Perspectivas de la economía colombiana

Roberto Steiner
Investigador Asociado
Fedesarrollo

Cartagena, enero 28 de 2016

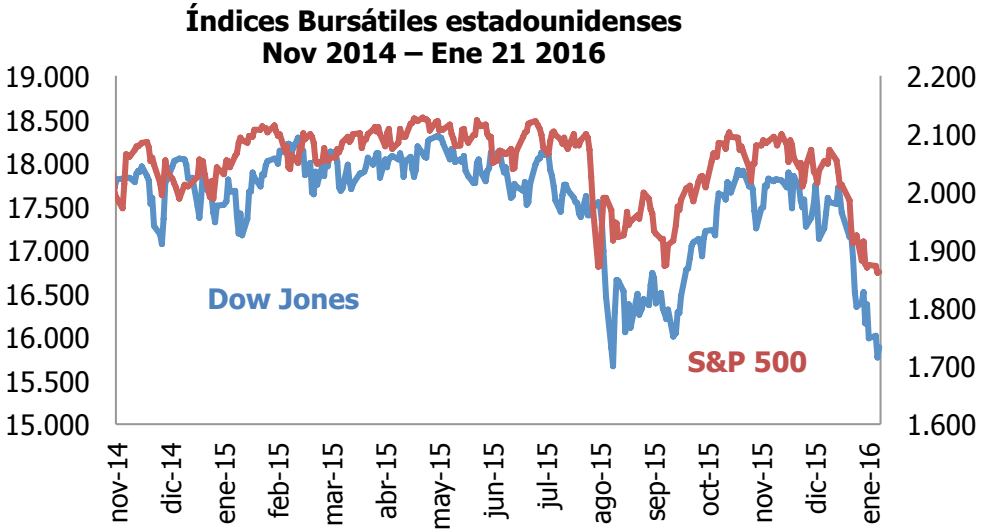
FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

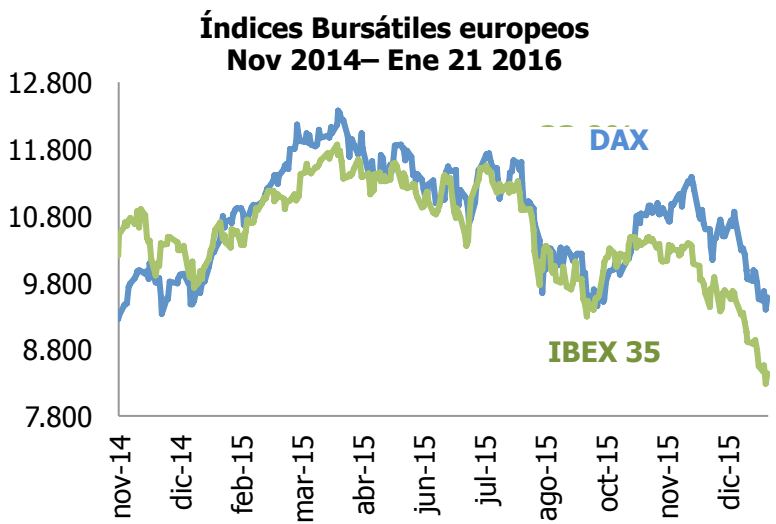
Índice

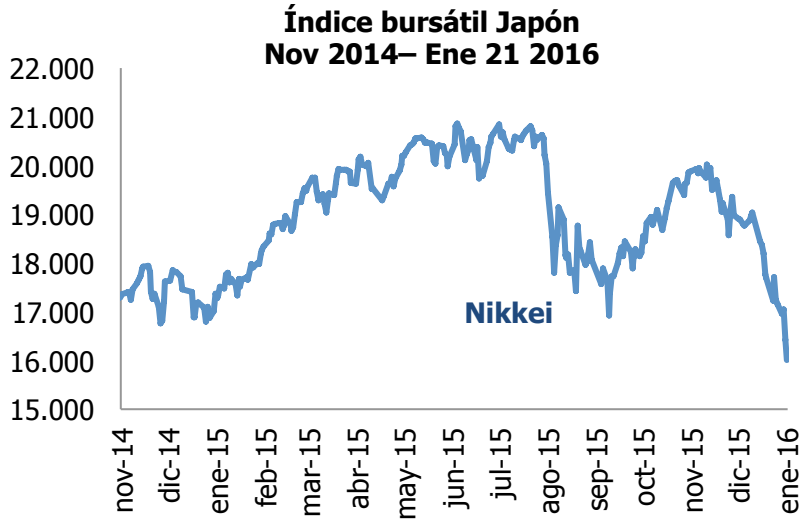
- Contexto externo
- Perspectiva de crecimiento para Colombia 2016 y 2017
- Cuenta corriente, necesidades fiscales y riesgo cambiario

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Alta volatilidad en los mercados financieros internacionales y pesimismo global







Fuente: Comisión Europea, Bloomberg, Valores Bancolombia.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

La corrección a la baja en el precio de los activos financieros no pareciera tener fundamento en la evolución de la actividad económica

Economías desarrollada	Crecimiento Económico	
	2014	2015 (p)
Estados Unidos	2,4	2,5
Reino Unido	2,9	2,2
Zona Euro	0,9	1,5
Japón	0,0	0,6
China	7,3	6,9

Fuente: World Economic Outlook (WEO)– FMI.

¿Afectará la reciente turbulencia la actividad económica a futuro?

Las recientes proyecciones del FMI sugieren que el efecto en países desarrollados sería marginal

Economías desarrollada	Crecimiento Económico				Diferencia frente WEO octubre-15 2016(p)
	2014	2015 (p)	2016 (p)	2017(p)	
Total Mundial	3,4	3,1	3,4	3,6	**-0,2**
Estados Unidos	2,4	2,5	2,6	2,6	**-0,2**
Reino Unido	2,9	2,2	2,2	2,2	**0,0**
Zona Euro	0,9	1,5	1,7	1,7	**0,1**
Japón	0,0	0,6	1,0	0,3	**0,0**

Fuente: World Economic Outlook (WEO) Enero 2016 – FMI

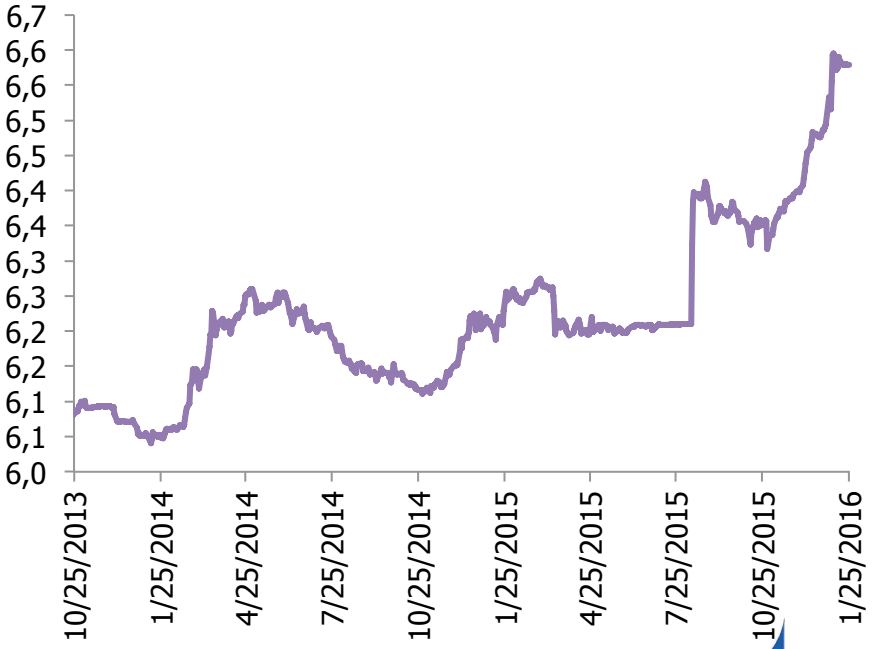
FEDESARROLLO

El crecimiento de China se mantiene sólido pero el rebalanceo del crecimiento y problemas de comunicación han impactado los mercados financieros

País	Crecimiento Económico		Diferencia frente WEO octubre-15 2016(p)	Diferencia frente WEO julio-15 2016(p)	Diferencia frente WEO abril-15 2016(p)	Diferencia frente WEO enero-15 2016(p)
	2015	2016(p)				
China	6,9	6,3	0,0	0,0	0,0	0,0

Índice de la Bolsa de Shanghai

Tasa de cambio frente al dólar



Fuente: Bloomberg y WEO-FMI.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

En enero el FMI redujo su perspectiva de crecimiento en mercados emergentes, en particular para A. Latina

Región o País	Crecimiento Económico			Diferencia frente WEO octubre-15 2016(p)
	2015 (p)	2016(p)	2017(p)	
Economías Emergentes	4,0	4,3	4,7	-0,2
América Latina y el Caribe	-0,3	-0,3	1,6	-1,1
India	7,3	7,5	7,5	0,0
Rusia	-3,7	-1,0	1,0	-0,4

Fuente: FMI-*WEO* Enero de 2016.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Se reduce marcadamente la perspectiva de crecimiento de Brasil y Venezuela

País	Crecimiento Anual (%)		Diferencia frente WEO octubre-15 2016(p)
	2015 (p)	2016 (p)	
Colombia	3,0	2,7	-0,1
Argentina	1,5	-1,0	-0,3
Brasil	-3,8	-3,5	-2,5
Chile	2,1	2,1	-0,4
México	2,5	2,6	-0,2
Perú	2,7	3,3	0,0
Venezuela	-10,0	-8,0	-2,0

Fuente: FMI-*WEO* Enero de 2016.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Arrancó la normalización de tasas de interés en EE.UU., pero no se espera un aumento pronunciado

