

INTRODUCCIÓN

En los Informes de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso presentados en 2015 y marzo de 2016 se hizo un detallado análisis de las consecuencias del fuerte choque a los términos de intercambio sobre la economía colombiana. Posteriormente, la economía recibió choques adicionales, como el fenómeno de El Niño y el aumento de la tasa de interés en los Estados Unidos, que hicieron aún más complejo el entorno y aumentaron el grado de dificultad en las decisiones de política monetaria. La desaceleración del crecimiento económico, el incremento de la inflación y la ampliación del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, en un ambiente de elevada incertidumbre, representan un reto mayor para la política macroeconómica.

En un escenario adverso y volátil, la economía colombiana ha venido avanzando en un proceso de ajuste gradual y ordenado, apoyada en sólidos fundamentos económicos y un apropiado marco de política. La oportuna respuesta de las autoridades económicas para enfrentar estas circunstancias ha desempeñado un papel crucial en ese proceso.

Como se señaló desde los primeros diagnósticos, el deterioro duradero de los términos de intercambio y su efecto sobre el ingreso nacional exigían un ajuste del gasto de la economía coherente con la menor dinámica del ingreso, para evitar un crecimiento insostenible del déficit de la cuenta corriente y del endeudamiento externo.

Las cifras del producto interno bruto (PIB) y de la balanza de pagos del primer trimestre del año muestran que ese ajuste necesario se viene produciendo. La demanda interna creció 1,3% anual, ritmo inferior a la expansión de 4,7% observada en el primer trimestre de 2015. Para estos mismos períodos, el déficit de la cuenta corriente pasó de 7,0% a 5,6% del PIB. Como se explica en el *Informe*, ambos comportamientos están relacionados.

Como era de esperar, la desaceleración de la demanda interna, como resultado del deterioro del ingreso nacional y del incremento de las tasas de interés, se ha reflejado en una pérdida de dinamismo de la actividad económica. Para el primer trimestre de 2016 el PIB registró una tasa de crecimiento anual de 2,5%, inferior a la obtenida en 2015 (3,1%) y a la observada en el último trimestre del año pasado (3,4%).

La desaceleración del consumo y de la inversión ha reducido las importaciones (- 24,5% en el primer trimestre), destacándose las menores compras de insumos

y bienes de capital para la industria y de equipo de transporte. En este comportamiento también ha desempeñado un papel importante la depreciación del peso, al encarecer el costo de las importaciones, lo cual desestimula su demanda. A pesar de que el valor de las exportaciones de bienes se redujo en el primer trimestre a un ritmo de -29,7% anual, principalmente como resultado de las menores ventas externas de petróleo y sus derivados, el déficit de la balanza comercial de bienes disminuyó. Adicionalmente, las pérdidas de las firmas que operan en la actividad petrolera se reflejaron en la caída anual de los egresos netos por renta factorial. Todo ello ha incidido en la corrección del déficit de la cuenta corriente. Dada la mayor reducción de los egresos frente a la contracción de los ingresos corrientes, en el escenario más probable para 2016 se proyecta un déficit de la cuenta corriente cercano a 5,3% del PIB.

El comportamiento del PIB durante los primeros tres meses del año según sus componentes de demanda fue mixto. Mientras el consumo privado registró un crecimiento de 3,4% mayor que el del cuarto trimestre de 2015 (2,8%), el consumo público mostró una desaceleración (1,6% vs. 3,8%), explicada parcialmente por el ajuste a la caída del precio del petróleo. Por su parte, la formación bruta de capital registró una contracción de 3,7% anual, originada principalmente en los renglones de equipo de transporte y de maquinaria y equipo. En contraste, la inversión en construcción logró una expansión de 11,4%, gracias a la dinámica de la construcción de edificaciones. Para el caso de la construcción de obras civiles se observó una tasa de crecimiento de 0,4%, debido en parte a una alta base de comparación en el mismo período de 2015. Por el lado de la oferta, que mide el desempeño de los sectores productivos que componen el PIB, las mayores tasas de crecimiento se observaron en el sector industrial (5,3%), en la construcción (5,2%) y en los servicios financieros (3,8%). La única rama que registró una contracción fue la de explotación de minas y canteras (-4,6%).

