



2017-2018. La Economía colombiana: Ante el final del ajuste y la recuperación de la economía mundial

Juan Pablo Zárate Perdomo*

Bogotá, 26 de Febrero de 2018

* Presentación en el Seminario permanente de Economía "Balance y Perspectivas de la Economía Colombiana 2017-2018. Escuela Colombiana de Ingeniería Julio Garavito. Las opiniones expresadas en esta presentación son responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Agenda

- **El proceso de ajuste.**
- La recuperación de la economía mundial.
- El ajuste de la cuenta corriente.
- La convergencia de la inflación.
- Los choques sobre el producto.
- La política monetaria.



2015-2107. Ajuste en tres tiempos

- El año 2017 es el último año del proceso de ajuste de la economía al fuerte choque de los términos de intercambio ocurrido en 2014-2015.
- De acuerdo con el esquema de “Inflación Objetivo”, la primera respuesta al choque fue un aumento permanente en el nivel del tipo de cambio.
- Dada la caída permanente del ingreso, el segundo mecanismo de ajuste fue una disminución de la demanda interna, en especial la correspondiente a bienes transables.



2015-2107. Ajuste en tres tiempos

- Dada la importancia del petróleo en las finanzas públicas se hizo necesario una mejora en el balance fiscal no petrolero que garantizará su sostenibilidad.

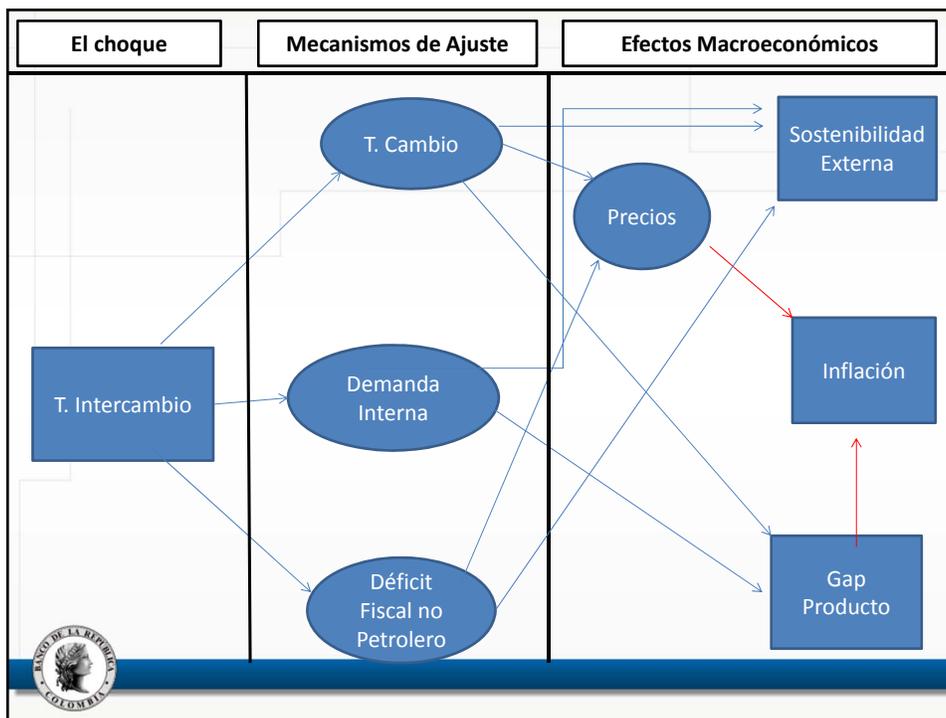


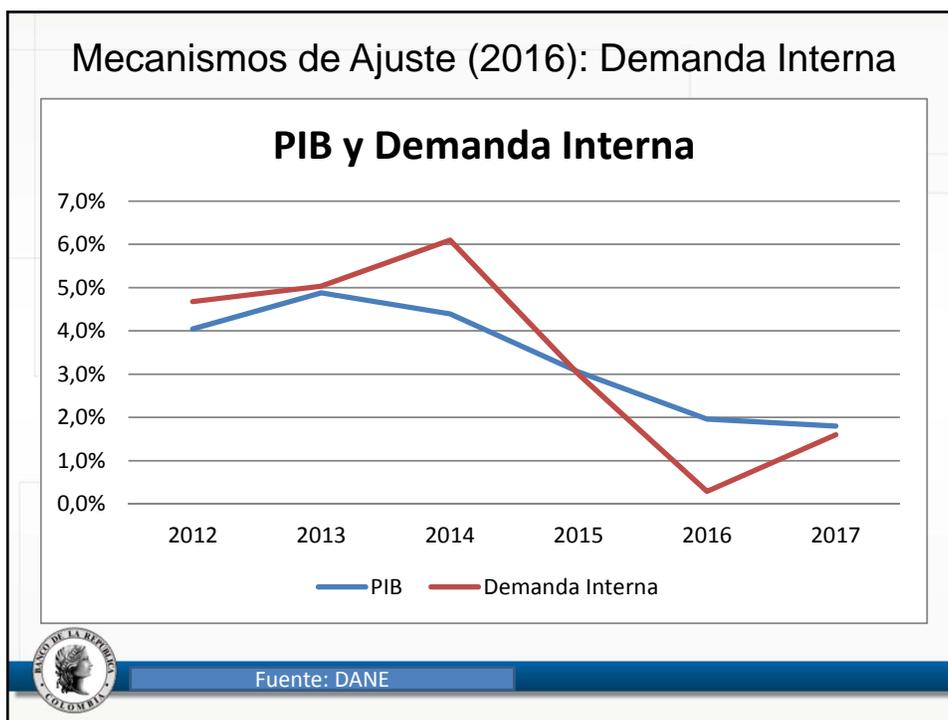
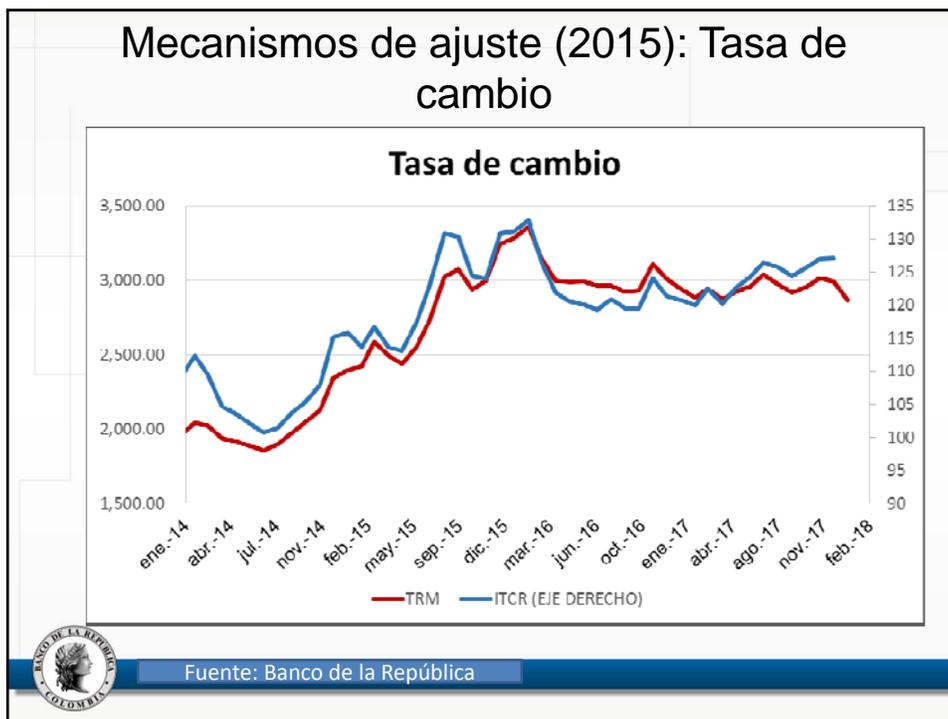
Principales efectos de la disminución de los Términos de Intercambio

	2013.3-2014.2	2015.3-2016.2	Cambio
Directos			
Exportaciones de Hidrocarburos (millones de dólares)	32.134	10.521	-21.613
Renta Petrolera del Gobierno Central/PIB/1	3,3%	-0,1%	-3,4%
Tasa de Crecimiento del Ingreso Nacional	4,8%	2,5%	-2,3%
Indirectos			
Inversión Extranjera en Hidrocarburos(millones de dólares)	4.869	1.647	-3.222
Exportaciones a Venezuela y Ecuador(millones de dólares)	3.947	1.990	-1.957
Spreads (Puntos Básicos)	115,1	221,8	106,7

/1.En el caso de la renta petrolera del gobierno nacional las cifras corresponden a los años 2016 y 2013

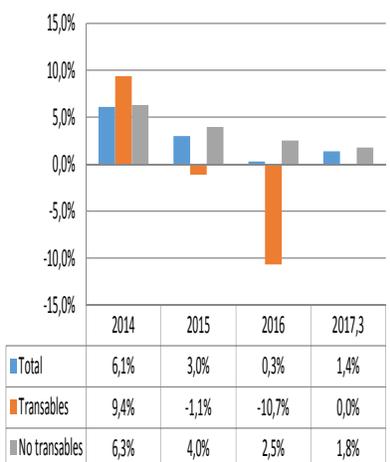
Fuente: Banco de la República. Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Reuters.



