

Cuenta corriente y tasa de cambio de equilibrio

Mauricio Hernández, Alejandro Reyes,
Paulo Sánchez y Alfonso Ugarte

Febrero 2021

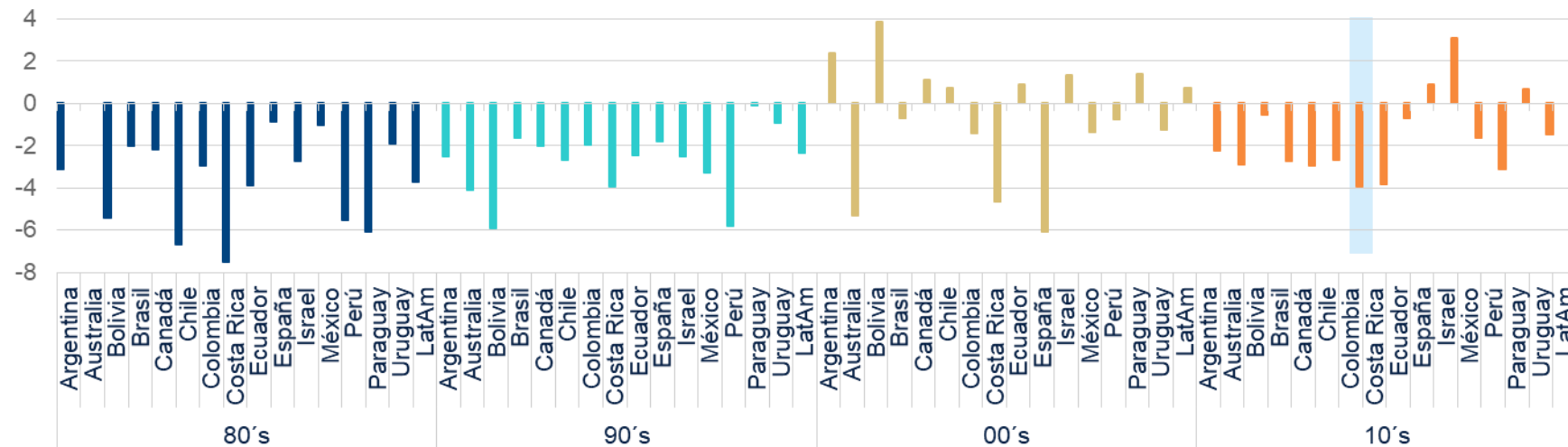
01

Motivación y hechos estilizados

Entre 2010-19, Colombia tuvo uno de los mayores déficit externos entre los países de Latam y otros exportadores de materias primas

BALANCE DE LA CUENTA CORRIENTE

(PROMEDIOS POR DÉCADAS, % DEL PIB)



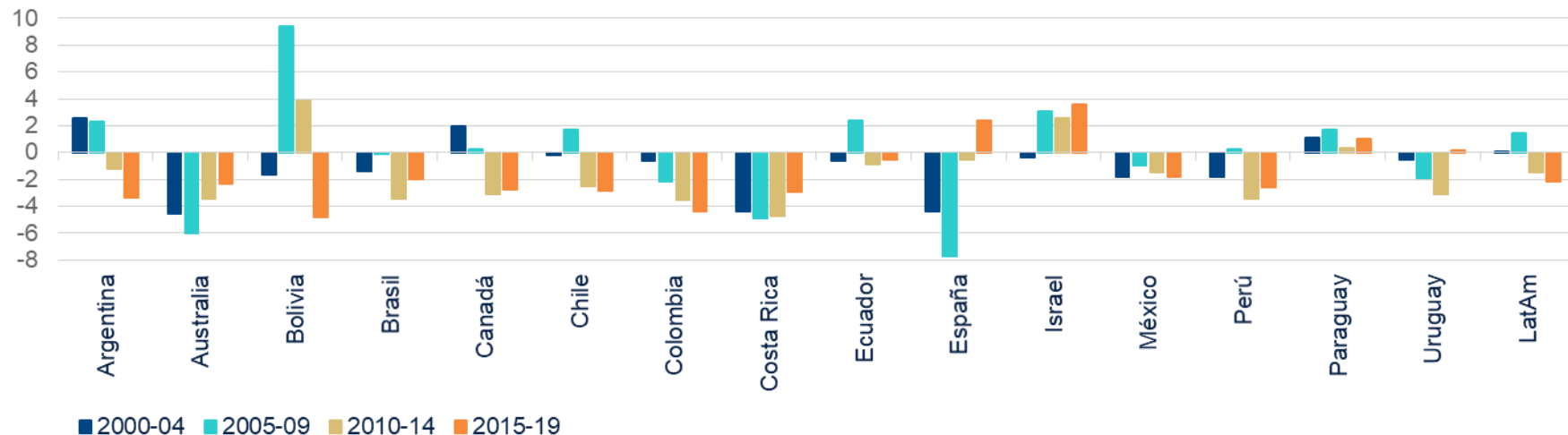
Fuente: BBVA Research con datos de Banco Mundial.

En promedio, el déficit de la cuenta corriente de la economía colombiana pasó a niveles de casi 4% del PIB en la más reciente década.

La ampliación del déficit en 2010-19 no fue solo el caso de Colombia, aunque sí uno de los mayores aumentos

BALANCE DE LA CUENTA CORRIENTE

(PROMEDIOS POR QUINQUENIOS, % DEL PIB)



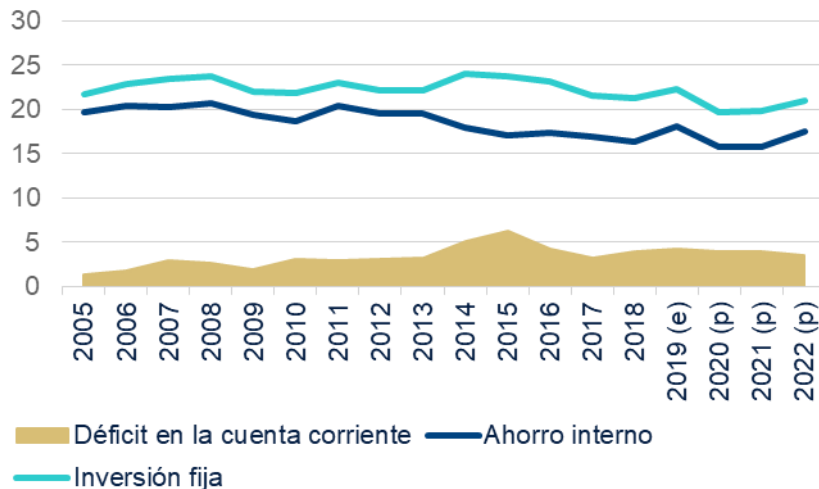
Fuente: BBVA Research con datos de Banco Mundial.

Además, muchos países corrigieron el déficit en el segundo quinquenio de la década, a diferencia de Colombia que lo siguió aumentando.

La caída del ahorro interno pudo haber sido una razón idiosincrásica para que Colombia aumentara más su déficit

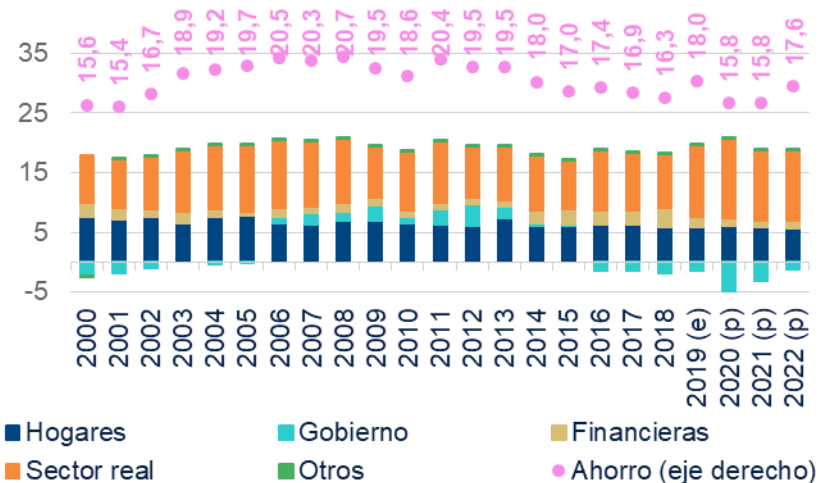
AHORRO, INVERSIÓN Y CUENTA CORRIENTE

(VALORES NOMINALES, % DEL PIB)



DESCOMPOSICIÓN DEL AHORRO INTERNO

(% DEL PIB)



(p): previsión de BBVA Research

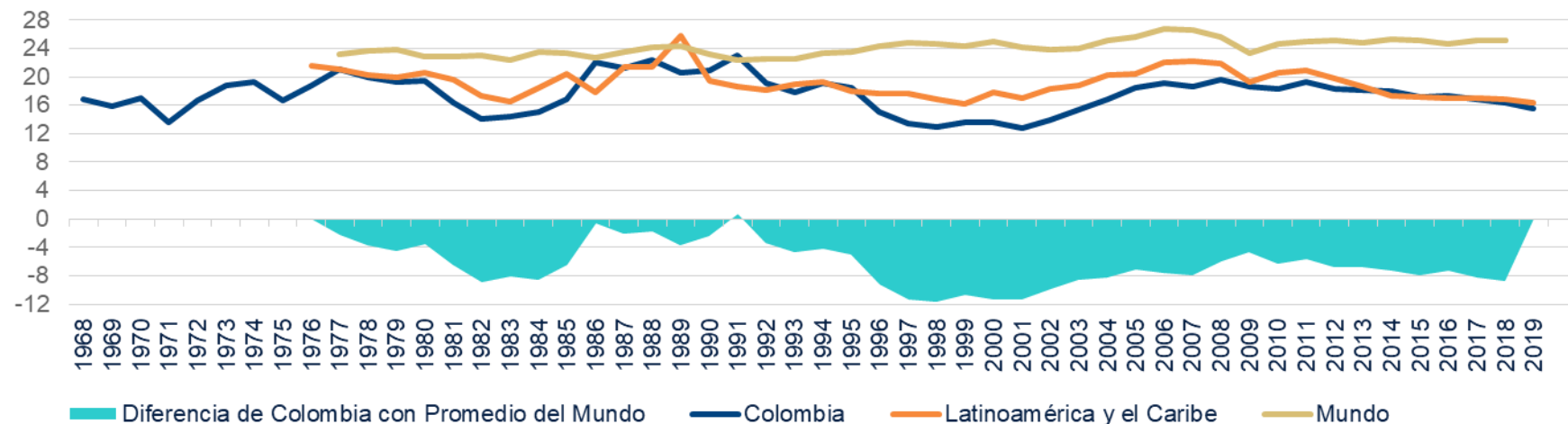
Fuente: BBVA Research con datos de DANE y Banco de la República.

La reducción del ahorro interno estuvo determinada por la caída del ahorro público, hasta niveles negativos (desahorro), y un menor ahorro de los hogares.

Además, la tasa de ahorro ha sido más baja que en el promedio del mundo e, incluso, que LatAm por largos períodos de tiempo

TASA DE AHORRO

(% DEL PIB)

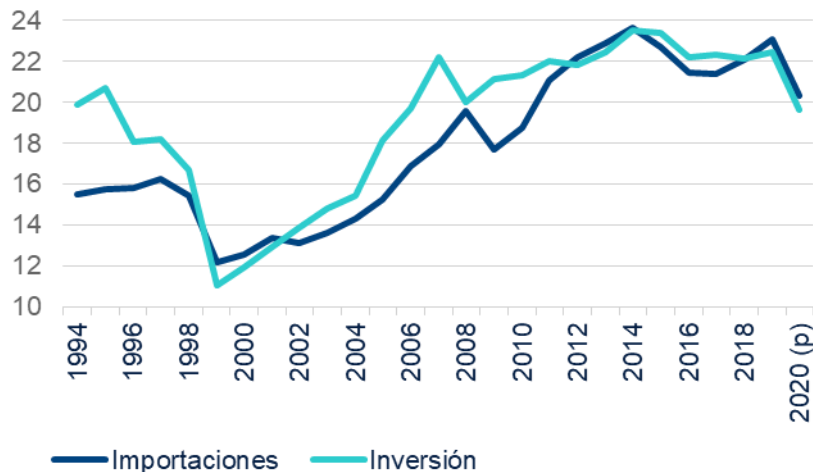


Fuente: BBVA Research con datos de Banco Mundial.

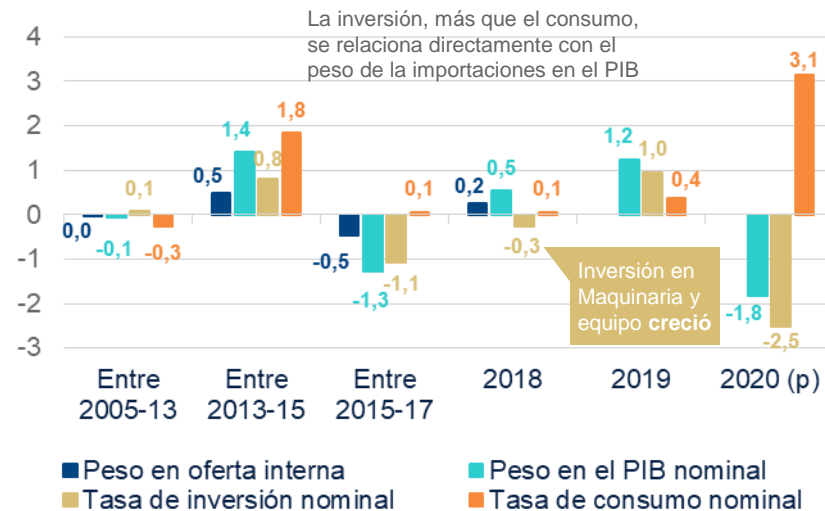
En la primera década de este siglo, Colombia estuvo cerrando la brecha de ahorro con el resto del mundo. Pero, en la década más reciente, la brecha se volvió a abrir.

