

INTRODUCCIÓN

El choque negativo a los términos de intercambio de la economía colombiana, que se inició a partir del segundo semestre de 2014, continuó profundizándose durante 2015, principalmente como resultado de la tendencia decreciente de las cotizaciones del petróleo. Durante las últimas semanas estas han registrado alguna recuperación, lo cual ha reducido la presión hacia la depreciación del peso colombiano frente al dólar.

La tendencia casi ininterrumpida de la caída de los precios del crudo muestra que en este mercado se ha consolidado un exceso de oferta global, que ha dado lugar a un significativo incremento en los inventarios de crudo. Aunque algunas zonas de producción dejan de ser rentables a precios tan bajos, es de esperar que los altos inventarios acumulados hagan más lento el rebalanceo de este mercado en el mediano plazo. A esto se agrega la moderación de la demanda mundial, lo cual ha contribuido a exacerbar el exceso de oferta de crudo.

Adicionalmente, otros bienes importantes para la canasta exportadora colombiana, como carbón, ferroníquel y café, también han registrado una prolongada caída en sus precios. Ello ha sido consecuencia del debilitamiento de su demanda, debido a la menor actividad económica mundial, en especial de las emergentes. Además, ha coincidido con incrementos en los montos producidos, como ha sido el caso del café.

A raíz del desplome generalizado de los precios de nuestros principales productos de exportación, los términos de intercambio del país han tenido un deterioro considerable. Como se indica en este *Informe*, durante 2015 el índice de términos de intercambio cayó 24,0% luego de haber registrado una reducción de 9,0% en 2014. La magnitud de esta caída ha afectado de forma considerable variables macroeconómicas importantes. Un primer efecto consiste en una reducción del ingreso nacional, lo cual se ha reflejado en una desaceleración de la demanda interna. En parte, por eso, durante 2015 la demanda interna registró un crecimiento de 3,6%, inferior al 6,0% observado en 2014. El debilitamiento de la demanda redujo el ritmo de la actividad económica, llevando a un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para 2015 de 3,1%, inferior al 4,4% alcanzado en 2014.

Un segundo impacto de la caída de los términos de intercambio se ha manifestado en un mayor desequilibrio externo. Es importante recordar que en 2013, antes de recibir el choque, los productos mineros representaban el 72% de las exportaciones totales del país (de lo cual el 55% era petróleo). Esto explica que la fuerte

caída de los precios del crudo y de otros productos mineros haya afectado de forma significativa la balanza de pagos del país. Es así como al finalizar 2015 la balanza comercial de bienes registró un déficit de USD 14.026 millones (m) frente a un saldo negativo de USD 4.630 m en 2014. El déficit de la cuenta corriente se redujo desde USD 19.593 m en 2014 a USD 18.925 m en 2015. La disminución del déficit de la cuenta corriente, a pesar del deterioro de la balanza comercial, se explica principalmente por el menor déficit en el rubro de renta de los factores (que pasó de USD 12.638 m a USD 5.989 m), como resultado de la reducción de las utilidades obtenidas por las empresas con inversión extranjera vinculadas al sector minero del país. En términos del PIB, el déficit de la cuenta corriente pasó de 5,2% en 2014 a 6,5% en 2015. Resulta claro que el incremento del déficit como proporción del PIB no refleja un mayor valor absoluto del déficit de la cuenta corriente en dólares, sino que se explica por el menor valor en dólares del PIB corriente, debido a la depreciación promedio de 37,2% del peso frente al dólar entre 2014 y 2015.