Predicciones del punto medio del rango de tasa de la Reserva Federal al final del año
(Número de miembros del FOMC)

Tasa de los bonos, %	2016	2017	2018	Largo plazo
Menos de 0,5				
0,51 - 1	4			
1,01 - 1,5	10			
1.51 - 2	2	5		
2.01 - 2.5	1	6	2	
2.51 - 3		2	5	2
3.01 - 3.5		4	7	12
3.51 - 4			3	3

- En diciembre la mayoría de los miembros del Comité de Política Monetaria (10 de 17) creían que al finalizar 2016 la tasa se ubicará entre 1% y 1,5%
- Para 2017, la dispersión de opiniones es mayor. 6 de 17 miembros consideran que la tasa se ubicará entre 2% y 2,5%

Nota: Encuesta realizada el 15 y 16 de diciembre de 2015.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Según el IIF, en 2016 los flujos de capital hacia LATAM no recuperarían los niveles de 2013 y 2014

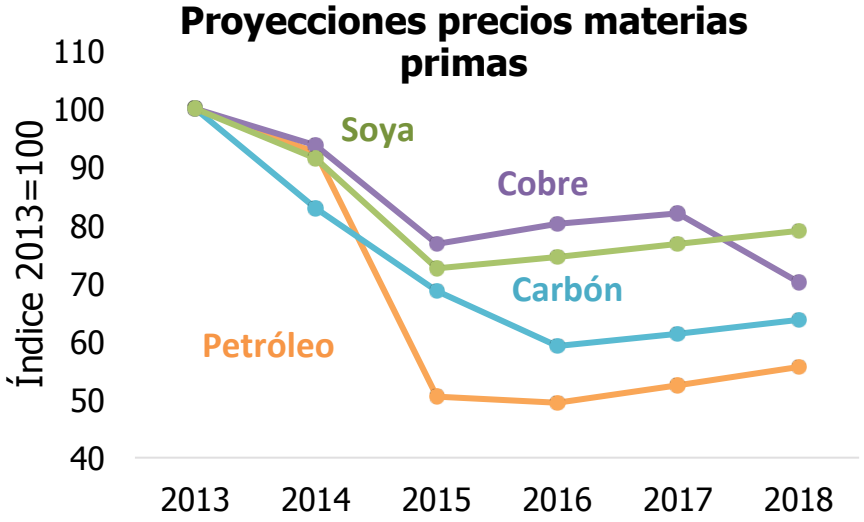
Entradas de capital de no residentes hacia mercados emergentes
(Billones de dólares)

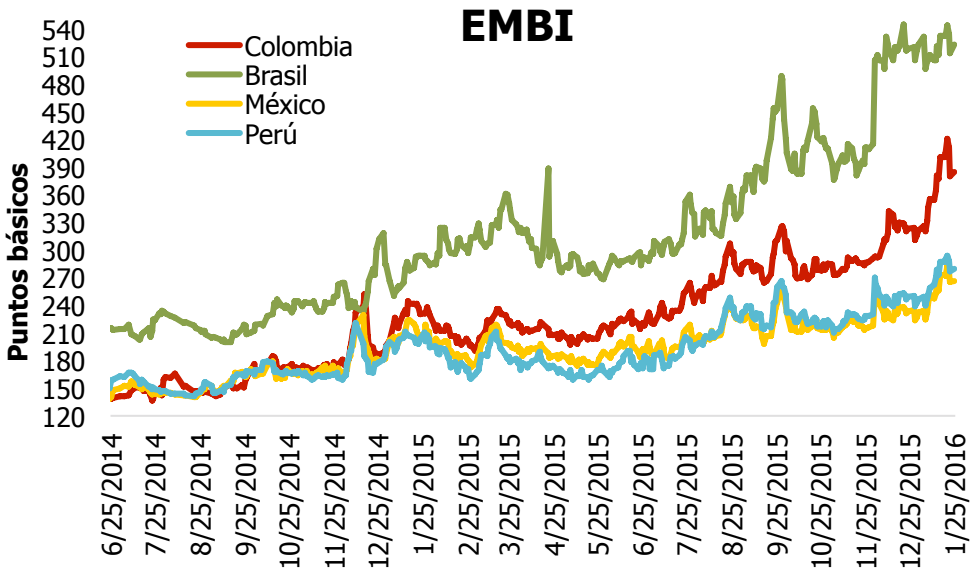
	2013	2014	2015 (e)	2016 (p)
Asia Emergente	678	615	-18	137
América Latina	323	325	234	235
África/Medio Oriente	97	96	90	116
Europa Emergente	216	51	-13	40

Fuente: International Finance Portfolio tracker estimates – Capital Flows to emerging markets (January 2016).

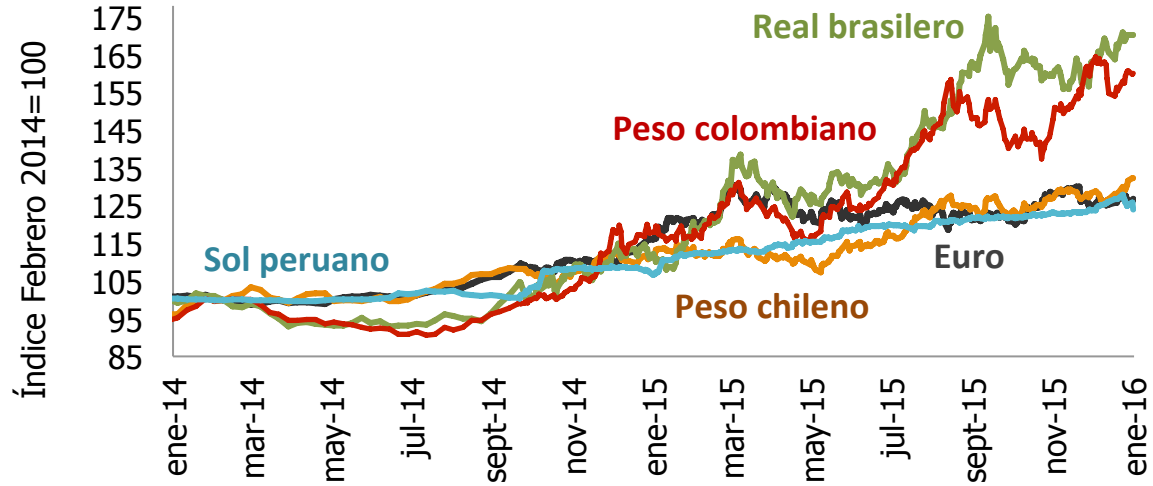
FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

América Latina verá precios de las materias primas que no se recuperan y tasas de interés al alza





Tasa de cambio frente al dólar
Feb 2014 – Enero 2016

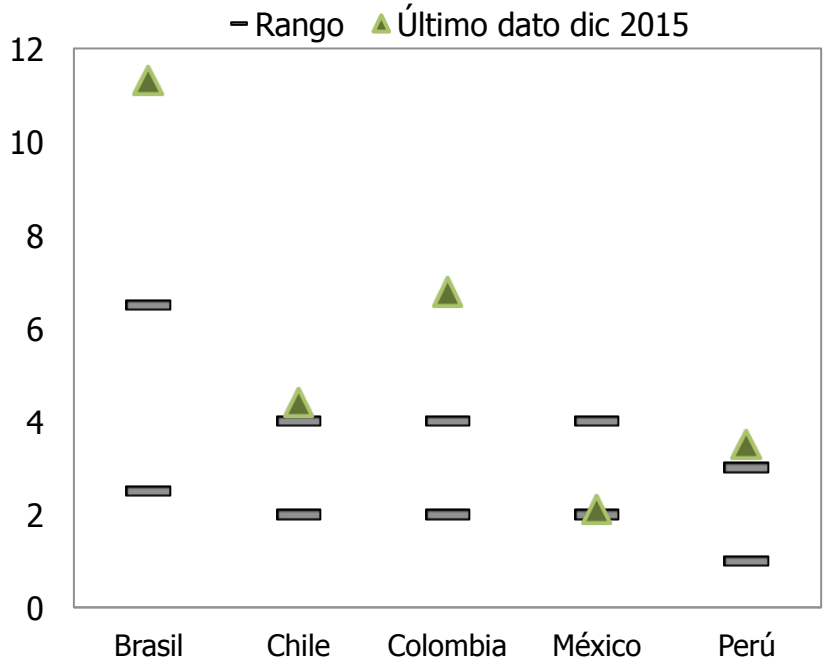


Fuente: Reuters, FMI, Proyecciones Banco Mundial y bancos centrales de cada país.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

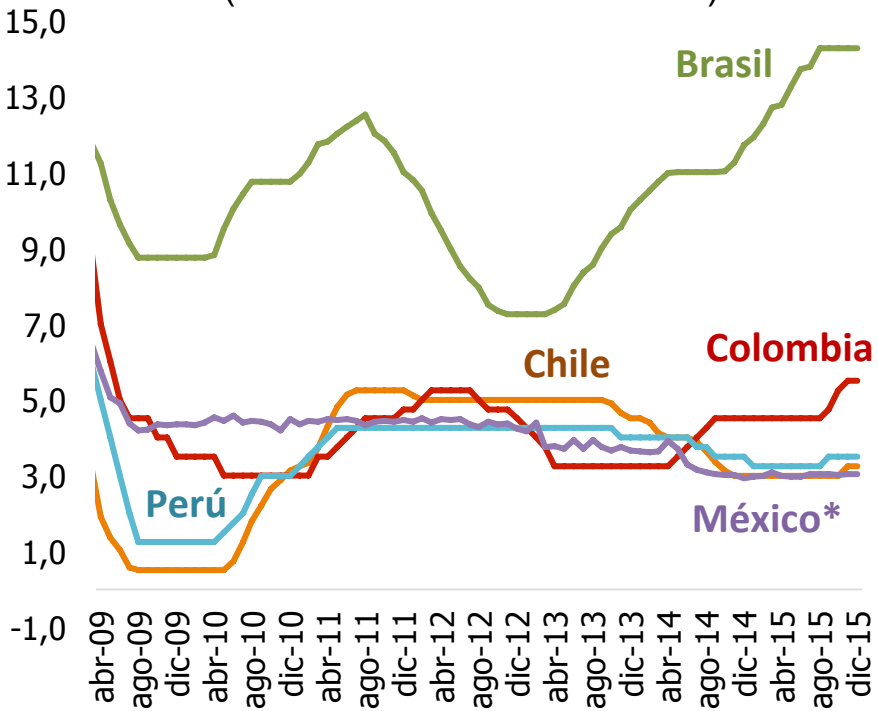
América Latina verá precios de las materias primas que no se recuperan y tasas de interés al alza

