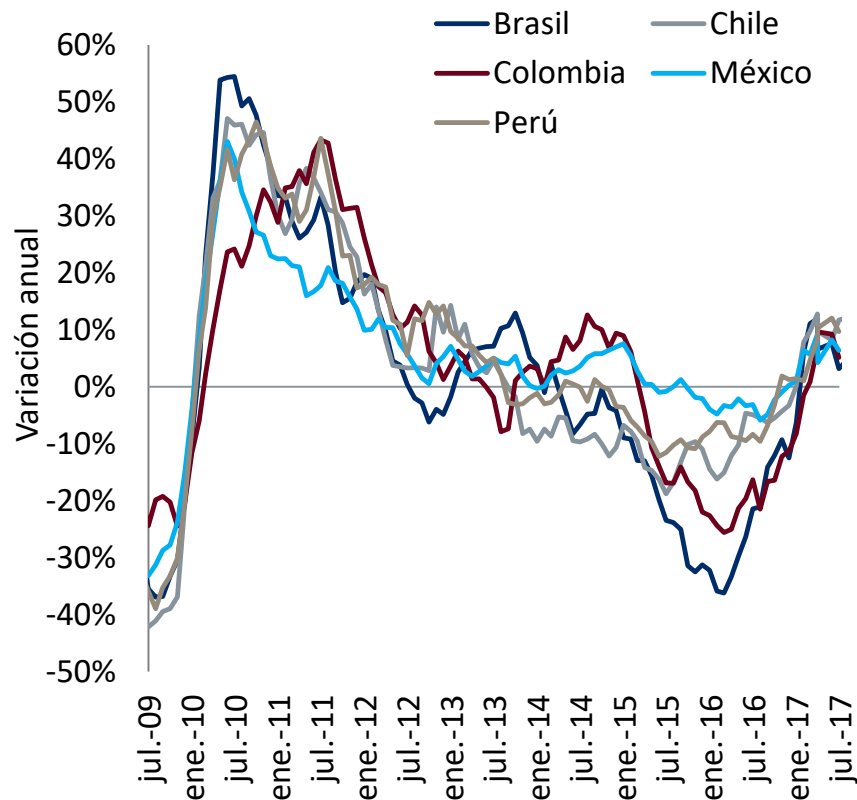
La caída de los precios de las materias primas ha tenido un enorme impacto en las exportaciones, principalmente en Colombia. La política cambiaria y monetaria contribuyó a que al ajuste se diera, en gran parte, a través de una reducción de las importaciones.

Exportaciones (Promedio móvil de 3 meses)



Fuente: Bloomberg.

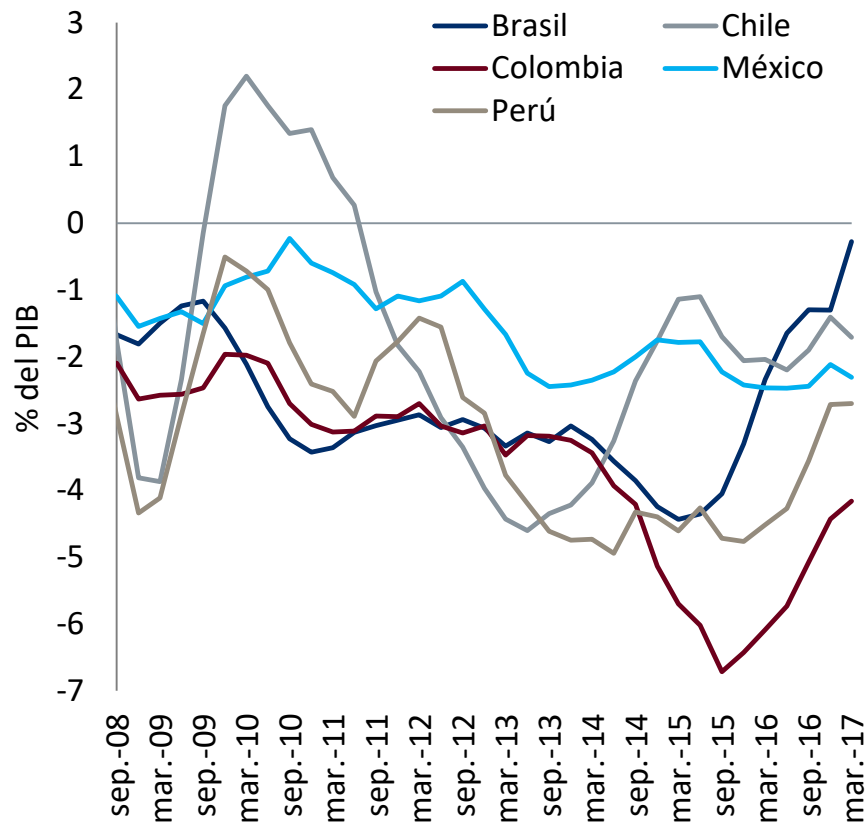
Importaciones (Promedio móvil de 3 meses)



Fuente: Bloomberg.

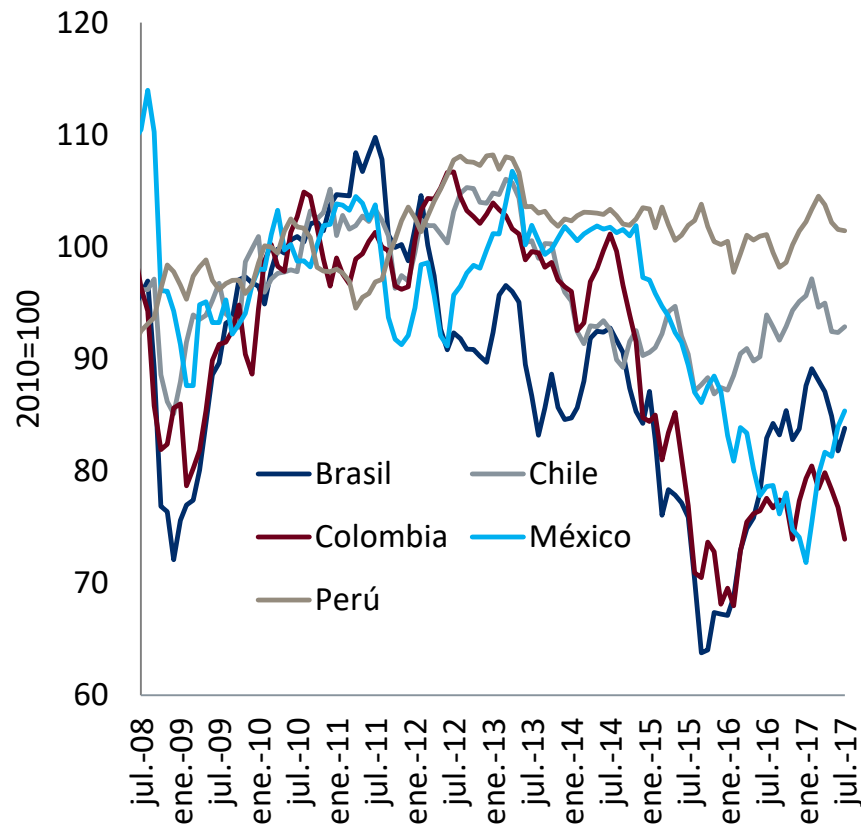
El choque de términos de intercambio conllevó a un muy fuerte deterioro de las cuentas externas, especialmente en Colombia, lo cual aumentó su vulnerabilidad a cambios abruptos en las condiciones financieras internacionales.

Cuenta corriente de la balanza de pagos (suma de 4 trimestres)



Fuente: Bloomberg.

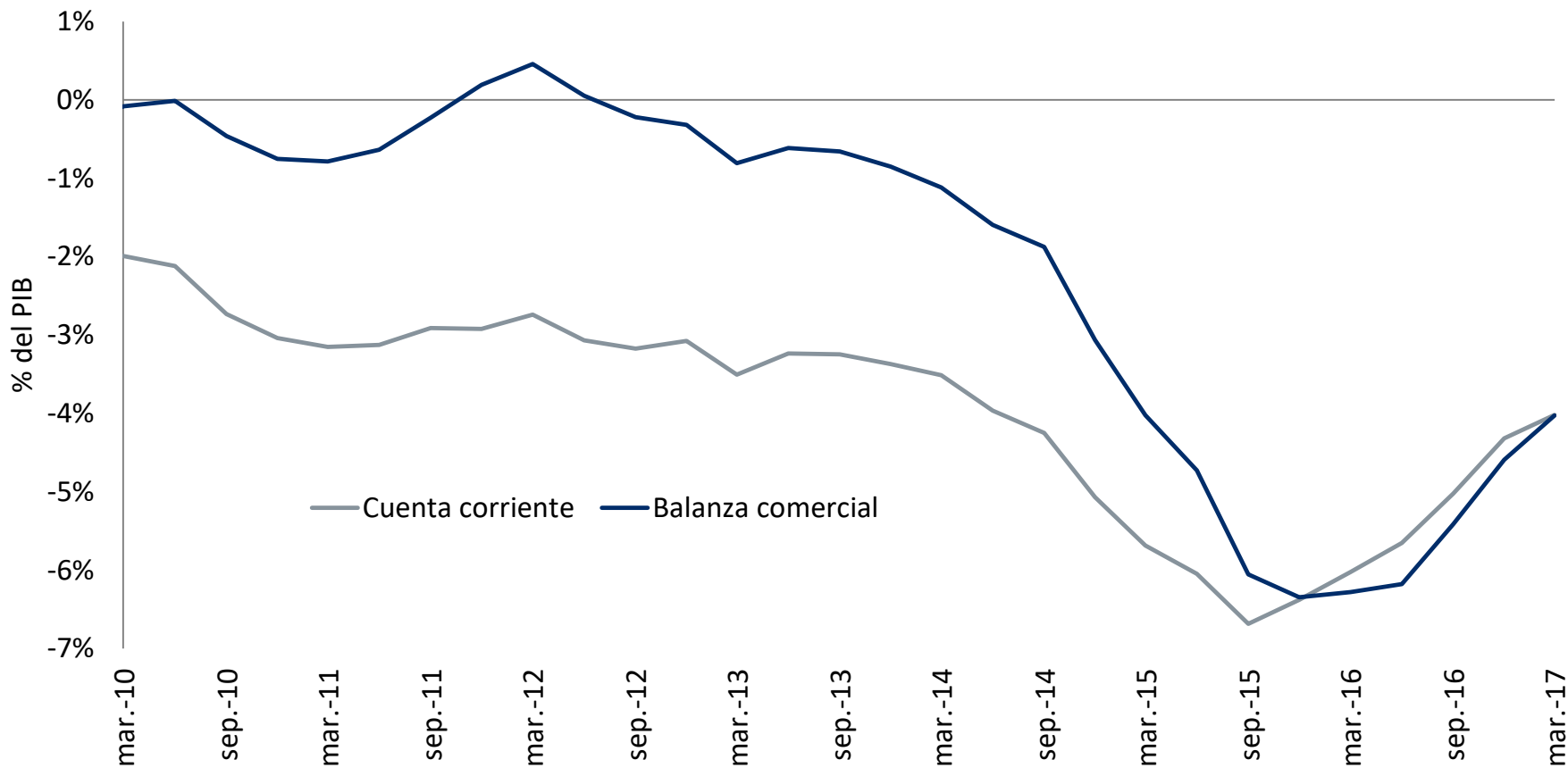
Índice de tasa de cambio real



Fuente: Bloomberg.

Aunque el déficit de cuenta corriente ha registrado una corrección notable y ordenada en los últimos trimestres, su nivel sigue siendo alto en términos históricos y la posibilidad de que se registre una nueva crisis externa sigue presente.