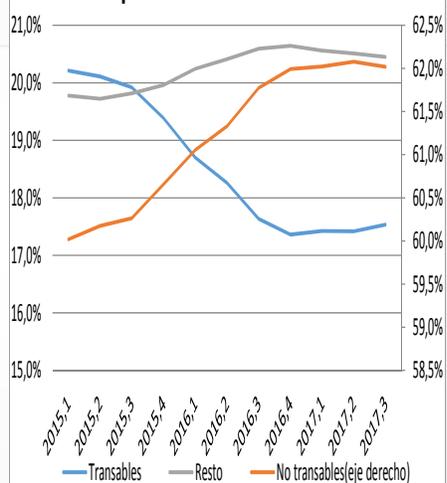


Composición de la demanda interna

Crecimiento de la demanda interna

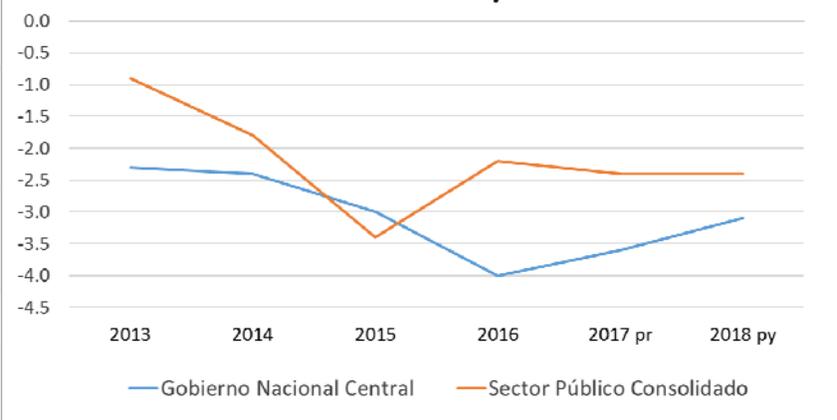


Participación en la demanda interna



Mecanismos de Ajuste (2017): Balance del Gobierno central

Balance Fiscal/PIB



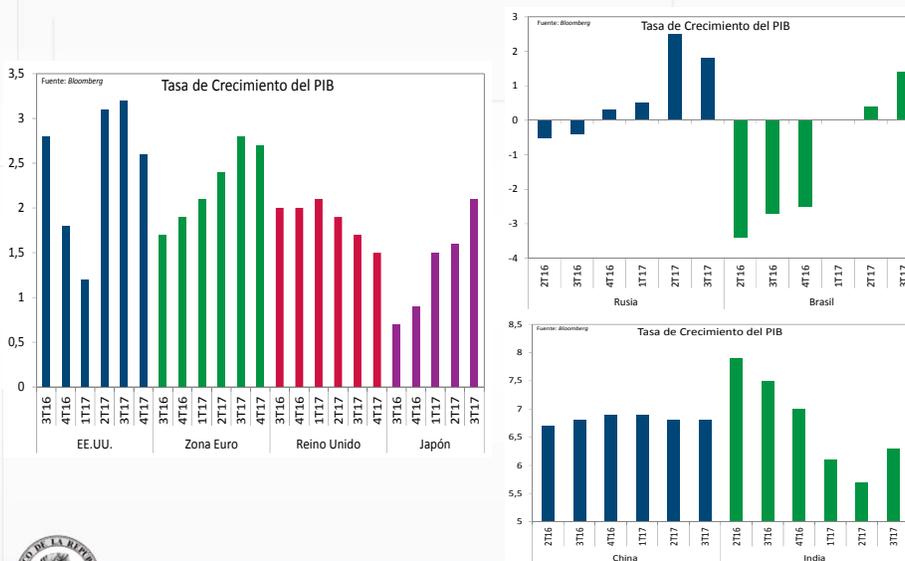
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Agenda

- El proceso de ajuste.
- **La recuperación de la economía mundial.**
- El ajuste de la cuenta corriente.
- La convergencia de la inflación.
- Los choques sobre el producto.
- La política monetaria.



Crecimiento Económico Mundial

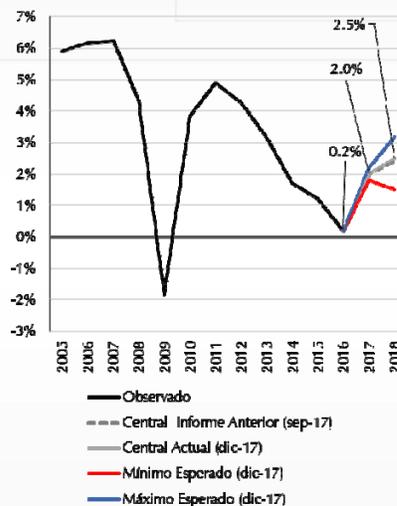


Fuente: FMI

Nota: En todos los casos el crecimiento corresponde al del trimestre con el mismo período del año anterior.

Crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2016	Proyecciones para 2017				Proyecciones para 2018		
		Escenario				Escenario		
		Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	Mínimo esperado	Central	Máximo esperado	
Principales socios								
Estados Unidos	1.5	2.1	2.2	2.3	1.6	2.6	3.4	
Zona Euro	1.8	2.1	2.3	2.5	1.5	2.3	2.9	
Venezuela (estimado)	(15.7)	(12.0)	(10.0)	(8.0)	(8.0)	(5.0)	(2.0)	
Ecuador	(1.6)	1.8	2.1	2.4	0.0	1.5	2.5	
China	6.7	6.7	6.8	6.9	5.5	6.5	7.0	
Otros socios								
Brasil	(3.5)	0.7	0.9	1.1	1.0	2.4	3.4	
Perú	4.0	2.5	2.7	2.9	2.8	4.0	4.8	
México	2.9	1.8	2.1	2.3	1.3	2.2	3.0	
Chile	1.6	1.2	1.5	1.8	1.4	2.7	3.4	
Total socios comerciales (ponderado por no tradicionales)	0.5	1.4	2.0	2.4	1.5	2.4	3.3	



Fuente: Banco de la República

Índice de Términos de Intercambio - Metodología Comercio Exterior



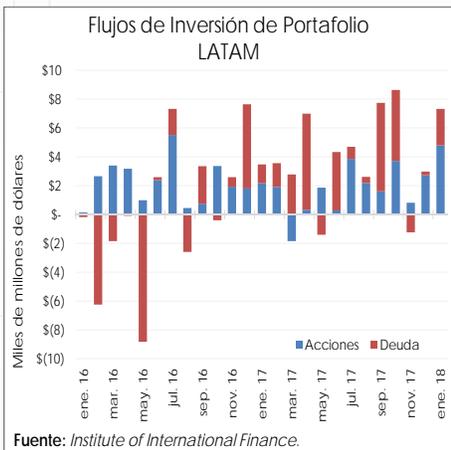
¹ Proyección realizada en enero 2018 con datos a noviembre 2017

¹Año 2016 completo frente ha corrido de 2017 (ene-nov)

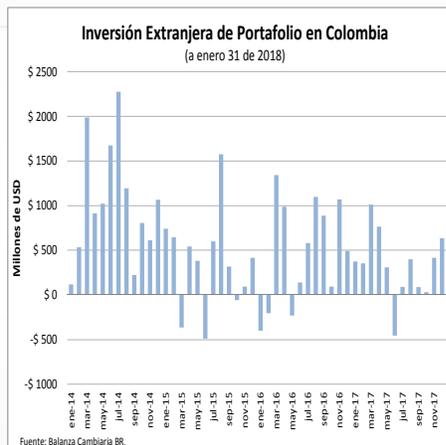


Fuente: Banco de la República

Flujos de capital a emergentes y Colombia



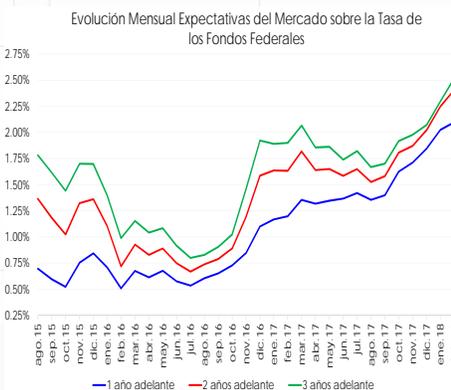
Fuente: Institute of International Finance.