Al mismo tiempo, la inversión interna también presionó al alza la cuenta corriente a través de las mayores importaciones que implicó

IMPORTACIONES E INVERSIÓN FIJA (PARTICIPACIONES EN EL PIB, %)



IMPORTACIONES Y OFERTA Y DEMANDA INTERNAS (CAMBIO EN LAS PARTICIPACIONES, VALORES NOMINALES, %)

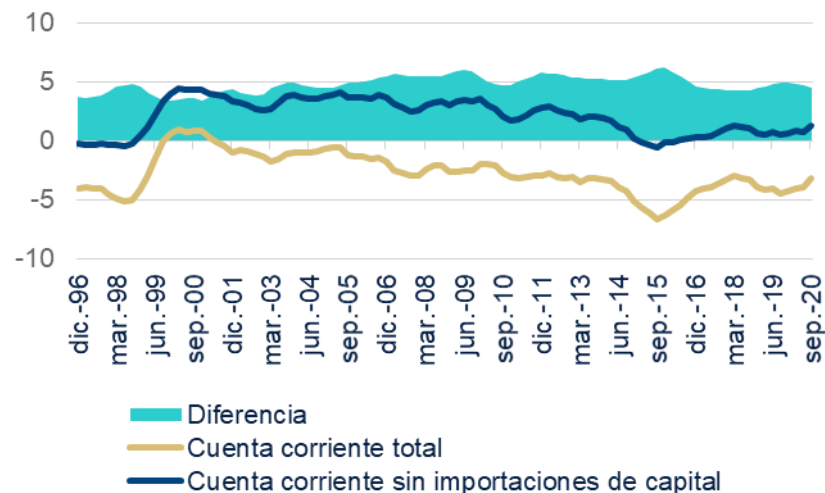


(p) Proyección de BBVA Research.
Fuente: BBVA Research con datos de DANE.

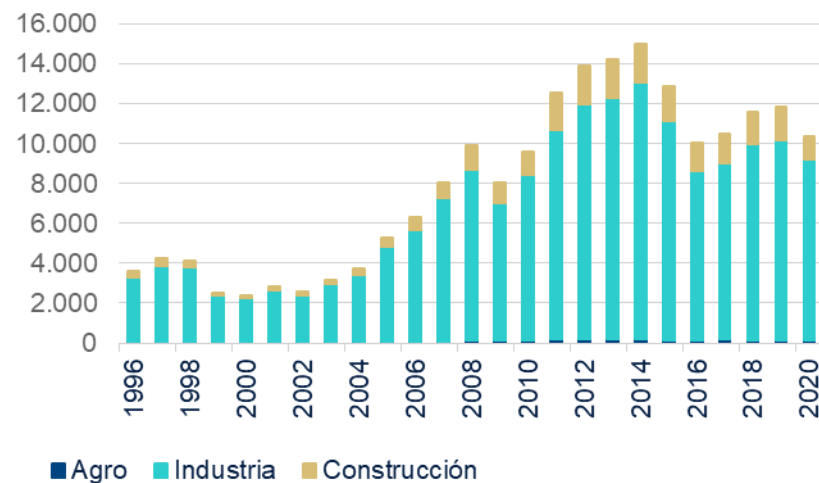
La fuerte caída de la inversión, más allá del derrumbe del consumo, durante la pandemia por Covid-19, llevará a una reducción importante de la participación de las importaciones en oferta y PIB.

En efecto, el impacto de las importaciones de maquinaria y equipo sobre la cuenta corriente es destacado

IMPORTANCIA DE LA IMPORTACIÓN DE BIENES DE CAPITAL (ACUMULADO CUATRO TRIMESTRES, % DEL PIB)



IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL POR TIPO (MILLONES DE DÓLARES)



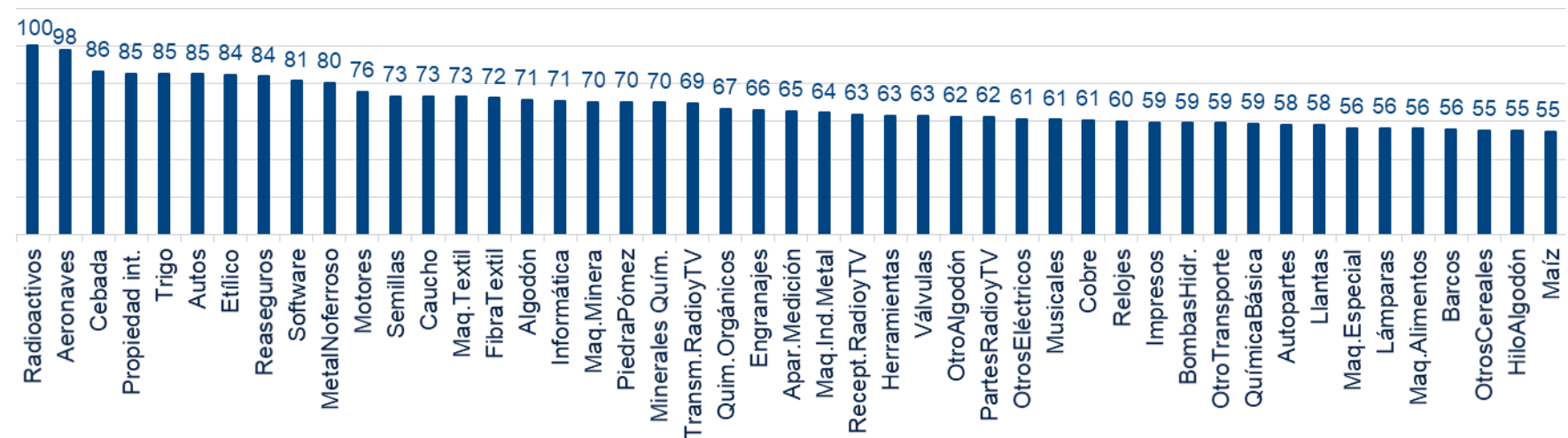
(*) Datos a Septiembre para las importaciones de 2020
Fuente: BBVA Research con datos de DANE.

La industria (que incluye industria minero-petrolera) fue la principal determinante de las importaciones de bienes de capital.

Bienes de inversión, servicios de tecnología y cereales sobresalen entre los bienes con mayor incidencia de las importaciones

PESO DE LAS IMPORTACIONES EN OFERTA INTERNA

(BIENES CON MAYOR INCIDENCIA DE LAS IMPORTACIONES, FECHA MÁS RECIENTE DISPONIBLE, %)



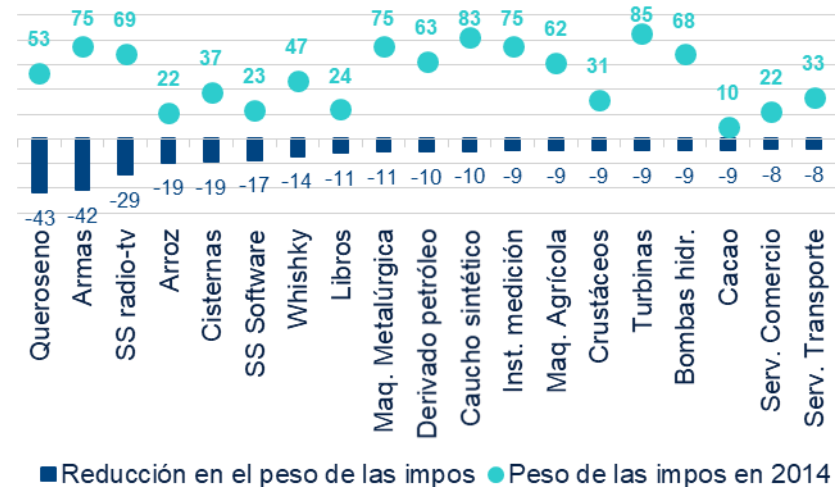
Fuente: BBVA Research con datos de DANE.

Según un estudio del Banco de la República, más del 80% de la inversión en maquinaria y equipo es de origen importado.

Desde 2014, el peso de las importaciones en la oferta interna tuvo cambios relevantes cuando se analiza por tipo de bien

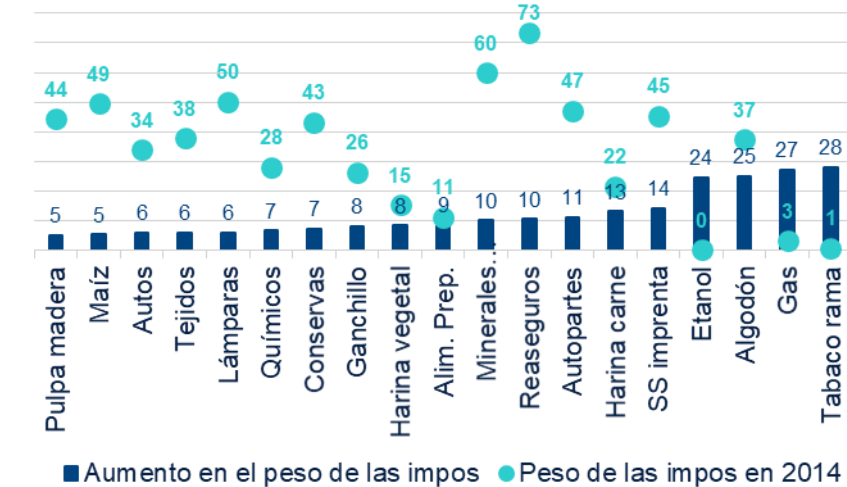
PESO DE LAS IMPORTACIONES EN OFERTA INTERNA

(BIENES CON MAYOR REDUCCIÓN EN PESO DE IMPOS, %)



PESO DE LAS IMPORTACIONES EN OFERTA INTERNA

(BIENES CON MAYOR AUMENTO EN PESO DE IMPOS, %)



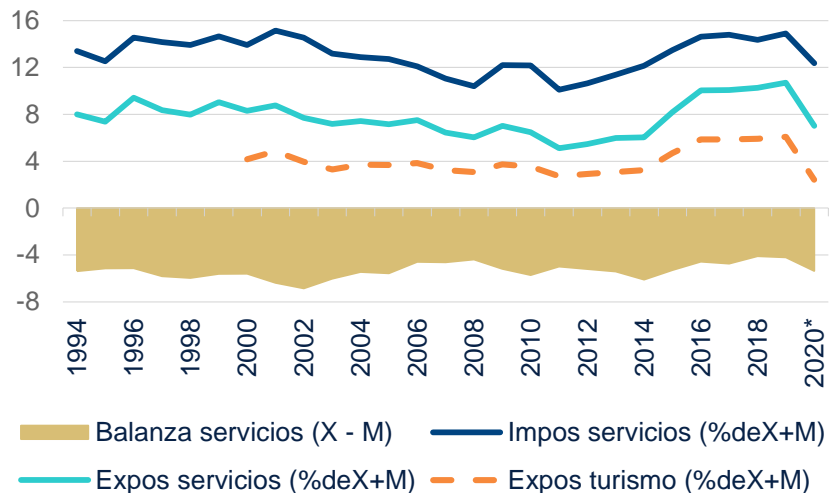
Fuente: BBVA Research con datos de DANE.

Las importaciones de combustibles, armas y algunos servicios tuvieron la mayor reducción en el peso de la oferta interna. Al contrario, aumentaron más en madera, maíz, automóviles y textiles.

Por otra parte, Colombia aumentó considerablemente la venta foránea de servicios desde 2014, especialmente de turismo

COMERCIO EXTERIOR DE SERVICIOS

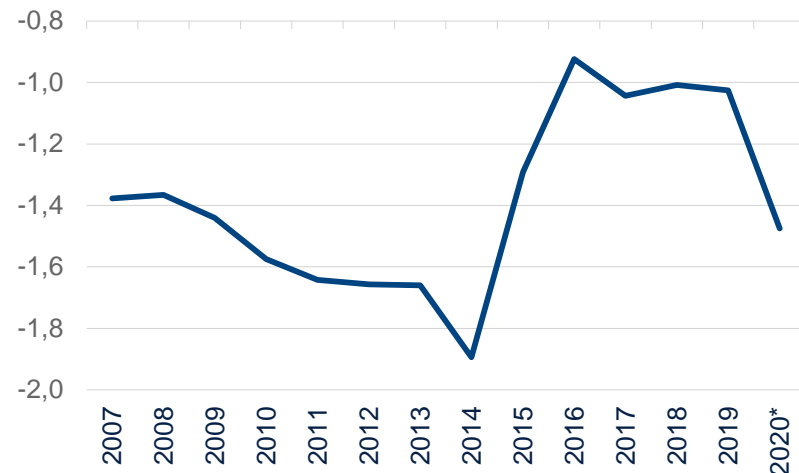
(% DE LA SUMA DE EXPORTACIONES -X- E IMPORTACIONES -M-)



(*): Datos a septiembre

Fuente: BBVA Research con datos de Banco de la República.