Tasa de inflación y metas de inflación



Tasas de interés de referencia

(Abril 2009 – Diciembre 2015)



*Se utilizó la tasa de fondeo bancario.
Fuente: Reuters y bancos centrales de cada país.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Principales factores que determinarán el crecimiento de la economía colombiana en 2016

Demanda

(+) El consumo de los hogares se mantendrá en niveles aceptables, pese a los aumentos de tasa de interés

(+) La inversión privada será jalonada por los proyectos 4G

(-) La inversión privada distinta de los proyectos 4G es incierta

(-) Se espera una reducción de la inversión pública, coherente con el cumplimiento de las metas fiscales

(-) El balance externo presenta gran incertidumbre

Oferta

(+) Fuerte crecimiento de la industria, jalonado por Reficar y por la depreciación del peso

(+) Estímulos del gobierno impulsan el sector de la construcción (Obras civiles-4G y programas de vivienda)

(-) Menor producción de café y otros cultivos por el fenómeno de El Niño

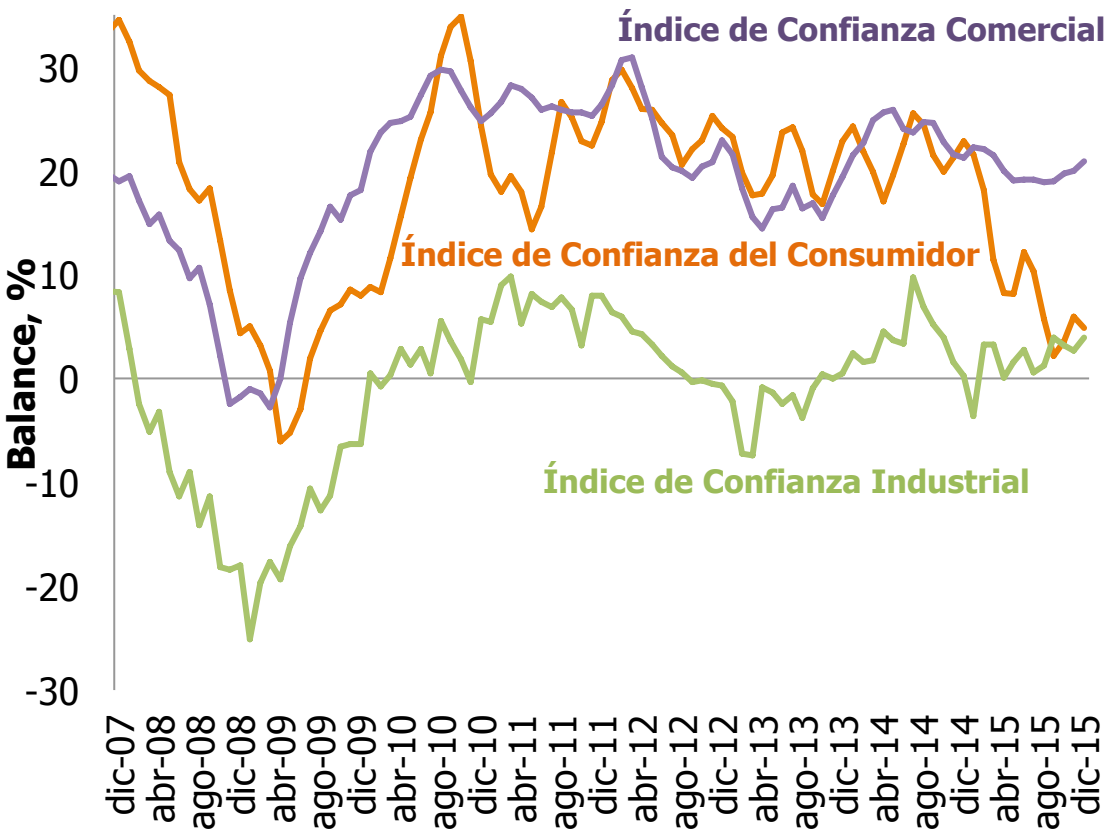
(-) Caída en la producción de petróleo, minerales metálicos y estancamiento en la de carbón

(-) Comercio se desacelera por el impacto de la tasa de cambio

Fuente: Fedesarrollo.

Indicadores de confianza de Fedesarrollo

Promedios móviles de tres meses



En diciembre la **confianza empresarial en la industria** se ubicó en el nivel más alto para ese mes desde 2011

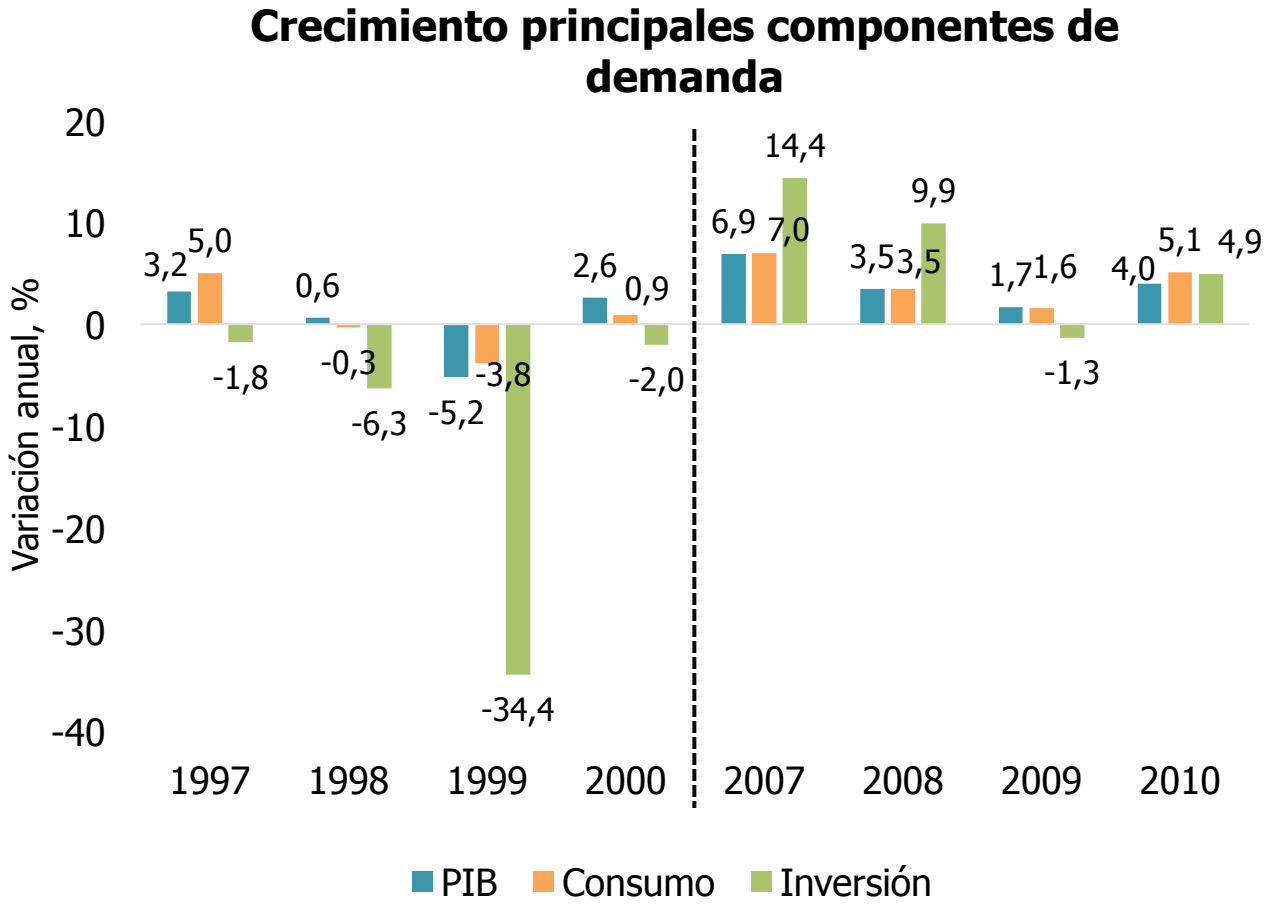
La **confianza de los comerciantes** se ubicó por encima del nivel registrado un año atrás

La **confianza del consumidor** se ha deteriorado, pero se mantiene en terreno positivo

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial y Encuesta de Opinión del Consumidor -Fedesarrollo. Promedios móviles a tres meses – la serie del ICI es desestacionalizada.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