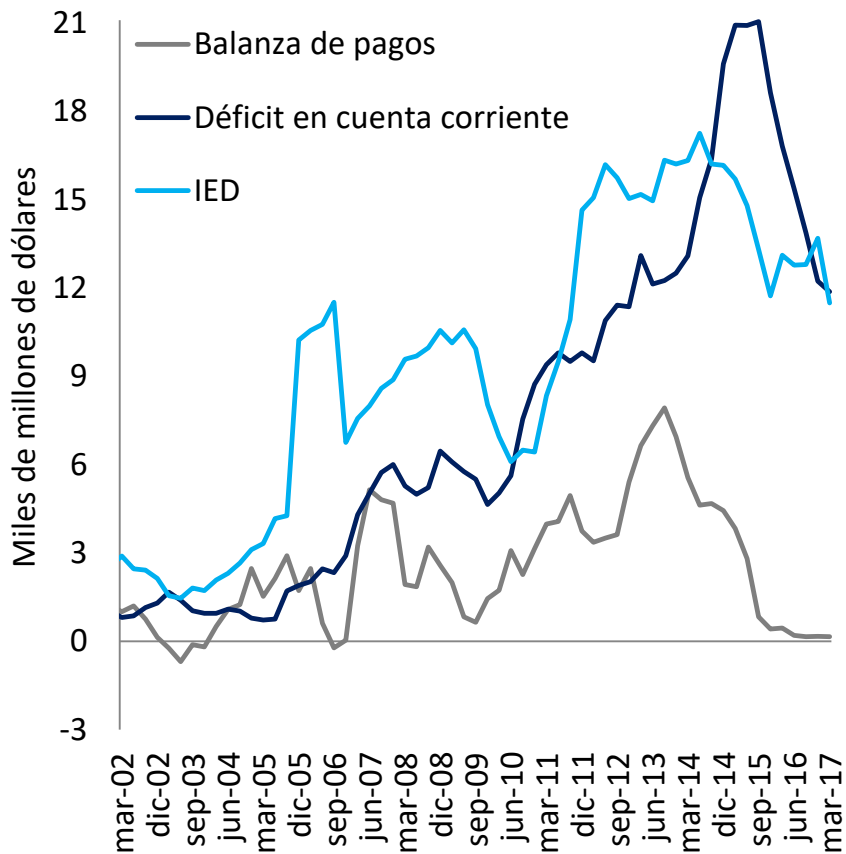
Cuenta corriente y balanza comercial de bienes y servicios (acumulado de 4 trimestres)



Fuente: BanRep.

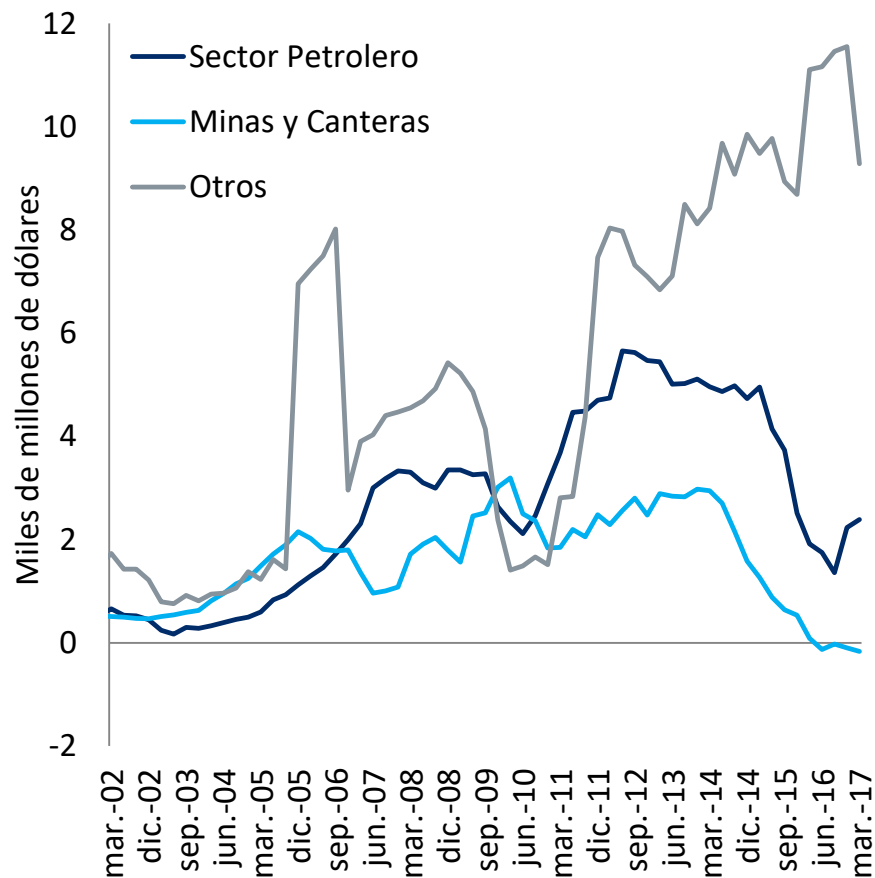
A pesar del abultado déficit de la cuenta corriente, éste está totalmente financiado por la cuenta de capitales privados, especialmente la Inversión Extranjera Directa (IED). Además, la IED hacia sectores diferentes al minero energético ha aumentado.

Balanza de pagos, cuenta corriente e IED (acumulado 12 meses)



Fuente: BanRep.

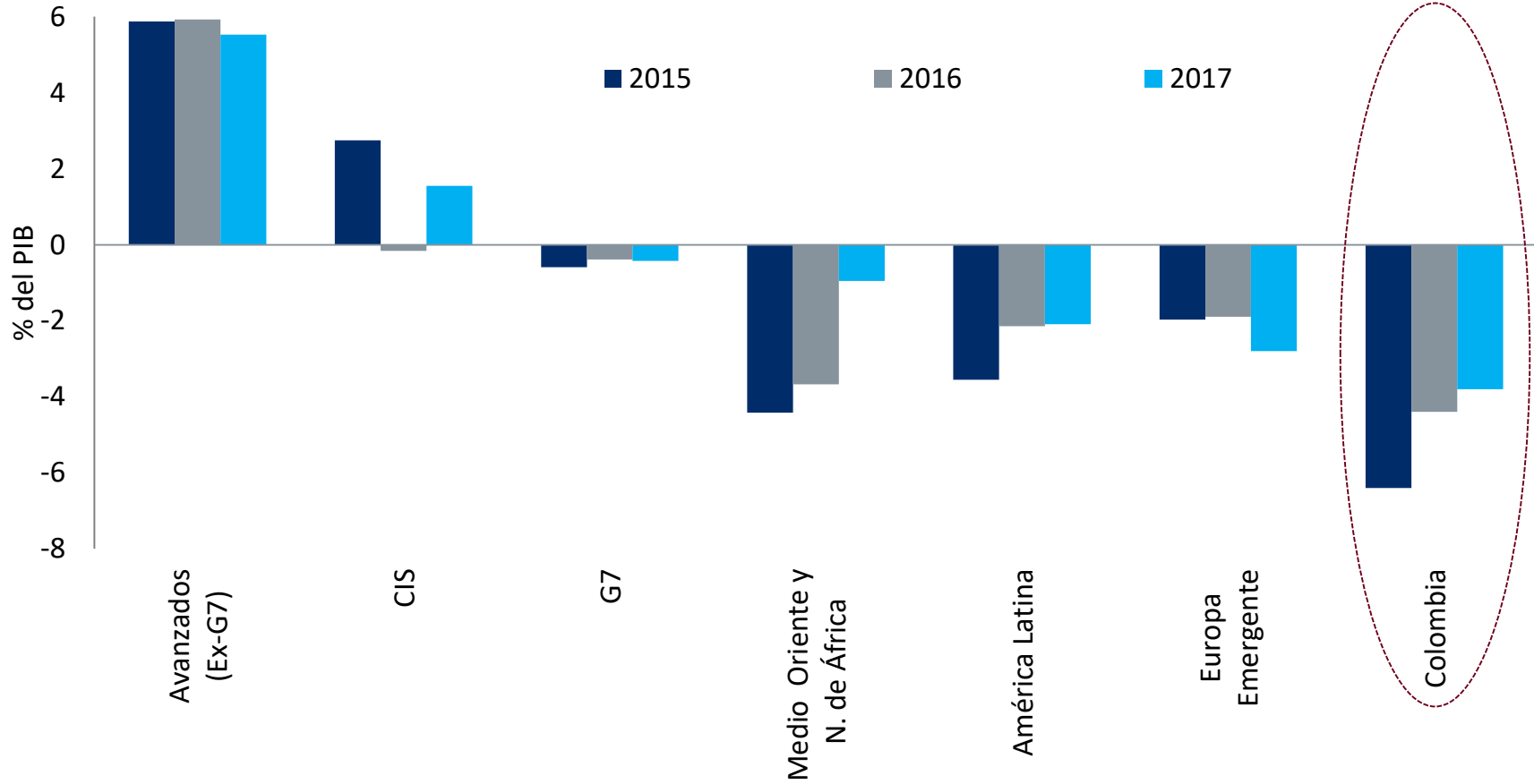
Inversión extranjera directa por sector (acumulado 12 meses)



Fuente: BanRep.

El déficit de la cuenta corriente de Colombia también es uno de los más altos del mundo, lo cual la hace especialmente vulnerable a choques externos (nueva recaída del petróleo, fortalecimiento generalizado del dólar, endurecimiento de condiciones financieras).

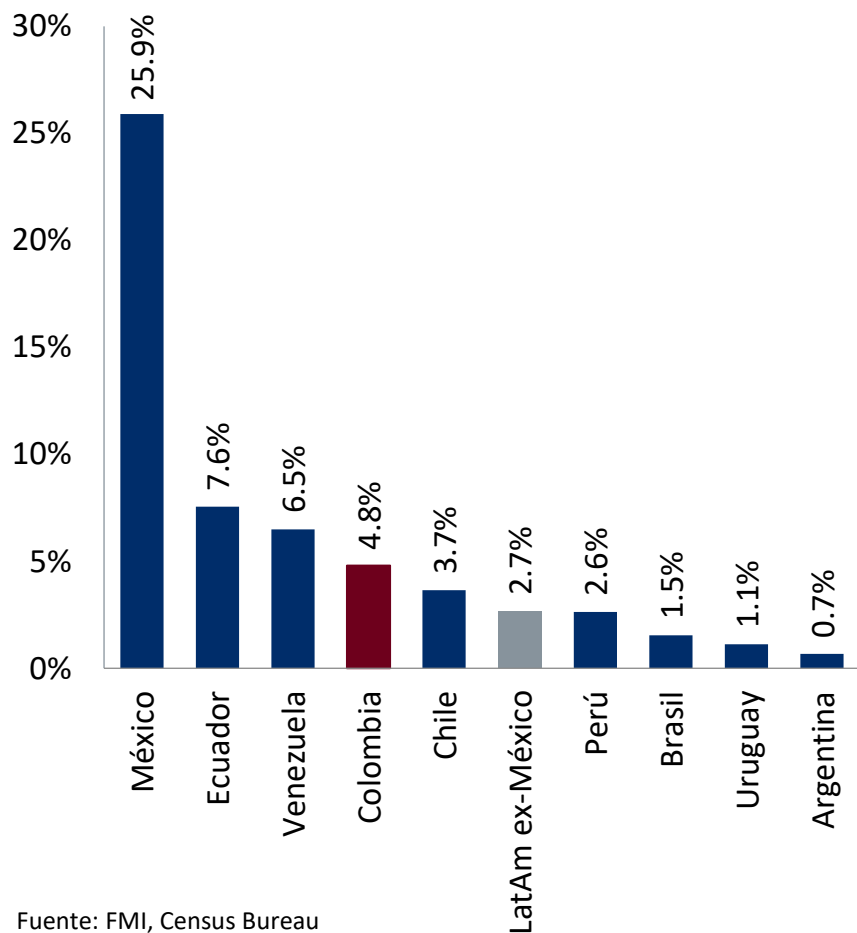
Balance de la cuenta corriente



Fuente: FMI, Corficolombiana.