CONTRIBUCIÓN DE BALANCE DE SERVICIOS A CUENTA CORRIENTE (% PIB)

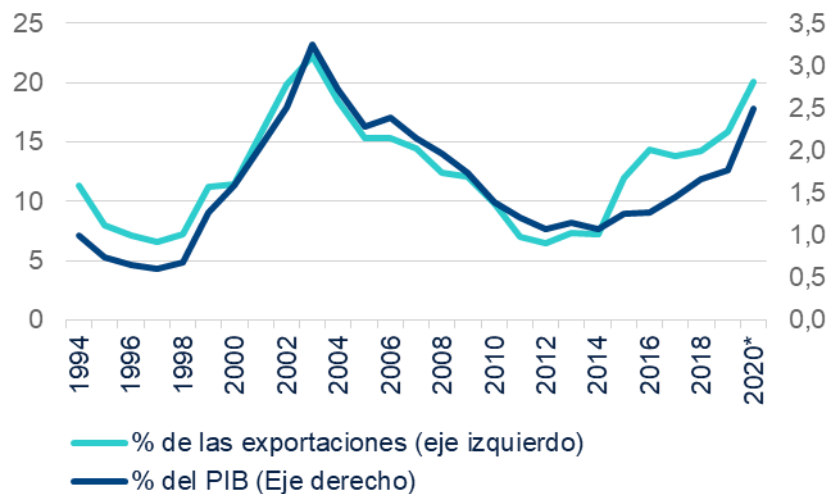


Pero, en 2020, se redujo mucho más la exportación de servicios que la importación, de tal forma que la cuenta de servicios aumentó su contribución negativa al balance externo.

Mientras que las remesas de los trabajadores en el exterior aumentaron su relevancia entre las variables que aportan positivamente al balance externo

REMESAS DE LOS TRABAJADORES EN EL EXTERIOR

(% DE EXPORTACIONES Y % DEL PIB)

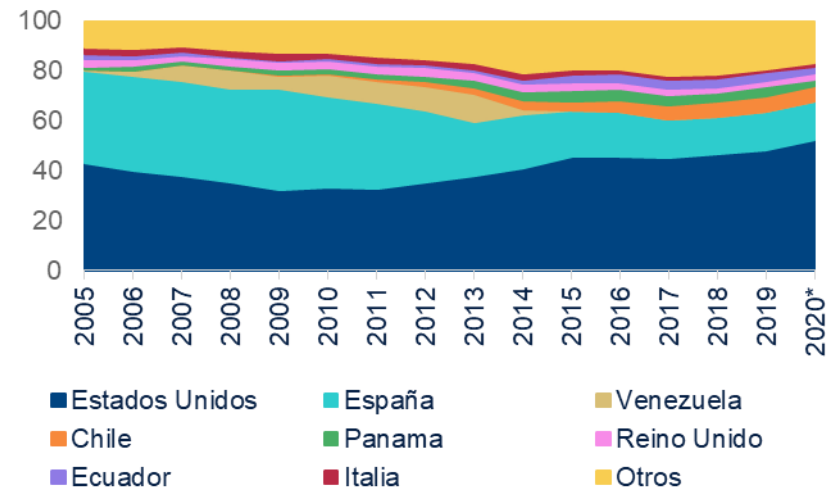


(*): Datos a septiembre

Fuente: BBVA Research con datos de Banco de la República.

REMESAS POR ORIGEN

(% DEL TOTAL DE CADA AÑO)



Hacia delante, el comportamiento de la venta externa de servicios y de la llegada de remesas será importante para seguir compensando positivamente las otras fuentes de déficit.

02

Estimación de la cuenta corriente estructural: metodología y resultados

Metodología cuenta corriente estructural



El análisis se basa en la **medición del impacto** de varios **factores estructurales** sobre la cuenta corriente.

Tales factores estructurales incluyen tendencias **demográficas, inversión, balance fiscal**, entre otros.



El modelo es estimado sobre un panel de datos para **87 países** entre el período 1980 hasta 2019.

La base de datos es construida usando datos de FMI, Banco Mundial, Naciones Unidas, OECD y BBVA Research.



Varias **variables** son expresadas en términos de sus desviaciones con respecto a su **promedio global**.

Especificación del modelo econométrico

Ejercicio empírico

$$CC_{it} = X_i' \beta_{LT} + (X_{it}^{MA5y} - X_i)' \beta_{MT} + (X_{it} - X_{it}^{MA5y})' \beta_{ST} + Z_{it}' \varphi_{CYC} + \delta_i + \mu_{it}$$

Cada variable explicativa se descompone en tres frecuencias de oscilación: **largo, mediano y corto plazo**.

Se asume que los componentes de mediano y largo plazo representan el **componente estructural** y el componente de corto plazo asocia el **componente cíclico**.

X_i : Promedio histórico de cada variables observada

CC_{it} : Cuenta corriente observada como proporción del PIB

$X_{it}^{MA5y} - X_{it}$: Desviación de mediano plazo entre sus variables explicativas y sus valores de largo plazo

$X_{it} - X_{it}^{MA5y}$: Desviación entre sus variables explicativas y sus valores de mediano plazo

Z_{it} : Vector de variables explicativas cíclicas

Valores ajustados de la cuenta corriente estructural $\rightarrow \beta_{LT} + \beta_{MT}$

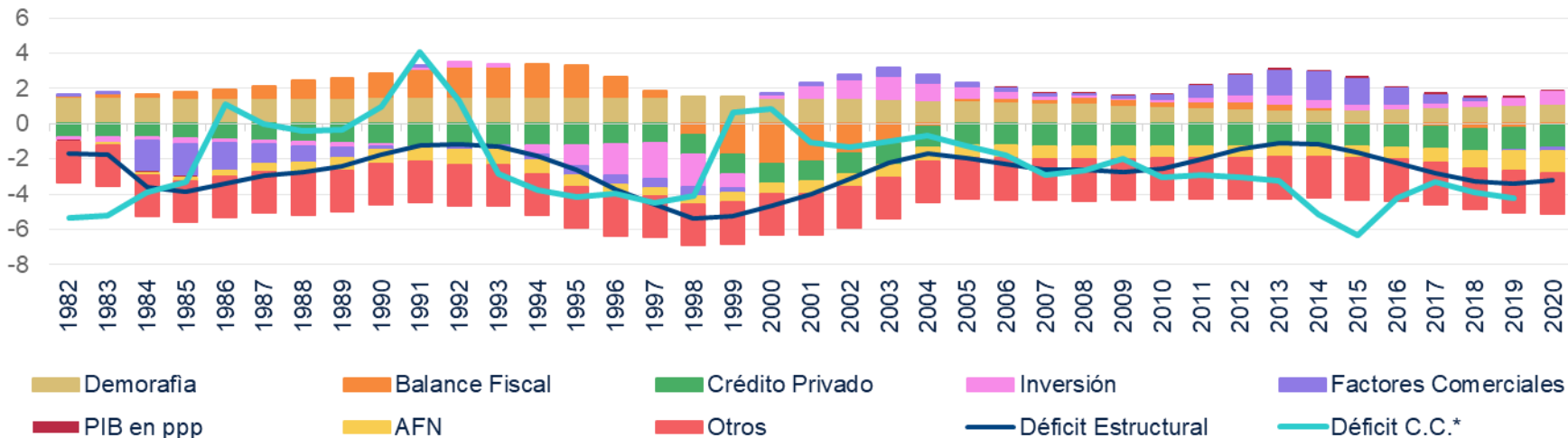
La estimación de los coeficientes de corto y mediano plazo resultantes del modelo longitudinal es adaptado para Colombia. Específicamente, estos coeficientes son re-estimados usando modelos bayesianos de series de tiempo.

Variables explicativas

Factor agregado	Variable	Largo plazo	Medio plazo	Corto plazo
Demografía	Razón de dependencia de mayores (%)	✓	✓	
	Crecimiento de la población (%)	✓	✓	
Crecimiento e inversión	Inversión (%PIB)	✓	✓	✓
	PIB per cápita (PIB en ppp)		✓	
Balance fiscal	Balance fiscal (%PIB)	✓	✓	✓
	Gasto en salud pública (%PIB)	✓	✓	
Crédito privado	Crédito privado (%PIB)	✓	✓	✓
Factores comerciales	Apertura comercial (%PIB)	✓	✓	✓
	Balance petrolero (%PIB)	✓	✓	✓
Ahorro privado	Activos financieros netos (AFN, %PIB)	✓	✓	✓
Ciclo	Tasa de interés de corto plazo		✓	✓
	Brecha del producto			✓
	Tasa de cambio real			✓
	Gasto en salud			✓
	Términos de intercambio (% de cambio)			✓
	VIX (% de cambio)			✓

El ejercicio descompone el déficit en cuenta corriente estructural en ocho factores explicativos durante el periodo 1982 a 2020

DESCOMPOSICIÓN POR CONTRIBUCIÓN DEL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE ESTRUCTURAL (PUNTOS PORCENTUALES DEL PIB)



(*): C.C.: cuenta corriente.

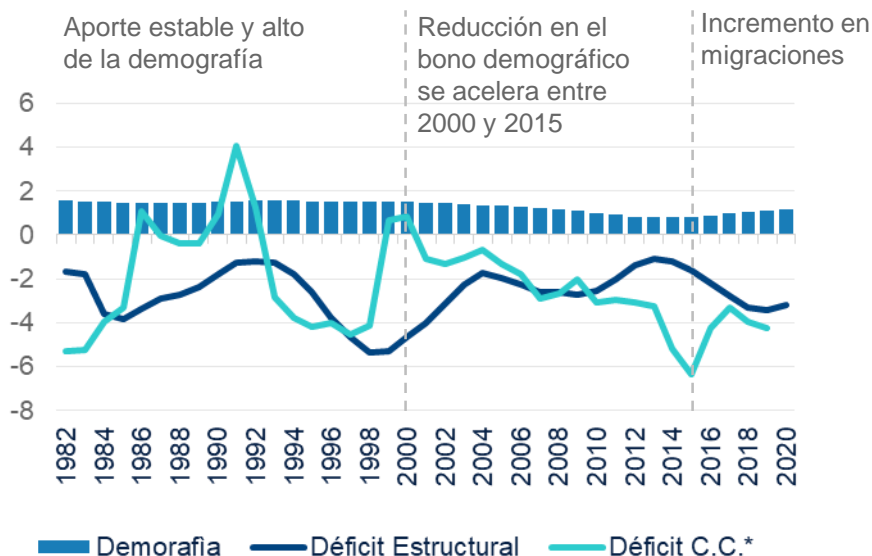
Fuente: BBVA Research con datos de entidades multilaterales.

Entre los que aportan mayor explicación se encuentran otros, demográfico, deuda privada y activos financieros netos.

La demografía aporta a una cuenta corriente estructural superavitaria gracias al incremento de la población en edad productiva

CUENTA CORRIENTE Y DEMOGRAFÍA

(% DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN, %)



- Al comienzo del periodo, el aporte es alto y estable por cuenta del alto bono demográfico y el crecimiento poblacional.
- Luego, en el periodo entre 2000 y 2015 se evidencia una moderación en su aporte por la reducción gradual del bono demográfico y por una ralentización del crecimiento poblacional.
- En los últimos años se revierte la tendencia por cuenta del aporte de la migración al crecimiento poblacional y al bono demográfico.

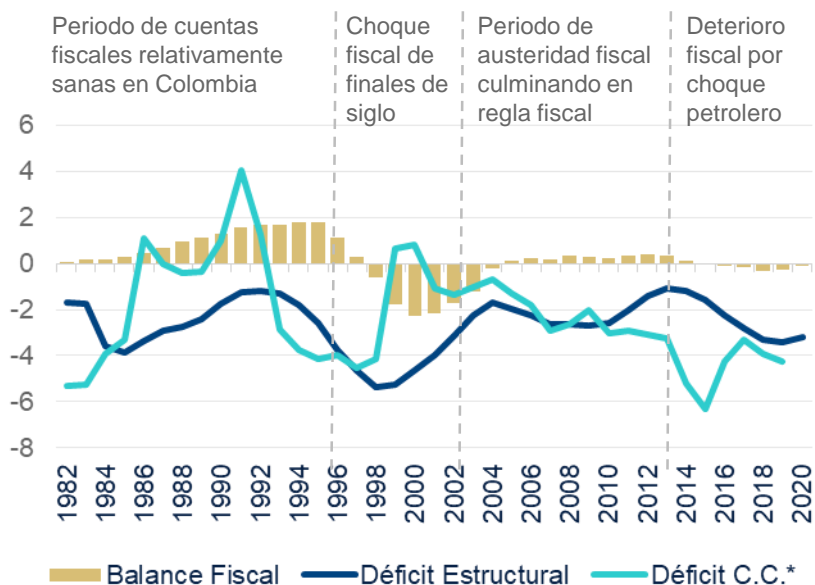
(*): C.C. : Cuenta corriente.