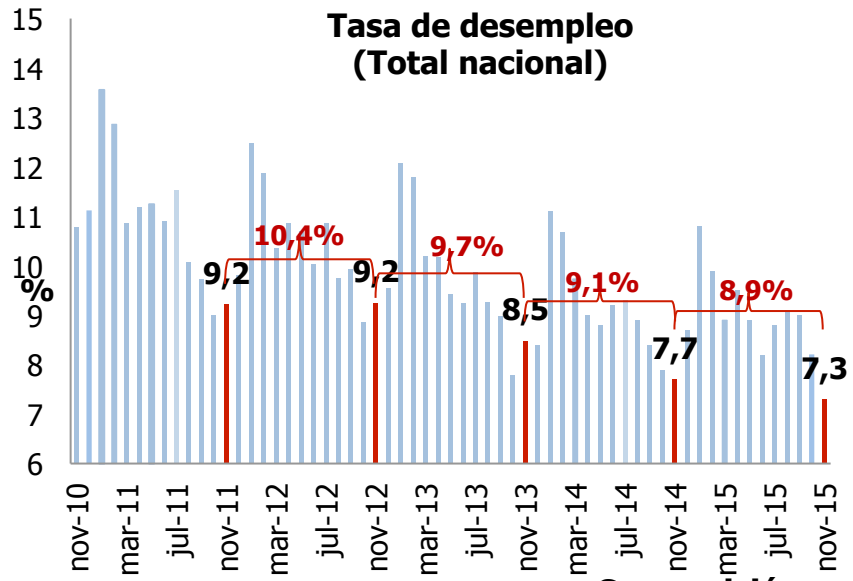
El consumo es el componente menos volátil del PIB

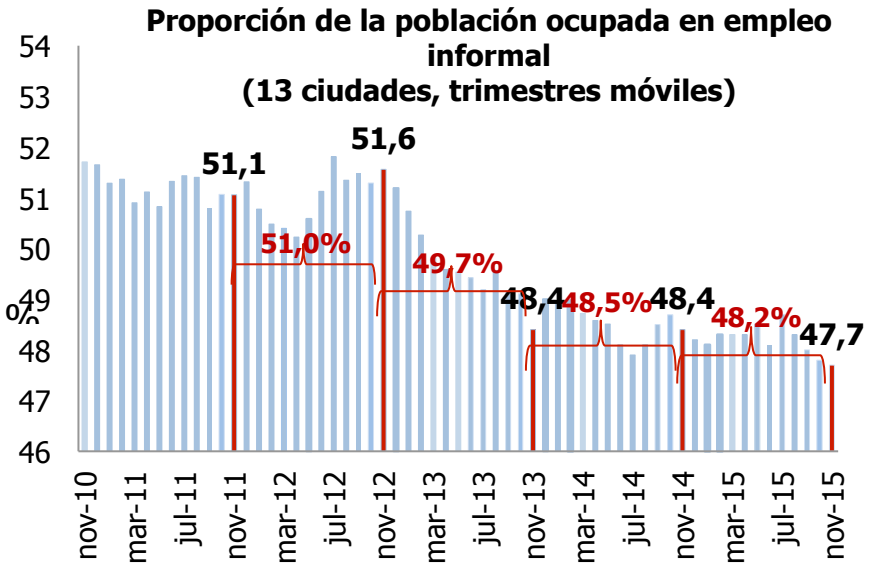


Fuente: DANE.

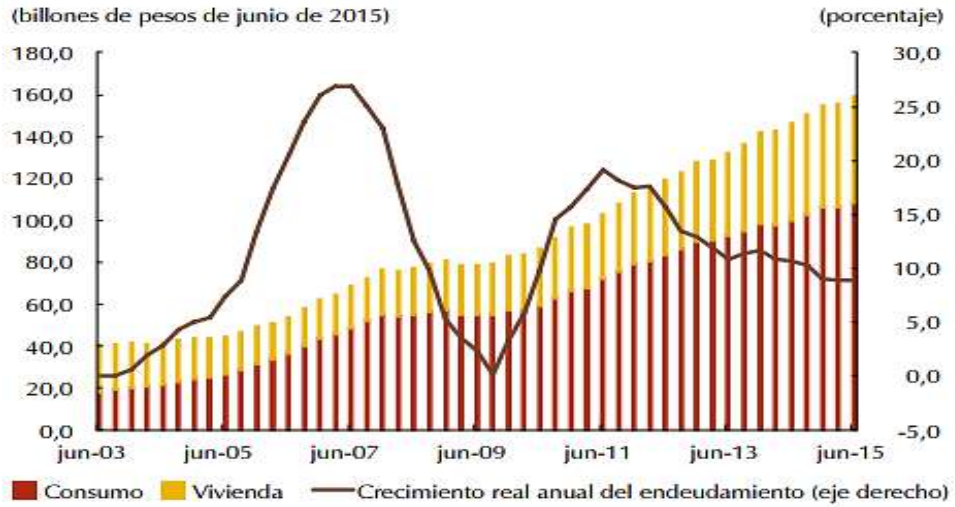
FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

El mercado laboral mantiene buenos indicadores, pero el endeudamiento de los hogares puede convertirse en una carga onerosa





Composición y crecimiento real anual del endeudamiento de los hogares



Fuente: DANE y Banco de la República.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

¿Qué se espera de la economía colombiana en 2016 y 2017?

Por sectores productivos

Año	2014	2015	2016	2017
PIB	**4,6**	**3,0**	**2,5**	**3,0**
Sectores productivos				
AGROPECUARIO	2,3	3,1	0,5	2,1
Café	10,0	14,8	-6,2	-
Resto	1,7	1,0	0,8	-
MINERÍA	-0,2	0,7	-3,9	-1,7
Petróleo	-1,4	1,2	-5,5	-
Carbón	3,6	-1,7	0,0	-
Resto	0,2	2,0	-0,1	-
EDIFICACIONES	7,4	0,8	2,3	2,0
OBRAS CIVILES	12,0	7,8	6,0	4,0
INDUSTRIA	0,2	1,1	6,3	4,5
Refinación	-8,7	2,2	42,0	-
Resto	1,6	1,2	2,3	-

Por fuentes de demanda

Participación (Promedio 2014-15)	Año	2014	2015	2016	2017
	PIB	**4,6**	**3,0**	**2,5**	**3,0**
64,7%	CONSUMO PRIVADO	4,4	3,4	2,3	2,6
17,0%	CONSUMO PÚBLICO	6,2	2,1	2,0	1,8
10,2%	INVERSIÓN PÚBLICA	12,0	2,1	1,1	0,8
19,0%	INVERSIÓN PRIVADA	10,4	2,9	2,5	2,7
16,2%	EXPORTACIONES	-1,7	0,3	0,6	2,8
28,4%	IMPORTACIONES	9,2	1,5	0,2	0,3

Fuente: Fedesarrollo.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Esta proyección, optimista en el contexto regional, supone (más no proyecta) tasa de cambio y tasas de interés "razonables"

	2016	2017	2018
Tasa de cambio	3.150	3.181	3.207
Tasa de interés	7,0%	6,25%	6,0%
Precio del petróleo (Brent)	37	46	57

Esta "normalidad" tiene como pre-requisito que Colombia mantenga cómodo acceso al financiamiento externo para financiar su importante desbalance en cuenta corriente

Fuente: Fedesarrollo.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

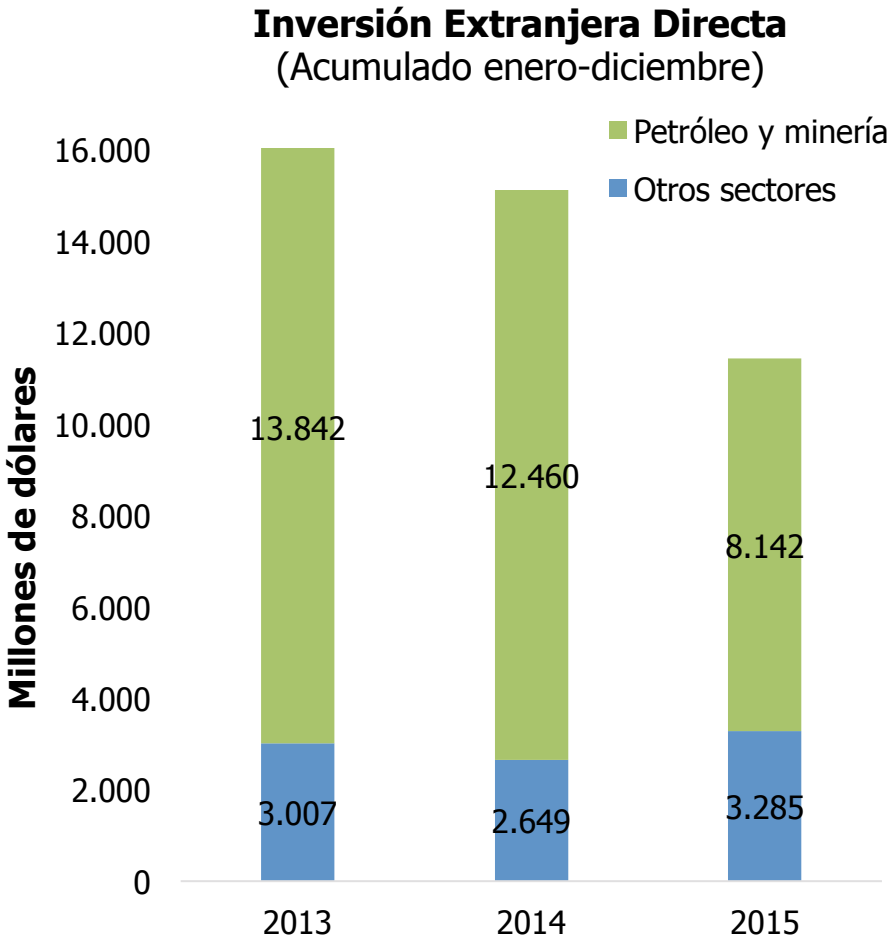
El déficit de cuenta corriente se ubica en niveles preocupantes