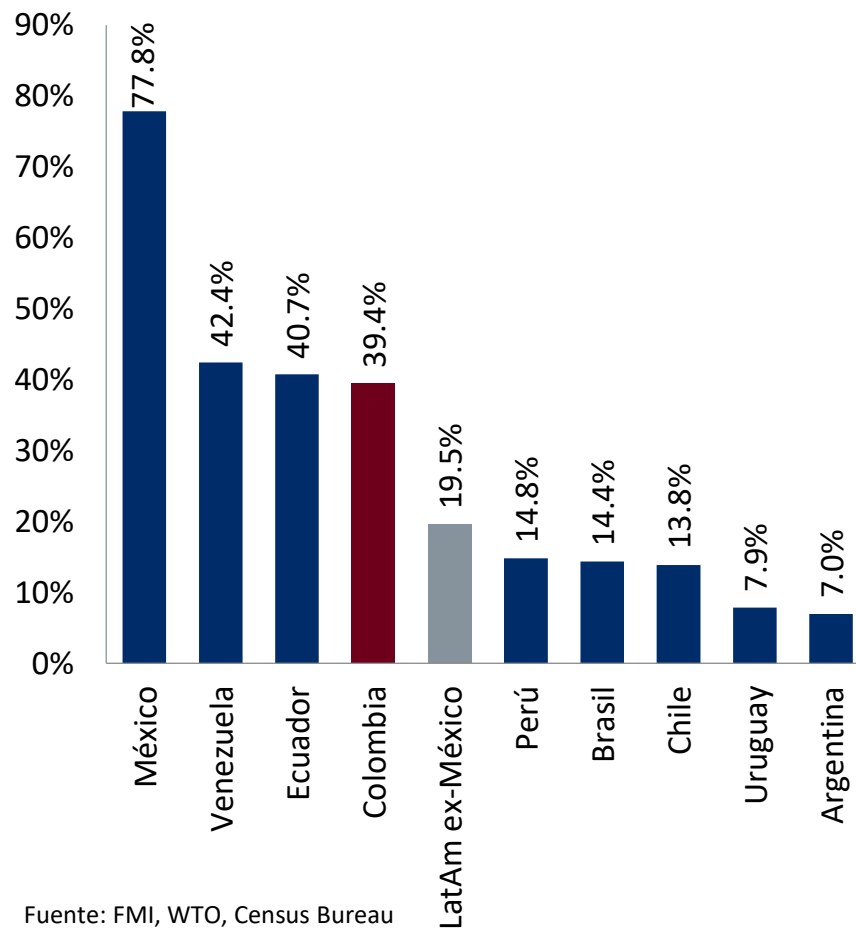
La economía colombiana es una de las más vulnerables a trabas al comercio externo provenientes de EEUU, debido a la alta exposición comercial de Colombia hacia ese país.

Exportaciones a EEUU
% del PIB



Fuente: FMI, Census Bureau

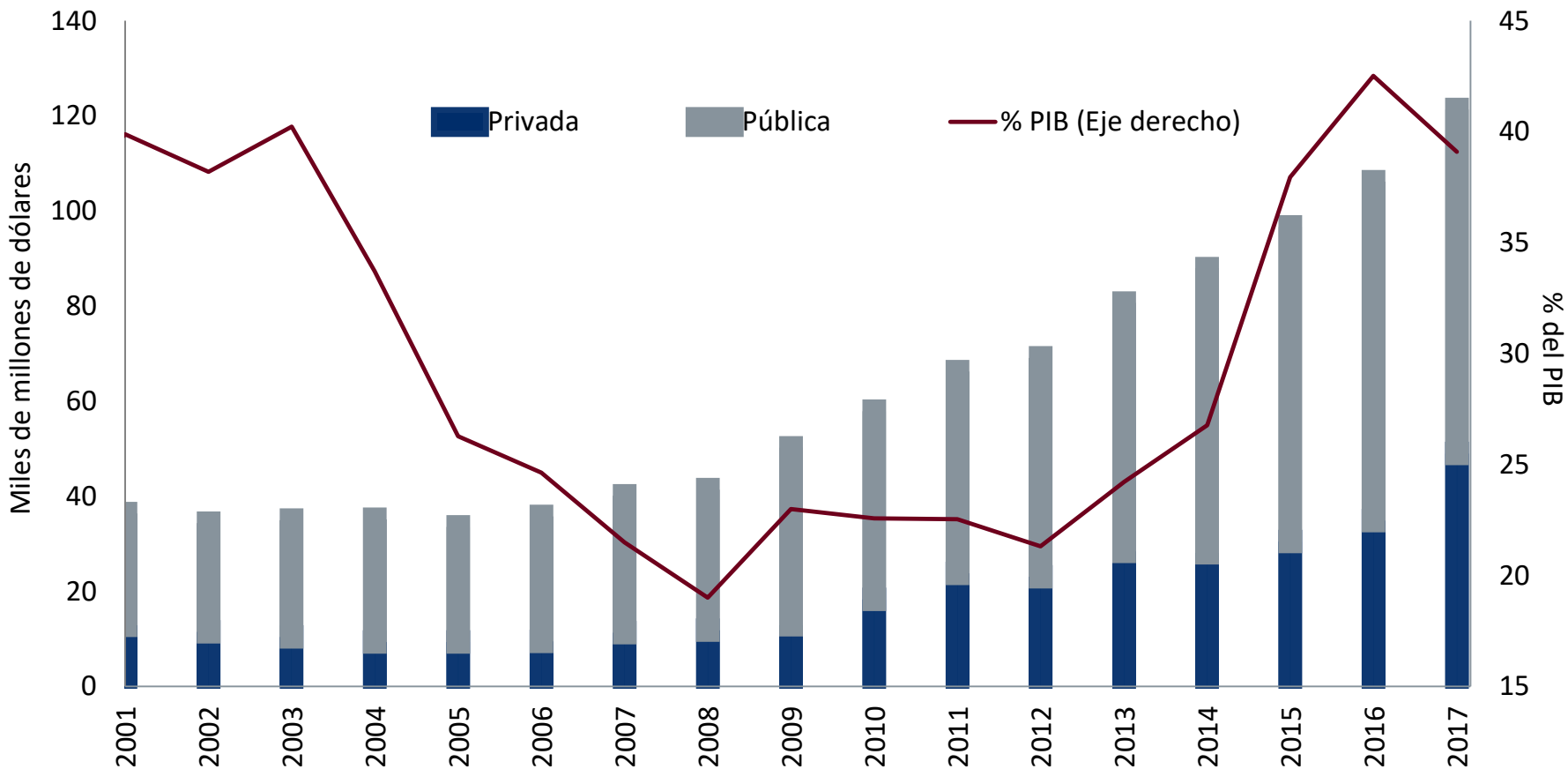
Exportaciones a EEUU
% del las exportaciones totales



Fuente: FMI, WTO, Census Bureau

El alto nivel de deuda externa, la debilidad de la economía y la incertidumbre sobre la caída del PIB potencial implican que hay menos margen de maniobra para enfrentar nuevos choques externos. Este es un factor de riesgo para la calificación soberana.

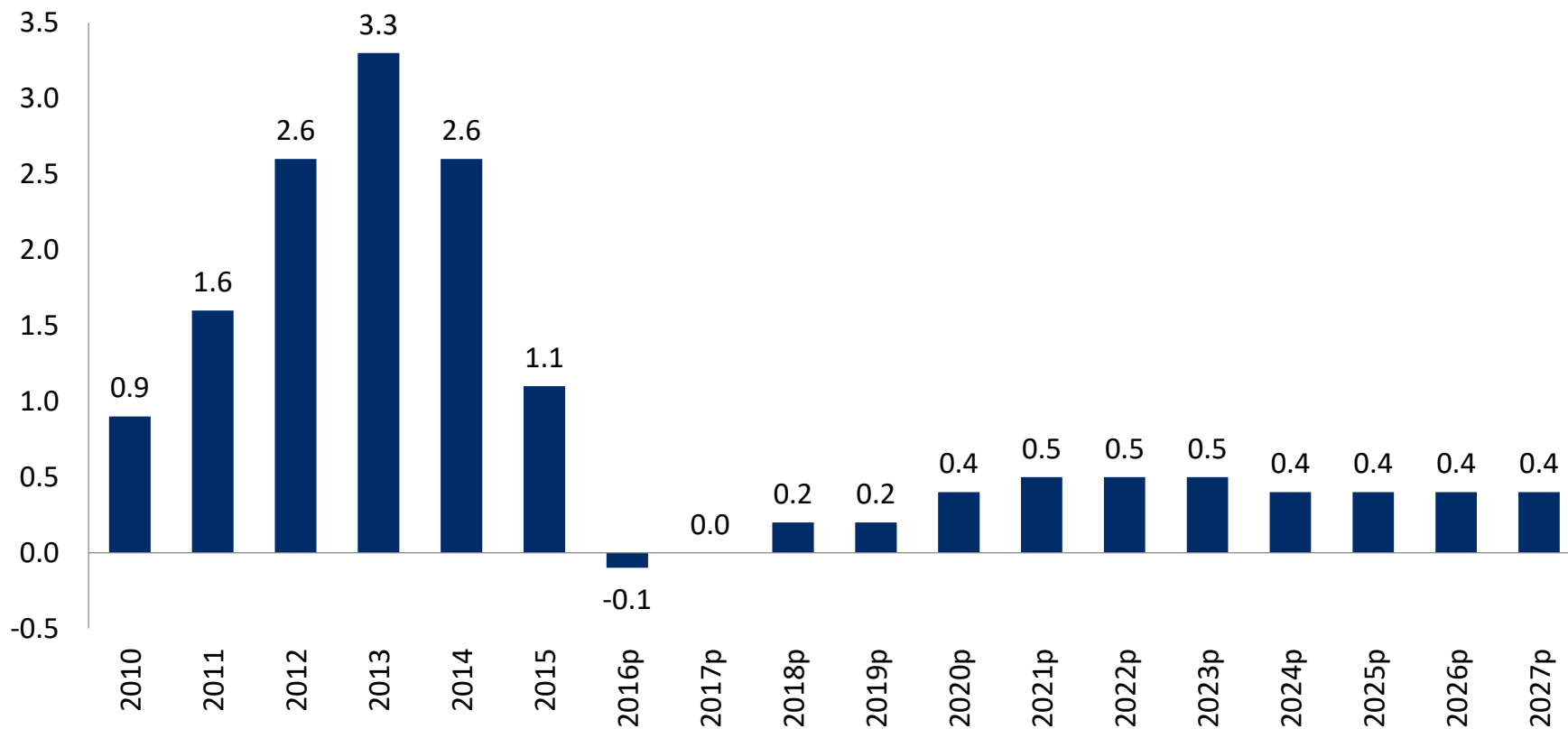
Deuda externa de Colombia



Fuente: BanRep.

Las cuentas fiscales también sufrieron un enorme deterioro. La renta petrolera del Gobierno Central pasó de un máximo de 23.8 billones de pesos en 2013 (3.3% del PIB) a ser nula en 2016 y 2017 y no se espera un repunte importante en los próximos años.