En un contexto de debilitamiento de la demanda y desaceleración del crecimiento económico, parece paradójico que la inflación de precios al consumidor haya presentado el repunte más fuerte desde que se inició el esquema de inflación objetivo con flotación cambiaria. Sin embargo, como se ha explicado en los diversos informes y comunicados del Banco de la República, la presión inflacionaria actual obedece principalmente a factores de oferta de origen transitorio derivados de la depreciación acumulada del peso y de los efectos del fenómeno de El Niño sobre la oferta agropecuaria y de energía. Estos factores han desanclado las expectativas de inflación y activado mecanismos de indexación de precios y salarios. De esta manera, en lo corrido del año se observa un incremento de la inflación de precios al consumidor (IPC) de 6,77% en 2015 a 8,60% anual en junio.

La variación anual de los precios de los alimentos llegó al 14,28% en junio. La prolongada sequía afectó principalmente los precios de los alimentos percederos, como la papa, las hortalizas, las legumbres, las frutas y los lácteos. Los precios de los alimentos de origen importado, como los cereales y aceites, y algunos procesados, también se vieron presionados por la depreciación del peso, aún a pesar de que sus precios internacionales han permanecido estables desde comienzos de

2015. Dado el peso de los alimentos en la canasta familiar (28,2%), este es el rubro que más ha contribuido a la aceleración de la inflación en el primer semestre del año.

El traspaso de la depreciación nominal del peso a los precios internos fue otra fuente importante de presiones alcistas. Como se ha explicado en *Informes* anteriores, los canales de transmisión de la tasa de cambio a los precios son de diversa índole; se destacan el canal que opera por medio del consumo importado, como también el que lo hace por la vía del incremento de precios al productor, debido a los mayores costos de insumos y bienes de capital importados. En el grupo de bienes transables, los rubros de vehículos, electrodomésticos, aparatos electrónicos y de comunicación, y medicinas, entre otros, están entre los más afectados. Igualmente, mediante canal de costos el traspaso se extiende a bienes no transables que utilizan insumos importados en su producción. En esta oportunidad, la magnitud del traspaso ha sido alta frente a los casos de depreciación de 2006 y 2008-2009. En parte, esto se explica porque, a diferencia de episodios anteriores, la tasa de cambio no ha retornado a los niveles previos al choque de los términos de intercambio. No obstante, si se compara con la experiencia en otros países, el coeficiente de traspaso en Colombia es relativamente bajo.

Estas presiones han afectado las medidas de inflación básica. Así, para el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco de República, su nivel en junio fue de 6,52% frente a un dato de 5,43% en diciembre de 2015.

Los choques descritos han sido más fuertes y prolongados de lo que anticipaban el equipo técnico del Banco y los analistas del mercado, al punto que la inflación observada supera los pronósticos efectuados a comienzos de año. No obstante, como lo ha señalado la Junta, la naturaleza de tales choques es de carácter transitorio. En la medida en que el fenómeno de El Niño terminó en el segundo trimestre y los niveles de precipitaciones han aumentado, la oferta agropecuaria debe tender a normalizarse. De esta manera, cabe esperar que el ritmo de aumento de los precios de los alimentos comience a descender desde el tercer trimestre, sin descartar algunas presiones puntuales, por los efectos que puedan tener las dificultades recientes para la movilización de productos alimenticios desde el campo a las zonas urbanas del país.

A su vez, los efectos de la depreciación del peso sobre los precios de la canasta familiar deberían tender a disminuir en el transcurso del segundo semestre de 2016, por cuanto no se ha observado una marcada tendencia creciente de la tasa de cambio en lo corrido de este año.

Debido a que la inflación observada hace parte del conjunto de información con base en el cual la gente forma sus expectativas de inflación, los choques de precios, aún los de carácter temporal, pueden afectar dichas expectativas. Estos efectos dependen de la credibilidad en la meta de inflación. Si esta es alta, la influencia de choques temporales de precios sobre las expectativas a mediano y largo plazos

será mínima. No obstante, si esa credibilidad es baja o se debilita, los choques temporales ganan importancia, porque en la formación de sus expectativas de inflación los agentes le conceden más peso a la inflación observada. En otras palabras, miran más hacia atrás que hacia adelante.

