

REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

Bogotá, D. C., julio
de 2008 - Núm. 110

EDITORA:
María Teresa Ramírez G.

ISSN
0124-0625

REPORTES DEL EMISOR es una publicación del Departamento de Comunicación Institucional del Banco de la República.

Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

REPORTES DEL EMISOR puede consultarse en la página electrónica del Banco de la República: http://www.banrep.gov.co/publicaciones/pub_emisor.htm

Diseño:
Asesores Culturales Ltda.



Efecto de una recesión de la economía estadounidense sobre Colombia

RICARDO BERNAL
LUZ ADRIANA FLÓREZ*

Durante trimestres recientes se ha evidenciado una fuerte desaceleración en la economía de los Estados Unidos que posiblemente será el comienzo de su próxima recesión. En este sentido, surgen los siguientes interrogantes: ¿Qué tan vulnerable es la economía colombiana ante este evento?, y, por ende, ¿qué implicaciones tendría esto para el crecimiento futuro de nuestra economía?

En la literatura se han evidenciado diferentes canales por medio de los cuales una recesión en los Estados Unidos podría afectar las economías emergentes, incluida Colombia; algunos de estos serán analizados en este Reportes.

1. Comercio y financiamiento externo

Los estadounidenses son los principales consumidores del mundo, de esta manera, una caída en las importaciones de los Estados Unidos tendría implicaciones serias sobre el crecimiento mundial. Para analizar este punto, es interesante observar cuál ha sido la correlación de los ciclos de crecimiento

de la economía estadounidense con la del resto de países. Como se observa en el Cuadro 1, los países que mayor correlación presentan con el ciclo económico de los Estados Unidos, entre el período 1980-2007 con datos anuales, son la Unión Europea, Canadá y Reino Unido, mientras que las economías emergentes presentan coeficientes menores al 30%, con excepción de China e India¹. En el

* Los autores son, en su orden, profesional líder en asuntos especiales, y profesional del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones expresadas en este Reportes no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

¹ Vale la pena anotar que la sincronización del ciclo de crecimiento chino con el estadounidense se ha reducido de manera importante desde los años noventa. La principal explicación para esto sería la integración comercial de esta economía con países emergentes (especialmente con India, Indonesia y Malasia, entre otros).

Cuadro 1

COEFICIENTES DE CORRELACIÓN DE
LOS CICLOS ECONÓMICOS DE CADA PAÍS
CON EL CICLO DE LA ECONOMÍA
ESTADOUNIDENSE

	1980-2007	1990-2007
Zona del euro	0,39	0,37
Francia	0,19	0,42
Alemania	0,19	(0,23)
Italia	0,46	0,12
Canadá	0,80	0,77
Japón	(0,01)	(0,29)
Reino Unido	0,54	0,64
Economías emergentes	0,21	0,14
Economías emergentes de Asia	0,27	0,11
China	0,34	0,13
India	0,33	0,35
Indonesia	(0,14)	(0,32)
Malasia	(0,04)	(0,05)
Medio Oriente	(0,01)	(0,43)
América Latina	0,12	0,26
Colombia	(0,01)	(0,18)

Fuente: FMI, cálculos del Banco de la República.

Cuadro 2

IMPORTACIONES
DE LOS ESTADOS UNIDOS
EN 2007

Origen	Porcentaje de importaciones totales de EE. UU.	Porcentaje del PIB de cada país	Impacto porcentual en el PIB
Canadá	16,0	22,1	1,5
China	16,0	9,9	0,7
Zona del euro	14,0	2,2	0,2
México	11,0	23,9	1,7
Japón	7,0	3,3	0,2
Reino Unido	3,0	2,0	0,1
Venezuela	2,0	16,9	1,2
Colombia	0,1	5,5	0,4

Fuente: FMI, cálculos del Banco de la República.

caso de Colombia la relación fue nula, y replicando el mismo análisis con datos trimestrales desde 1978-2007 el coeficiente de correlación es tan sólo de 12%.