Ingresos petroleros* del Gobierno Nacional Central % del PIB

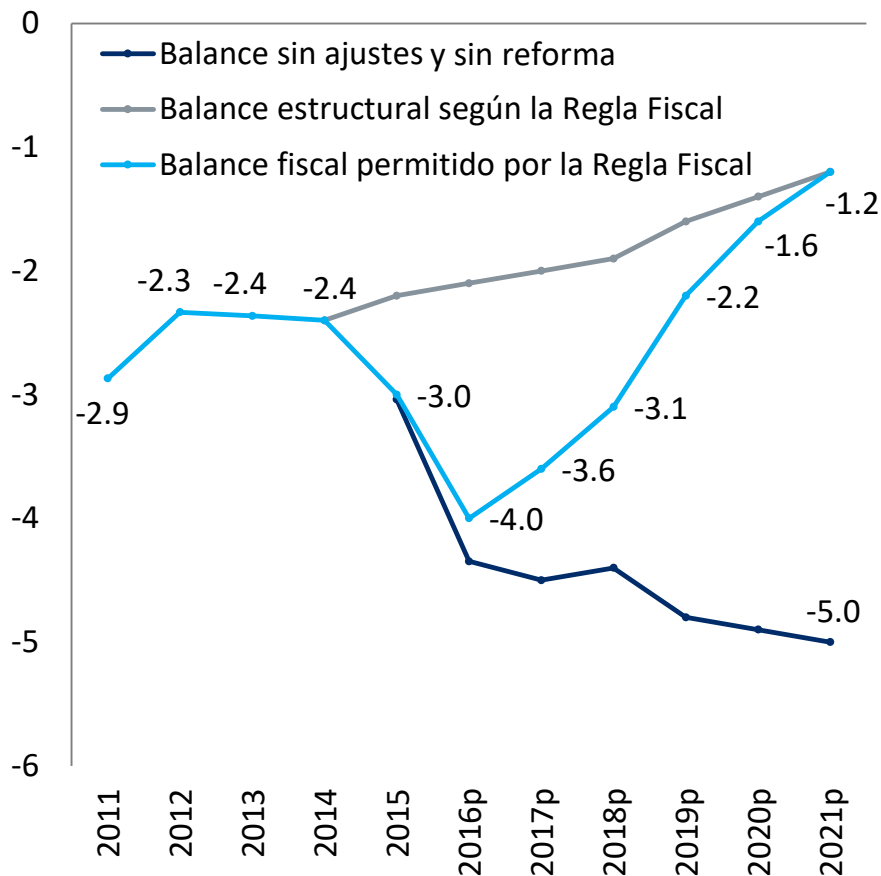


Fuente: MinHacienda.

*Por concepto de impuesto de Renta y CREE, y dividendos de Ecopetrol.

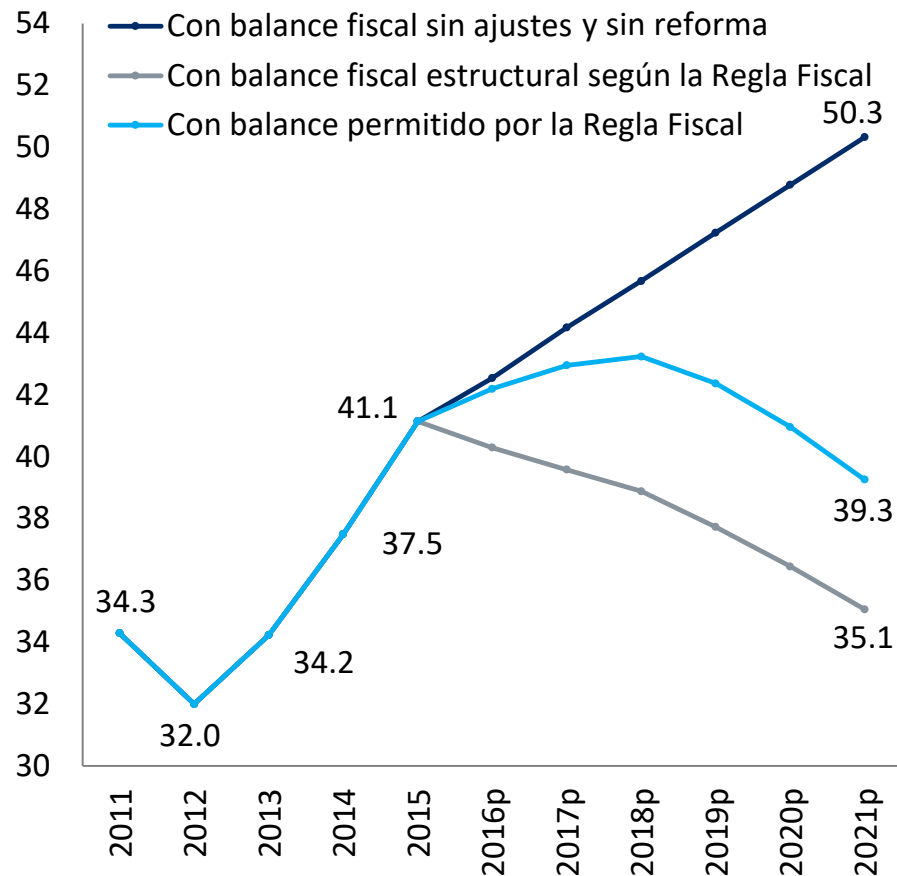
Sin ningún tipo de ajuste fiscal, el déficit fiscal y la deuda pública habrían seguido una senda explosiva e insostenible en los próximos años.

Balance Fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC)
% del PIB



Fuente: MinHacienda. Cálculos Corficolombiana

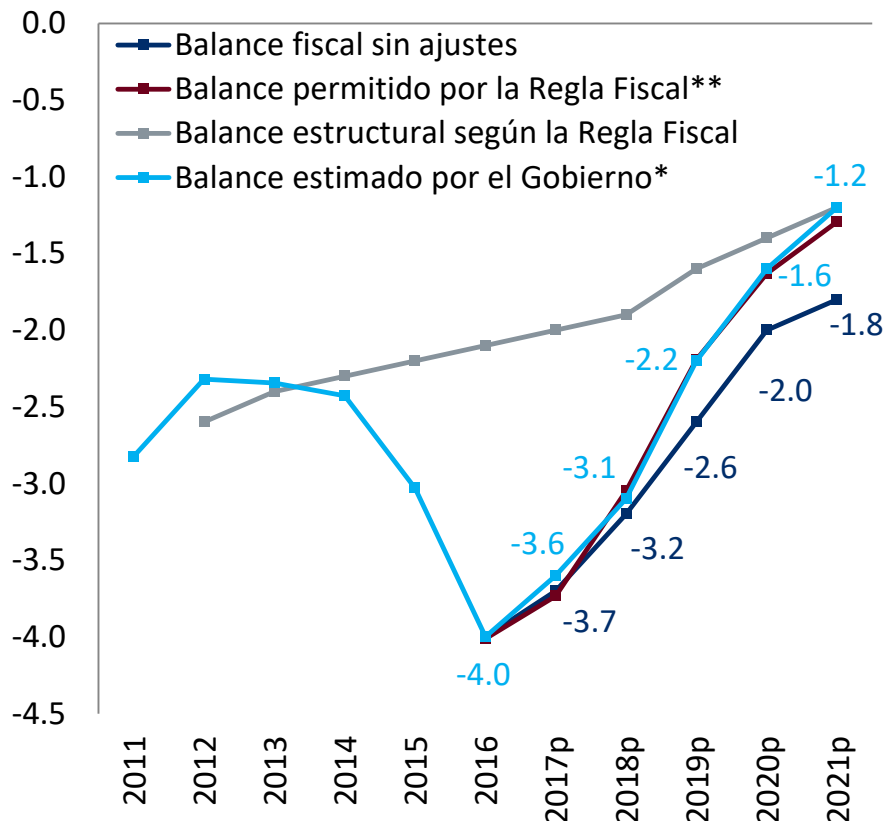
Deuda bruta del Gobierno Nacional Central (GNC)
% del PIB



Fuente: MinHacienda. Cálculos Corficolombiana

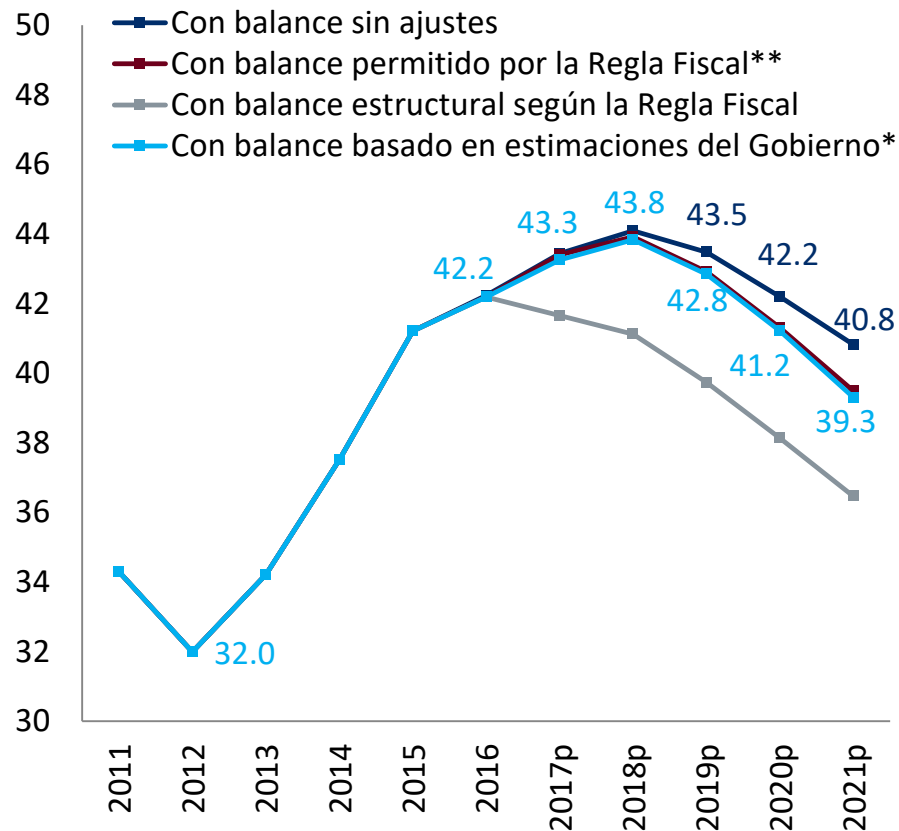
La reforma tributaria era necesaria para aumentar el recaudo progresivamente, reducir el déficit fiscal y estabilizar la deuda pública, y corrigió algunos problemas de la estructura tributaria. Sin embargo, se requerirán mayores ajustes, especialmente a partir de 2019.

Balance fiscal del Gobierno Central con reforma tributaria
% del PIB



Fuente: MinHacienda. Cálculos: Corficolombiana. *Permitido por la Regla Fiscal según cálculos del Gobierno ** Permitido por la Regla Fiscal según cálculos de Corficolombiana

Deuda bruta del Gobierno Central con reforma tributaria
% del PIB



Fuente: MinHacienda. Cálculos: Corficolombiana. *Permitido por la Regla Fiscal según cálculos del Gobierno ** Permitido por la Regla Fiscal según cálculos de Corficolombiana

El aumento esperado del recaudo de la reforma tributaria es menor que el ajuste que se requería y que la propuesta original, además de que depende de unos supuestos que lucen optimistas a partir de 2020.

