

INTRODUCCIÓN

Durante 2016 la economía colombiana avanzó en el proceso de ajuste macroeconómico requerido para restablecer las bases de un crecimiento económico sostenible. El choque negativo a los términos de intercambio de gran magnitud y carácter permanente, debido a la caída de los precios del petróleo, produjo desequilibrios que hubieran podido conducir a una severa crisis económica, con gran pérdida de bienestar. Que ese peligro se haya disipado obedece a que la economía colombiana cuenta hoy en día con mejores arreglos institucionales, como la flexibilidad de la tasa de cambio, que le permiten acomodarse a situaciones imprevistas. La respuesta de política económica, tanto en el frente monetario como en el fiscal, ha sido un factor fundamental que ha reforzado los mecanismos de ajuste automáticos para estabilizar la economía.

La depreciación nominal del peso, del orden de 60% frente al momento del choque, produjo un fuerte incremento de los precios relativos de los bienes transables a no transables que indujo un ajuste del desbalance externo, cuyos resultados pueden ahora comprobarse. A esto se agrega que la propia caída de los términos de intercambio tuvo un aporte negativo al ingreso nacional y con ello a la demanda interna, lo que, al reflejarse en un menor gasto de la economía, contribuyó al ajuste externo. De esta manera, las importaciones de mercancías se redujeron 15,6% y 7,0% en 2015 y 2016 respectivamente, sin que para ello hayan mediado incrementos de aranceles o restricciones administrativas, como solía ocurrir en el pasado.

Aunque hubiera sido deseable una respuesta positiva de las exportaciones al estímulo de la tasa de cambio, esta no se ha producido debido a la débil demanda mundial, y al hecho particular de que nuestros socios comerciales más importantes (después de los Estados Unidos) también fueron afectados por la caída del precio del petróleo, impidiendo una expansión del comercio. A pesar de ello, el déficit de la cuenta corriente, que llegó a USD 18.780 millones en 2015 (6,4% del PIB), se redujo a USD 12.541 millones (4,4% del PIB) en 2016. Como se detalla en la sección de la balanza de pagos, a este ajuste también contribuyó un mejor resultado de la renta de factores, ante la menor remisión de utilidades al exterior por parte de las empresas con inversión extranjera en el país, en gran parte por efecto del choque a los términos de intercambio.

No cabe entonces duda del importante papel que ha desempeñado la flexibilidad de la tasa de cambio en el proceso de ajuste, algo que no ocurrió durante el choque externo de finales de los años noventa, y que sumió al país en una grave

crisis económica. No obstante, la depreciación del peso tuvo un efecto colateral que consistió en la presión inflacionaria que se produjo por el mayor costo de los bienes finales y materias primas importadas. Este efecto resultó aún más notorio si recordamos que el país venía de un período de apreciación de la moneda, que abarataba las importaciones e incrementaba su inserción en la cadena productiva. Fue así como la inflación anual de bienes transables (sin alimentos ni regulados), que hasta mediados de 2011 fue negativa y que antes del choque no superaba el 2%, sufrió un fuerte incremento hasta alcanzar el 8% a mediados de 2016.

A esta presión, ya de por sí importante sobre el nivel de precios, se sumó el efecto del fenómeno de El Niño, que al producir una intensa y prolongada sequía en el territorio colombiano redujo el abastecimiento de alimentos, lo que impulsó al alza sus precios. De esta manera, la inflación anual de alimentos, que hacia mediados de 2014 se situaba alrededor del 3%, aumentó casi sin interrupción hasta alcanzar el 15,7% anual en julio de 2016.

El incremento simultáneo de la inflación de bienes transables y de alimentos indirectamente presionó al alza la inflación de bienes no transables, debido al mayor costo de sus insumos y a la activación de algunos mecanismos de indexación. De esta forma, de un nivel de 3,25% anual a mediados de 2014, la inflación de bienes no transables comenzó a mostrar aumentos sucesivos, hasta superar el 5% anual en febrero pasado.

Esta presión inflacionaria no provenía de excesos de demanda, pues esta venía desacelerándose, resultado del menor ritmo de crecimiento del ingreso nacional tras el deterioro de los términos de intercambio. La autoridad monetaria se vio enfrentada a uno de los dilemas más complejos para cualquier banco central: una inflación al alza producida por choques exógenos de oferta que impedían cumplir la meta y afectaban la credibilidad, y una actividad económica en descenso que alejaba la economía de su capacidad potencial y minaba la confianza de consumidores y empresarios.