Fuente: BBVA Research con datos de entidades multilaterales.

El balance fiscal pasó de apoyar el superávit estructural en cuenta corriente en el siglo pasado a propiciar un déficit, especialmente al comienzo de siglo

CUENTA CORRIENTE Y BALANCE FISCAL

(% DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN)



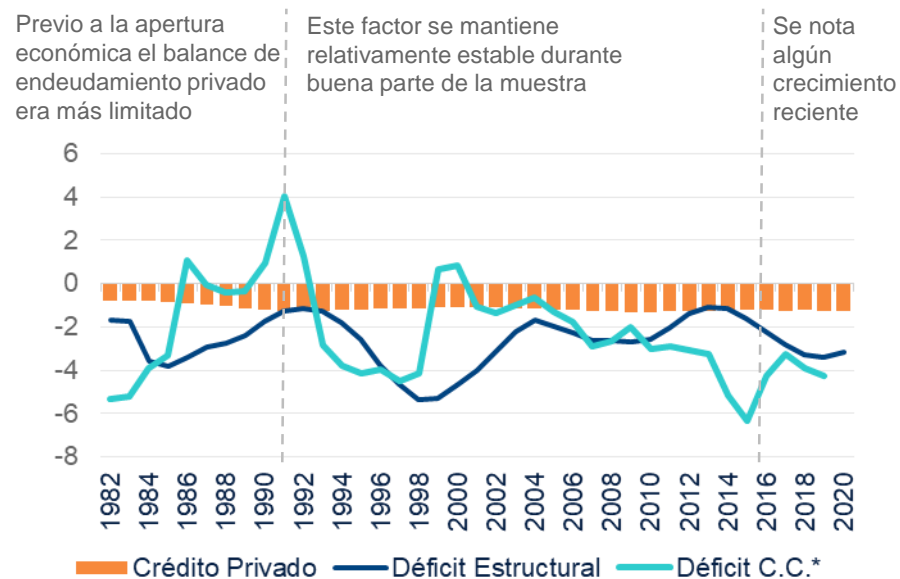
- La tradición de responsabilidad fiscal de Colombia se refleja en un balance público que apoya al superávit externo hasta antes de 1996, año en que comienza un ciclo de crecimiento del gasto público importante.
- Le sigue el periodo de crisis en economías emergentes (en parte por endeudamiento) que localmente se manifiesta con un deterioro significativo en las cuentas fiscales, presionando el déficit en cuenta corriente.
- Los efectos son más marginales en este siglo con un primer periodo de ajuste hasta 2014 cuando la caída de precios del crudo revierte el aporte del balance a terreno negativo.

(*): C.C. : Cuenta corriente.

Fuente: BBVA Research con datos de entidades multilaterales.

El endeudamiento privado ha mantenido una contribución relativamente estable durante el tiempo: hacia un déficit estructural en cuenta corriente

CUENTA CORRIENTE Y ENDEUDAMIENTO PRIVADO (% DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN)



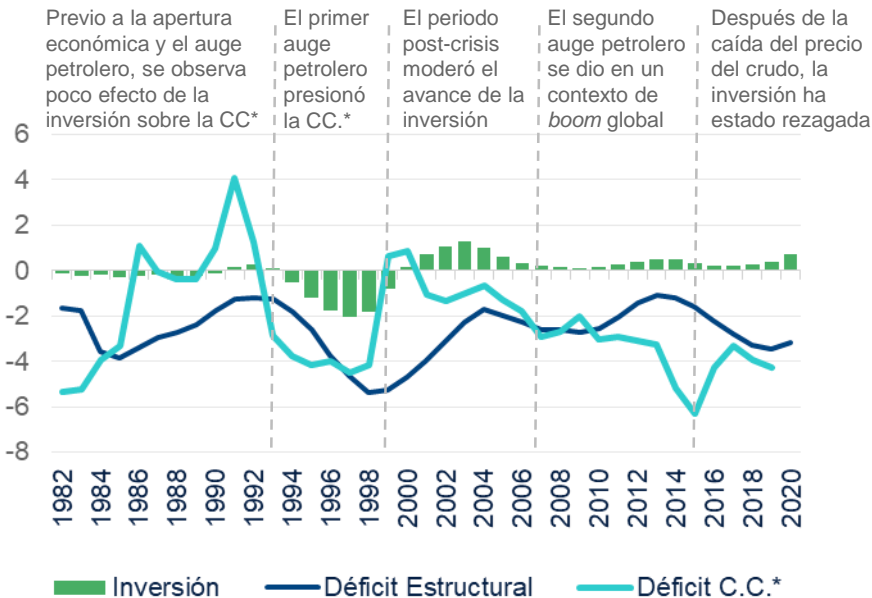
- Previo a la apertura económica de comienzos de los 90's, se observa un menor aporte al déficit en cuenta corriente por parte de este factor.
- En los últimos años, se observa un ligero incremento de la contribución al déficit del endeudamiento privado, lo que se traduce en un deterioro del déficit en cuenta corriente estructural.

(*): C.C. : Cuenta corriente.

Fuente: BBVA Research con datos de entidades multilaterales.

El ciclo de inversión no ha sido muy diferente al global salvo por el periodo de la apertura y luego de la crisis en emergentes

CUENTA CORRIENTE E INVERSIÓN (% DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN)



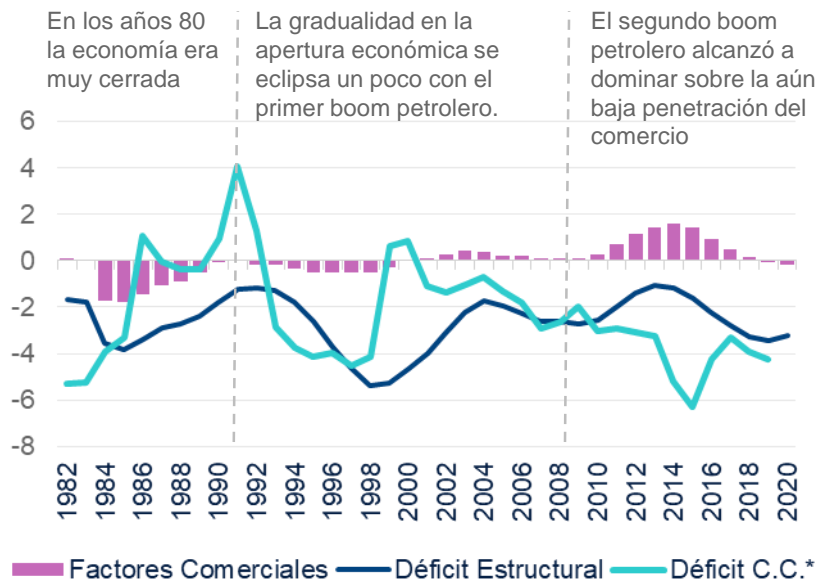
- Previo a la apertura económica, la inversión contribuye muy poco al balance comercial.
- Con la apertura (a destiempo en Colombia) y el primer auge de petróleo local, se presionó al déficit estructural en la cuenta corriente.
- Para el periodo post-crisis en emergentes, el aporte viró fuertemente y se contribuyó a un mayor superávit en cuenta corriente.
- Los datos más recientes apuntan nuevamente a un aporte pequeño de la inversión, en este caso al superávit estructural en cuenta corriente.

(*): C.C. : Cuenta corriente.

Fuente: BBVA Research con datos de entidades multilaterales.

Colombia ha sido tradicionalmente un país con poca profundidad en el comercio. El auge petrolero contribuyó al superávit externo estructural

CUENTA CORRIENTE Y FACTORES COMERCIALES (% DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN)



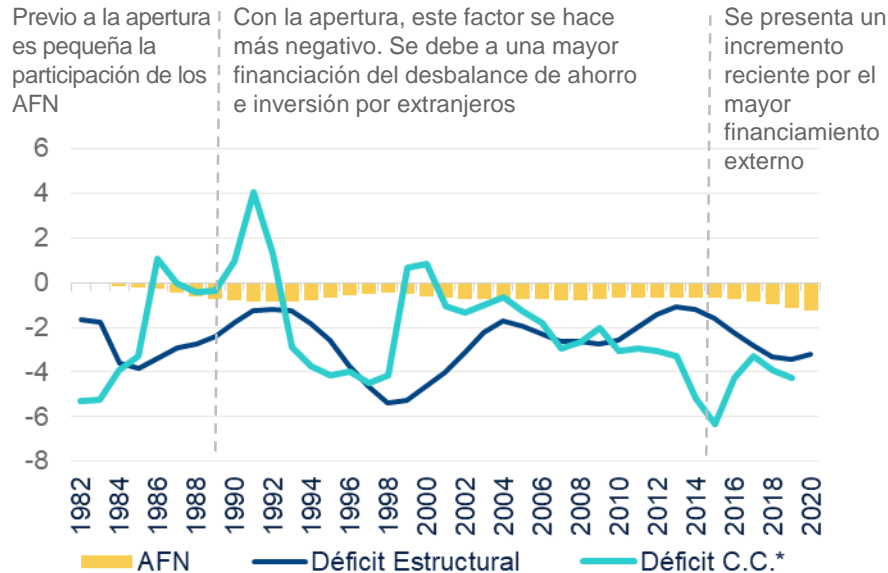
- La tardía apertura económica en Colombia se evidencia con un aporte al déficit en cuenta corriente en los años 80's, que se cierra gradualmente.
- Este cierre gradual puede estar vinculado tanto a la apertura económica de los 90's (muy gradual) como al primer auge de petróleo.
- El segundo auge de petróleo, luego de la enajenación parcial de Ecopetrol, evidencia una contribución al superávit en la cuenta corriente.
- Sin embargo, este efecto se modera desde la caída del precio del crudo y su impacto sobre volúmenes y valor de las exportaciones petroleras.

(*): C.C. : Cuenta corriente.

Fuente: BBVA Research con datos de entidades multilaterales.

La posición neta de activos financieros de Colombia es estructuralmente negativa, pero se hace más relevante luego de la apertura

CUENTA CORRIENTE Y ACTIVOS FINANCIEROS NETOS (% DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN)



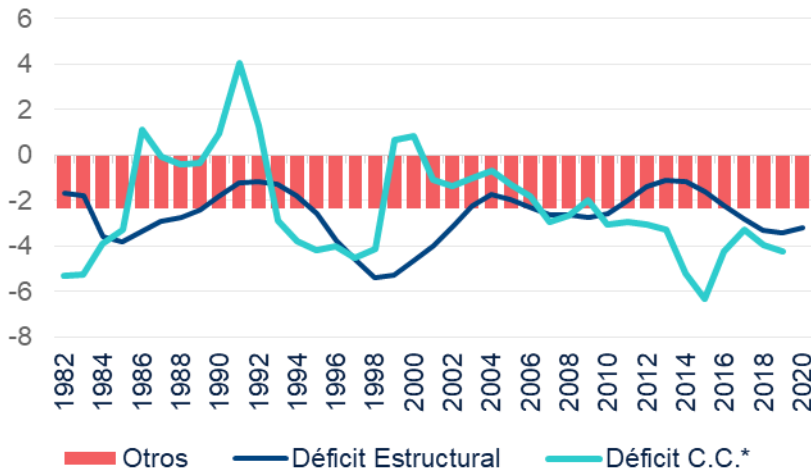
- Previo a la apertura, la posición de activos financieros netos es limitada. Si bien crece paulatinamente, lo hace muy lentamente.
- Con la apertura, se incrementa la disponibilidad de recursos externos para financiar el desbalance de ahorro e inversión local, lo que se traduce en una posición neta de activos financieros más negativa.
- El financiamiento externo presenta un ciclo pequeño (es relativamente estable) durante el periodo de elevado riesgo en la crisis en economías emergentes (fin de los 90's).
- En los últimos años se ha vuelto más deficitaria esta posición neta.

(*): C.C. : Cuenta corriente.

Fuente: BBVA Research con datos de entidades multilaterales.

Finalmente, el ejercicio lo complementa una constante que explica un elevado porcentaje del nivel promedio del déficit estructural

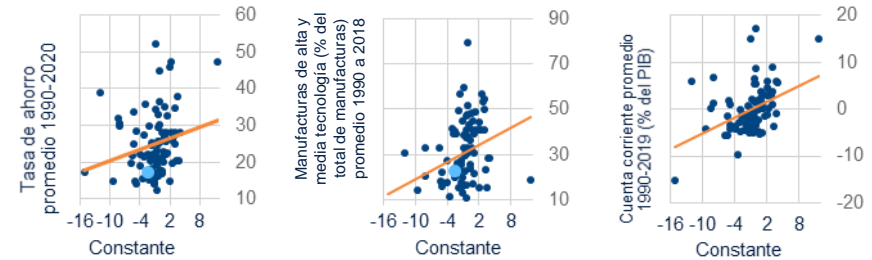
CUENTA CORRIENTE Y OTROS (% DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN, %)



(*): C.C. : Cuenta corriente.

Fuente: BBVA Research con datos de entidades multilaterales.