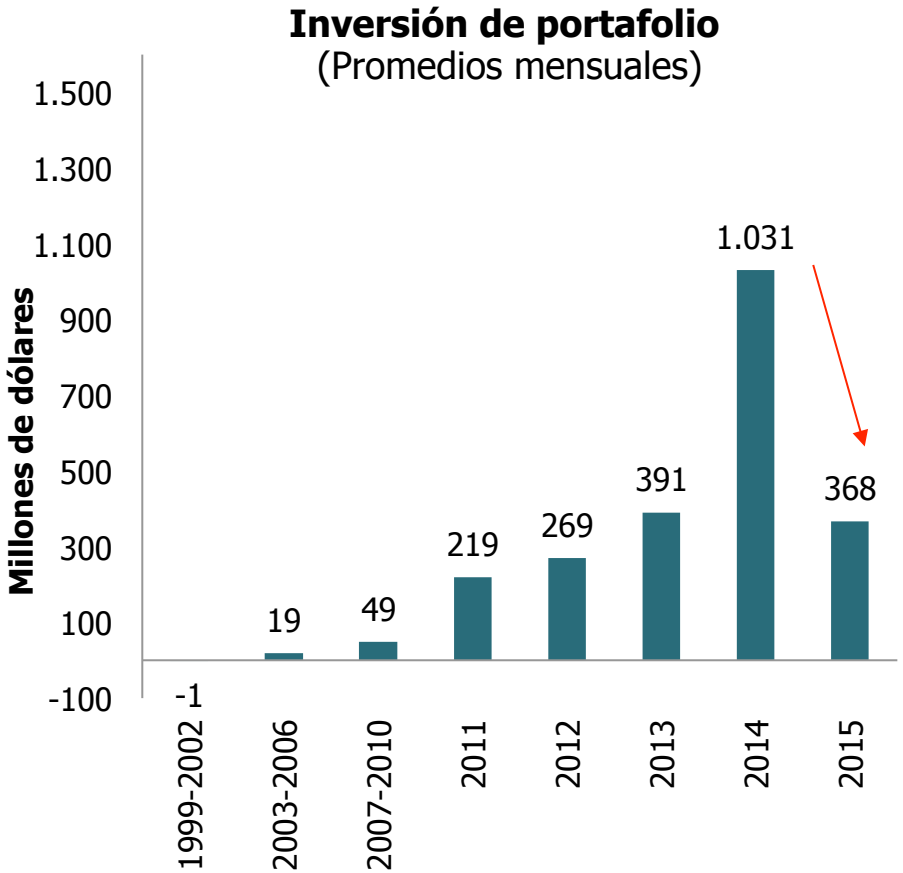
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
%PIB						
Balanza Comercial	**0.8%**	**-1.7%**	**-4.6%**	**-4.5%**	**-4.0%**	**-3.6%**
Cuenta Corriente	**-3.4%**	**-5.2%**	**-6.6%**	**-6.3%**	**-5.7%**	**-4.9%**
Miles de millones USD						
Exportaciones	58.8	54.8	37.5	32.9	35.7	39.6
Tradicionales	41.7	38.9	23.5	18.3	20.1	23.0
Café	1.9	2.5	2.3	2.2	2.3	2.6
Petróleo	32.5	28.9	15.5	10.3	12.6	14.8
Carbón	6.7	6.8	5.3	5.5	4.9	5.1
Níquel	0.7	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4
No Tradicionales	17.1	15.9	14.0	14.6	15.6	16.7
Importaciones	56.6	61.1	51.1	45.0	47.2	50.8
Balanza Comercial	2.2	-6.3	-13.6	-12.1	-11.6	-11.2
Cuenta Corriente	-12.4	-19.5	-19.4	-17.1	-16.2	-15.4

Fuente: Cálculos Fedesarrollo con base en cifras del Banco de la República.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

La financiación de dicho déficit constituye un reto importante

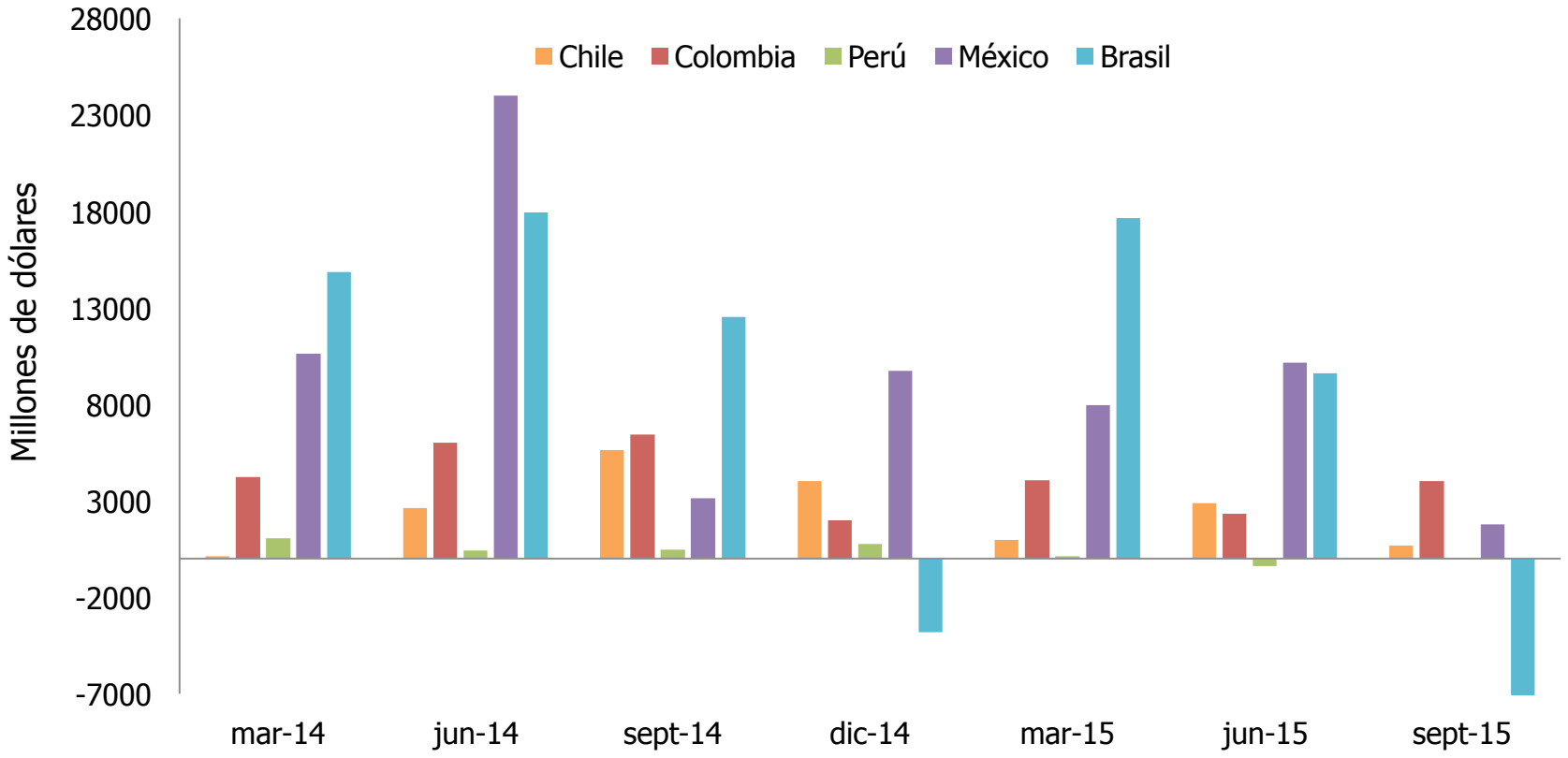




Fuente: Balanza Cambiaria - Banco de la República.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

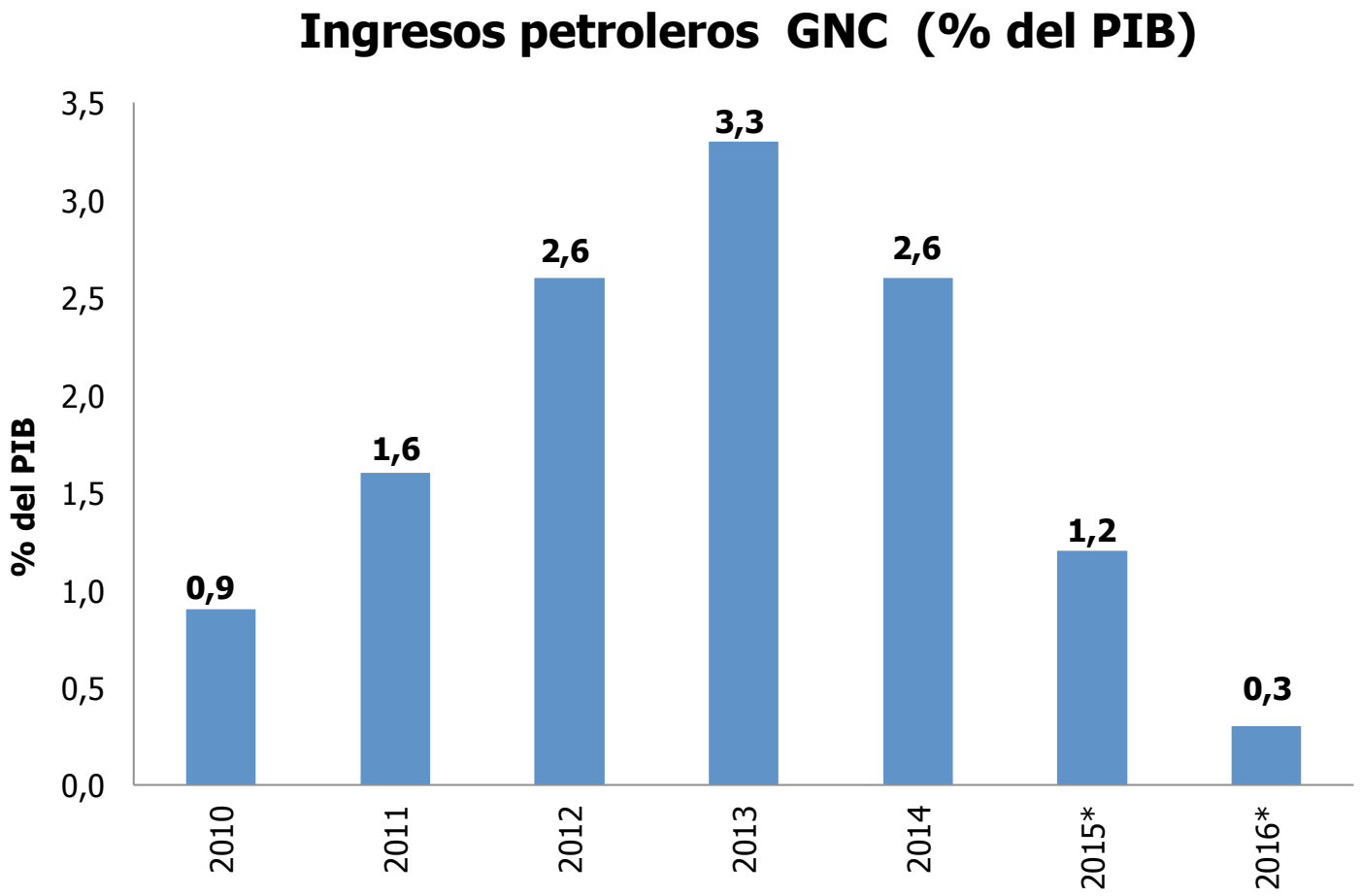
Flujos trimestrales de portafolio hacia países de América Latina