Adicionalmente, se realizó un VAR² para una serie de países y se agrupó el crecimiento para varios de ellos: Reino Unido-Europa; Venezuela-Ecuador; China-Japón; Canadá-México; Colombia y finalmente los Estados Unidos. Los resultados son muy similares a los observados en el ejercicio anterior; así, un choque en el crecimiento de los Estados Unidos tiene un efecto significativo en el grupo de Europa-Reino Unido y Canadá-México; mientras que para el caso de Colombia sólo resultó significativo un choque sobre el crecimiento de Venezuela-Ecuador. Un

incremento (caída) de 1% en el crecimiento de Venezuela-Ecuador, aumenta (reduce) el crecimiento colombiano en 0,42 puntos porcentuales (pp) de su PIB.

Lo anterior no significa que una caída en las importaciones de los Estados Unidos no tenga efecto en las economías emergentes, sino que posiblemente durante estos períodos se presentaron otros choques, tales como los términos de intercambio o los flujos de capital, que pudieron mitigar este efecto, además de que algunos de estos ciclos estarían también determinados por factores internos.

De esta manera, con el deseo de cuantificar el impacto de una caída en las importaciones estadounidenses, excluyendo cualquier otro choque se realizó un ejercicio

adicional. Según Márquez (2000 y 2005) las elasticidades ingreso y precio de los Estados Unidos a sus importaciones estarían al rededor de 1,8% y -0,3%, respectivamente. Teniendo en cuenta que para este informe la proyección del escenario pesimista sobre el crecimiento de los Estados Unidos es de 0% para 2008, con una devaluación del dólar (frente a una canasta de monedas) posiblemente similar a la registrada el año pasado (8% real), se tendría una caída en las importaciones de los Estados Unidos cercana al 7%. En el Cuadro 2 se observa el impacto que esto tendría en términos del PIB para los principales

² Vectores autorregresivos (VAR): modelo econométrico utilizado para capturar la evolución e interdependencia entre múltiples series de datos a lo largo del tiempo.

exportadores hacia los Estados Unidos, incluido Colombia: así, en el escenario de riesgo pesimista de una desaceleración fuerte en la economía estadounidense, el PIB colombiano presentaría una caída en 0,4 pp, mientras que países como Canadá, México y Venezuela presentarían reducciones superiores a 1 pp del PIB.

En este ejercicio sólo se analiza la caída en las exportaciones hacia los Estados Unidos; sin embargo, hay que anotar que Colombia vende a la zona del euro el 17% de sus exportaciones totales y a Venezuela el 12%. En esta medida, si estas economías se ven afectadas por una menor demanda estadounidense, nuestras exportaciones hacia estos destinos también deberían resentirse; así, el efecto total podría estar en un rango entre 0,42 pp y 0,7 pp del PIB colombiano. Lo anterior podría sugerir que la desaceleración estadounidense tendría un efecto limitado en la economía colombiana vía exportaciones; no obstante, hay que tener en cuenta otros efectos que posiblemente actúan como amplificadores, tales como la caída en el empleo, menores expectativas de inversión en el sector exportador, entre otros. Estimaciones más complejas como las de González y Moreno (2007)³ demuestran que una disminución en 1 pp en la tasa de crecimiento anual de producción industrial de los Estados Unidos llevaría a una reducción máxima de 0,8 pp en la actividad industrial

de las economías desarrolladas y de 0,7 pp de las emergentes.

Por otro lado, tratando de capturar no sólo el efecto del comercio sino también de las condiciones de financiamiento, Abrego y Osterholm (2008) realizan un VAR bayesiano para el caso colombiano, teniendo en cuenta un grupo importante de variables: PIB mundial (excluyendo Colombia), tasa de interés externa de corto plazo, EMBI⁴, *spread*⁵ de bonos corporativos estadounidenses de baja calificación (*high yield*), inversión extranjera directa (IED), gasto del Gobierno, tasa de interés activa de Colombia y PIB de Colombia. Los autores encuentran que una caída en 1 pp del crecimiento mundial durante cuatro trimestres produce una caída en 1,4 pp del crecimiento colombiano durante el mismo período. Este resultado es el reflejo no sólo de una menor demanda mundial sino también de los cambios en las condiciones financieras externas (como EMBI y *high yield*, que igualmente responden significativamente a cambios en el crecimiento mundial). Por ejemplo, un aumento de 100 puntos básicos (pb) en el EMBI podría reducir el crecimiento en 0,3 pp luego de un año, al igual que el aumento de 100 pb en *high yield* tendría un impacto de 0,2 pp en el PIB.