RELACIONES ENTRE LA CONSTANTE Y EL AHORRO, TECNOLOGÍA Y DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE



	Tasa de ahorro promedio	Intensidad tecnológica promedio	Cuenta corriente promedio
Países con constante positiva	27,4	34,8	1,6
Países con constante negativa	23,7	28,4	-1,0
Correlación	0,22	0,29	0,42
Beta (pendiente)	0,10	0,07	0,31

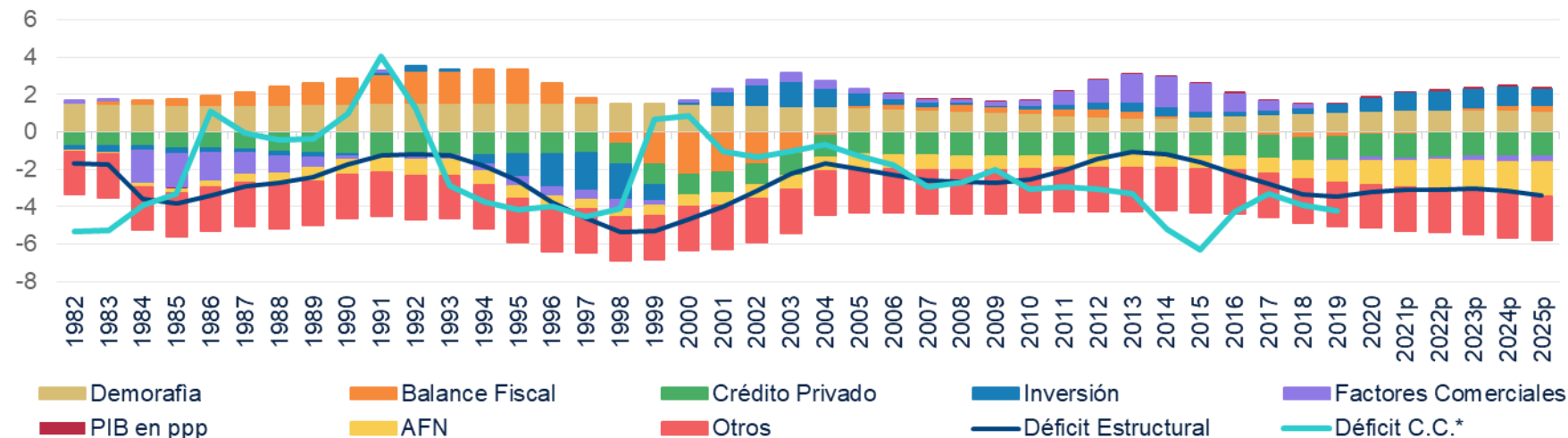
Los países con constante mayor tienen en promedio mayor tasa de ahorro, mayor intensidad tecnológica y mejor balance de cuenta corriente.

03

Sensibilidad al ejercicio de la cuenta corriente estructural

El ejercicio anticipa un déficit en cuenta corriente estructural que se ubicaría en torno al -3,2%, en promedio, entre 2020 y 2025

DESCOMPOSICIÓN POR CONTRIBUCIÓN AL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE ESTRUCTURAL (PUNTOS PORCENTUALES DEL PIB)



(*): C.C.: cuenta corriente.

(p) Proyecciones de BBVA Research

Fuente: BBVA Research con datos de entidades multilaterales.

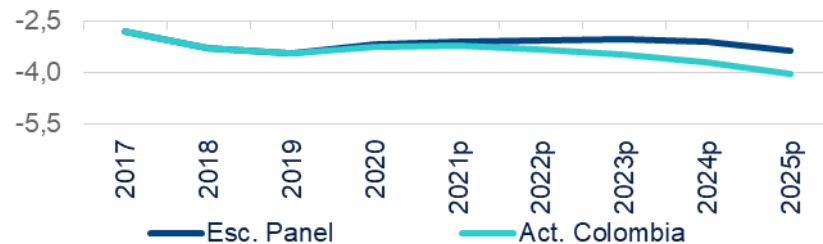
El déficit estructural entre 2021 y 2025 lo explican, especialmente, los activos financieros netos, la deuda privada y, en menor grado, el ciclo del mercado petrolero global.

A partir del ejercicio de panel, podemos actualizar algunas variables relevantes para el caso de Colombia con la información disponible (dic-20)

CUENTA CORRIENTE ESTRUCTURAL COMPARATIVA CON AJUSTE (PORCENTAJE DEL PIB, %)

	Déf. Estructural		Inversión		Balance Fiscal		Factores Comerciales	
	Esc. Panel	Act. Colombia	Esc. Panel	Act. Colombia	Esc. Panel	Act. Colombia	Esc. Panel	Act. Colombia
2020	-3,20	-3,25	0,69	0,66	-0,12	-0,12	-0,16	-0,18
2021p	-3,11	-3,24	0,92	0,91	-0,15	-0,23	-0,14	-0,17
2022p	-3,06	-3,34	0,98	0,93	-0,08	-0,26	-0,14	-0,19
2023p	-3,05	-3,48	0,96	0,87	0,14	-0,15	-0,23	-0,31
2024p	-3,12	-3,71	1,00	0,90	0,23	-0,20	-0,32	-0,41
2025p	-3,38	-4,05	0,87	0,76	0,27	-0,26	-0,30	-0,38
Promedio 23-25	-3,18	-3,75	0,94	0,84	0,21	-0,20	-0,28	-0,36

CUENTA CORRIENTE ESTRUCTURAL (PORCENTAJE DEL PIB, %)



(*): Act. Colombia: proyecciones más actualizada de las variables para Colombia (a dic-20).

Fuente: BBVA Research con datos de entidades multilaterales.

Se evaluó un escenario alternativo con un mayor **déficit fiscal**, partiendo de la base de una reducción más lenta del desbalance público. Una mayor **inversión** a la estimada inicialmente y con menores **términos de intercambio** por la caída del precio del petróleo en 2020 y su gradual recuperación, para estos dos últimos los efectos son sobre el balance externo son acotados.

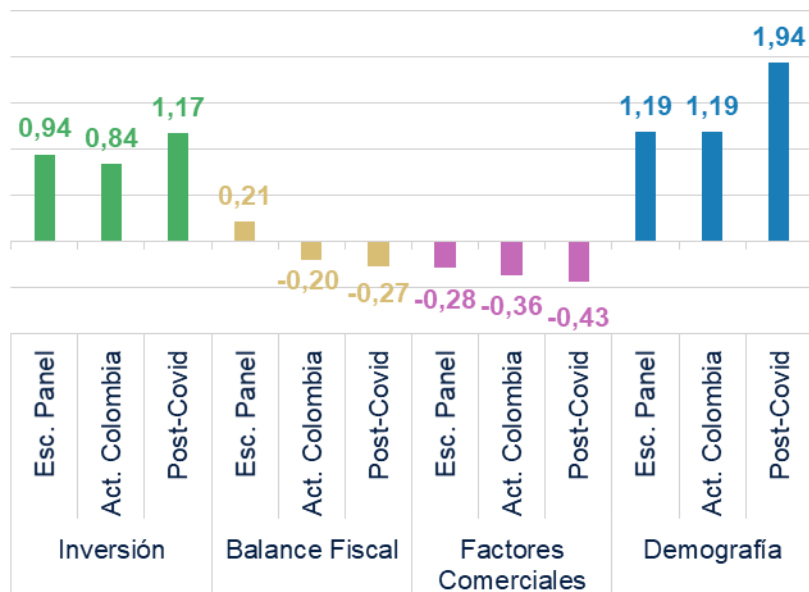
En suma, los ajustes explican una cuenta corriente estructural 56pb más deficitaria entre 2023 y 2025 (en promedio), alcanzando niveles promedio de 3,7% del PIB.

Con ello, resulta más oportuno definir el déficit en cuenta corriente estructural en un rango comprendido entre el 3,2% y 3,7%. Rango que depende en buena medida del comportamiento relativo del balance fiscal colombiano.

Identificamos cuatro riesgos post-covid y les medimos su sensibilidad: menor inversión, más déficit fiscal, menor comercio y más migración

ESCENARIOS DE RIESGO POST-COVID

(% DEL PIB, PROM. 2023-25, EFECTO INDEPENDIENTE)



En este escenario de riesgo, suponemos que:

- La **inversión** regresa a los niveles de principios del siglo, previo al segundo auge petrolero. Esto explica una cuenta corriente (CC) 33pb menos deficitaria frente al escenario panel.
- El **ajuste fiscal** se hace al mismo ritmo del mundo, más lento que lo estimado. Esto explica una CC más deficitaria en 48pb.
- La recuperación del precio del crudo es más lenta, afectando los **factores comerciales**. Esto explica una CC más deficitaria en 15pb.
- La inmigración aumenta al país, lo que permite volver a tener un **bono demográfico** entre 2023-25. Esto explica una CC menos deficitaria en 75pb.

(*): Act. Colombia: proyecciones más actualizada de las variables para Colombia (a dic-20).

Post-covid: es un escenario de riesgo.

Fuente: BBVA Research con datos de entidades multilaterales.

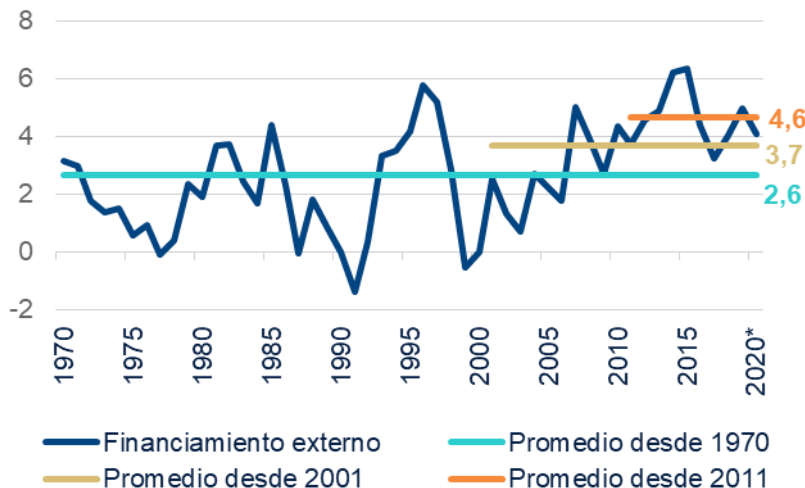
04

Discusión sobre el financiamiento de la cuenta corriente

Desde 1970, el financiamiento externo anual promedio de la economía se ubicó en 2,6% del PIB. Si bien, en la más reciente década aumentó a 4,6%

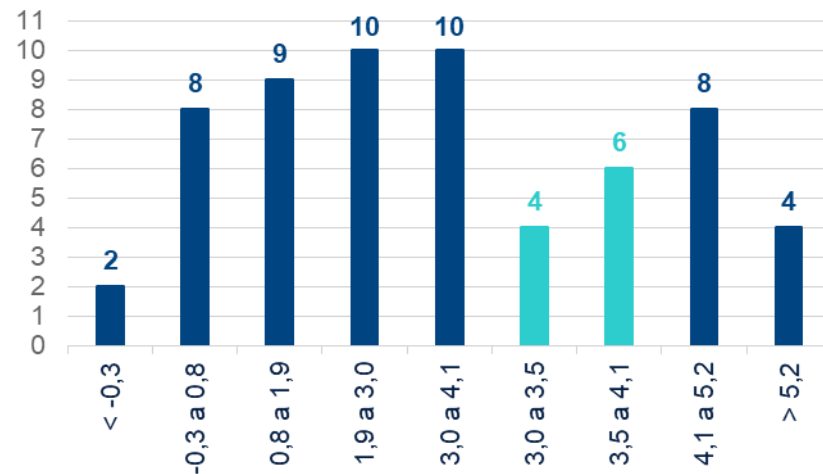
CUENTA DE CAPITALES

(% DEL PIB)



HISTOGRAMA DE FRECUENCIAS DE FINANCIAMIENTO

(NÚMERO DE VECES EN 51 AÑOS ENTRE 1970 y 2020^(*))



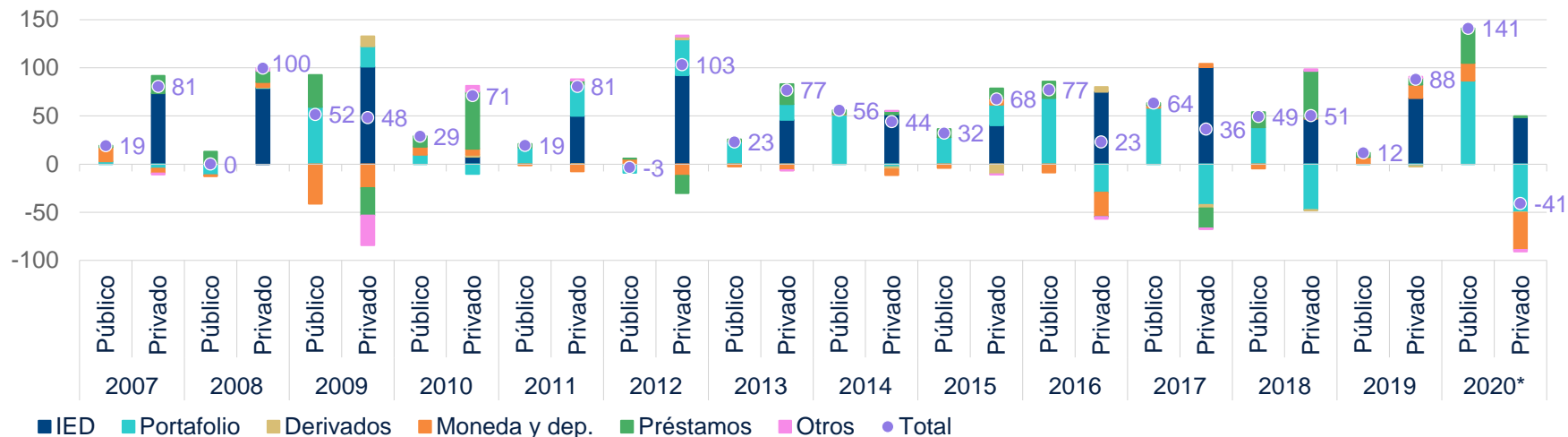
(*): Datos a septiembre.