Fuente: Banco central de cada país- cifras tomadas de balanza de pagos.

La corrección del desbalance externo requiere, entre otras, un ajuste fiscal que reemplace la renta petrolera

Disminución de 20,3 billones de pesos entre 2013 y 2016



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MFMP – 2015).

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Sin ajuste tributario, a partir de 2017 el déficit se distanciaría significativamente de lo permitido por la regla fiscal

Adicionalmente, en 2018 desaparecen impuestos temporales como el 4x1000 y la sobretasa del CREE

Balance fiscal del GNC

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos totales	**16,7**	**16,1**	**14,9**	**14,0**	**14,1**	**13,3**	**13,1**
Renta petrolera	2,6	1,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3
Otros ingresos*	14,1	14,9	14,8	14,0	14,0	13,1	12,8
Gastos totales	**19,1**	**19,1**	**19,2**	**19,1**	**18,9**	**18,3**	**18,3**
Inversión	3,0	2,7	2,1	1,8	1,8	1,8	1,9
Intereses	2,2	2,6	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Funcionamiento	13,9	13,8	14,1	14,3	14,0	13,5	13,5
Déficit total proyectado por Fedesarrollo	**2,4**	**3,0**	**4,4**	**5,1**	**4,8**	**5,0**	**5,2**
Déficit primario proyectado por Fedesarrollo	**0,2**	**0,4**	**1,3**	**2,1**	**1,8**	**2,0**	**2,3**
Déficit estructural Regla Fiscal	**2,3**	**2,2**	**2,1**	**2,0**	**1,9**	**1,6**	**1,4**
Déficit permitido total por la Regla Fiscal	**2,4**	**3,0**	**3,6***				

Nota: Cifras a diciembre de 2015.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, proyecciones Fedesarrollo.

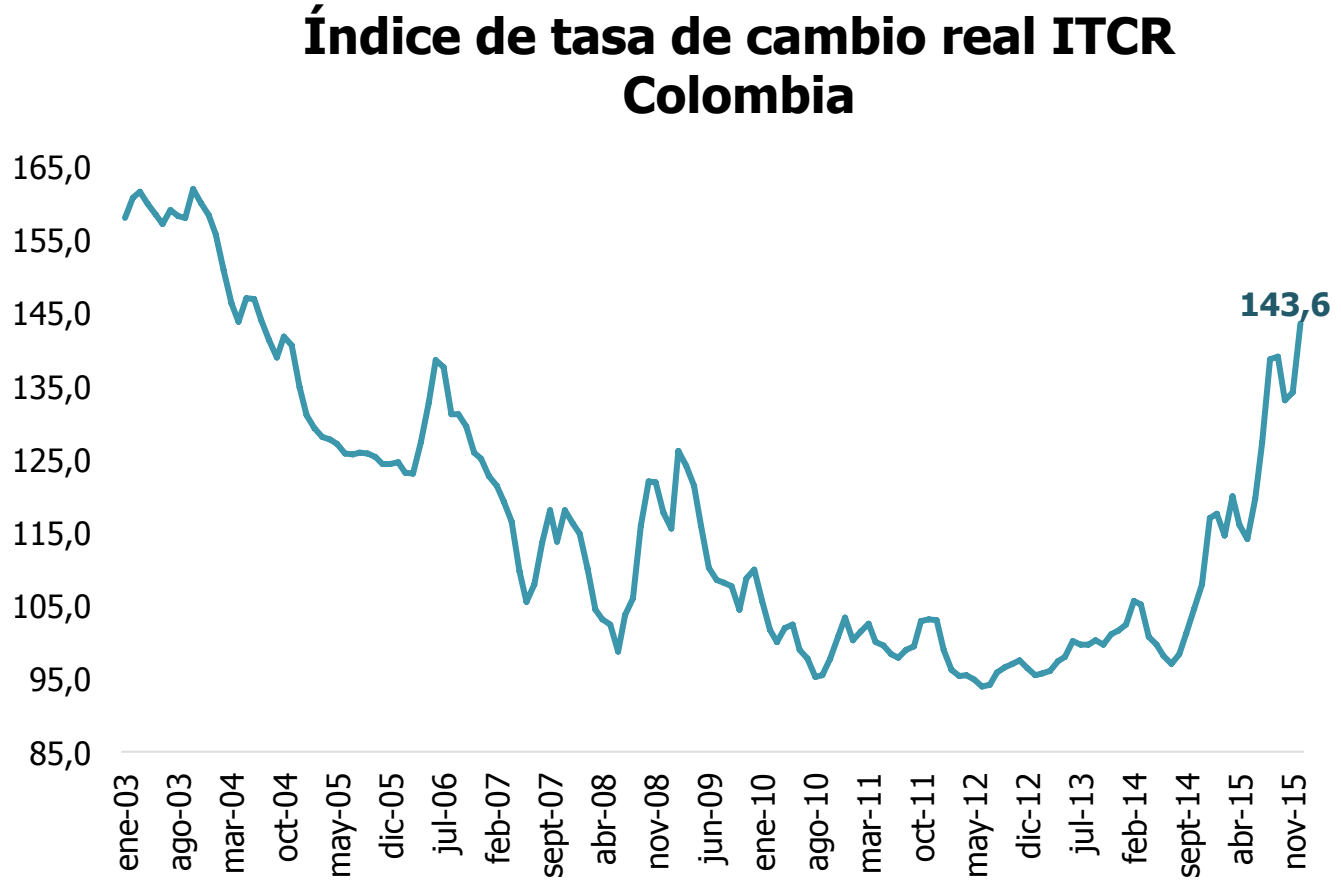
FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Este desbalance externo mantuvo y mantendrá una presión sobre la tasa de cambio

Impactos:

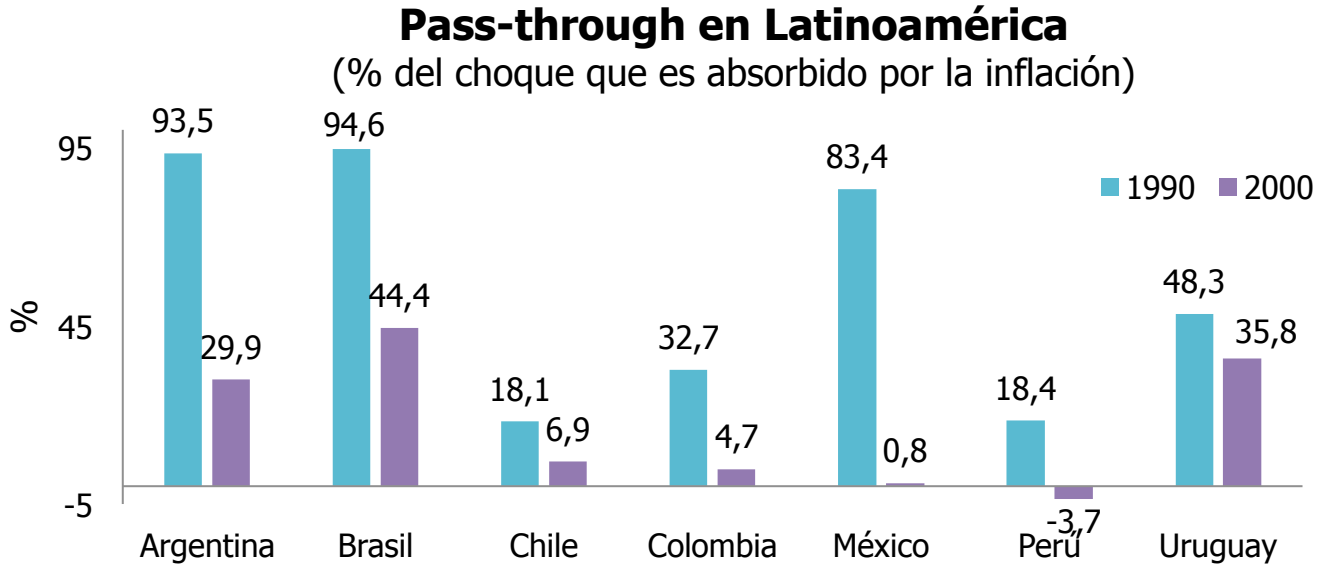
1. (+) Cambio en precios relativos
2. (-) Pass-through a la inflación
3. (-) Efecto sobre balances empresariales

1. La devaluación trae consigo un saludable cambio en precios relativos



Fuente: Banco de la República.