2. Términos de intercambio

El segundo canal es el de los términos de intercambio, el cual es

bastante importante para países que exportan materias primas como Colombia. Según el reporte del FMI (2008a), el reciente ciclo de auge en los términos de intercambio, comparado con anteriores períodos de auge en las economías en desarrollo, ha sido diferente. El actual ciclo se ha caracterizado por una fuerte respuesta en el volumen de exportaciones (excluyendo petróleo), mayor apreciación de las monedas de países exportadores, grandes incrementos en los flujos de capital (especialmente IED), menor deuda externa (sobre todo por un menor endeudamiento del Gobierno), un aumento del consumo público menor al del privado y una mayor inversión. Todo lo anterior se ha traducido en un crecimiento para las economías en desarrollo significativamente mayor al presentado en anteriores períodos de auge, además de menores síntomas de vulnerabilidad.

Lo anterior es la evidencia de que, en el actual ciclo de crecimiento de las economías emergentes, los términos de intercambio desempeñan un papel determinante. Para

³ Este es un ejercicio de vectores autorregresivos en panel (PVAR) que utiliza variables como producción industrial de los Estados Unidos, producción industrial de cada país, tipo de cambio real, exportaciones totales, e importaciones estadounidenses para cada país. Este ejercicio se realizó para el período de 1998-2007, a 17 economías emergentes y cinco desarrolladas.

⁴ *Emerging Markets Bond Index*, principal indicador de riesgo país. Se refiere a la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos emitidos por países en desarrollo denominados en dólares y los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, que se consideran "libres" de riesgo crediticio.

⁵ Diferencial de tasas de interés.

tratar de capturar este efecto para Colombia se desarrolló un VAR con el PIB anual de nuestro país, los Estados Unidos, Venezuela-Ecuador y los precios de los *commodities*. En este ejercicio se evidencia que la economía colombiana sólo responde de manera significativa a un choque en el crecimiento de Venezuela-Ecuador y a los términos de intercambio. Una caída (incremento) en 1 pp de los términos de intercambio produce una reducción (crecimiento) de 0,21 pp en el PIB de la economía colombiana; además, el resultado del choque de Venezuela-Ecuador es similar al del ejercicio anterior.

En esta medida, lo que pase con los términos de intercambio tiene una importancia relevante para nuestra economía. En el escenario central presentado en este informe no se contempla una caída fuerte en los términos de intercambio, a pesar de la desaceleración estadounidense. Si con base en un escenario de recesión moderada de los Estados Unidos las economías emergentes, como China e India, continúan creciendo de manera sólida, la demanda por materias primas no deberá disminuir abruptamente; por el contrario, lo que se observó durante los primeros meses del año fue un repunte en los precios que, según el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2008a), se explica por varios factores. El primero es la devaluación del dólar, que hace mucho más barato el consumo de

estos bienes. El segundo es la reserva de valor que algunos de estos bienes, tales como petróleo y oro, garantizan; en esta medida los incrementos en la inflación motivan el aumento en la demanda por estos bienes. El tercero es la mayor rentabilidad que estos activos pueden ofrecer, dada la caída en las tasas de interés de la Fed y la misma devaluación del dólar y, finalmente, la mayor liquidez mundial, que estaría también estimulando la demanda por materias primas (Frankel, 2006). Este último factor podría ser una explicación más estructural y de largo plazo que coyuntural⁶.

3. Sistema financiero

Si se presenta una mayor contracción de liquidez mundial, o se generan escenarios de estrés excesivos en el mercado de capitales, esto podría implicar consecuencias negativas sobre el desempeño de las entidades de crédito de los países en desarrollo y, por ende, afectar el crecimiento de sus economías. Los canales de transmisión de estos efectos podrían darse por medio de los pasivos y activos del sistema financiero.