Fuente: BBVA Research con datos de Banco de la República y Bloomberg.

Desde 1970, el financiamiento externo ha sido en 35 años (de 51 años) menor a 3,8% del PIB. No obstante, desde 2011 (10 años) solo dos veces se dio esta situación (una de ellas en 3,7% del PIB).

En momentos de estrés financiero de los mercados, el financiamiento externo público ha sido más importante que el privado, exacerbándose esto en 2020

COMPOSICIÓN DE LA CUENTA FINANCIERA ENTRE FINANCIAMIENTO PÚBLICO Y PRIVADO, SEGÚN FUENTE (% DEL TOTAL DEL FINANCIAMIENTO EXTERNO DEL AÑO)



(*): Datos a septiembre.

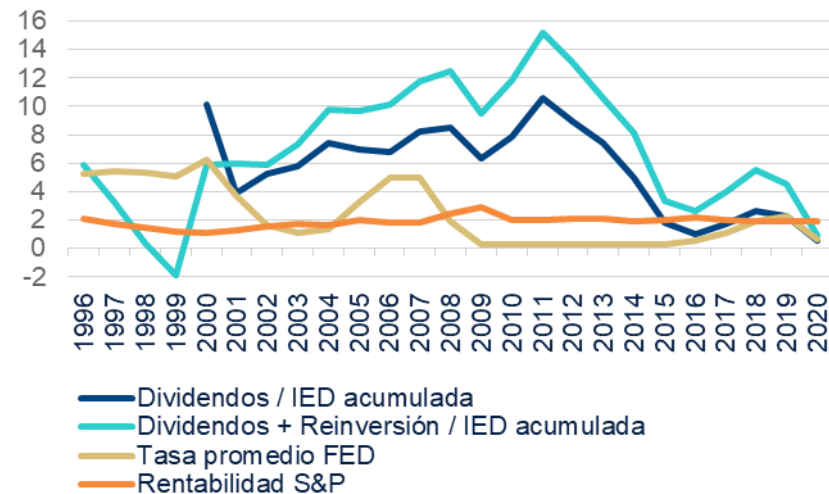
Fuente: BBVA Research con datos de Banco de la República.

En 2020 fue menos relevante el financiamiento a través de la inversión extranjera directa (IED), la cual venía siendo la principal fuente externa en los años previos.

La inversión extranjera en Colombia redujo su rentabilidad(*) en los últimos años. La colombiana en el exterior también, pero se mantiene más alta

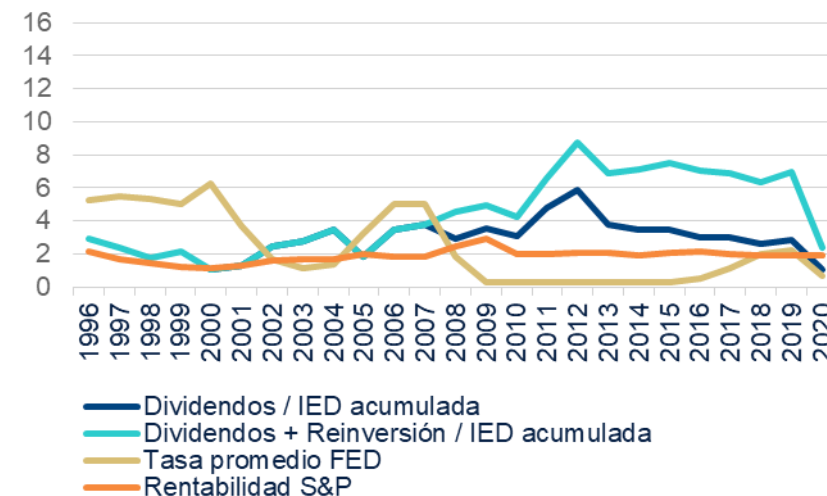
ENVÍO DE DIVIDENDOS E IED EN COLOMBIA(**)

(%)



ENVÍO DE DIVIDENDOS E IED DE COLOMBIA(**)

(%)



(*): Medida a través del envío de dividendos y la reinversión de utilidades. (**): Datos a septiembre para 2020

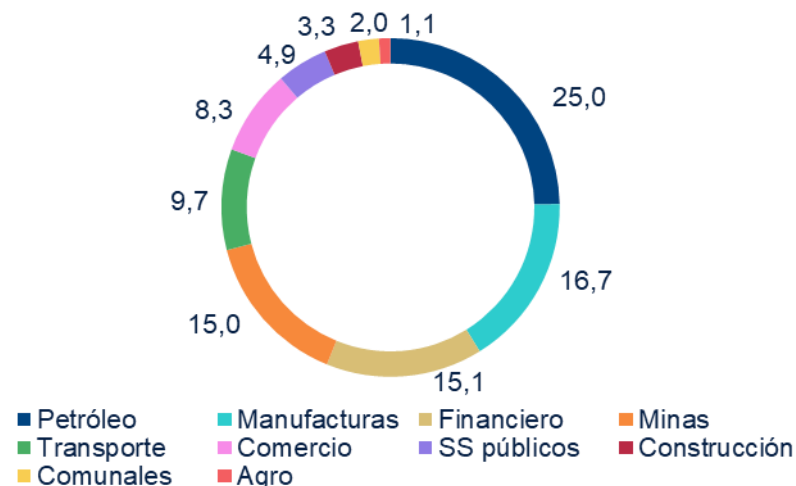
Fuente: BBVA Research con datos de Banco de la República y Bloomberg.

La composición sectorial de la IED pudo influir sobre esta rentabilidad. La extranjera en Colombia es más concentrada en petróleo y minería. La colombiana en el exterior, en sectores no mineros.

En efecto, la participación de sectores minero-petroleros supera el 40% de la IED en Colombia desde 1994, siendo más importante entre 2000 y 2014

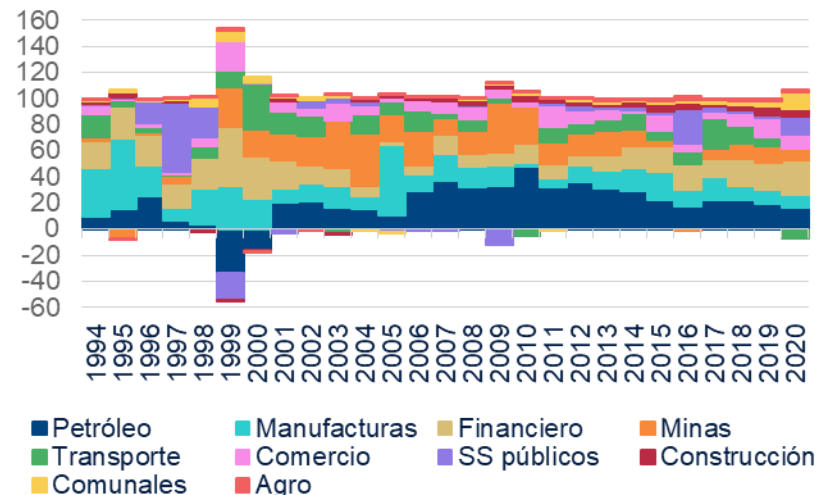
COMPOSICIÓN HISTÓRICA DE LA IED EN COLOMBIA

(% DE LOS FLUJOS ACUMULADOS ENTRE 1994 Y SEP-20)



PARTICIPACIÓN SECTORIAL EN LA IED, POR AÑO

(% DEL TOTAL POR AÑO^(*))



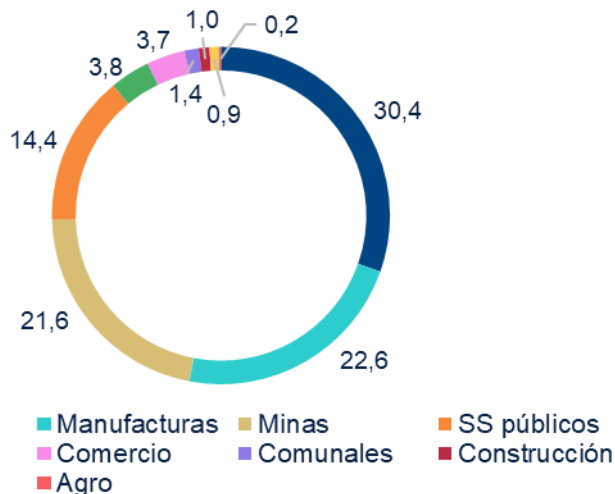
(*): Datos a septiembre para 2020

Fuente: BBVA Research con datos de Banco de la República.

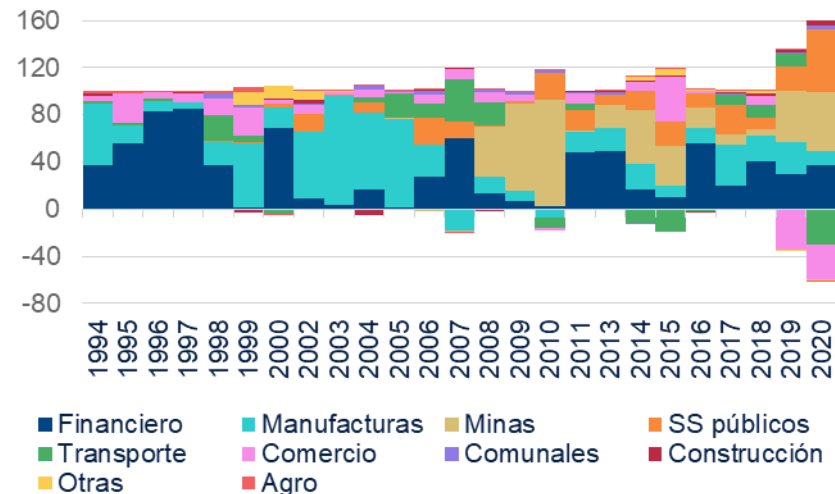
El sector financiero se viene convirtiendo en una fuente importante de llegada de inversión extranjera directa, especialmente en el componente de reinversión de utilidades.

Al contrario, la inversión colombiana en el exterior se acumula en más de la mitad en los sectores financiero y manufacturas (alimentos, en particular)

COMPOSICIÓN HISTÓRICA DE LA IED DE COLOMBIA (% DE LOS FLUJOS ACUMULADOS ENTRE 1994 Y SEP-20)



PARTICIPACIÓN SECTORIAL DE LA IED, POR AÑO (% DEL TOTAL POR AÑO^(*))



(*): Datos a septiembre para 2020

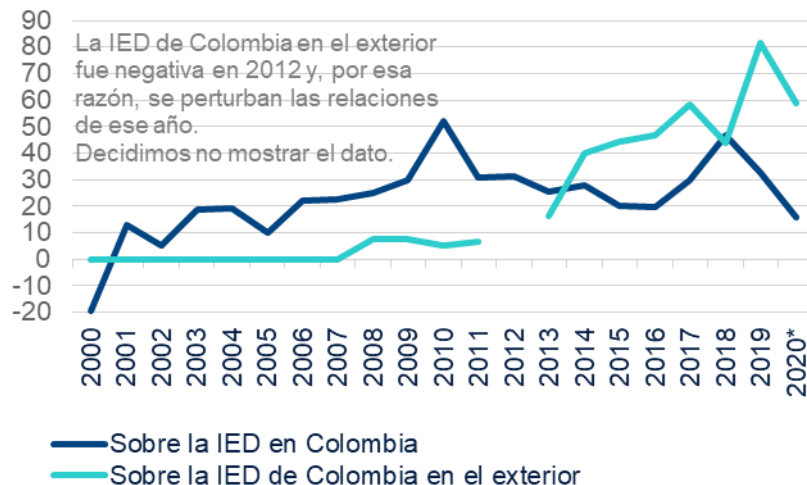
Fuente: BBVA Research con datos de Banco de la República.

Si bien, desde 2008 ha venido ganando participación la inversión minero-petrolera.

La reinversión de utilidades es más importante para la IED colombiana afuera. Al contrario, su participación en la IED en Colombia cayó en 2019 y 2020

REINVERSIÓN DE UTILIDADES

(% DE LOS FLUJOS ACUMULADOS ENTRE 1994 Y SEP-20)



- La reinversión en Colombia puede caer por la **menor actividad carbonífera**:
 - la producción de carbón cayó drásticamente
 - el reemplazo de las fuentes energéticas en el mundo puede determinar una caída estructural.
- Al contrario, la reinversión de Colombia en el exterior puede seguir siendo alta porque está en proceso de expansión.