Recaudo adicional del Gobierno Nacional Central con reforma tributaria (Billones de pesos)

Concepto	2017	2018	2019	2020	2021	2022
IVA	6.5	7.6	8.3	9.2	10.0	10.8
Impuesto al Consumo	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
GMF (4 por mil)	0.0	0.0	2.2	4.8	7.8	11.4
Impuesto sobre la renta de empresas	-1.3	-2.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8
Impuesto sobre la renta de individuos	0.0	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
Impuesto al Carbono (combustibles)	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
Subtotal	6.1	6.7	12.0	15.6	19.4	23.9
Gestión DIAN	0.0	0.0	3.6	5.0	6.6	7.2
Formalización y mayor crecimiento	0.0	0.5	2.6	7.7	7.3	8.5
TOTAL	6.1	7.2	18.2	28.3	33.4	39.6

Recaudo adicional del Gobierno Nacional Central con reforma tributaria (% del PIB)

Concepto	2017	2018	2019	2020	2021	2022
IVA	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Impuesto al Consumo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
GMF (4 por mil)	0.0	0.0	0.2	0.4	0.6	0.9
Impuesto sobre la renta de empresas	-0.1	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Impuesto sobre la renta de individuos	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Impuesto al Carbono (combustibles)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Subtotal	0.7	0.7	1.1	1.3	1.9	1.8
Gestión DIAN	0.0	0.0	0.3	0.4	0.5	0.5
Formalización y mayor crecimiento	0.0	0.0	0.2	0.6	0.6	0.6
TOTAL	0.7	0.7	1.6	2.3	3.0	2.9

Fuente: MinHacienda, Corficolombiana.

La reforma fue mucho menos ambiciosa que la propuesta de la Comisión de Expertos, que apuntaba a un recaudo adicional del Gobierno Nacional Central de 1.5% del PIB en 2017-2018 y de 2.5% en 2019.

Resumen del impacto estimado de las propuestas de la Comisión Tributaria sobre el recaudo (Febrero 2016)

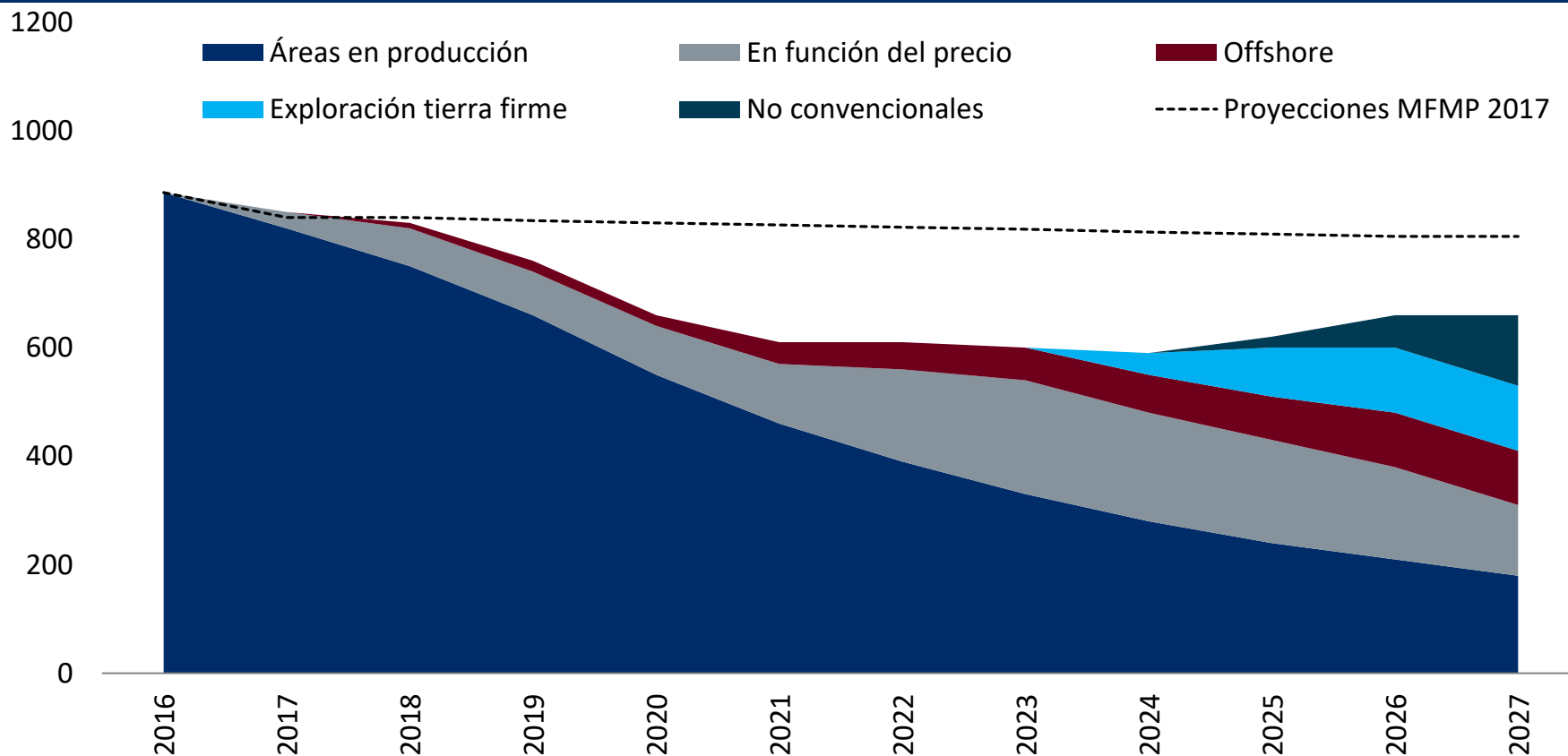
Concepto	% del PIB	Billones de pesos de 2016
Impuesto nacionales (1+2+3+4)		
Sin descuento IVA adquisición de bienes de capital	1.75	14.9
Con descuento IVA adquisición de bienes de capital	0.95	8.1
Con descuento IVA adquisición de bienes de capital en 3 años	1.50	12.8
1. Impuestos directos (principalmente el impuesto sobre la renta)	Neutral	Neutral
2. IVA + Impuesto al Consumo		
Sin descuento IVA adquisición de bienes de capital	1.72	14.7
Con descuento IVA adquisición de bienes de capital	0.92	7.8
3. GMF	-0.09	-0.8
4. Impuesto a la gasolina y al ACPM	0.12	1.0
Impuestos territoriales	0.39	3.3
5. Cigarrillos y tabaco	0.06	0.5
6. Cervezas y licores	0.15	1.3
7. Sobretasa a la gasolina y al ACPM	0.18	1.5

Fuente: Cálculos Fedesarrollo, con base en Fedesarrollo y DIAN

Además, los ingresos petroleros que están consignados en el Marco Fiscal de Mediano Plazo también parecen ser optimistas, pues las inversiones que se requerirían para que se cumpla la estimación de producción de petróleo en los próximos años son muy exigentes.

Pronóstico de producción de petróleo en Colombia (ACP)

Miles de barriles diarios



Fuente: ACP y Minhacienda

La inversión del GNC bajó fuertemente en 2016 y en ausencia de reforma tributaria habría bajado mucho más en 2017; sin embargo, este gasto se tendrá que recortar sustancialmente en 2018.

Eran 124.2 sin reforma
(antes se esperaba 127)

Balance fiscal del Gobierno Nacional Central según el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2017

	Billones de pesos			% PIB		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Ingresos Totales	128.4	140.7	150.5	14.9%	15.3%	15.4%
Tributarios	117.3	130.4	139.2	13.6%	14.2%	14.2%
DIAN	117.0	130.0	139.2	13.5%	14.2%	14.2%
No tributarios	0.7	0.7	0.7	0.1%	0.1%	0.1%
Recursos de Capital	8.7	7.1	8.2	1.0%	0.8%	0.8%
Excedentes de empresas	1.6	2.1	2.1	0.2%	0.3%	0.3%
Fondos especiales	1.7	2.5	2.3	0.2%	0.3%	0.3%
Gastos Totales	163.3	174.1	180.6	18.9%	19.0%	18.5%
Intereses	25.4	27.5	29.6	2.9%	3.0%	3.0%
Funcionamiento	120.4	128.7	136.8	14.0%	14.0%	14.0%
Inversión	17.6	17.9	14.2	2.0%	2.0%	1.5%
Préstamo neto	-0.1	0.0	0.0	0.0%	0.0%	0.0%
BALANCE TOTAL	-34.9	-33.4	-30.2	-4.0%	-3.6%	-3.1%
Balance cíclico	-16.0	-15.5	-11.6	-1.9%	-1.7%	-1.1%
Ciclo económico	-4.5	-4.0	-4.3	-0.5%	-0.4%	-0.4%
Ciclo energético	-11.5	-11.4	-7.3	-1.3%	-1.2%	-0.7%
BALANCE ESTRUCTURAL	18.0	-18.3	-18.6	-2.2%	-2.0%	-1.9%

Fuente: Ministerio de Hacienda.

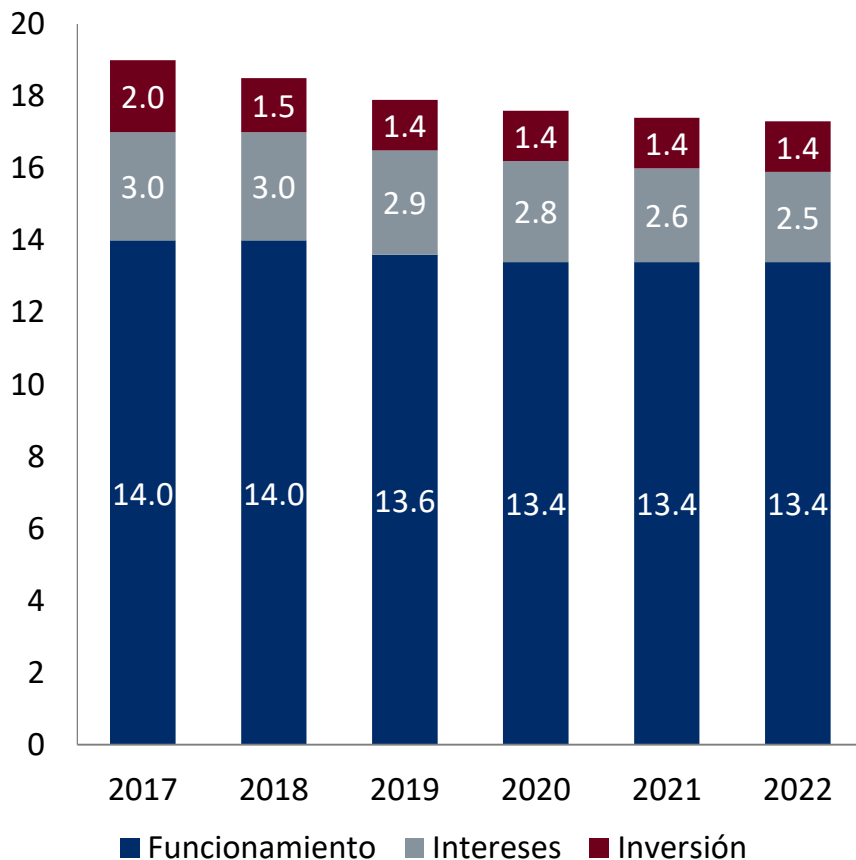
Eran 12.1
sin reforma

Cayó desde 3.1% en 2015
y bajará a 1.5% en 2018

Comité de la Regla Fiscal
los aumentó: eran 3.3%
en 2017 y 2.7% en 2018

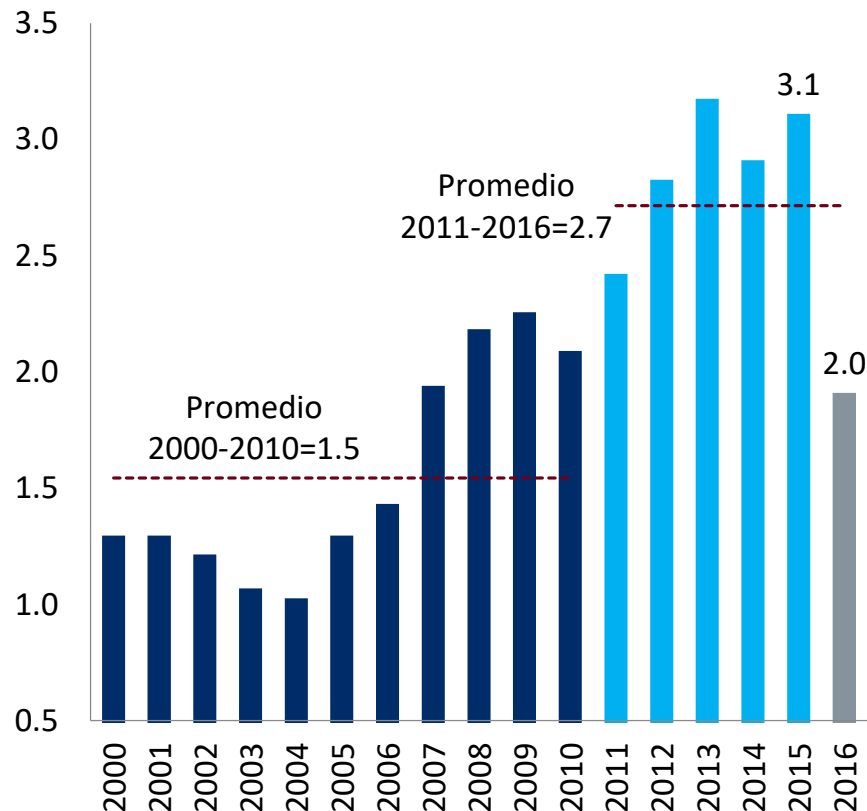
El recaudo adicional de la reforma tributaria también requiere mantener la inversión pública baja, que es inconveniente por los compromisos de los acuerdos de paz. El próximo Gobierno tendría que hacer otra reforma en la primera mitad de su periodo.