Luego de evaluar las proyecciones de inflación y de actividad económica, y el comportamiento de las expectativas de los agentes económicos, en septiembre de 2015 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió iniciar un ciclo de alzas de la tasa de interés de política desde un nivel de 4,5% hasta llevarla al 7,75% en julio de 2016. El desafío de la política consistía en balancear los riesgos de una convergencia demasiado lenta de la inflación a la meta, por un lado, y de una desaceleración excesiva de la actividad económica, por el otro. Una convergencia más rápida de la inflación habría requerido una desaceleración muy fuerte de la economía, a un costo significativo en términos de empleo. Una convergencia más lenta entrañaría el riesgo de perpetuar las expectativas de inflación por encima de la meta del 3% y extender los mecanismos de indexación, elevando el costo de una desinflación futura. Sobre esta base, la Junta estimó conveniente buscar una convergencia gradual de la inflación a la meta.

En este contexto, la inflación de precios al consumidor al finalizar 2015 fue 6,77%, y durante el primer semestre de 2016 continuó aumentando hasta alcanzar un pico de 8,97% en julio, cuando el paro camionero se sumó a las presiones ya existentes. Esta tendencia tuvo un quiebre importante a partir de agosto, gracias a que empezaron a desvanecerse los efectos de los choques descritos, y a que las acciones de política adoptadas desde 2015 contribuían a moderar la inflación y sus expectativas. De esta manera, la inflación cerró 2016 en 5,75%, y durante los primeros meses de 2017 continuó descendiendo hasta un nivel de 5,18% en febrero pasado. Esta tendencia descendente de la variación de precios era previsible, dado el carácter transitorio del fenómeno de El Niño y del traspaso de la depreciación a los precios. Así lo reiteró la Junta a la opinión pública en todas sus comunicaciones, con el propósito de evitar un incremento injustificado de las expectativas de inflación.

La caída de los términos de intercambio debilitó las finanzas del Gobierno Nacional, ya que las rentas petroleras representaban cerca del 20% de sus ingresos totales. Para compensar este choque el Gobierno disminuyó el gasto y presentó una reforma tributaria al congreso para elevar la tarifa del impuesto al valor agregado (IVA) y otros impuestos indirectos a partir de 2017. Tales aumentos presionan al alza los precios de diversos artículos de la canasta familiar haciendo que la convergencia de la inflación a la meta sea más lenta, lo que induce a los agentes económicos a revisar al alza sus expectativas de inflación. A esto se agrega la presión adicional que surge del reciente incremento del salario mínimo por encima de la inflación observada en 2016.

El dilema de política mencionado atrás obliga a la autoridad monetaria a revisar de manera periódica y rigurosa el balance de riesgos entre inflación y crecimiento. En este proceso, en sus sesiones de diciembre de 2016, febrero y marzo de este año, la JDBR decidió reducir la tasa de interés de política en 25 puntos básicos (pb) en cada ocasión, hasta situarla en un nivel de 7,0%. Como se comunicó oportunamente, tales decisiones han tenido en cuenta la continuidad del descenso en el indicador de la inflación total y de sus perspectivas, el débil comportamiento de la economía y la favorable reducción del déficit en la cuenta corriente, entre otros factores. Aun así, la postura de política monetaria continúa en terreno contractivo, lo cual es coherente con el propósito de buscar una convergencia gradual de la inflación a su meta.

El crecimiento del PIB en 2016 a una tasa de tan solo 2%, según lo informó el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), confirma la severidad del choque a los términos de intercambio, que al tener una contribución negativa en el ingreso nacional, debilitó la dinámica del consumo y la inversión, y afectó el desempeño de numerosas ramas de actividad. A esto se agregaron otros choques como el fenómeno de El Niño y el paro de transportadores de carga, que acentuaron la desaceleración.

Desde el punto de vista de la demanda, el componente más afectado fue la formación bruta de capital, al registrar una contracción de 4,5% en todo el año. Este

resultado obedeció, en buena medida, a la reducción de la inversión en maquinaria y equipo, y equipo de transporte, como reflejo del retroceso del sector minero y de la depreciación del peso. Lo anterior fue parcialmente compensado por el buen desempeño de la construcción de edificaciones y obras civiles, impulsados por los programas de construcción de vivienda del Gobierno y los proyectos de carreteras. El consumo total también contribuyó a la desaceleración, al registrar un crecimiento de 2,0%, inferior a lo observado en 2015. En este caso los renglones más afectados fueron el consumo de bienes durables y semidurables por parte de los hogares. De esta manera, la demanda interna de la economía se mantuvo virtualmente estancada, al obtener un crecimiento de apenas 0,3%. En un contexto de poca demanda, las ramas de actividad mostraron crecimientos bajos o negativos, a excepción de los servicios financieros; la construcción y la industria, ésta última impulsada por la reapertura de Reficar.