(*) Datos a septiembre de 2020.

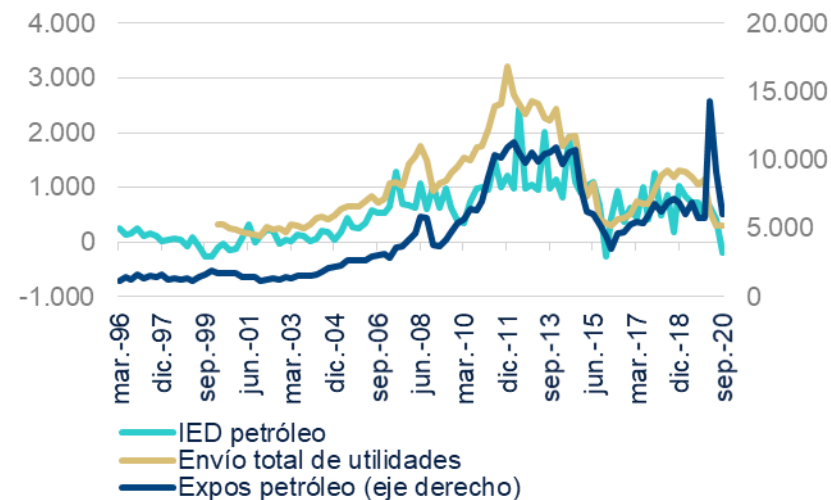
Fuente: BBVA Research con datos de Banco de la República.

De esta forma, el componente de reinversión de utilidades puede volverse menos importante para el financiamiento del déficit de la cuenta corriente de Colombia.

Desde los noventa, el mercado petrolero ha sido importante para aunar la entrada de IED, la cual ha ayudado a financiar el déficit en cuenta corriente

IED Y EXPORTACIONES DE PETRÓLEO

(% DE EXPORTACIONES Y PIB)

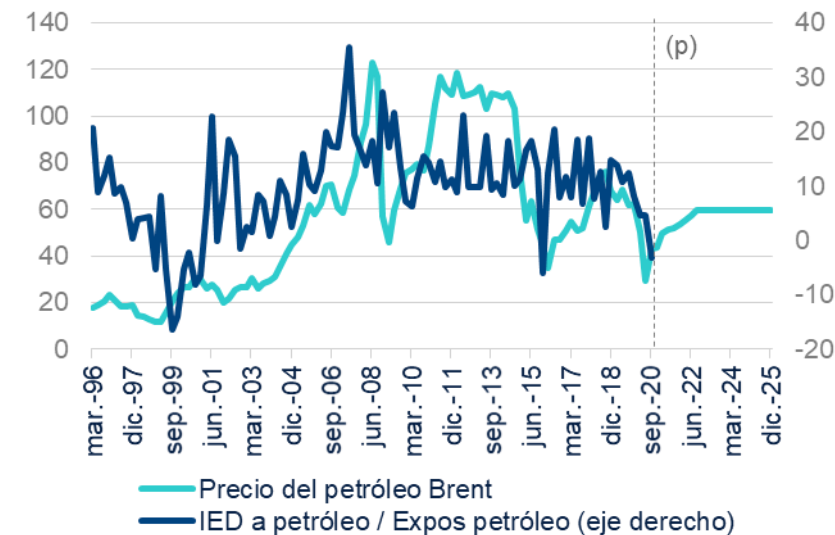


(p): Previsión de BBVA Research

Fuente: BBVA Research con datos de Banco de la República.

MERCADO PETROLERO Y ENTRADAS DE IED

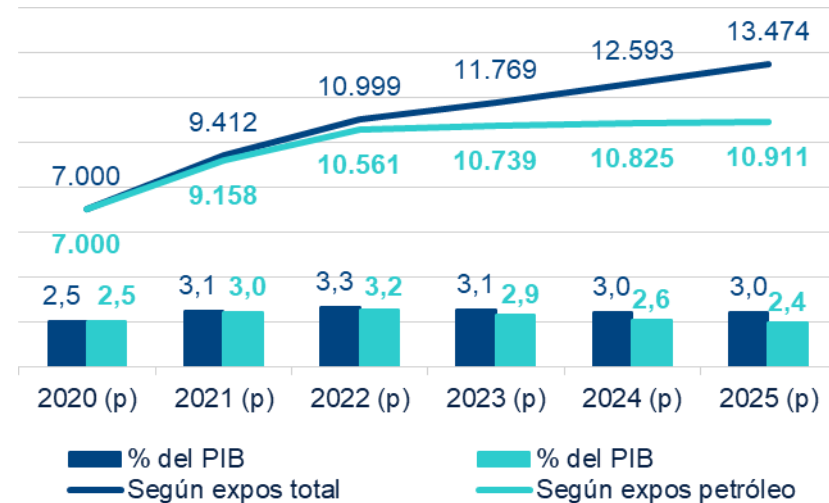
(DÓLARES POR BARRIL BRENT Y PORCENTAJE)



Cuando sube (cae) el precio del petróleo, la IED a ese sector aumenta (cae) más que las exportaciones. Por eso, la recuperación del precio Brent es una buena noticia para la financiación externa.

En 2021-25, si la IED en Colombia mantiene en promedio la misma relación con las exportaciones, se ubicaría en 3,1% del PIB

ESCENARIOS PARA LA IED: SEGÚN DESEMPEÑO DE LAS EXPORTACIONES (MILLONES DE DÓLARES Y % DEL PIB)



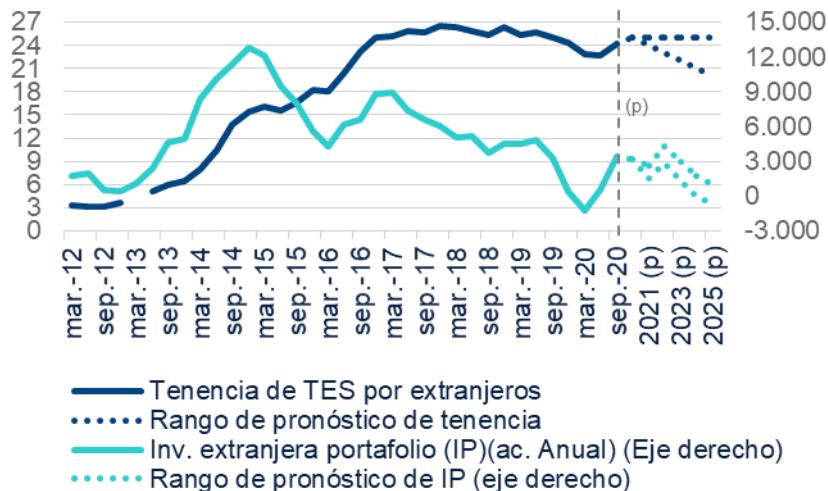
(p) Previsión de BBVA Research
Fuente: BBVA Research con datos de Banco de la República.

- El mejor año de entradas sería 2022, gracias a la recuperación fuerte de las exportaciones que se prevé para ese año.
- No obstante, como la IED suele relacionarse mucho con las exportaciones de petróleo, se elaboró otro escenario.
- Dado que la producción y el precio del petróleo se prevén rígidos al alza...

...cuando la IED se pronostica con base en las exportaciones de petróleo, se ubicaría en promedio en 2,8% del PIB entre 2021 y 2025. También el mejor año sería 2022.

En 2021-25, para mantener el mismo porcentaje de tenencia de TES por extranjeros (25%), las entradas de portafolio serían de USD2.500m. al año

INVERSIÓN EXTERNA DE PORTAFOLIO EN TES (% DE TENENCIA DE TES POR EXTRANJEROS Y USD MILLONES)



- En este escenario, en 2023 se darían las mayores entradas.
- Acumulados los recursos entre 2021-25, el país tendría entradas de portafolio por al menos USD12.600 millones (0,7% del PIB).
- Creemos que la tenencia de TES por extranjeros (como % del total) es rígida al alza.

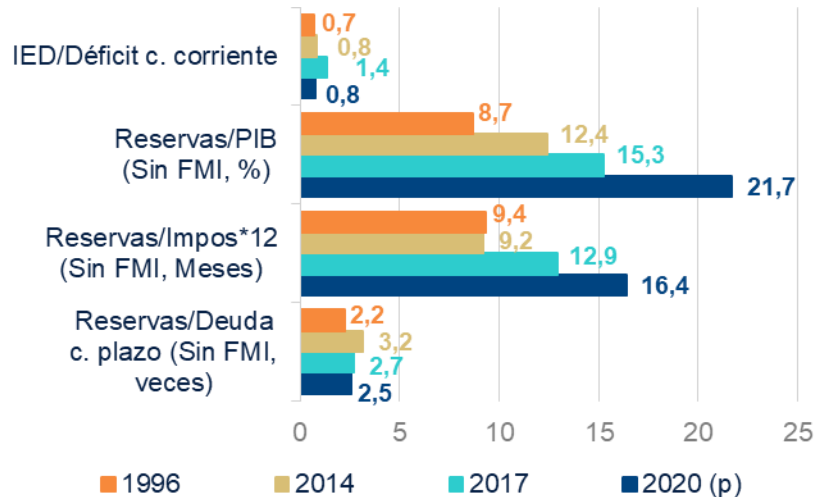
(p): escenarios de BBVA Research.

Fuente: Proyecciones de BBVA Research con datos de Banco de la República y Ministerio de Hacienda.

En otro escenario, en el cual la participación de los extranjeros baja gradualmente a 20% en 2025, las entradas serían de USD966m. por año o de USD4.800m. en todo el período 2021-25 (0,3% del PIB).

Además de las buenas perspectivas en ingresos de IED (por recuperación petrolera) y de portafolio, Colombia logró una buena acumulación de reservas

ALGUNOS INDICADORES EXTERNOS DE COLOMBIA (RAZONES)



(p): Previsión de BBVA Research
Fuente: BBVA Research con datos de Banco de la República y DANE.

- La deuda externa de corto plazo del país (a menos de un año) también aumentó considerablemente en el período de análisis.
- A esto se suma el soporte que brinda la línea flexible del FMI.

En adelante, el saldo de reservas seguirá actuando como un soporte para la solidez externa de la economía colombiana.

05

Estimación tasa de cambio real de equilibrio: metodología y resultados

Metodología de estimación tasa de cambio real de equilibrio

La **tasa de cambio real de equilibrio** se define como aquel nivel de tasa de cambio que permite a la **Cuenta Corriente Subyacente** ajustarse para alcanzar su nivel de equilibrio.



Estimación de la Cuenta Corriente que prevalecería en la economía cuando se han **extraído componentes cíclicos**



Se estima a partir de la relación de cointegración entre:

- Logaritmo del PIB real doméstico
- Logaritmo del PIB real de EE.UU
- Logaritmo del índice de tasa de cambio real con EE. UU.

$$LTCRE_t = LTCRE_t + \lambda(CCS_t - CCSUB_t)$$

$$\lambda = \frac{1}{\delta} \quad \text{siendo} \quad \delta = \frac{\Delta LTCR}{\Delta \left(\frac{CC}{PIB} \right)}$$

LTCRE: Logaritmo de la tasa de cambio real de equilibrio

LTCR: Logaritmo de la tasa de cambio real

λ : Parámetro de ajuste extraído de la relación de cointegración

CCS: Cuenta corriente estructural

CCSUB: Cuenta corriente subyacente

Conversión de la tasa de cambio real a la tasa de cambio de nominal

El **Índice de Tasa de Cambio Real** (ITCR) se construye a partir de la siguiente ecuación:

$$ITCR = \frac{P^*E}{P}$$

Se puede determinar que la tasa de cambio nominal viene dada por:

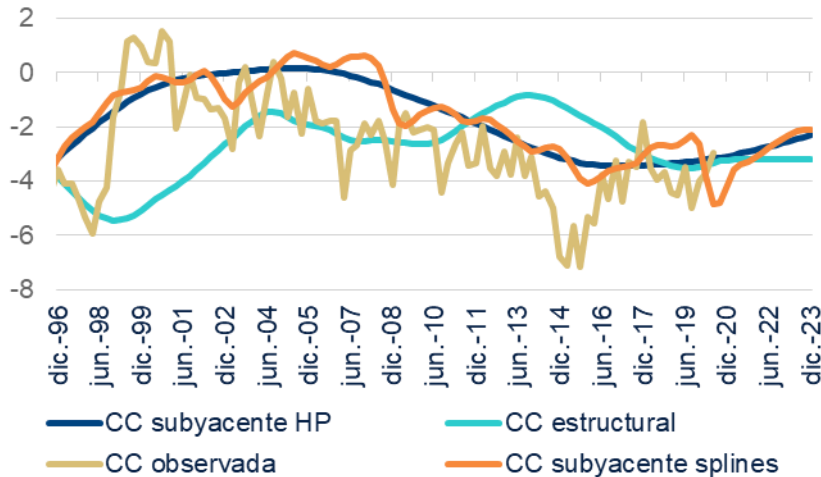
$$E = \frac{(ITCR)(P)}{P^*}$$

Donde P^* es un índice de precios externo,
 E es la tasa de cambio nominal interna y
 P es un índice de precios interno

Para el cálculo de la tasa de cambio real que ajuste la economía a la cuenta corriente estructural se requiere la cuenta corriente subyacente

CUENTA CORRIENTE

(% DEL PIB)



Fuente: BBVA Research y datos del Banco de la República.