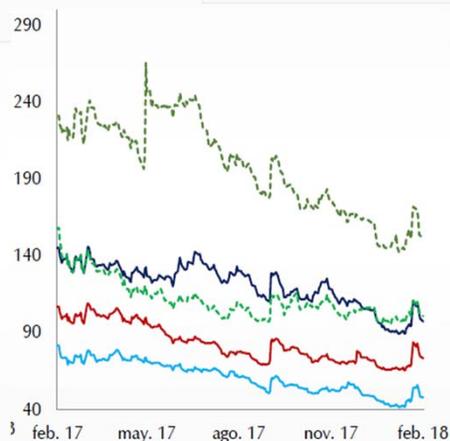
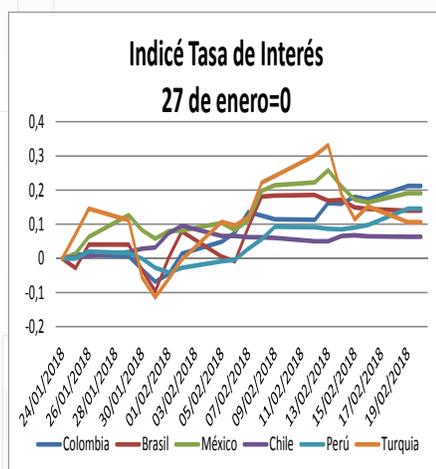
Fuente: Balanza Cambiaria BR.



Los riesgos vienen más de los mercados de capitales.



Volatilidad de mercados externos



2018. La recuperación que viene de afuera

- Desde la segunda mitad del 2016 ha existido una aceleración sostenida del crecimiento de los países desarrollados, que se consolidó en 2017 y, se espera continúe en 2018.
- Las economías emergentes que fueron muy afectadas por el fin del ciclo de “bienes básicos” se han venido recuperando, mientras que otros emergentes importantes (China e India) conservan elevadas tasas de crecimiento.



2018.La recuperación que viene de afuera

- El mejor desempeño de la economía mundial ha constituido un choque de demanda favorable para el precio de los “bienes básicos” que está mejorando los “términos de intercambio” para Colombia.
- Los flujos de capital han seguido fluyendo hacia Colombia y las demás economías emergentes, consistente con un ajuste ordenado de la política monetaria en USA.



Los Riesgos Externos

- Los principales riesgos externos están en la balanza de capitales que se puede ver afectada por:
 - Un proceso menos ordenado de la política monetaria y fiscal en USA y de la política monetaria en el resto de los países desarrollados
 - Un ajuste abrupto del precio de los activos en las economías desarrolladas.



Agenda

- El proceso de ajuste.
- La recuperación de la economía mundial.
- **El ajuste de la cuenta corriente.**
- La convergencia de la inflación.
- Los choques sobre el producto.
- La política monetaria.



Efectos del choque externo en la Cuenta Corriente

Efectos del Choque de precios (Cifras en millones de dólares)				
	2014.2-2013.3	2015.3-2014.4	Diferencia	
El choque				-16.920
Exportaciones Bienes	59.164	42.244		-16.920
Factores Compensatorios				10.712
Ingreso Neto del Exterior				7.024
Renta de Factores	-13.647	-7.280		6.367
Transferencias	4.466	5.123		657
Efectos relacionados Absorción				3.688
Importaciones de Bienes	58.705	55.522		-3.184
Balance de servicios	-6.214	-5.709		505
Balance en Cuenta Corriente	-14.937	-21.145		-6.208

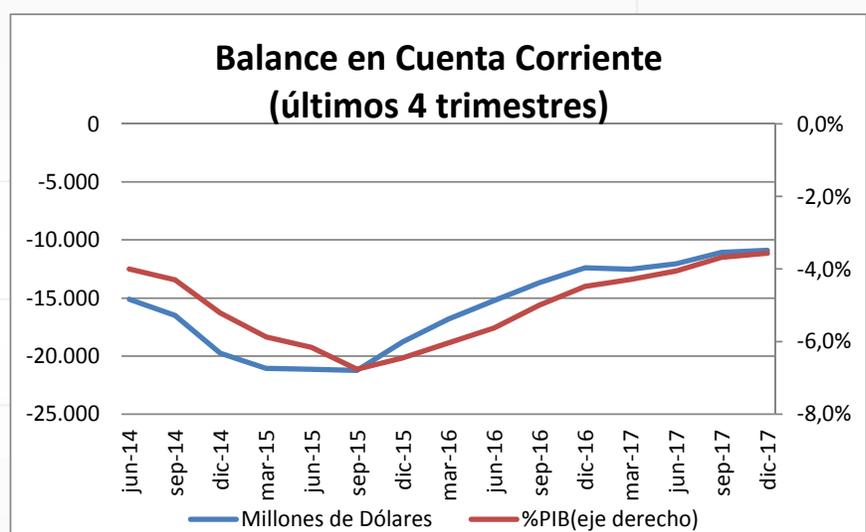


Como se viene equilibrando?

Balanza de Pagos (Cifras en millones de dólares)					
	2015,3-2014,4(a)	2016(b)	2018©	(b)-(a)	©-(b)
Balance en Cuenta Corriente	-21.145	-12.393	-10.775	8.752	1.618
Ingreso Neto del Exterior				2.862	-1.720
Renta de Factores	-7.280	-5.118	-8.294	2.162	-3.177
Transferencias	5.123	5.823	7.280	700	1.457
Efecto Absorción				14.748	-4.068
Importaciones	55.522	43.239	46.024	-12.283	2.785
Balance de Servicios	-5.709	-3.244	-4.527	2.465	-1.283
Exportaciones	42.244	33.384	40.790	-8.860	7.406



Ciclo de la cuenta corriente



C corriente.....en camino al equilibrio

Cuadro 1. Nivel de Cuenta Corriente que Estabiliza los Activos Externos Netos
(Con Inflación Externa)

Variables		
A.	Activos Externos Netos % PIB 2017	-47.5%
B.	Inflación Externa	2.2%
C.	Crecimiento potencial	3.3%
D.	Cuenta Corriente Requerida (% PIB)	-2.7%

E.	Cuenta Corriente (% PIB) 2018	-3.3%
(D-E)	Ajuste Requerido (% PIB)	0.6%

Déficit de CC Requerido (% PIB)	Tasa Crecimiento PIB potencial						
	2.6%	2.8%	3.1%	3.3%	3.6%	3.8%	4.1%
Inflación Externa 1.5%	-1.9%	-2.1%	-2.2%	-2.3%	-2.4%	-2.5%	-2.7%
1.7%	-2.1%	-2.2%	-2.3%	-2.4%	-2.5%	-2.7%	-2.8%
2.0%	-2.2%	-2.3%	-2.4%	-2.5%	-2.7%	-2.8%	-2.9%
2.2%	-2.3%	-2.4%	-2.5%	-2.7%	-2.8%	-2.9%	-3.0%
2.5%	-2.4%	-2.5%	-2.7%	-2.8%	-2.9%	-3.0%	-3.1%
2.7%	-2.5%	-2.7%	-2.8%	-2.9%	-3.0%	-3.2%	-3.3%
3.0%	-2.7%	-2.8%	-2.9%	-3.0%	-3.2%	-3.3%	-3.4%



La Cuenta Corriente.....en camino al equilibrio.