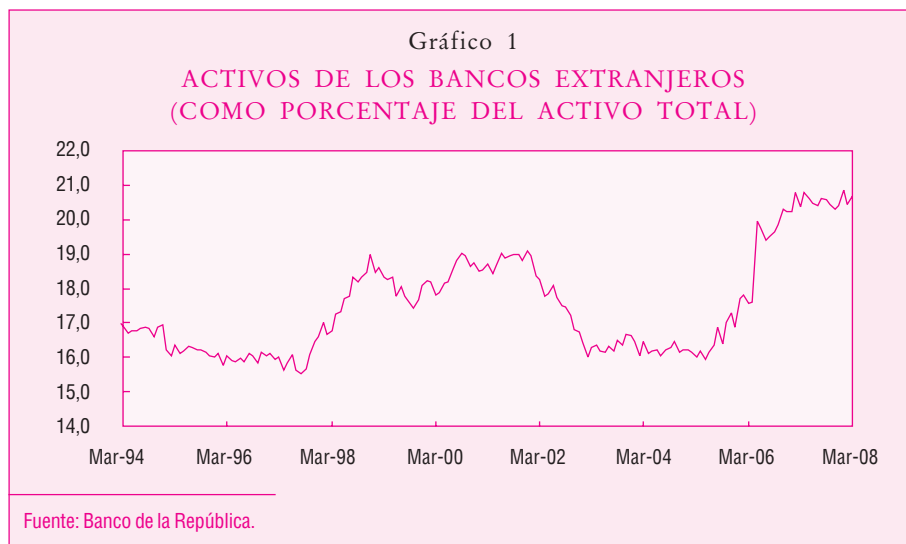
a. Consecuencias en los pasivos

Menores líneas de crédito internacional a los bancos locales o retiros masivos de depósitos por parte de extranjeros en búsqueda de mejores rentabilidades (o refugio) en otros países podrían conducir

a problemas de iliquidez en los establecimientos de crédito de un país. En este punto, un estudio del FMI (2008b) para América Latina demuestra que el auge del crédito en esta región se ha fondeado en su mayoría con depósitos locales y de deuda soberana. La participación de no residentes en dicho fondeo ha sido muy baja; adicionalmente, países como Colombia, Chile, Brasil y Perú, que tienen como principal instrumento de política monetaria su tasa de interés, hasta ahora no han sido afectados por la crisis de iliquidez en el mercado de los Estados Unidos, ya que las tasas a un día en el mercado interbancario se han movido al ritmo de la tasa de referencia de cada banco central.

También se pueden presentar restricciones de crédito, de liquidez o descapitalización de las filiales y sucursales en países en desarrollo por parte de las casas matrices de grandes bancos, aunque hasta el momento en Latinoamérica aún no se ha evidenciado esta situación. En el caso de Colombia, en primer lugar, se presenta un bajo porcentaje del cociente de activos de bancos internacionales sobre activos totales bancarios (Gráfico 1), con relación al resto de países de la región. En segundo lugar, la existencia de estas entidades como filiales, bajo la misma regulación que rige al resto de

⁶ Esta hipótesis fue probada por Arango, Arias, Flórez (2008) en Borradores de Economía, núm. 521, Banco de la República.



entidades nacionales del sector, es una ventaja adicional, al tener un capital constituido localmente que aminora los riesgos de una reducción de dicho capital para dirigirlo a las casas matrices.

b. Consecuencias en los activos

Un panorama externo adverso podría generar dificultades en las empresas exportadoras a tal punto que redunde en incumplimientos de los pagos de sus créditos al sistema financiero. Aunque para el caso colombiano estudios que evalúen este riesgo todavía están en curso, los resultados del trabajo de Zamudio (2008) para el sector exportador hacia Venezuela muestran que el impacto del incumplimiento potencial de las obligaciones de dichos exportadores sobre el sistema financiero es muy limitado. Adicionalmente, los niveles de cartera riesgosa comercial han caído a niveles bajos en los últimos años y las tasas de

cubrimiento han aumentado recientemente dada la entrada en vigencia del sistema de administración de riesgo crediticio (SARC) para este tipo de cartera.

Contrario a lo presentado en los mercados bancarios de economías desarrolladas, los países latinoamericanos tienen un porcentaje muy bajo de productos estructurados o titularizaciones hipotecarias con origen en los Estados Unidos que afectan el valor de sus activos.

La participación de las inversiones en el total de activos de los bancos radicados en Colombia ha disminuido notablemente en los últimos dos años (pasó de 33% en 2005 a 19% en 2007); de esta forma, el efecto negativo de una desvalorización de las inversiones generadas por un panorama externo adverso es ahora menor que en el pasado. Adicionalmente, las caídas en el precio de los títulos de deuda pública colombianos

(TES) en el último semestre, han sido más atribuibles a hechos internos que al panorama externo⁷. Con respecto al mercado accionario, la elasticidad del índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) a los movimientos del S&P 500 de los Estados Unidos ha sido menor que la presentada en países como Brasil, México, Chile, Perú y Argentina.