2. Se estima que el pass-through en Colombia es moderado, pero ciertamente mayor a cero

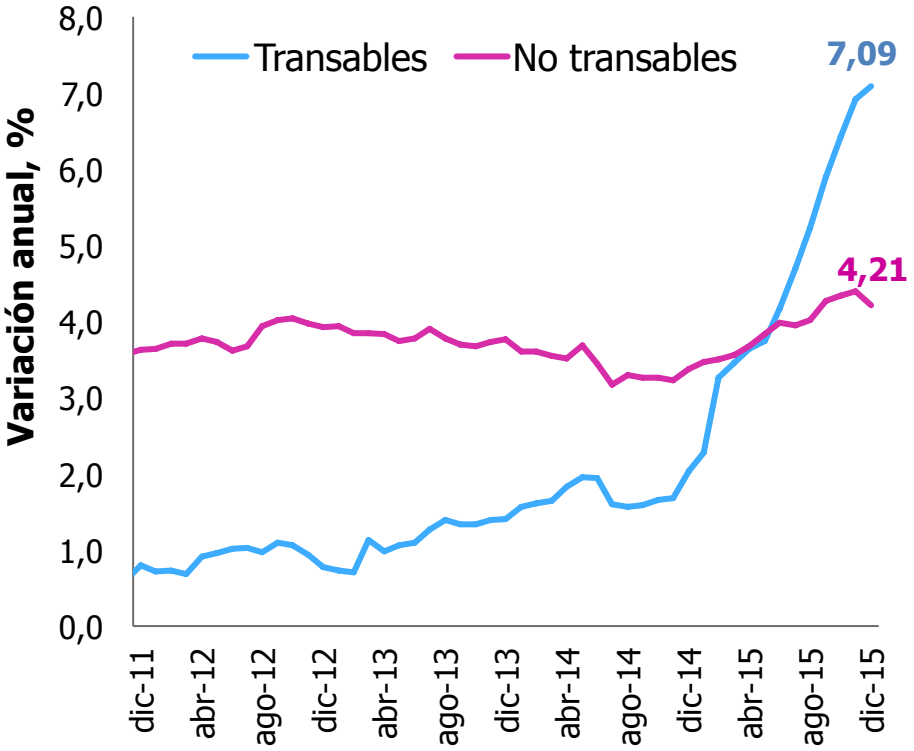


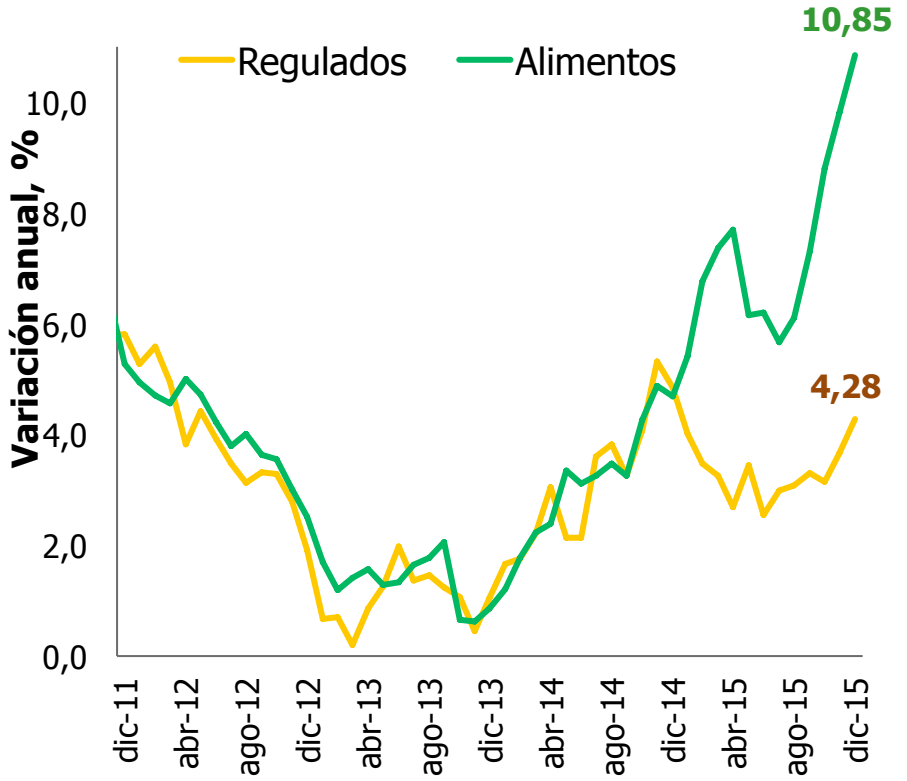
Una actualización de BBVA de 2015 muestra que el pass-through de una depreciación de 10% a los precios domésticos es de aproximadamente 5% en 12 meses, muy cercana a la cifra estimada previamente

Fuente: Ghosh (2013), BBVA Research.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Si bien la depreciación ha presionado la inflación de transables, se destaca el choque de oferta sobre los precios de los alimentos





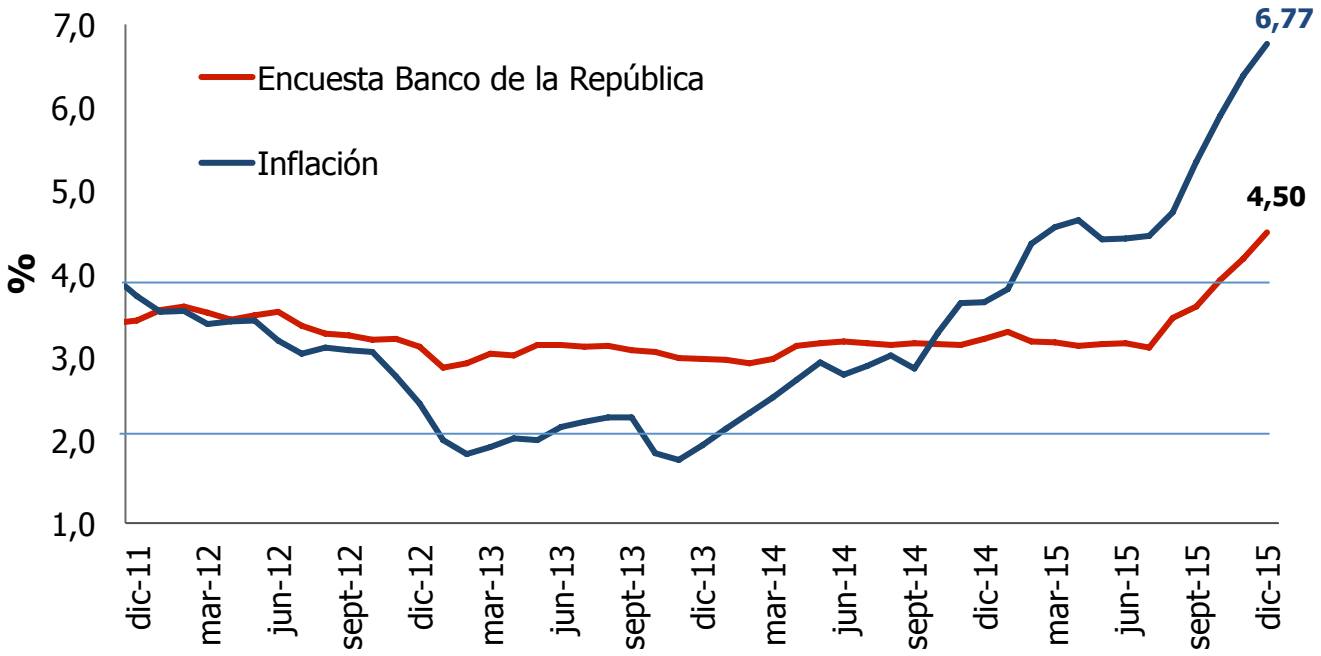
Fuente: Banco de la República.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Depreciación del peso y expectativa de inflación

El BR ha incrementado en 1,25 pps su tasa de intervención en sus últimas cuatro reuniones; pese a ello las expectativas de inflación a un año continúan aumentando

Inflación y Expectativas a 12 meses



* Diferencia entre los TES tasa fija y tasa variable.

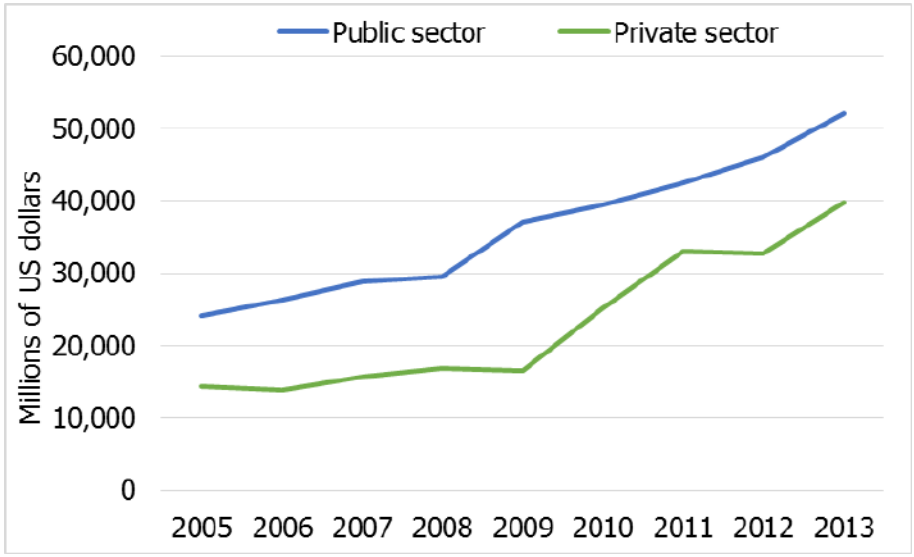
Nota: Las expectativas de inflación del Banco de la República hacen referencia a los valores 12 meses adelante.