- En 2014 el déficit en la Cuenta Corriente era alto, lo que se agudizó con el choque de los términos de intercambio.
- Gradualmente el déficit ha tendido al equilibrio.
- En primera instancia el principal factor equilibrador fue la renta de factores.
- En segunda instancia fue la desaceleración y reasignación de la absorción
- Finalmente, el mejoramiento reciente de los términos de intercambio.



La Cuenta Corriente.....en camino al equilibrio.

- Al cierre de 2017, la cuenta corriente cerrará más cerca de sus valores de equilibrio.
- Lo anterior implica que disminuye la presión que este factor estaba ejerciendo sobre el crecimiento y sobre la posibilidad de aplicar políticas de incentivo a la demanda.
- Sin embargo, su nivel moderadamente alto tampoco permitirá un cierre de la brecha del producto exclusivamente centrado en la demanda interna.



Agenda

- El proceso de ajuste.
- La recuperación de la economía mundial.
- El ajuste de la cuenta corriente.
- **La convergencia de la inflación.**
- Los choques sobre el producto.
- La política monetaria.

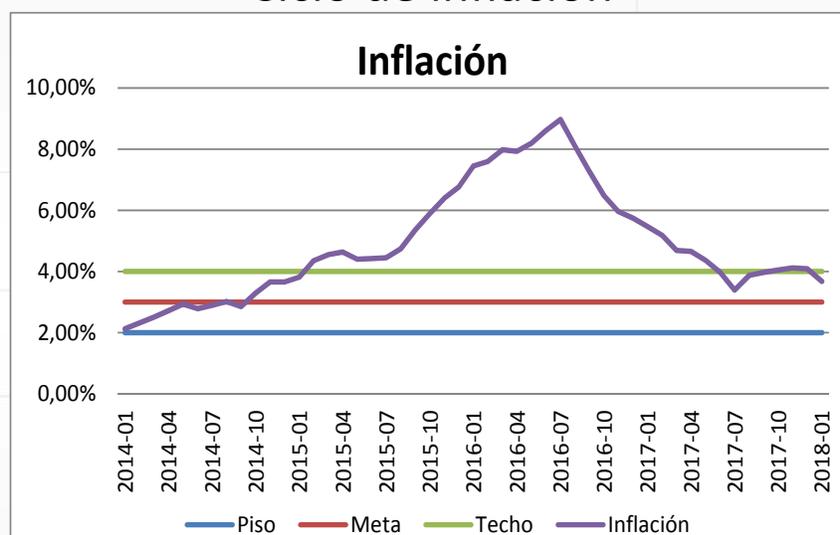


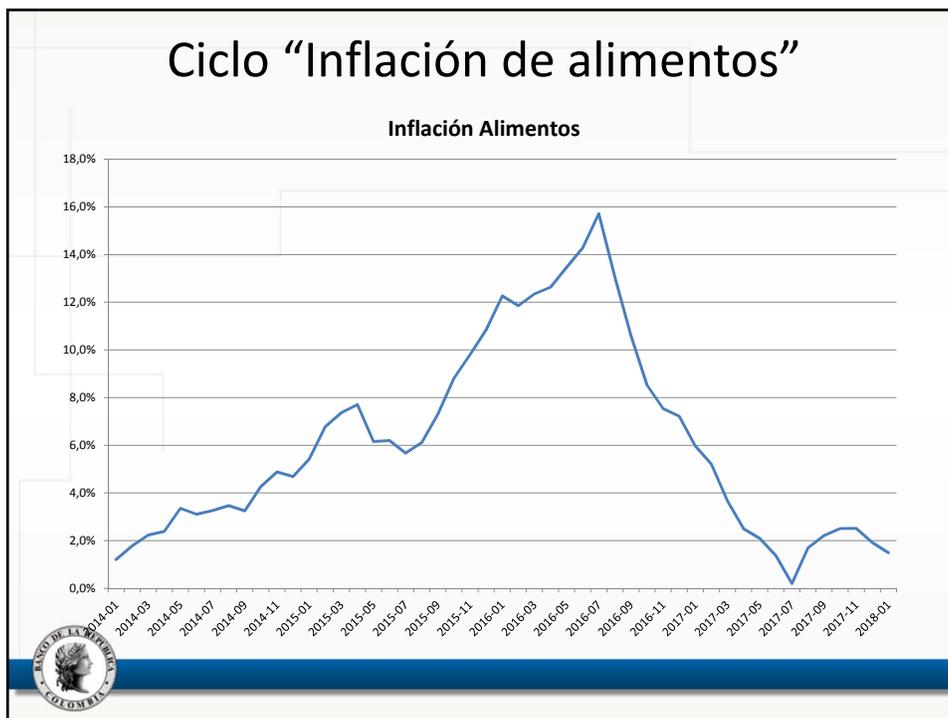
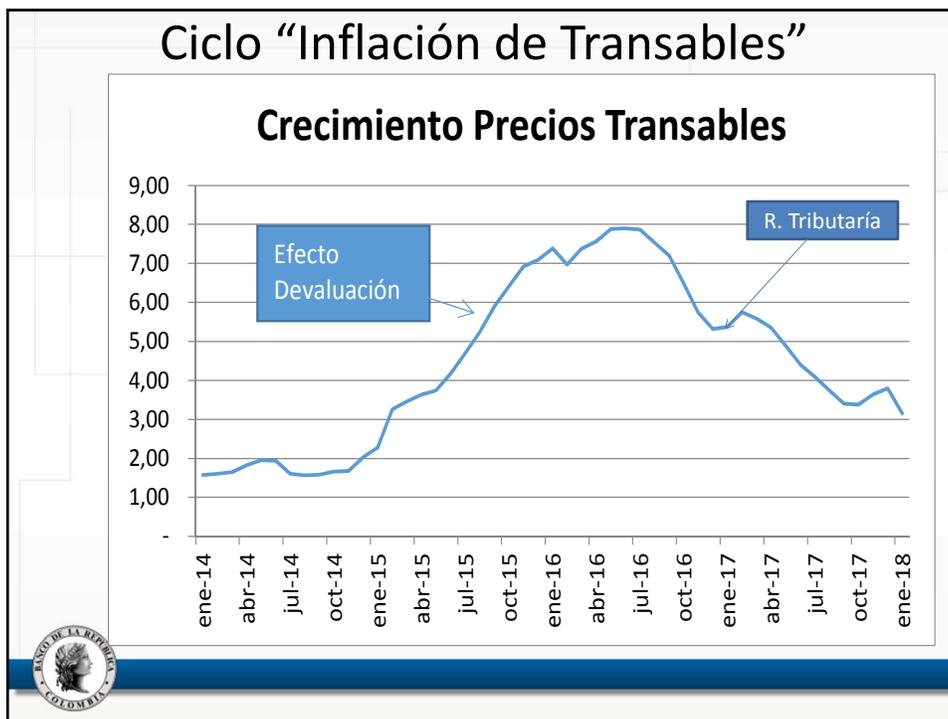
Inflación: Volviendo a la meta(i)

- Después de cinco años cerca de la meta de largo plazo, en 2015 la inflación se salió de la meta.
- La principal causa de este comportamiento fue el ajuste en los precios relativos (Tasa de cambio) e IVA en presencia de rigidez de precios. La segunda causa de la desviación de la inflación fue un choque negativo en el sector agrícola.
- Dado lo anterior el incremento en la inflación no se debió a presiones generalizadas de demanda.