Por último, a diferencia de la mayoría de países desarrollados, varios indicadores muestran que no se han presentado restricciones de crédito motivadas por la situación en los Estados Unidos: en efecto, la cartera bruta total crece cerca de dos veces del PIB nominal estimado para 2008 y la Encuesta trimestral de expectativas del Banco de la República refleja una disponibilidad de crédito en niveles históricamente altos.

4. Remesas

Otro canal que ha ganado bastante importancia en años recientes, no sólo para la economía colombiana sino también para varias economías de la región, son las remesas. Para países como El Salvador, Honduras y Nicaragua, en los últimos cinco años este rubro representa más del 10% del PIB, para el caso de México y Colombia éstas se ubican alrededor del 3%.

⁷ Por ejemplo, al incremento de la inflación o a la política monetaria activa.

Cuadro 3

**BALANZA DE PAGOS: INGRESOS DE DIVISAS
POR REMESAS DE TRABAJADORES EN COLOMBIA**

	2005 (pr)	2006 (pr)	2007 (pr)
Remesas de trabajadores: ingresos (millones de dólares)	3.314	3.890	4.493
Como porcentaje del PIB	2,7	2,9	2,6
Como porcentaje de los ingresos corrientes-Balanza de pagos	11,1	11,1	10,8
Como porcentaje de las exportaciones de bienes	15,2	15,4	14,7
Como número de veces de las exportaciones de:			
Café	2,3	2,7	2,6
Petróleo y derivados	0,6	0,6	0,6
Carbón	1,3	1,3	1,3
No tradicionales	0,3	0,3	0,3
Como proporción de:			
Ingresos por inversión extranjera directa (porcentaje)	32,3	60,2	49,8

(pr) preliminar.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 4

**REMESAS POR PAÍS
DE ORIGEN**

	Distribución porcentual por monto		
	2005	2006	2007
Estados Unidos	45,3	41,3	39,4
España	38,8	39,0	39,1
Venezuela	0,5	3,0	6,9
Otros	15,5	16,6	14,5
Total	100,0	100,0	100,0

Fuente: Encuesta trimestral de remesas (Banco de la República).

Aunque en términos del PIB las remesas en Colombia han mostrado cierta estabilidad en dólares, los niveles de 2007 presentaron un crecimiento cercano al 36% frente lo registrado en 2005 (Cuadro 3). Adicionalmente, como porcentaje de las exportaciones corrientes, tal rubro representa cerca del 15% de las exportaciones de bienes y el 50% del ingreso por inversión extranjera directa.

Por último, aunque aún no se tienen cálculos recientes sobre el efecto de una desaceleración de la economía estadounidense sobre las remesas, éste podría no ser despreciable; sin embargo, vale la pena resaltar que países como España y Venezuela, entre otros, han venido ganando participación como fuente de remesas. En este sentido, si la contracción en los Estados Unidos no implica una

recesión mundial, su efecto sobre las remesas podría ser menor (Cuadro 4). ■

Referencias

Abrego; Osterholm. "External Linkages and Economic Growth in Colombia: Insights from a Bayesian VAR model", documento de trabajo FMI, 2008.

Arango; Arias; Flórez. "Trends, Fluctuations, and Determinants of Commodity Prices" (por publicar), Borradores de Economía, Banco de la República, 2008.

Fondo Monetario Internacional. "Dollar Depreciation and Commodity Prices", *World Economic Outlook*, 2008a.

Fondo Monetario Internacional. "Regional Economic Outlook: Western Hemisphere", *World Economic and Financial Surveys*, 2008b.

Frankel. "The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices", documento de trabajo, núm. 12713, *National Bureau of Economic Research (NBER)*, 2006.

González; Moreno. "Sensibilidad de economías emergentes ante un deterioro del escenario internacional", en *Reporte de Inflación*, Banco Central de Chile, 2007.

Márquez. "The Puzzling Income Elasticity of US Imports", memorias del *Econometric Society World Congress 2000 Contributed Papers*, núm. 1128, 2000.

Márquez. "Estimating Elasticities for US Trade in Services", *International Finance Discussion Paper*, núm. 836, Federal Reserve Board, 2005.

Zamudio. "Situación financiera de las empresas que exportan a Venezuela" (documento interno de trabajo), Banco de la República, 2008.