Gastos del GNC con reforma tributaria
% del PIB



Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2017.

Inversión del Gobierno Nacional Central (GNC)
% del PIB



Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2017.

El posconflicto podría generar costos anuales adicionales de 1.1% del PIB en un lapso de 10 años (0.7% del PIB en 15 años), incluyendo los programas que se vienen implementando en los últimos años.

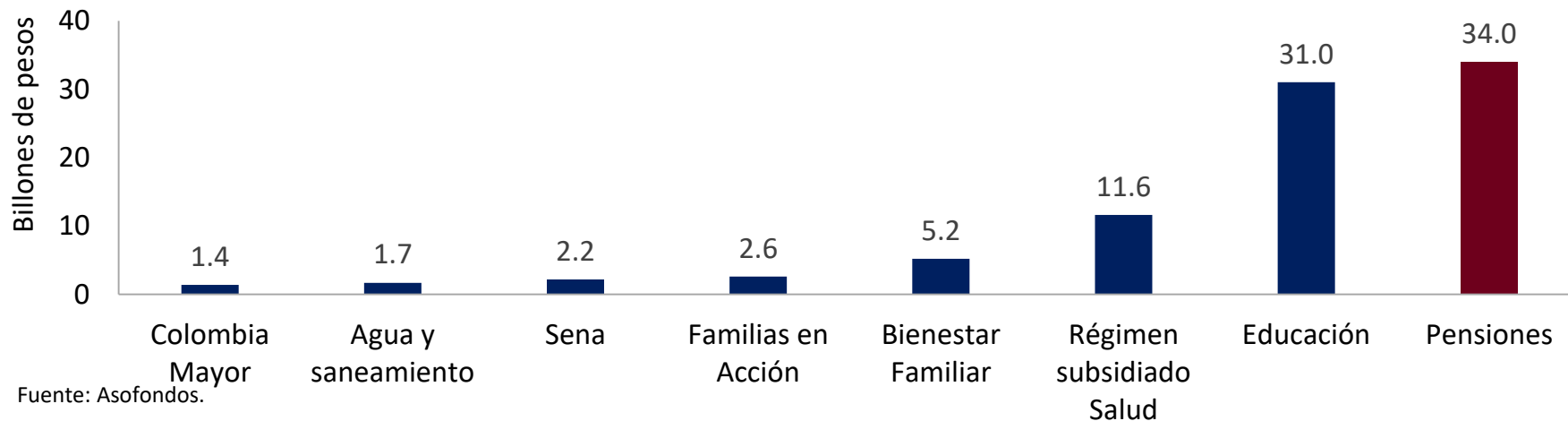
Costos anuales del posconflicto

	% del PIB
Programas	
Desmovilización, desarme y reinserción	0.1%
Reforma rural (Misión para la Transformación del Campo)	1.2%
Restitución de tierras	0.8%
Créditos al sector rural	0.1%
Inversión rural	0.1%
Seguridad social en pensiones a la población rural	0.2%
Reparación a las víctimas (Ley 1448 de 2011) (Excluye restitución de tierras)	0.9%
Jurisdicción Especial para la Paz	0.0%
Total costos brutos	2.2%
Apropiaciones presupuestales existentes	
Instituto Colombiano de Desarrollo Rural (Incoder)	}
Unidad para la Atención y Reparación Integral a las Víctimas	
Agencia Colombiana para la Reintegración	
Unidad de Restitución de Tierras	
Total costos netos	1.1%

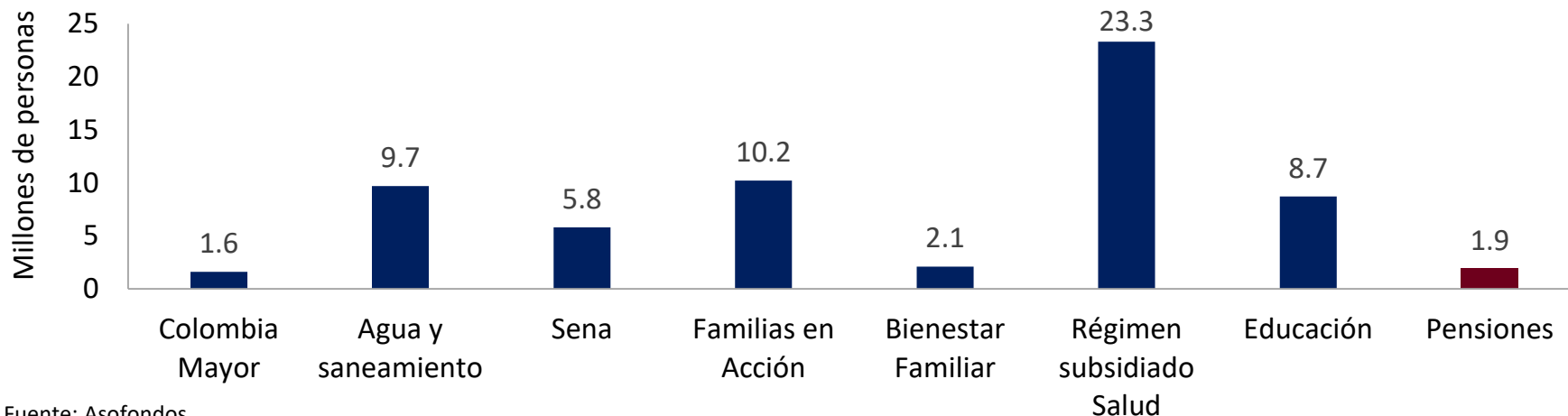
Calculos: Corficolombiana (basado en DNP, ANIF, Bank of America)

Urge una reforma al sistema de pensiones público porque está generando presiones fiscales insostenibles, además de ser inequitativo.

Montos en el Presupuesto General de la Nación

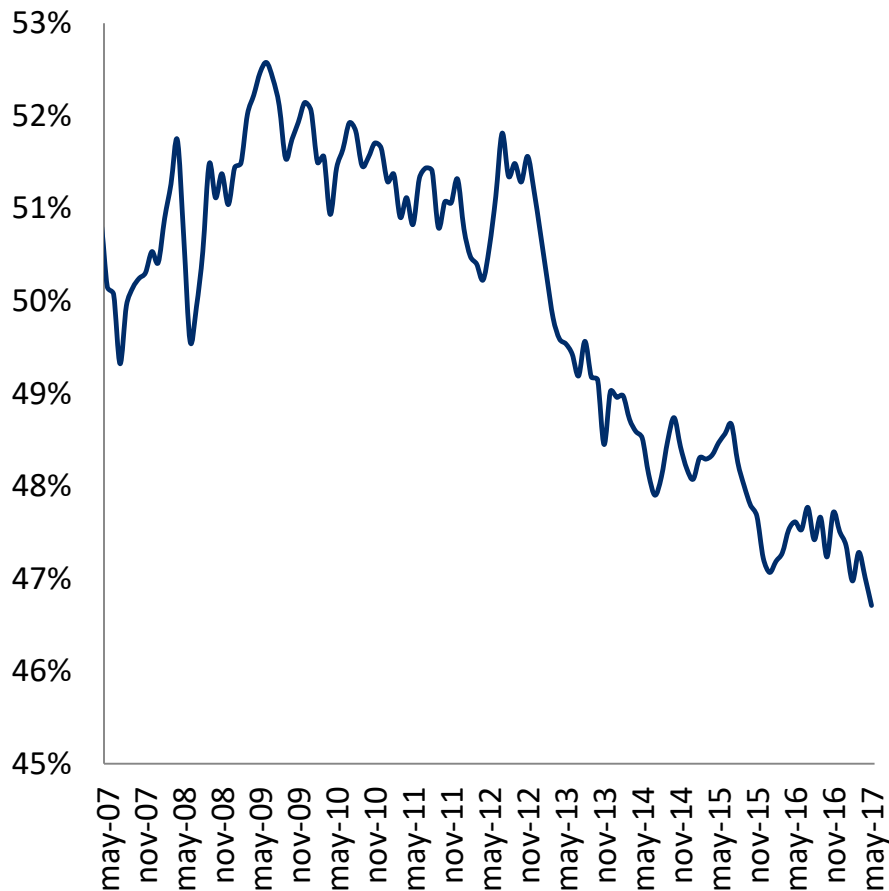


Número de beneficiarios



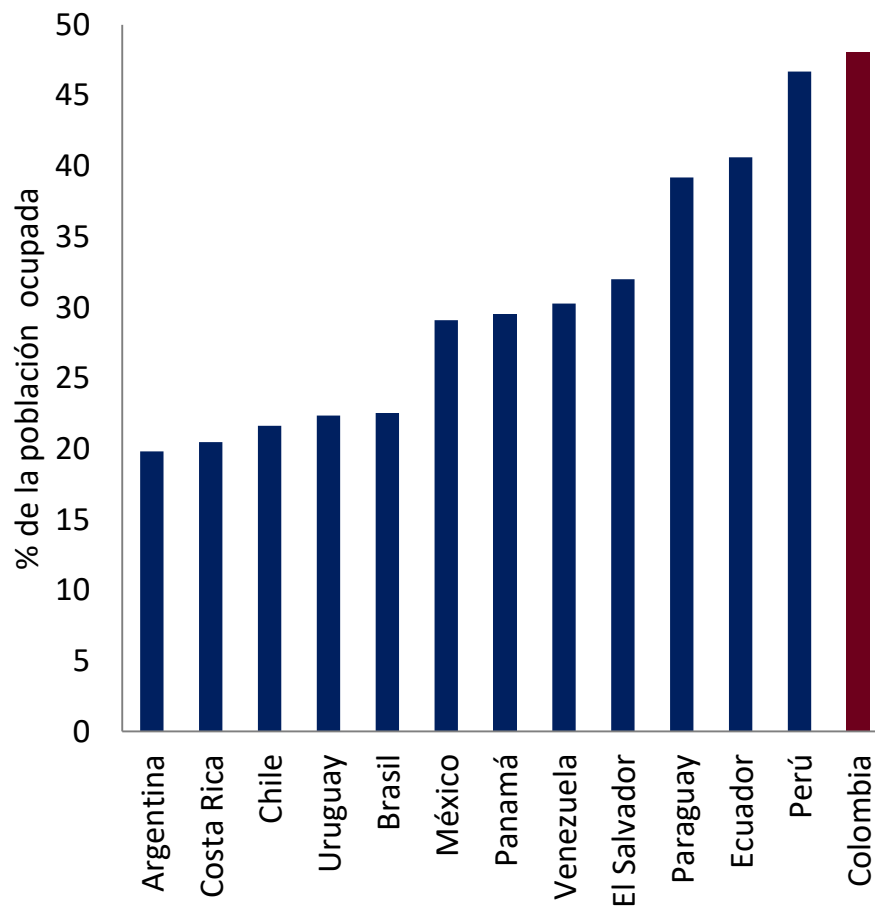
También urge una reforma laboral en conjunto con la pensional para reducir los elevados niveles de informalidad.