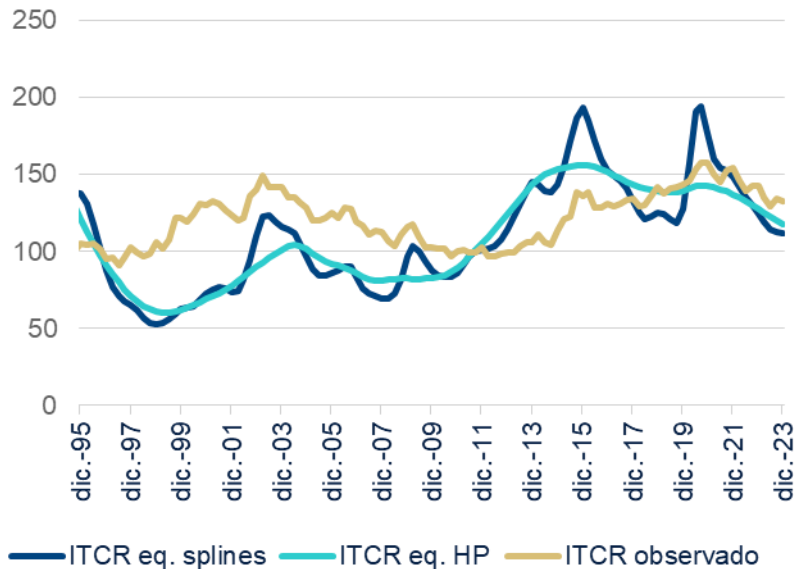
- El ejercicio de la cuenta corriente estructural muestra que entre 1996-2011 y 2019-2023 el déficit estructural en cuenta corriente es mayor al subyacente. Al contrario, entre 2012 y 2018, el déficit subyacente es más amplio que el estructural.
- Estas diferencias entre los déficit subyacente y estructural definen el tipo de cambio de equilibrio: es aquel nivel del tipo de cambio que se requiere para igualar los dos déficits.
- En aquellos períodos donde el déficit estructural es mayor (menor) que el subyacente, se requiere una devaluación (apreciación) del tipo de cambio respecto al observado.

Para este ejercicio obtenemos dos representaciones por las diferentes metodologías de filtrado que se pueden aplicar: *splines* cúbicos y Hodrick y Prescott.

Así, partiendo de la relación de cointegración se puede obtener la tasa de cambio real que ajuste la cuenta corriente subyacente a la estructural

ÍNDICE DE TASA DE CAMBIO REAL

(ÍNDICE, 2010 = 100)

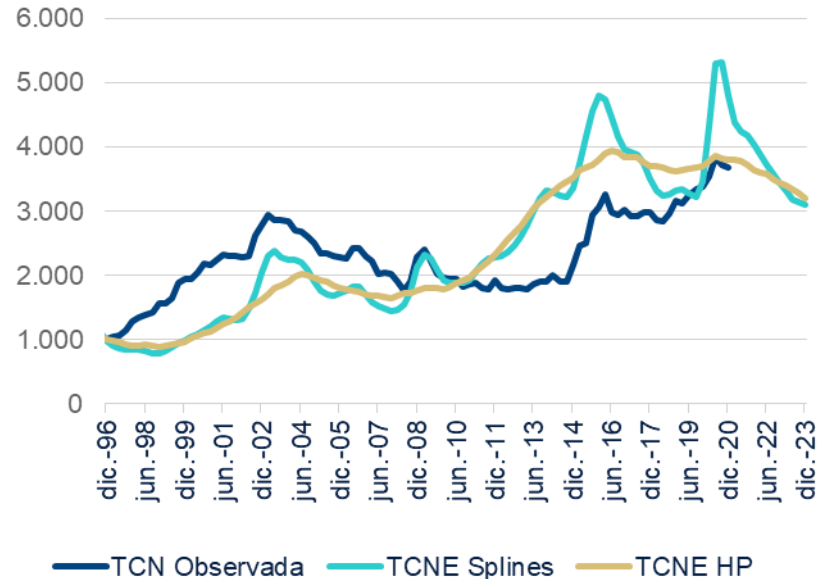


$$LTCRE_t = LTCRE_t + \lambda(CCS_t - CCSUB_t)$$

- El ejercicio utiliza el parámetro de relación de largo plazo (0,14%) para ajustar la brecha de la cuenta corriente estructural y subyacente a través de ajustes en la tasa de cambio real.
- Este ejercicio tiene un impacto importante de colas por la utilización de filtros, por lo que se deben descartar los períodos extremos. En este caso extendimos con proyecciones el ejercicio.
- La proyección de la tasa de cambio real se hace a partir de las previsiones de inflación en Colombia y Estados Unidos hasta 2025 y la expectativa a priori de la tasa de cambio a igual período. Esto servirá de indicativo para la construcción de los filtros de la cuenta corriente subyacente.

Utilizando la metodología explicada anteriormente, obtenemos la tasa de cambio nominal de equilibrio asociada a cada ITCR

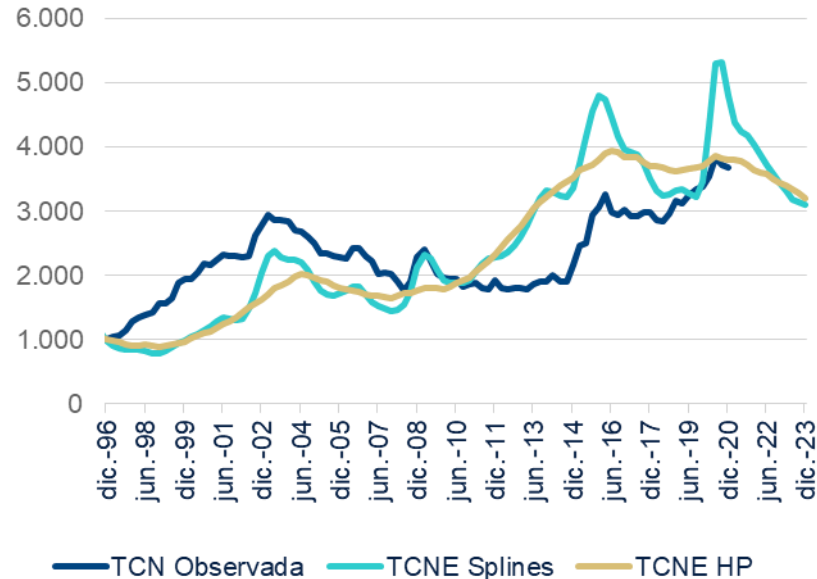
TASA DE CAMBIO NOMINAL (TCN) (PESOS POR DÓLAR)



- Entre 1996 y 2009 la tasa de cambio observada se encuentra más depreciada que la requerida para alcanzar el déficit en cuenta corriente estructural.
- Para el periodo entre 2010 y 2018 ocurre lo opuesto. Se requiere de una tasa de cambio más depreciada para poder cerrar la brecha entre las cuentas corrientes.
- El ejercicio tiene una fuerte afectación de colas. Pero, permite extraer señales del nivel de largo plazo, en especial si se descartan los datos extremos (2 o 3 años).
- Con todo, la tasa de cambio nominal de equilibrio se podría ubicar entre 3.186 y 3.308 pesos por dólar.

Utilizando la metodología explicada anteriormente, obtenemos la tasa de cambio nominal de equilibrio asociada a cada ITCR (cont.)

TASA DE CAMBIO NOMINAL (TCN) (PESOS POR DÓLAR)



Otra cara de la moneda:

- En el periodo entre 2010 y 2018, la cuenta corriente subyacente pudo ser más deficitaria que la estructural gracias a la abundante liquidez global. Las entradas de portafolio, por los ajustes regulatorios, de índices globales y tributarios del momento, aumentaron.
- Así, la economía pudo haber tenido de manera estructural un déficit mayor y no requerir de una depreciación tan marcada del tipo de cambio como la que sugiere el ejercicio.
- Además, tomar la relación bilateral puede requerir de un sobre ajuste en el tipo de cambio para cubrir los potenciales co-movimientos con otras divisas.

06

Principales conclusiones

Conclusiones (I)

- El déficit de la cuenta corriente de la economía colombiana aumentó en la década más reciente, incluso más que en otros países.
- Una reducción de la tasa de ahorro interna, en parte por el menor ahorro público, y un aumento de la inversión en maquinaria y equipo (con un elevado componente importado) se relacionaron con el aumento del déficit externo.
- Al tiempo, el incremento en las exportaciones de servicios (especialmente, de turismo) y de la entrada de remesas compensaron parcialmente la presión al déficit de la balanza comercial y el envío de dividendos al exterior.
- Las variables fundamentales explican en buena parte el ciclo de la cuenta corriente estructural de la economía colombiana. No obstante, la constante del ejercicio econométrico mantiene un papel relevante en el nivel de la cuenta corriente estructural. En un ejercicio futuro se podría explorar la inclusión de otras variables estructurales por fuera de las recomendadas por la literatura, buscando reducir la importancia relativa de la constante. La tasa de ahorro y la intensidad tecnológica, entre otros factores, pueden ser variables candidatas a incluir.

Conclusiones (II)

- Dentro de las variables fundamentales, la demografía, los activos financieros netos y el crédito privado mantienen una contribución a la cuenta corriente estructural muy estable en el período de estimación y ayudan a determinar el nivel de la cuenta corriente. Mientras que la inversión, los factores comerciales y el balance fiscal determinan la parte más cíclica de la cuenta corriente estructural.
- Los activos financieros netos y el crédito privado son los factores que más contribuyen de manera negativa al balance en la cuenta corriente, mientras que la demografía es la única variable que aporta de manera positiva a este balance, gracias al bono demográfico que mantiene el país.
- El ejercicio de cuenta corriente estructural a través de las proyecciones tomadas a través de multilaterales para la mayoría de las variables arroja un valor de cuenta corriente estructural promedio para el periodo entre 2023 y 2025 de -3,18%. Complementando este ejercicio con proyecciones más actualizadas para el caso de Colombia, en especial para las variables del déficit fiscal, inversión y factores comerciales, el déficit en cuenta corriente estructural promedio para el mismo periodo pasa a -3,75%.
- Así, consideramos que el déficit en cuenta corriente estructural se ubicaría en un rango entre 3,2% y 3,7% del PIB, dependiendo de la evolución relativa del balance fiscal de Colombia frente al de otros países.

Conclusiones (III)

- Identificamos cuatro riesgos potenciales sobre la cuenta corriente para el escenario post-covid: menor inversión, mayor déficit fiscal, menor comercio y mayor migración. Se miden sus efectos independientes. La menor inversión y la inmigración implican una reducción del déficit estructural de 33pb y 75pb, respectivamente. Por otra parte, el balance fiscal más deficitario y el menor comercio implican un mayor déficit estructural en 7pb en cada caso.
- El financiamiento de la cuenta corriente ha sido mayoritariamente obtenido por el sector privado, aunque el papel del gobierno en la consecución de recursos externos se amplía en momentos de alta volatilidad internacional.
- La inversión extranjera directa ha sido la principal fuente de financiamiento, si bien los momentos de elevada liquidez internacional también han permitido un elevado financiamiento a través de la inversión de portafolio.
- La inversión extranjera directa depende fuertemente del dinamismo del sector petrolero. Una recuperación de los precios y de las exportaciones de petróleo permitirá mejorar la llegada de IED al país. No obstante, también será relevante la recuperación de la rentabilidad de la IED en el país, la cual ha caído por debajo de la tasa de la FED y el rendimiento del índice de S&P.
- Al contrario, la rentabilidad de la IED de Colombia en el exterior se mantuvo más alta con la pandemia, determinada por el tipo de inversiones que tiene el país en el exterior, más concentradas en sectores no petroleros.

Conclusiones (IV)

- La inversión de portafolio seguirá fluyendo hacia el país, incluso si los extranjeros deciden reducir la participación que actualmente tienen en los TES emitidos por el gobierno. Además, la IED se recuperará al ritmo de las exportaciones. Con todo, según los escenarios construidos, el financiamiento externo que resulta de sumar la IED y la inversión de portafolio podría ubicarse entre 3,1% y 3,8% del PIB, en promedio anual, entre 2021 y 2025. Estas cifras lograrían financiar el rango estimado para el déficit externo estructural.
- En general, las bajas tasas de interés en el mundo y la amplia liquidez internacional permitirán que se mantenga el acceso del país a los mercados internacionales de capitales.
- Tomando la relación entre la cuenta corriente estructural y la subyacente establecemos una tasa de cambio real de equilibrio, que ajustaría la brecha entre ambos balances. Encontramos que la tasa de cambio real se encuentra subvalorada frente a la de equilibrio en el periodo 1996-2009 y 2018-2020, mientras que está sobrevalorada en el periodo 2010-2018.
- Con este resultado extraemos la tasa de cambio nominal de equilibrio. La tasa de cambio asociada al largo plazo (2023) sería de 3.186 y 3.308.

Cuenta corriente y tasa de cambio de equilibrio

Mauricio Hernández, Alejandro Reyes,
Paulo Sánchez y Alfonso Ugarte

Febrero 2021