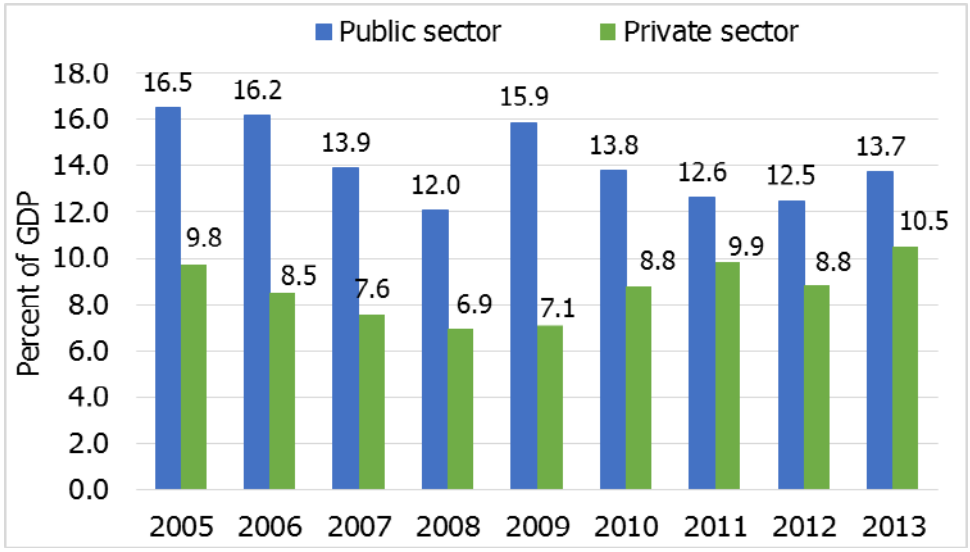
Fuente: Banco de la República y Bloomberg.

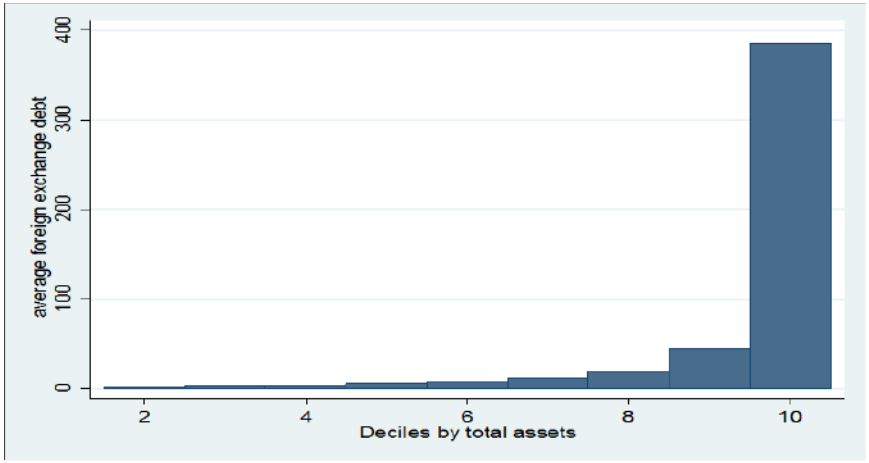
FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

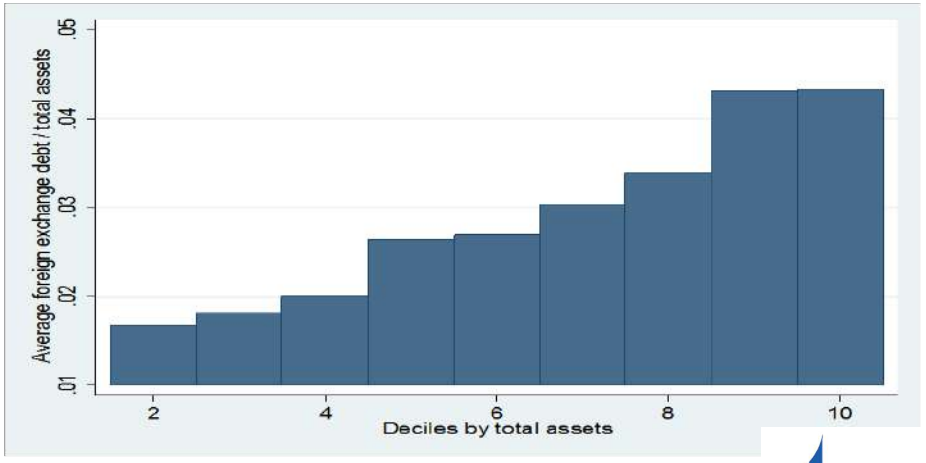
3. Efecto de hoja de balance

La deuda en moneda extranjera de empresas del sector real ha aumentado; se concentra en las firmas más grandes









Fuente: Cálculos propios.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Ante la nueva coyuntura de depreciaciones cambiarias extremas vale la pena preguntarse…

- ¿Qué va pasar con las utilidades y la inversión de las firmas del sector real con deuda en moneda extranjera?

- Hicimos varios ejercicios econométricos con datos de la SF y la SS para 2005 - 2013, con un promedio anual de 23,890 firmas. Una vez se efectúan una serie de filtros, se tienen 38,523 firmas, con un promedio anual de 4,280. Es esta última muestra la utilizada en la econometría

Exposición cambiaria a nivel agregado (% de activos totales)

Year	# Firms	FC debt (1)	FC assets (2)	Net Fwds (3)	Balance-sheet exposure (4) = (1)-(2)-(3)	Net exports (5)	Total exposure (4) - (5)	Fx debt / Total debt
2005	3479	3.0%	0.6%	-0.6%	2.9%	-4.1%	7.0%	5.5%
2006	4121	2.2%	0.6%	-0.7%	2.3%	-5.6%	8.0%	3.9%
2007	4177	2.3%	0.5%	-0.3%	2.1%	-5.8%	7.8%	4.1%
2008	4397	2.6%	0.4%	0.4%	1.8%	-7.5%	9.3%	4.5%
2009	4847	2.4%	0.4%	-0.3%	2.3%	-4.4%	6.7%	4.3%
2010	4606	2.9%	0.4%	-0.3%	2.8%	-6.2%	9.0%	4.9%
2011	4589	2.8%	0.4%	-0.2%	2.7%	-7.1%	9.7%	5.0%
2012	4276	2.8%	0.4%	-0.6%	3.0%	-8.1%	11.1%	5.0%
2013	4031	3.1%	0.6%	-0.5%	3.0%	-7.9%	10.9%	5.5%

Fuente: Cálculos propios basado en SS, SF, DIAN-DANE y Banco de la República.

Desempeño (Ganancias/Inversión)

$$P_{it} = \alpha_j P_{i,t-j} + \beta_1 EF_{it-1} + \beta_2 \boldsymbol{EF_{i,t-1} \uparrow \Delta e_{t-1}} + \beta_3 NX_{i,t-1} + \beta_4 \boldsymbol{NX_{i,t-1}\ \Delta e_{t-1}} + \beta_5 X_{i,t-1} \quad (1)$$

- P_{it}: Inversión en capital fijo de la firma i en el período t
- EF_{it-1} : exposición financiera = deuda en ME – Activos en ME – Forwards netos
- $\boldsymbol{EF_{i,t-1} \uparrow \Delta e_{t-1}}$

- **El signo esperado del coeficiente de esta interacción es negativo; ante una devaluación, las firmas más expuestas presentarían una menor ganancia/inversión**

- $NX_{i,t-1}$: exportaciones netas (expo – impo)
- $\boldsymbol{NX_{i,t-1}\ \Delta e_{t-1}}$

- **El signo esperado para esta interacción es positivo**

- $X_{i,t-1}$: pasivos totales

- Se utilizó un panel dinámico con estimadores calculados por el método generalizado de momentos en dos etapas, con errores robustos, efectos de año y efectos fijos a nivel de firma

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Principales resultados

1. Las utilidades de las firmas con deuda en M/E no se ven afectadas por la devaluación; el efecto adverso en razón al endeudamiento externo se compensa con el efecto favorable producto de las exportaciones netas

2. La inversión cae tras la devaluación; no obstante que las utilidades no disminuyen, aumenta la percepción de riesgo de las firmas con deuda en M/E

En cuanto al impacto de las fluctuaciones cambiarias sobre la valoración del patrimonio de las firmas…

Percentage of networth loss (-) / gain (+) due to a depreciation of the nominal exchange rate of 60%

2013

	Agriculture		Commerce		Construction		Electricity, Gas and Water		Manufacturing		Mining		Transport and communications		Total	
	-	+	-	+	-	+	-	+	-	+	-	+	-	+	-	+
Between_0_10%	31%	25%	27%	31%	40%	30%	20%	53%	31%	37%	24%	23%	38%	37%	30%	32%
Between_10_20%	4%	0%	4%	0%	2%	1%	0%	0%	9%	1%	5%	0%	3%	0%	5%	1%
Between_20_30%	1%	0%	2%	0%	2%	0%	0%	0%	4%	0%	3%	1%	2%	0%	3%	0%
Between_30_40%	0%	0%	2%	0%	0%	0%	13%	0%	2%	0%	3%	0%	2%	2%	2%	0%
Between_40_50%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	2%	0%	1%	0%	1%	0%
Between_50_60%	0%	0%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	0%	1%	0%	1%	0%
Between_60_70%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Between_70_80%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%
Between_80_90%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Between_90_100%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
non-affected	37%		29%		25%		13%		10%		36%		13%		24%	
Total	265		2031		381		15		1048		115		94		3948	

Fuente: Cálculos propios basado en SS, SF, DIAN-DANE y Banco de la República.

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

Conclusiones