Participación del empleo informal dentro del total en Colombia (trimestre móvil)



Fuente: DANE

Participación del empleo informal como proporción de la población ocupada en América Latina (2013)



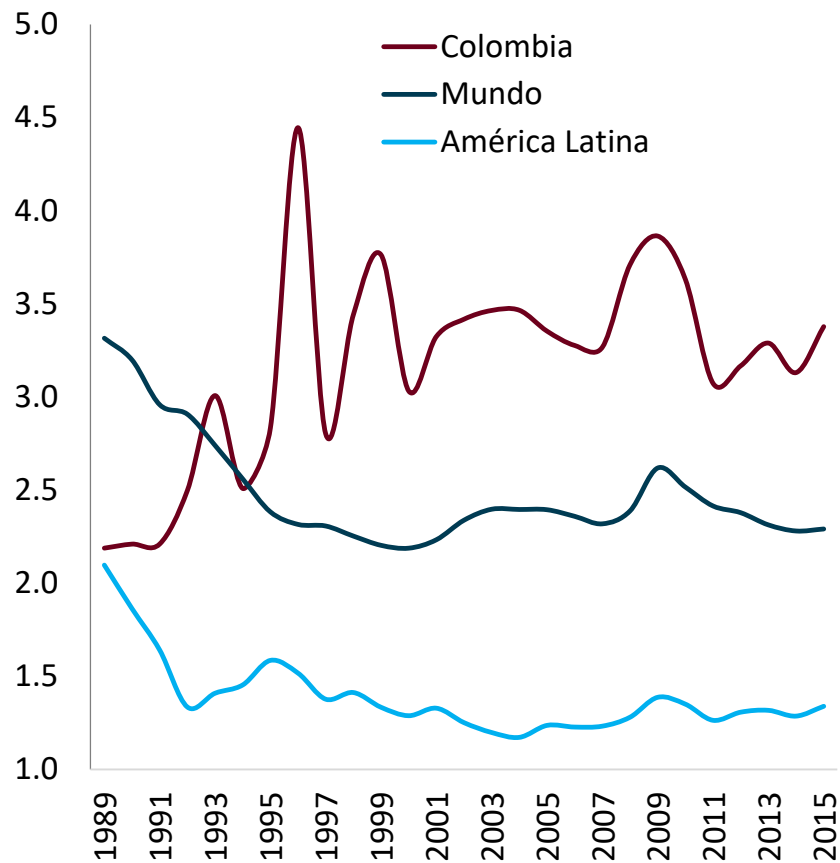
Fuente: Banco Mundial

Un acuerdo de paz elevaría el crecimiento del PIB en el mediano-largo plazo, pero no esperamos un impacto importante en el de corto plazo porque los costos fiscales son considerables y porque la liberación de recursos de defensa tardará varios años.

Comentarios

- Un acuerdo de paz incrementaría el crecimiento potencial del PIB en el mediano-largo plazo debido al aumento en la confianza inversionista, al menor gasto militar, a la liberación de recursos públicos para inversión social e infraestructura, y a una mayor inversión privada (con especial énfasis en el sector agrícola).
- No obstante, dudamos que la liberación de recursos que se destinan a defensa se materialice en el corto plazo.
- El Estado tendrá que fortalecer su presencia en donde dominaba la guerrilla, y en las ciudades, para evitar brotes de violencia urbana. El gasto en defensa se deberá mantener en los primeros años posteriores a un acuerdo.
- El Estado tendrá que sufragar los gastos que resulten de los compromisos incluidos en los acuerdos de paz (estimación es imprecisa, pero podrían rondar los 100 billones de pesos de 2016 u 11% del PIB en los próximos 15 años), además de los de la reparación a las víctimas que ya se vienen incorporando en el presupuesto hace unos años.
- El impacto sobre el crecimiento de corto plazo será limitado.

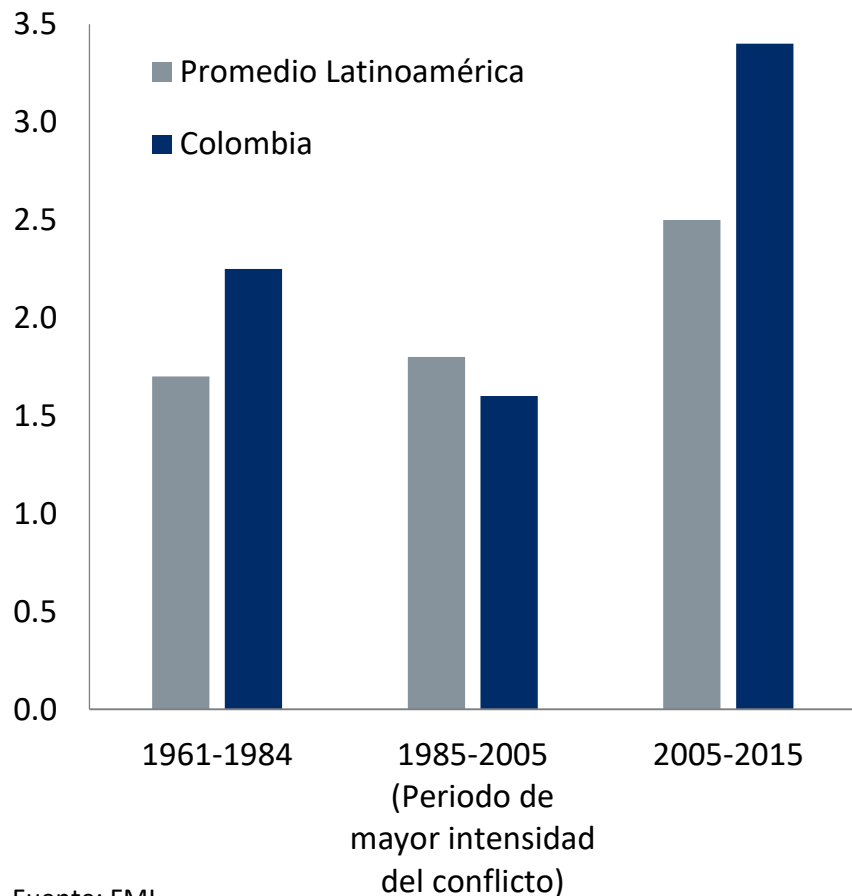
Gasto militar en Colombia y el mundo % del PIB



Fuente: Banco Mundial

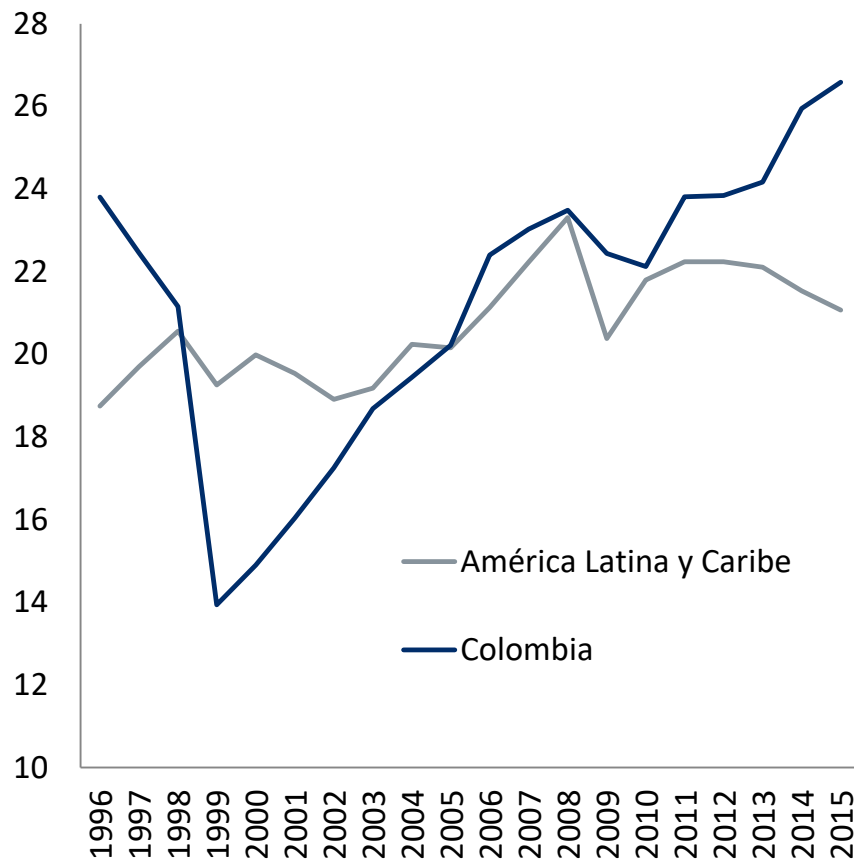
Además, creemos que una porción significativa del “dividendo de paz” ya se ha materializado en los últimos 10-15 años, así que el impacto en el crecimiento del PIB podría ser menor de lo que se ha mencionado (del orden de 0.5 puntos porcentuales).

Ingreso per cápita en Colombia y América Latina
Crecimiento promedio anual (%)