La experiencia colombiana reciente ilustra ese comportamiento. Ante la fuerza y persistencia de los choques de precios descritos, en septiembre de 2015 las expectativas subieron, al tiempo que se activaron mecanismos de indexación de precios.

Para detener este proceso se requiere una política monetaria activa que preserve la credibilidad en la meta. Con ese propósito, en septiembre de 2015 la Junta inició un incremento progresivo de la tasa de interés de política desde un nivel de 4,5% hasta 7,75% en julio de 2016. Este aumento de la tasa de interés a la que el Banco de la República suministra liquidez al sistema bancario, cambió una postura de política monetaria holgada, por otra que disminuye el estímulo al gasto privado. Ello reduce la presión inflacionaria y contribuye a ajustar el crecimiento de la demanda a la menor senda de crecimiento del ingreso nacional.

El uso de la tasa de interés como instrumento primordial de política monetaria se complementó con una estrategia de comunicación en la cual, mediante múltiples canales, la Junta y su equipo técnico han explicado al público la situación de la economía y las razones que justificaban los sucesivos incrementos de la tasa de interés. La autoridad monetaria es consciente de que la transparencia es un ingrediente fundamental en la construcción de credibilidad.

Los incrementos realizados en la tasa de interés de política se han venido reflejando en aumentos de las tasas de interés de captación y de colocación del sistema financiero. Lo primero aumenta la remuneración al ahorro, y lo segundo encarece el crédito. Como resultado, los agentes económicos cada vez encuentran más atractivo aumentar sus activos financieros y ser más prudentes en su endeudamiento y su gasto, lo cual contribuye al ajuste macroeconómico, una condición necesaria para lograr un crecimiento de la producción y el empleo que sea sostenible.

El *Informe* analiza otras variables de importancia, como el empleo y el riesgo del sistema financiero, que podrían verse afectados por la pérdida de dinamismo de la actividad económica y el incremento de las tasas de interés. Para estos indicadores se ha venido observando un acomodo sin grandes sobresaltos a las nuevas condiciones económicas.

En el caso del mercado laboral, las cifras disponibles a mayo no mostraban un deterioro importante en la situación del empleo. Si bien en las trece principales ciudades y para el total nacional se ha registrado alguna desaceleración en el ritmo de creación de nuevos puestos de trabajo, esto ha coincidido con una reducción de la oferta laboral como lo indica la menor tasa global de participación. Como resultado, la tasa de desempleo en las áreas urbanas ha tenido alguna disminución, y en el total nacional, un incremento marginal.

En cuanto al riesgo del sistema financiero, el *Informe* examina la exposición a los riesgos de crédito y de fondeo de los establecimientos de crédito, y analiza el riesgo de mercado en el portafolio de TES. Al respecto, el *Informe* nota que los indicadores de calidad por riesgo y de calidad por mora a abril de 2016 registraron deterioros frente a lo observado un año atrás, pero sus valores se mantienen en niveles cercanos al promedio de los últimos cinco años. Por su parte, a junio el indicador de liquidez sugiere que el sistema financiero cuenta con los recursos líquidos necesarios para atender de forma suficiente sus obligaciones contractuales y no contractuales de corto plazo. Con respecto a la medida de riesgo para el sistema en el portafolio de TES a junio, se registró un incremento, como consecuencia de la mayor volatilidad en el mercado de deuda pública.

Finalmente, como se señaló en el *Informe* de la Junta al Congreso de julio del año pasado, cabe recalcar la importancia del avance en la legislación sobre la regulación de conglomerados y la consolidación del capital de las entidades financieras, como contribución a la resiliencia del sistema financiero. Asimismo, se hace énfasis en una política fiscal que asegure la sostenibilidad de las finanzas públicas del país y contribuya a un ajuste equilibrado de los sectores público y privado a la caída permanente del ingreso y capacidad de gasto de la economía, tal como se anotó en el *Informe al Congreso* de marzo del presente año. Para ello es primordial continuar con la política de austeridad del gasto y de incremento de los ingresos, que asegure el cumplimiento de la regla fiscal y preserve la confianza de consumidores e inversionistas. Solo así podrán mantenerse condiciones favorables de acceso al financiamiento externo que permitan continuar el ajuste gradual de la economía que se ha venido cumpliendo hasta el momento.