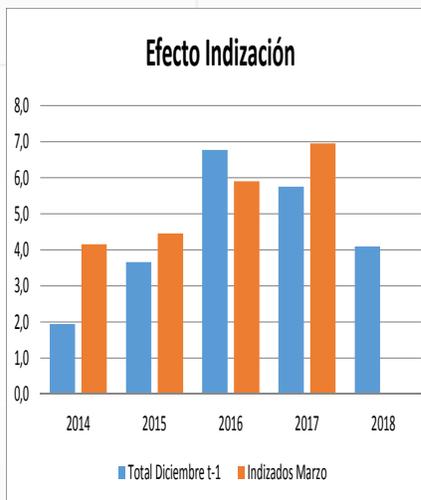


Ciclo de inflación

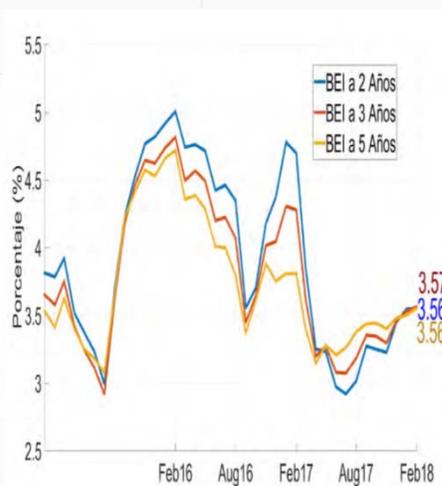
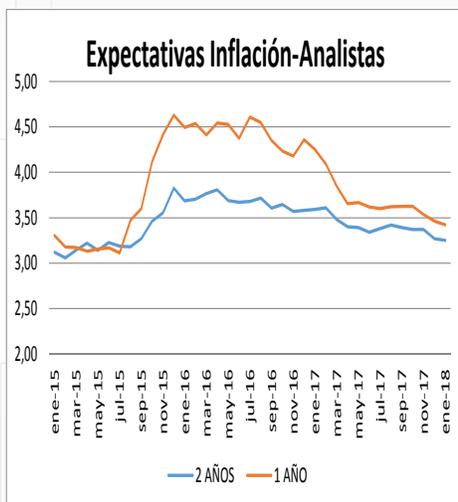




Efectos de la Indización

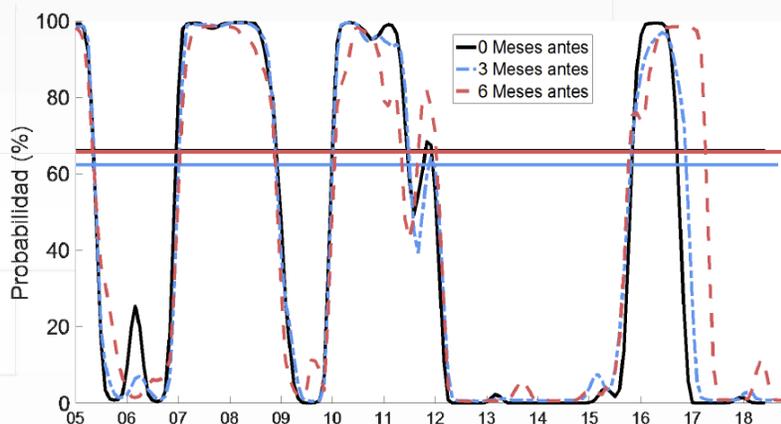


Ciclo de Expectativas



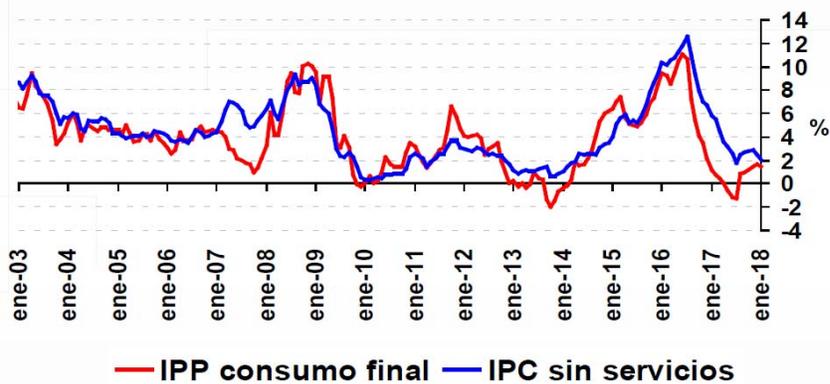
Las expectativas están ancladas a la meta

Probabilidad de desanclaje con información :

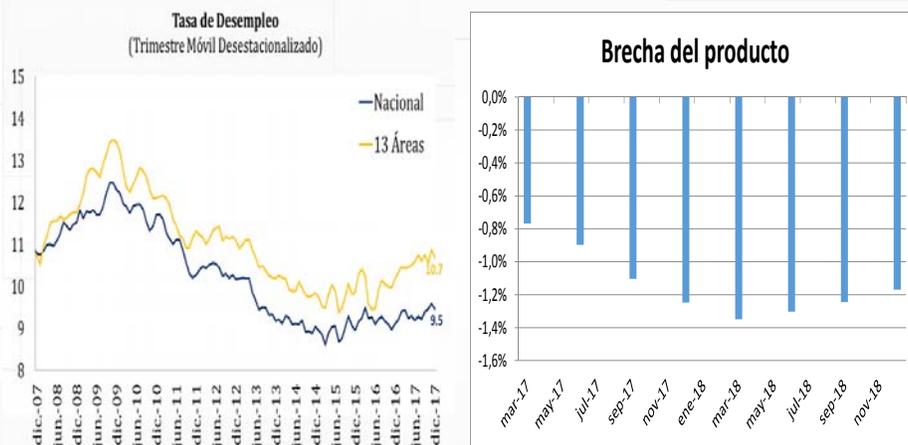


No hay presiones de costos no laborales

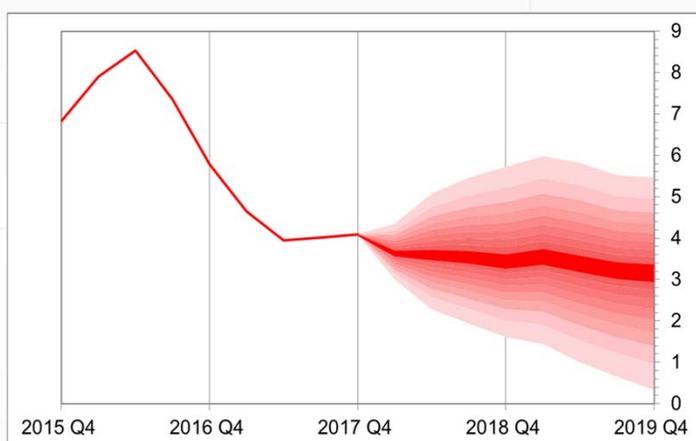
Inflación al consumidor y del productor



Excesos de capacidad instalada y mercado laboral sin presiones



Pronostico de Inflación



Fuente: Banco de la República

Inflación: Volviendo a la meta(ii)

- Ante la intensidad de los choques las expectativas de inflación se desanclaron y se activaron los mecanismos de indización.
- Una vez se desvanecieron los choques y, como resultado de la acción de política monetaria, la inflación, sus expectativas y proyecciones han ido convergiendo a la meta de mediano plazo.
- En 2018, los excesos de capacidad instalada y una indización sobre una base menor de inflación deben continuar la convergencia de la inflación a la meta.
- Los principales riesgos de esta proyección son i) una devaluación producida por perturbaciones en los mercados externos de capitales.
ii) mayores precios de los alimentos (E. Telaraña).

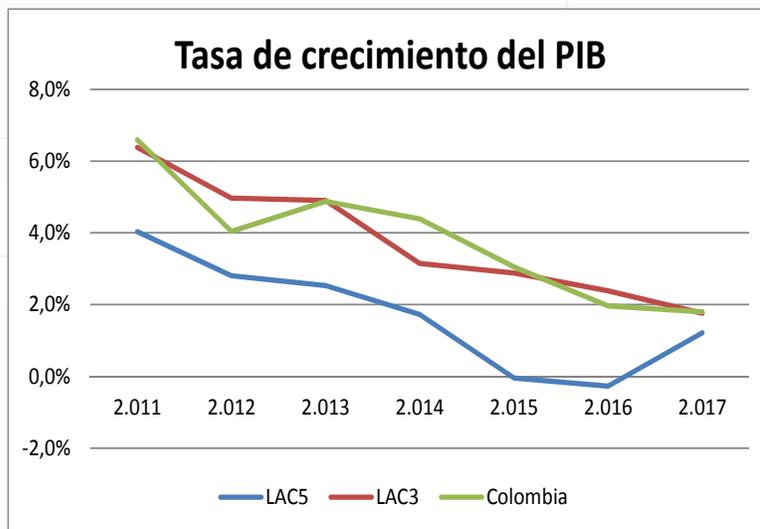


Agenda

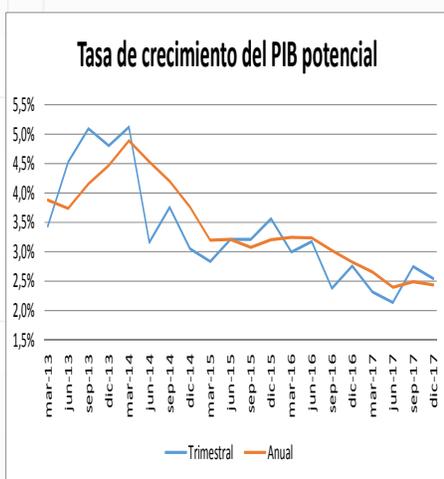
- El proceso de ajuste.
- La recuperación de la economía mundial.
- El ajuste de la cuenta corriente.
- La convergencia de la inflación.
- **Los choques sobre el producto.**
- La política monetaria.