A pesar de la desaceleración de la actividad económica, la resiliencia del mercado laboral, es un hecho que cabe destacar. Para el promedio del cuarto trimestre del año en las principales trece áreas metropolitanas el desempleo fue de 9,2% frente a 8,9% en el mismo período de 2015. Algo similar ocurrió para el total nacional, donde para el promedio del último trimestre de 2016 ascendió a 8,2%, comparado con un nivel de 8,0% un año atrás. La estabilidad de la tasa de desempleo es sorprendente si se recuerda que la actividad económica pasó de crecer 4,4% en 2014, a 3,1% en 2015 y a 2,0% en 2016. Como se discute en el documento, la razón de ello está en que, al tiempo que se contraía la demanda de trabajo (tasa de ocupación: TO) por efecto del menor crecimiento, también lo hacía la oferta de trabajo (tasa global de participación: TGP). Este último es un comportamiento atípico frente a periodos de desaceleración del pasado, pues por lo general la TGP es una variable contracíclica, que aumenta cuando la economía cae, y viceversa. El equipo técnico actualmente investiga el fenómeno, para ofrecer una explicación en el próximo informe.

Cabe señalar que un factor que permitió un ajuste gradual del sector externo y de la economía en general frente al choque petrolero, fue la financiación externa que siguió recibiendo el resto de actividades. Este comportamiento refleja la confianza que los inversionistas extranjeros han mantenido en la economía colombiana y en su capacidad de superar el choque. Sobresalen las mayores compras de títulos de deuda pública por parte de extranjeros, así como la creciente adquisición de préstamos y otros créditos externos por el Gobierno y otras entidades públicas. Adicional a esto, la venta de Isagén también aportó a las entradas de recursos al país. Todo lo anterior permitió compensar parcialmente los menores capitales foráneos recibidos por el sector minero y petrolero, en especial los relacionados con inversiones directas.

Preservar la confianza de los mercados externos en medio de un choque tan fuerte como el que ha golpeado a la economía colombiana no es algo que pueda darse por descontado. En gran parte ello depende de la institucionalidad económica con que cuenta el país. A esto contribuye la flexibilidad cambiaria y el manejo independiente de la política monetaria bajo el esquema de inflación objetivo. Del mismo

modo, la existencia y estricto cumplimiento que se le ha venido dando a la regla fiscal ha desempeñado un papel fundamental en mantener la confianza. En este contexto, para garantizar el cumplimiento de las metas de la regla fiscal y asegurar la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo, el Gobierno presentó una reforma tributaria que fue aprobada por el Congreso a finales de 2016. Con la reforma, el Gobierno espera aumentar gradualmente el recaudo desde 0,7% del PIB en 2017 hasta 3,1% del PIB en 2022. Con estos ingresos adicionales y el ajuste en los gastos de funcionamiento e inversión, el Gobierno espera retomar la senda decreciente del déficit fiscal, el cual para 2017 estima en 3,3% del PIB, frente al 4,0% registrado en 2016.

La percepción de un contexto institucional sólido y de una respuesta de política adecuada, junto a la disminución del déficit de la cuenta corriente, la reducción de la inflación, y la aprobación de la reforma tributaria, ha reducido la incertidumbre y aumentado la confianza de los mercados.

El *Informe* examina las perspectivas de las principales variables macroeconómicas para 2017. En el frente externo se destaca la mejora esperada en las condiciones económicas globales, gracias al fortalecimiento del crecimiento de las economías desarrolladas. Respecto a la cotización internacional del petróleo, aunque se mantiene la incertidumbre sobre su dinámica, esta debería seguir respondiendo a la reducción esperada de la oferta.

En cuanto a la economía colombiana, su desempeño estará enmarcado por la continuación del proceso de ajuste que deberá completarse en el presente año. En este contexto, el equipo técnico proyecta un crecimiento del PIB para 2017 entre 0,7% y 2,7%, con 2,0% como cifra más probable. La amplitud y sesgo hacia abajo del intervalo de pronóstico sugieren la posibilidad de un lento dinamismo de la actividad económica. Con respecto a la inflación, se prevé que los efectos rezagados del fenómeno de El Niño y de la depreciación acumulada del peso terminarán por desaparecer. Esto, junto a un modesto crecimiento de la demanda y el efecto de las acciones de política monetaria adoptadas desde 2015, deberán limitar los ajustes de precios y reducir las expectativas, lo cual favorecerá la convergencia de la inflación hacia la meta del 3%. Finalmente, se espera que la corrección del desbalance externo iniciada en 2016 continúe en 2017, de tal manera que el déficit de la cuenta corriente esté entre 3,0% y 4,4% como porcentaje del PIB, con 3,7% como cifra más probable. El ajuste adicional de la cuenta corriente estimado para 2017 estaría explicado ya no por una disminución de los egresos, resultante de las menores importaciones, sino por el incremento de los ingresos, principalmente por las mayores exportaciones de bienes.