Otro de los canales mediante los cuales el choque externo negativo de la caída del precio del petróleo impacta a la economía colombiana es el efecto sobre las finanzas del Gobierno Nacional. A partir de 2004 las rentas procedentes del sector petrolero incrementaron su participación en los ingresos totales del Gobierno Nacional, hasta alcanzar un pico de 19,6% en 2013, cuando aportaron el equivalente a 3,3% del PIB. Esa participación empezó a declinar a partir de 2014, y para 2015 fue de 7,4%, al registrar una renta petrolera equivalente al 1,2% del PIB. Para 2016 el plan financiero del Gobierno contempla ingresos por este concepto de solo el 0,1% del PIB. La importancia que esta fuente de recursos alcanzó a representar para las finanzas del Gobierno, y su rápido decrecimiento ha incidido en un incremento del déficit del Gobierno Central de 2,4% del PIB en 2014 a 3,0% en 2015, y a uno de 3,6% del PIB previsto para 2016. No obstante, el incremento en el déficit es de menor magnitud que la caída referida en el ingreso petrolero. Esto ha sido posible gracias al ajuste gradual que viene adelantando el Gobierno Nacional, que ha combinado un mayor esfuerzo tributario con recortes de gasto. Dicho ajuste ha permitido el cumplimiento de la regla fiscal, que admite un incremento del déficit por factores cíclicos, pero que a su vez exige un ajuste estructural, de acuerdo con los parámetros de largo plazo contemplados en la regla.

El efecto negativo de la caída de los términos de intercambio sobre el ritmo de crecimiento económico, la balanza de pagos y las finanzas del Gobierno Nacional, se ha reflejado en incrementos de las primas de riesgo para Colombia. Aunque en general los mercados reconocen la fortaleza de la economía colombiana, cuyo crecimiento en 2015 continuó siendo uno de los más altos de América Latina, los inversionistas han reaccionado al cambio en las condiciones económicas. Esto se observa en los flujos de capital registrados en la cuenta financiera de la balanza de pagos. Así, por ejemplo, las entradas por inversión extranjera directa (IED) en 2015 presentaron una caída de 25,8% frente al año anterior (USD 12.108 m vs. USD 16.325 m). Esta contracción fue principalmente el resultado de la menor inversión en el sector mineroenergético (-43,0%), dado el panorama de precios de estos productos. Algo similar ocurrió con los flujos de inversión de cartera o portafolio, que en 2015 registraron una caída de 47,4%, en comparación con 2014,

cuando se dio la recomposición de los índices de deuda pública emergente de JP Morgan en favor de los títulos colombianos.

La menor entrada de capitales externos al país, en un entorno de caída de los términos de intercambio, condiciones financieras menos holgadas para los mercados emergentes e incremento de las primas de riesgo, conformaron un escenario propicio para la depreciación del peso. Esta presión aumentó debido al fortalecimiento del dólar estadounidense como moneda de reserva mundial, ante la mejora en el desempeño económico de los Estados Unidos; el inicio de la normalización de la política monetaria en ese país, y factores sociopolíticos que afectaron a varias economías de la zona del euro. Todo ello condujo a que en 2015 el peso colombiano se depreciara 37,2% en promedio frente al dólar, una tendencia que fue común a muchas otras economías emergentes.

Como se detalla en uno de los recuadros del presente *Informe*, la flexibilidad de la tasa de cambio tiene importantes ventajas para la economía colombiana. En la coyuntura actual, aquella contribuye a que la economía se ajuste de forma menos traumática ante la caída de los términos de intercambio, al atenuar la pérdida de los ingresos en moneda local de los exportadores. Por otra parte, la flexibilidad cambiaria es un elemento fundamental del esquema de inflación objetivo, en la medida en que preserva la autonomía de la política monetaria, que se vería comprometida si el banco central tuviera que defender un tipo de cambio fijo. Adicionalmente, la flexibilidad de la tasa de cambio desincentiva la exposición excesiva del sector privado al riesgo cambiario.

Reconociendo los beneficios de la flexibilidad cambiaria, la autoridad monetaria no descarta la conveniencia de intervenir puntualmente en el mercado cambiario, sin proponerse un objetivo de tasa de cambio. Así, por ejemplo, entre 2008 y 2014 las intervenciones de compra de divisas mediante subastas competitivas obedecieron al propósito de acumular reservas internacionales, buscando mantener los indicadores de reservas en niveles adecuados. Esa intervención, que se concentró en aquellos períodos de mayor probabilidad de desalineamiento cambiario, significó una acumulación de USD 23.866,5 m, lo cual permitió alcanzar el nivel actual de USD 46.740,4 m en reservas internacionales netas al cierre de 2015. Este es un activo que hoy en día ofrece un respaldo fundamental para la economía colombiana, en momentos en los que se enfrenta a un choque externo negativo de naturaleza tan severa.