El choque de “precios básicos ha generado desaceleración en toda América Latina



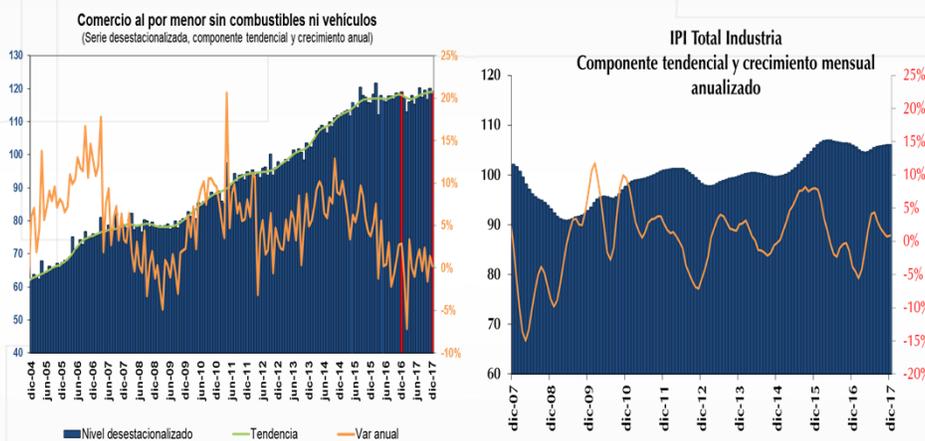
Tanto el observado como el potencial



El crecimiento en 2017 estuvo liderado por la demanda pública

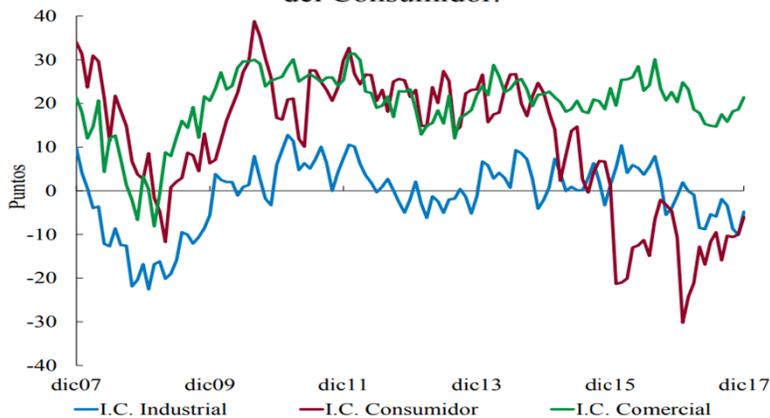


Los datos de producción aun no repuntan



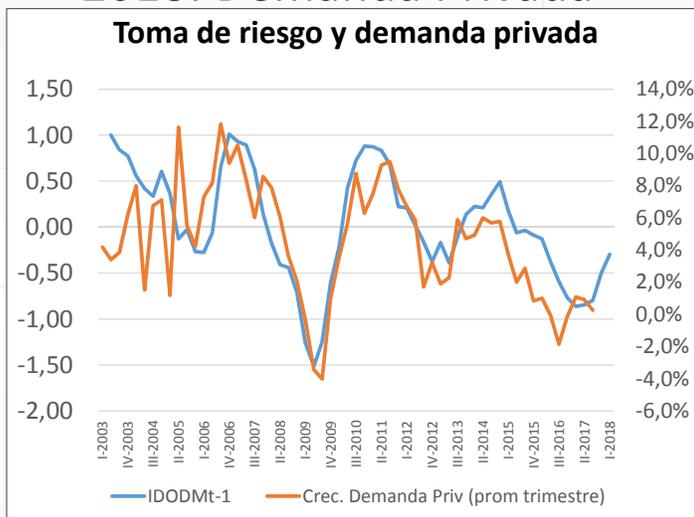
Indicadores adelantados muestran una leve mejoría

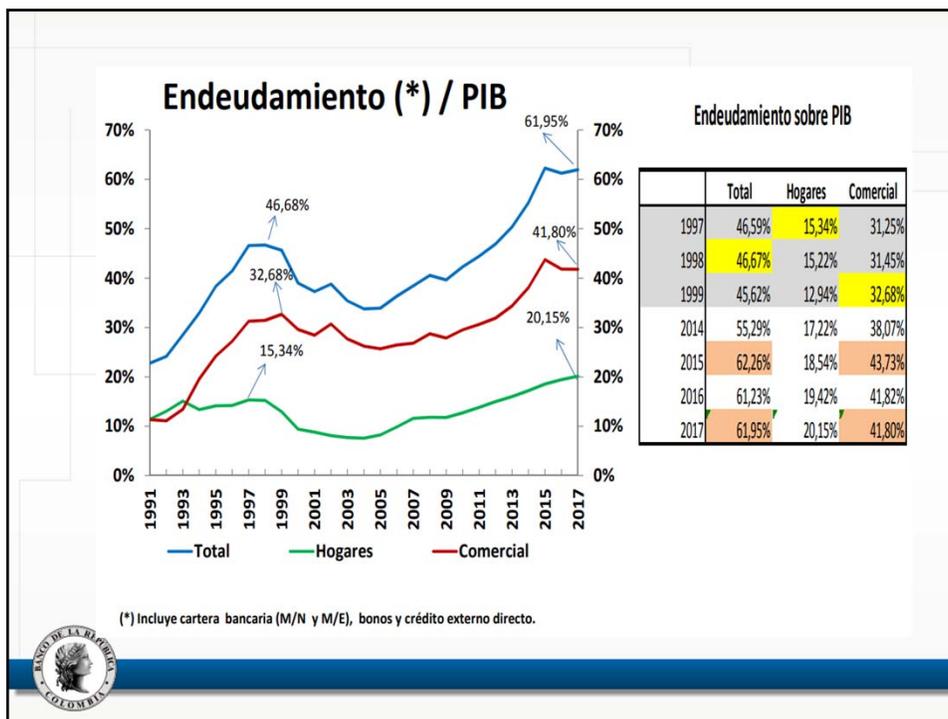
Gráfico 23. Índices de Confianza Industrial, Comercial y del Consumidor.