Fuente: FMI

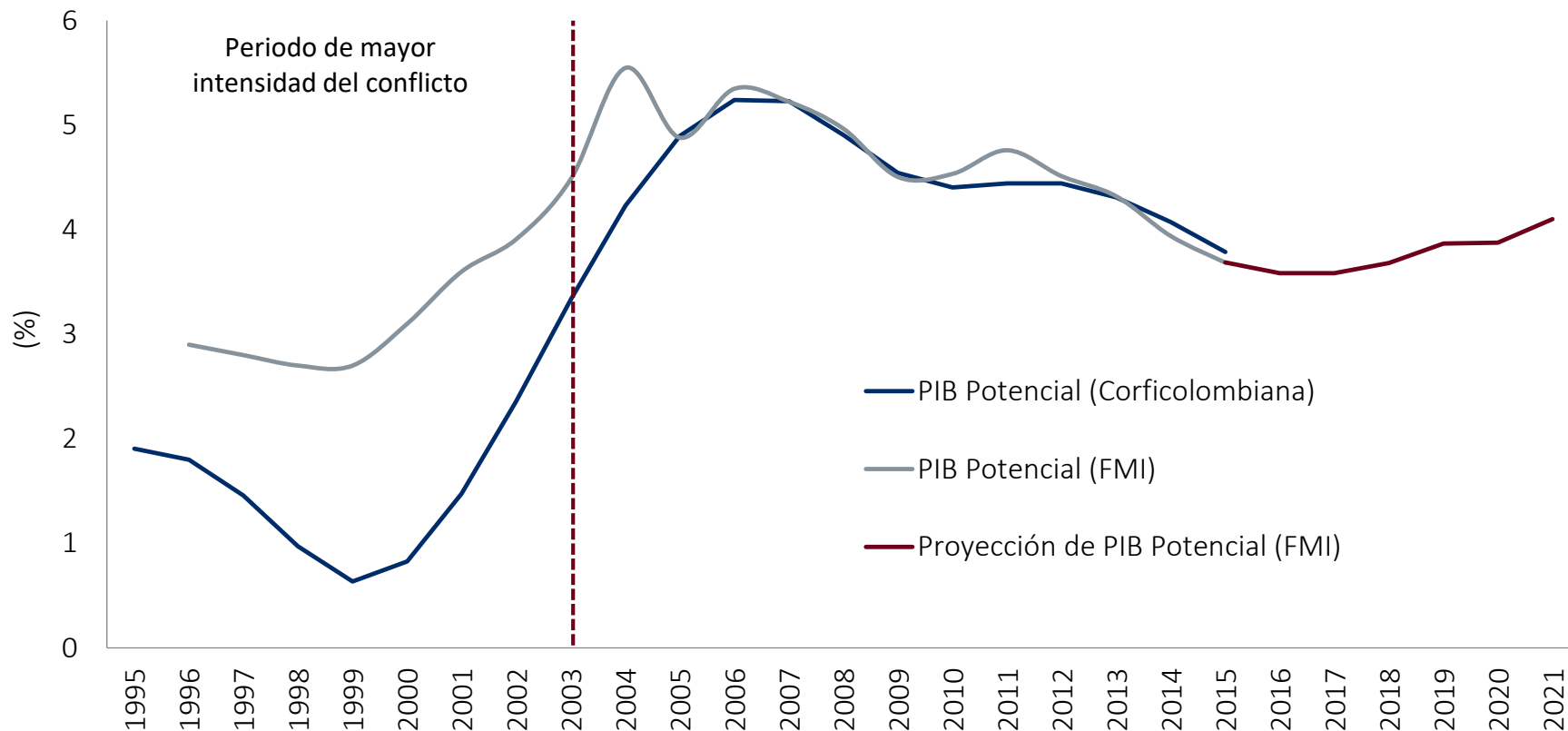
Tasa de inversión en Colombia y América Latina
% del PIB



Fuente: FMI

En efecto, el crecimiento potencial del PIB de Colombia había aumentado en los últimos 10 años debido a los avances en seguridad y su impacto en la inversión. Sin embargo, el auge de las materias primas también contribuyó a este aumento.

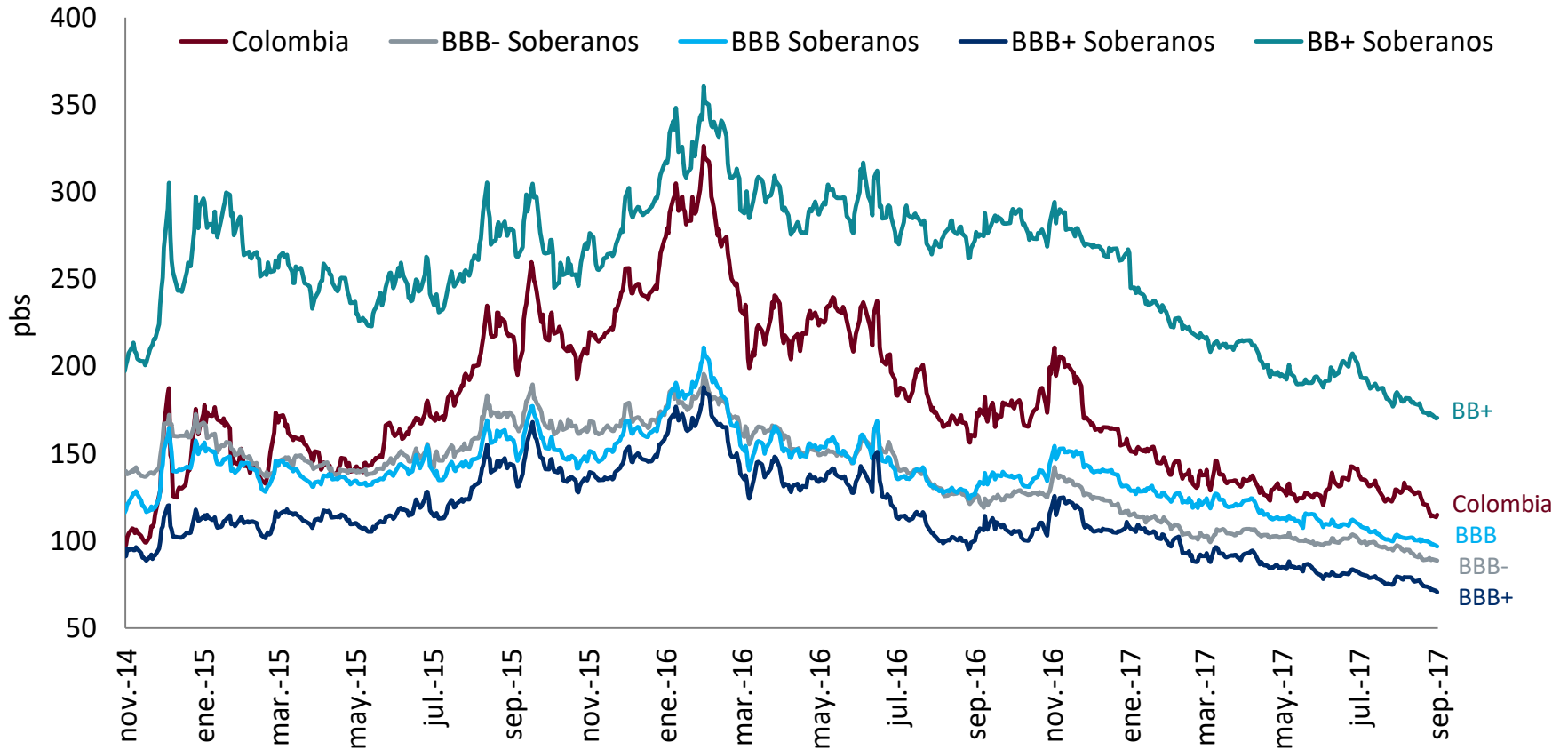
PIB potencial en Colombia Crecimiento anual



Fuente: DANE, Cálculos Corficolombiana

En caso de una rebaja de calificación, Colombia no perdería el grado de inversión. Sin embargo, el mercado está incorporando una calificación un poco menor que BBB- así que el impacto permanente sobre las primas de riesgo, los TES y el dólar debería ser menor.

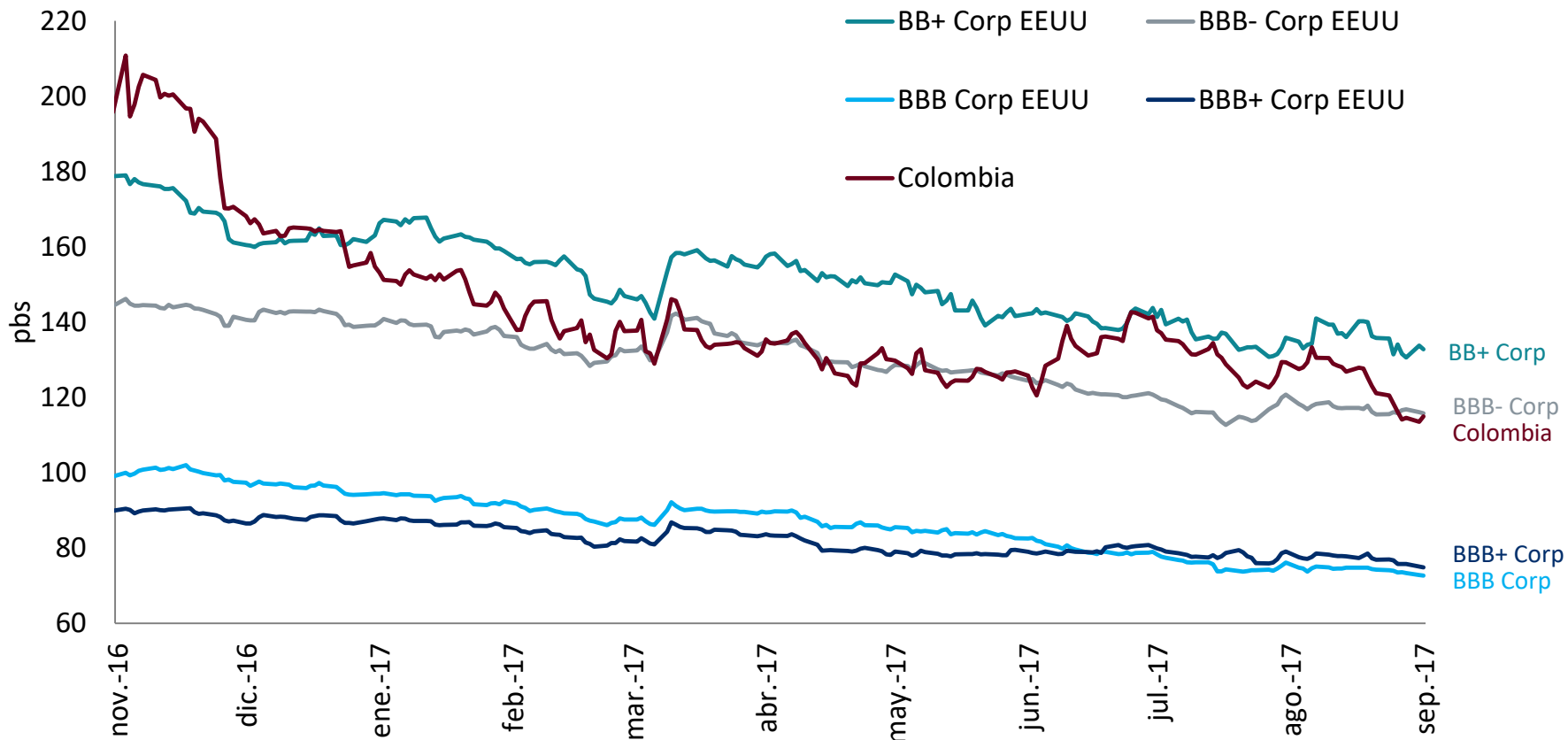
Evolución de los promedios de los CDS soberanos a 5 años según calificación crediticia



Fuente: Bloomberg. Cálculos Corfic Colombiana

Un análisis de un universo más amplio muestra que el mercado estaría incorporando una calificación aún más baja para Colombia, lo que confirma nuestra expectativa de que una rebaja no debería afectar los precios de los activos colombianos permanentemente.

Evolución de los promedios de los CDS soberanos y corporativos de EEUU a 5 años, según grupos de calificación



Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

-Advertencia-

Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente telefónicamente o a través de este medio.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana S.A. no extiende ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, confiabilidad, veracidad, integridad de la información obtenida de fuentes públicas. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

La información contenida en el presente documento fue preparada sin considerar los objetivos de los inversionistas, su situación financiera o necesidades individuales, por consiguiente, ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría, recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción.

Corficolombiana S.A. no asume responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

El analista(s) que participó (arón) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que se encuentra(n) libre de influencias externas para realizar la recomendación, y en consecuencia las mismas reflejan su opinión personal. El analista (s) también certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación u opinión específica presentada en este informe.

Información relevante

Algún o algunos miembros del equipo de Investigaciones Económicas poseen inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, en consecuencia el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

Corficolombiana S.A. o alguna de sus filiales tiene inversiones en activos emitidos por algunos de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, su matriz o sus filiales.

Las acciones de Corficolombiana S.A. se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de la Corporación.

Corficolombiana S.A. hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública.

Algunos de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, su matriz o alguna de sus filiales han sido, son o posiblemente serán clientes de Corficolombiana S.A. o alguna de sus filiales.

Algunos de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, su matriz o alguna de sus filiales han sido, son o posiblemente serán clientes de Grupo Aval o alguna de sus filiales.