En las circunstancias actuales, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) consideró conveniente activar un sistema de subasta de opciones para desacumular reservas internacionales con el fin de moderar aumentos injustificados de la tasa de cambio, que puedan contribuir a desanclar las expectativas de inflación, y suministrar liquidez en dólares al mercado cambiario cuando se presenten faltantes significativos. Hoy en día dicho mecanismo prevé convocar una subasta de opciones de USD 500 m en el momento en que la tasa representativa del mercado supere en 3 puntos porcentuales (pp) su promedio móvil de orden 20. Tales opciones tienen una vigencia de un mes a partir de la subasta, y su ejercicio está sujeto al cumplimiento de la misma condición.

En un contexto de desaceleración de la economía colombiana, caída de los precios internacionales de los productos básicos y baja inflación en las economías desarrolladas, la inflación al consumidor en Colombia ha tenido uno de los incrementos más fuertes desde que se inició el esquema de inflación objetivo. Es así como al cierre de 2015 la inflación al consumidor se situó en 6,77%, y durante el inicio de 2016 continuó aumentando hasta alcanzar un nivel de 7,59% al finalizar el mes de febrero. Este comportamiento, que resulta paradójico en las circunstancias anotadas, tiene dos causas bien identificadas. En primer lugar, el traspaso de la depreciación del peso a los precios al consumidor mediante diversos canales, como se explicará en seguida, y en segundo término el déficit de lluvias atribuible a la aparición del fenómeno de El Niño, que ha afectado la producción de alimentos perecederos. Las presiones inflacionarias provenientes de estos dos factores se han visto reforzadas por la activación de mecanismos de indexación que han extendido las alzas de los precios a rubros importantes como arriendos, y servicios de educación y de salud, que aunque tienen poca relación con el origen inicial del problema, terminan replicando el comportamiento de los precios de otros grupos de la canasta familiar.

El traspaso de la depreciación a la inflación se produce por medio tanto de canales directos, al afectar los precios de los bienes de consumo importados o de aquellos que son sus sustitutos cercanos, como de canales indirectos, al aumentar los costos de producción de bienes intensivos en insumos y materias primas importadas. Diversos estudios muestran que en un mercado de competencia imperfecta como el colombiano, este traspaso no ocurre de forma automática, sino que se produce de manera parcial y con un rezago importante. Adicionalmente, concluyen que el coeficiente de traspaso no es uniforme en cada episodio de depreciación, puesto que depende del desempeño de numerosas variables, tales como el estado de la economía, el tipo y la intensidad del choque que se esté recibiendo, y el comportamiento mismo de la inflación. En las circunstancias actuales se podría pensar que la desaceleración de la demanda interna es un factor que ayudaría a amortiguar el traspaso de la depreciación a los precios. Otros factores, sin embargo, actúan en sentido contrario. En particular, en la medida en que los agentes económicos formadores de precios perciban que el nuevo nivel de la tasa de cambio tiene un carácter permanente, estarán más dispuestos a hacer el traspaso, pues al juzgar que sus competidores tendrán que hacer lo mismo, el riesgo de perder participación en el mercado será menor. De manera similar, en condiciones de incrementos generalizados de la tasa de inflación, dicho traspaso se facilita.

Las cifras de inflación para 2015 indican que el traspaso de la depreciación a la inflación viene ocurriendo de manera gradual. Así, por ejemplo, el grupo de bienes transables del índice de precios al consumidor (IPC), que incluye bienes manufacturados y algunos alimentos, como cereales, aceites, huevo y pollo, registró una inflación de 7,71% en 2015 frente a 2,27% un año atrás. La depreciación también se ha reflejado en un indicador de costos, como el índice de precios al productor (IPP), cuya variación anual pasó de 6,33% en 2014 a 9,57% al finalizar 2015. Esto último ha incidido de manera indirecta en el alza de las tarifas de los servicios públicos regulados, como la energía y el gas domiciliario, debido a que

las fórmulas de regulación incluyen el comportamiento del IPP. Los cálculos de inflación básica reflejan en buena medida el traspaso de la depreciación a los precios, como se evidencia en el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República, cuyo registro a diciembre de 2015 fue de 5,43%, superior a la variación de 3,06% observada para el año anterior.