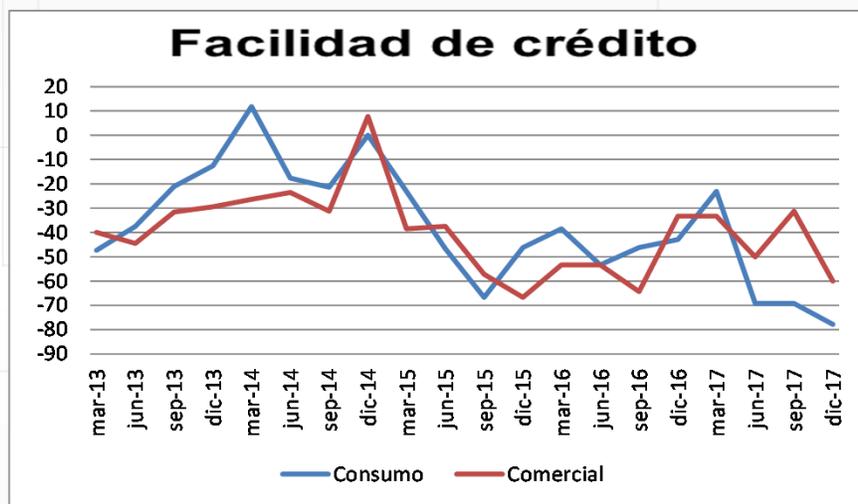
2018: Demanda Privada

Toma de riesgo y demanda privada

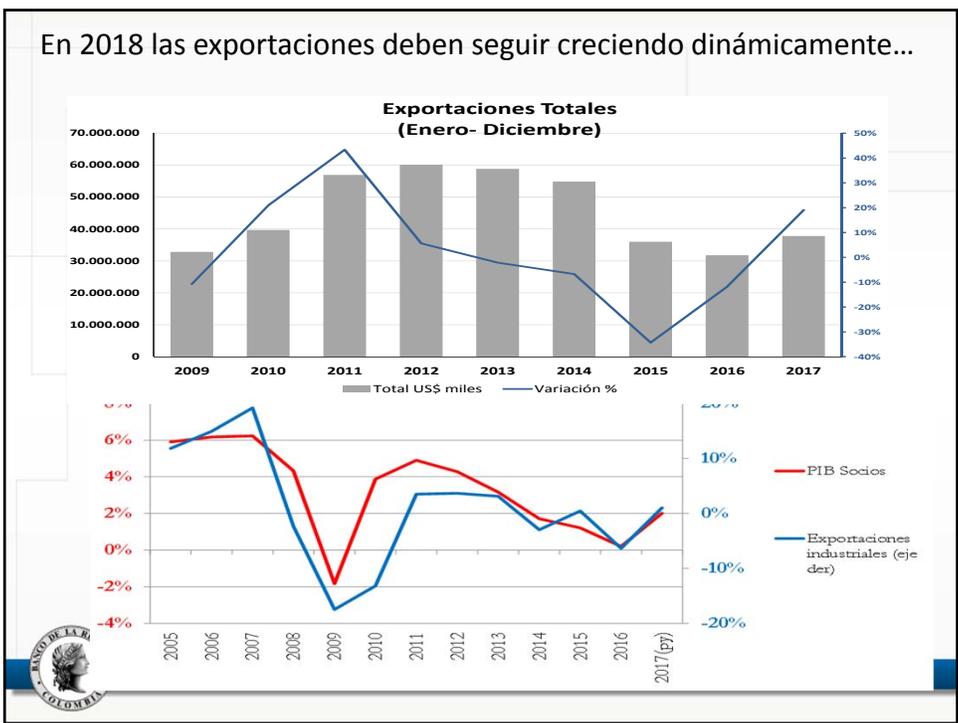




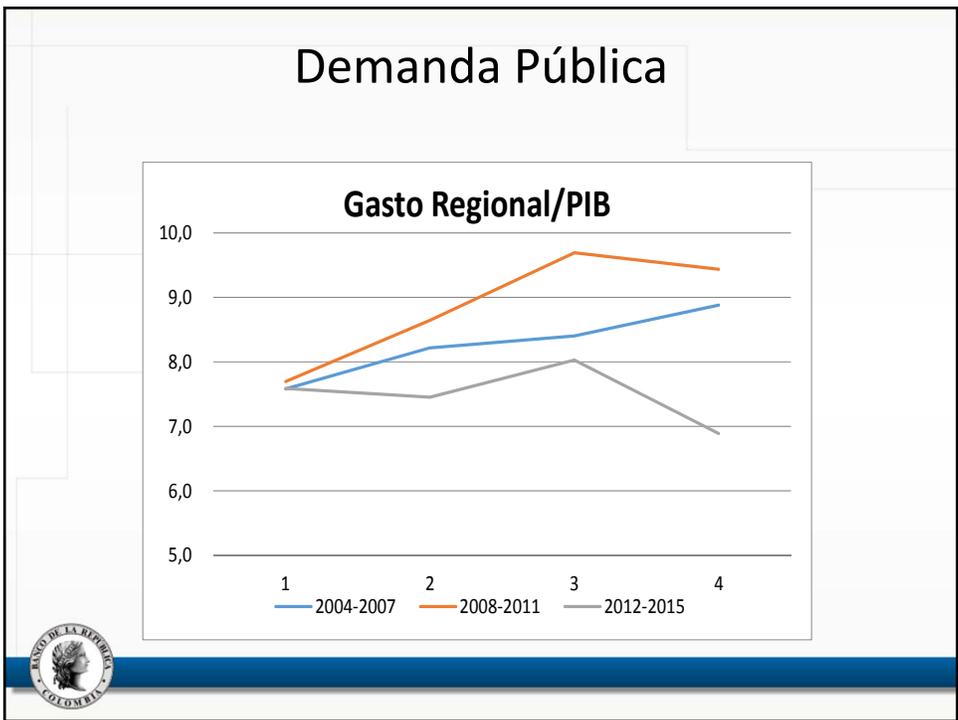
Aversión al riesgo del sistema financiero

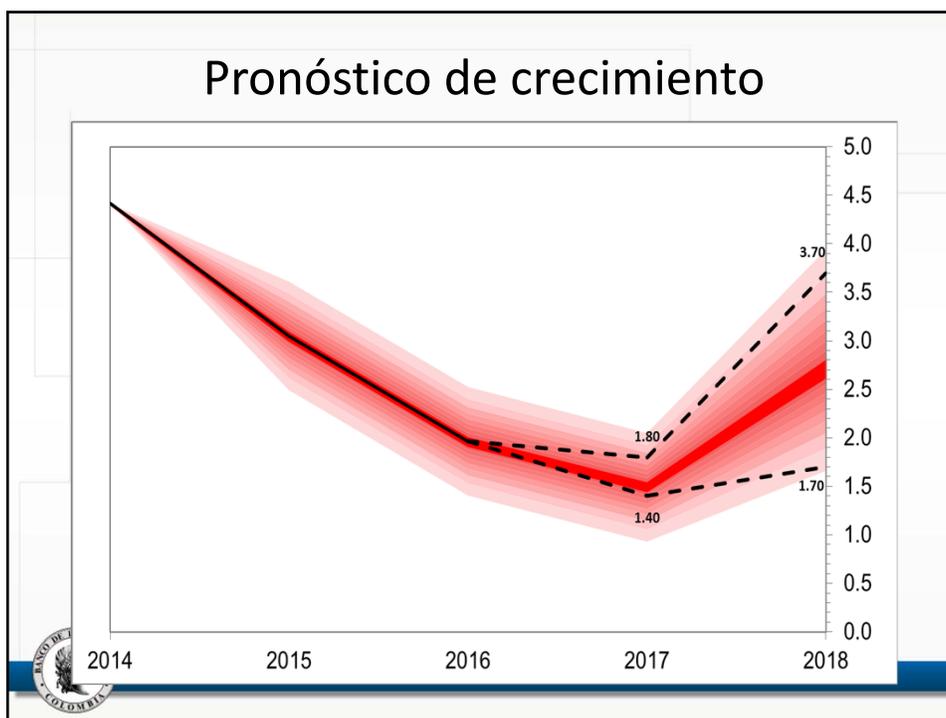


En 2018 las exportaciones deben seguir creciendo dinámicamente...



Demanda Pública





El ciclo económico

- La desaceleración del crecimiento ha generado excesos de capacidad instalada, que en 2017 se profundizaron.
- Es esperable que en 2018 se consoliden las mejores condiciones de demanda externa, impulsando las exportaciones de bienes y servicios.
- Hay señales (débiles aun) de un comportamiento marginalmente mejor de la demanda interna privada en 2018 en comparación con los dos años anteriores.



El ciclo económico

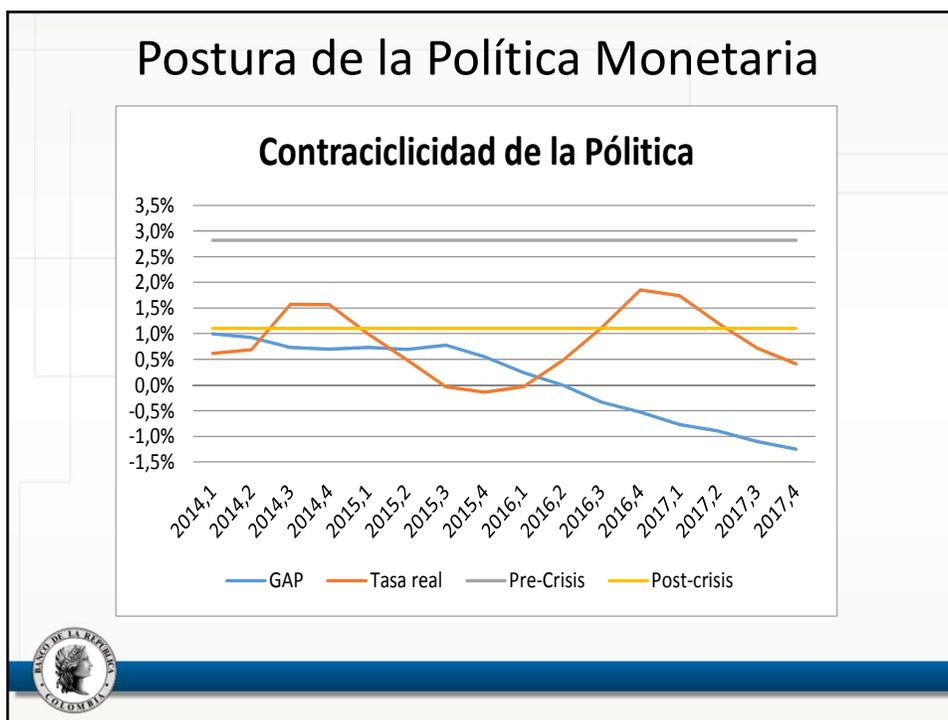
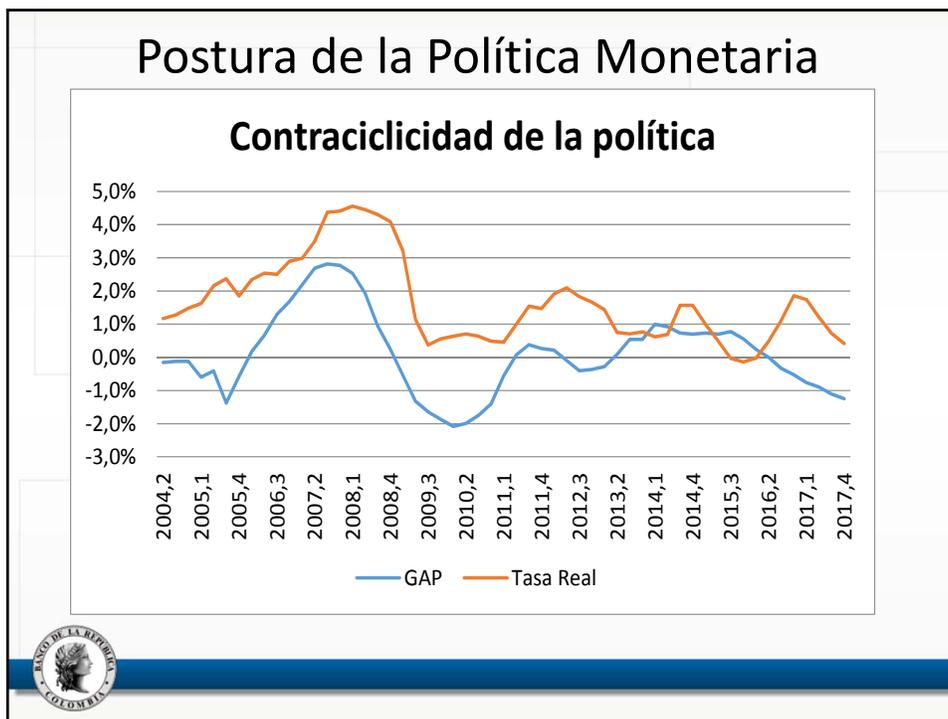
- La demanda pública puede seguir manteniendo una buena dinámica e impulsando el crecimiento.
- Los riesgos de la proyección vienen de un cambio en las condiciones de financiamiento externo y de que la demanda interna privada continúe con su pobre desempeño.



Agenda

- El proceso de ajuste.
- La recuperación de la economía mundial.
- El ajuste de la cuenta corriente.
- La convergencia de la inflación.
- Los choques sobre el producto.
- **La política monetaria.**





Tasas de interés pasivas

	Tasa prom. mensual*		Var. acumulada desde nov/16 (pb)
	nov-16	feb-18**	feb-18**
DTF	7,01	5,09	-193
CDT 180 días	7,23	5,35	-189
CDT 360 días	8,09	5,75	-233
CDT a más de 360 días	8,69	6,21	-248
TPM	7,75	4,50	-325



Fuente: Formato 441 (Datos diarios), Superintendencia Financiera. Cálculos:

Banco de la República

* Promedio mensual ponderado por monto.

** Datos hasta el 16 de febrero de 2018

Tasas de interés créditos a hogares

	Ponderaciones		Tasa prom. mensual*		Var. acumulada desde nov/16 (pb)
	nov-16	feb-18**	nov-16	feb-18**	feb-18**
Libranza	42,17	41,15	16,28	16,17	-10
No libranza	57,83	58,85	22,09	21,05	-104
Consumo			19,64	19,05	-59

	Tasa prom. mensual*		Var. acumulada desde nov/16 (pb)
	nov-16	feb-18**	feb-18**
T. Crédito (Persona)	31,39	29,57	-183
TPM	7,75	4,50	-325

	Tasa prom. mensual*		Var. acumulada desde nov/16 (pb)
	nov-16	feb-18**	feb-18**
Vivienda NO VIS	12,67	10,67	-200
TPM	7,75	4,50	-325



Fuente: Formato 088 (Datos semanales), Superintendencia Financiera.

Cálculos: Banco de la República

* Promedio mensual ponderado por monto.

** Información hasta febrero 09 de 2018.

Crédito de Consumo no incluye tarjetas de crédito.

Tasas de interés créditos a empresas

	Ponderaciones		Tasa prom. Mensual		Var. Acumulada desde Nov/16 (pb)
	nov-16	feb-18	nov-16	feb-18	feb-18
Ordinario	59,62	36,34	14,59	11,30	-329
Preferencial	39,54	63,34	11,99	7,74	-425
Tesorería	0,83	0,32	12,32	9,28	-305
Comercial BR			13,54	9,04	-450

Fuente: Formato 088 (Datos semanales), Superintendencia Financiera. Cálculos: Banco de la República.

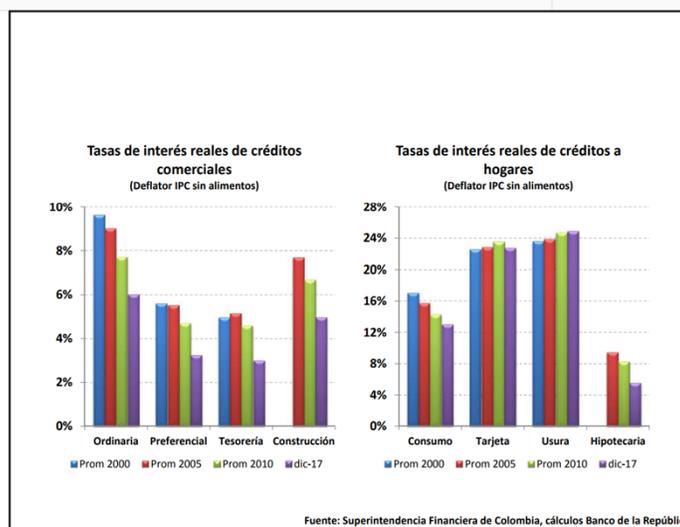
*Promedio mensual ponderado por monto.

**Información hasta febrero 09 de 2018.

Comercial BR: Tasa de interés calculada como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.



Transmisión de las tasas



Política Monetaria

- Ante el impacto de los choques y de el desanclaje parcial de las expectativas de inflación, el BR se vio obligado a abandonar la política anti-cíclica que había mostrado en la última década.
- Una vez re-ancladas las expectativas y proyecciones de inflación, la política volvió a ser contraciclica y hoy apoya el crecimiento.
- La política se ha transmitido a las tasas del sistema financiero en diferentes magnitudes. Las tasas de las categorías mas relevantes hoy son expansivas.



Política Monetaria

- Después de afrontar un fuerte choque externo se han reducido el GAPs externo y el de inflación.
- Con el cambio en las condiciones externas están dadas las condiciones para un mayor crecimiento del PIB que cierra la brecha y concluya un proceso exitoso de ajuste a cambios en el entorno internacional.
- En este contexto, la política monetaria debe tener un sano equilibrio entre los objetivos de disminuir el GAP del producto y consolidar el cierre de los GAPs externo y de inflación.



Política Monetaria

- El riesgo macroeconómico más importante es la inestabilidad posible de los flujos de capitales.
- Prudencia en la política macroeconómica y liquidez externa son herramientas fundamentales en este entorno.



El ajuste cíclico ha sido eficiente