La presión inflacionaria se ha visto agravada por la escasez de lluvias debido al fuerte fenómeno de El Niño, que ha reducido el abastecimiento de los alimentos perecederos. Esto ha ocasionado un incremento significativo de los precios de estos productos, que en 2015 registraron una variación de 26,03%. Esta situación y la depreciación del peso que presiona al alza los precios de los alimentos, ya sea por su origen importado o por el encarecimiento de sus insumos, ha impactado a la inflación total de los alimentos, la cual se situó en 10,85% en diciembre de 2015, más del doble que la registrada en 2014 (4,69%). Dada la importancia que tienen los alimentos en la canasta familiar (28,2%), este rubro fue el que más aportó al aumento de la inflación anual al consumidor en el año 2015. Además, durante el segundo semestre del año pasado el fenómeno de El Niño empezó a tener incidencia en las cotizaciones en bolsa de los precios de la energía, los cuales se transfieren lentamente a los precios al consumidor en caso de que las alzas en el mercado mayorista se sostengan. Este proceso ya ha empezado a suceder.

La inesperada coincidencia de fuertes choques sobre la economía colombiana, con efectos tan complejos y diversos como los que se vienen observando, exige una reacción de política económica idónea y oportuna, que logre amortiguar algunos de esos efectos, y consiga adaptar la economía colombiana a las nuevas circunstancias y restricciones objetivas que la rodean. Para ello es fundamental contar con un diagnóstico acertado de los choques y sus consecuencias a corto y mediano plazos. Esa es una tarea que ocupa a los equipos técnicos del Banco de la República y del Gobierno, y en la cual la academia y analistas nacionales e internacionales tienen mucho que aportar.

El primer factor indispensable para llevar a cabo una respuesta de política apropiada, es la caracterización de estos choques entre sus componentes permanente y transitorio. Para efectos de política monetaria los análisis técnicos han concluido que los choques que han venido afectando a la inflación tienen un carácter eminentemente transitorio. Así lo ha hecho saber el Banco de la República en sus diversos comunicados de prensa e *Informes sobre Inflación*. Esto no impide reconocer que tales choques han tenido una intensidad y persistencia superior a la esperada, con impactos sobre las expectativas de inflación.

Por ello la JDBR ha informado a la opinión pública que la convergencia de la inflación hacia el rango meta se irá dando de manera lenta, completándose en algún momento de 2017. Para que esto sea posible, las decisiones de política monetaria adoptadas hasta finales de marzo que han incrementado la tasa de interés de política desde 4,50% a 6,50%, cumplen un papel fundamental. Este cambio en la postura de política monetaria debe inducir un descenso de las expectativas de inflación, lo cual contribuirá a contrarrestar los mecanismos de indexación que han venido

reforzando los efectos de los choques sobre el nivel de precios. El aumento de la tasa de referencia también tiene la función primordial de contribuir a lograr el ajuste macroeconómico que se requiere, ante una caída del ingreso nacional que contiene un componente permanente, pues no se espera que los precios del petróleo retornen a los niveles observados hasta mediados de 2014, superiores a los USD 100 por barril. A medida que los incrementos de la tasa de interés de política se transmitan a las tasas de interés del crédito, se irá produciendo una moderación del gasto del sector privado, hasta hacerlo más coherente con el nuevo nivel de ingreso, lo que ayudará a reducir el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

El otro factor que permitirá que la inflación retome una senda de convergencia hacia la meta será la desaparición paulatina del fenómeno de El Niño. Ello hará posible que se normalicen las siembras y la producción, lo cual deberá reflejarse en una corrección de los precios de los alimentos, algo que se espera suceda en el segundo semestre de 2016, y en especial durante el cuarto trimestre.

En cuanto a la política fiscal, el Gobierno viene adelantando un ajuste significativo, pero aún faltan decisiones necesarias sobre las cuales los mercados y agencias calificadoras de riesgo están a la expectativa. El presente *Informe al Congreso* incluye un importante recuadro que sintetiza la visión de la JDBR sobre este tema tan trascendental. Baste solo aquí señalar que el Gobierno ya cuenta con la regla fiscal, la cual ofrece un marco de política idóneo para la toma de decisiones, en un momento en el cual el complejo panorama macroeconómico por el que atraviesa el país no admite equivocaciones.