



## ◆ Respuestas de política ante los choques macroeconómicos

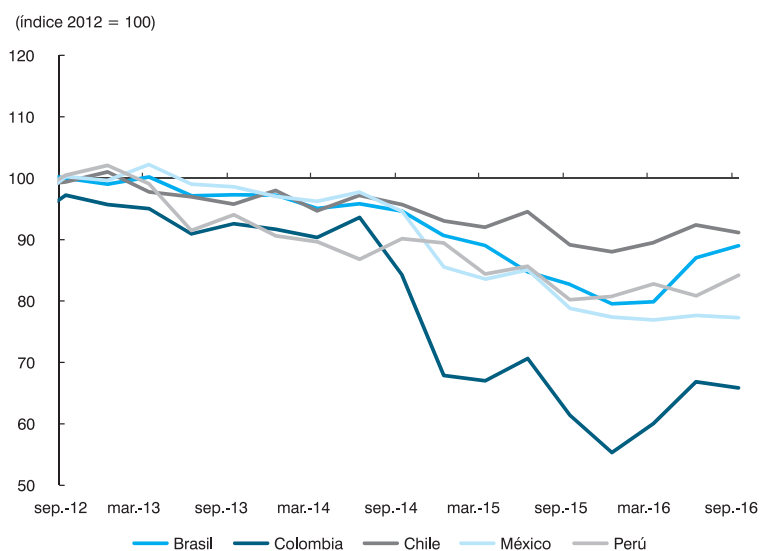
La economía colombiana recibió una combinación de fuertes choques macroeconómicos desde mediados de 2014. El precio del petróleo, nuestro principal producto de exportación, se desplomó, pasando de cerca de USD 100 por barril en junio de 2014 a poco menos de USD 50 por barril actualmente. La política monetaria de los Estados Unidos se ha endurecido gradualmente y la prima de riesgo soberano de Colombia se incrementó, elevando el costo del financiamiento externo. El fenómeno de El Niño produjo una intensa sequía en el segundo semestre de 2015, que aumentó fuertemente los precios de los alimentos y la energía.

Estos choques han afectado sustancialmente la inflación, el crecimiento y las cuentas externas y fiscales del país. ¿Cuál ha sido la respuesta de política ante ellos? ¿Cuál ha sido su racionalidad? ¿Qué efectos han tenido hasta ahora? ¿Qué esperar a futuro? Esta nota explora estos temas después de revisar brevemente los choques macroeconómicos y sus principales efectos.

### ◆ I. Los choques y sus efectos

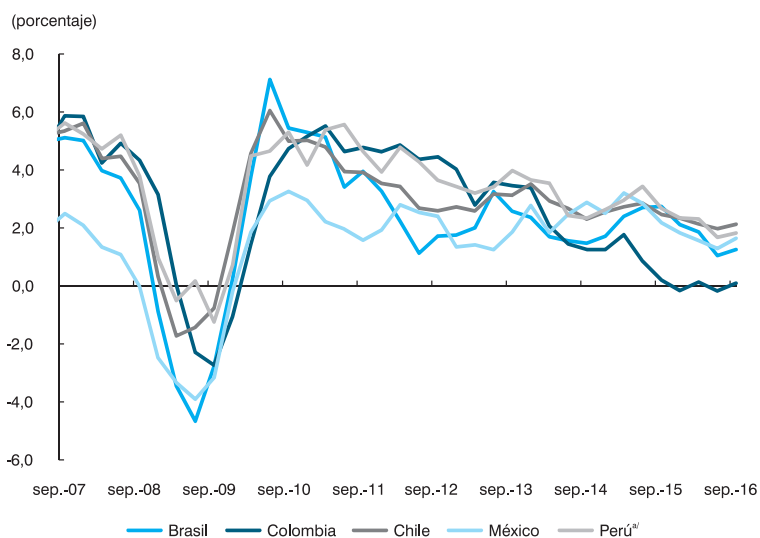
La caída de los precios del petróleo ha afectado a la economía por múltiples canales. Ha reducido nuestros términos de intercambio, lo cual significa que la capacidad de compra de nuestras exportaciones se ha mermado significativamente. Este efecto se asimila a una reducción de nuestro ingreso nacional, la cual ha sido más fuerte que en otros países latinoamericanos exportadores de bienes básicos (Gráfico 1). Además de recortar las exportaciones petroleras, la fuerte baja de los precios del petróleo y de otros bienes básicos ha golpeado la demanda de socios comerciales exportadores (Gráfico 2). Como resultado, nuestras exportaciones no petroleras a esos mercados han disminuido. Además, la rentabilidad de proyectos mineroenergéticos ha caído, por lo cual la inversión extranjera directa (IED) en el sector ha bajado de USD 1.578 m promedio trimestral en 2014 a USD 761 m en 2015 y USD 490 m en lo corrido de 2016 a septiembre.

Gráfico 1  
Términos de intercambio



Fuente: Datastream.

Gráfico 2  
Crecimiento promedio de los socios comerciales  
(ponderado por comercio no tradicional)



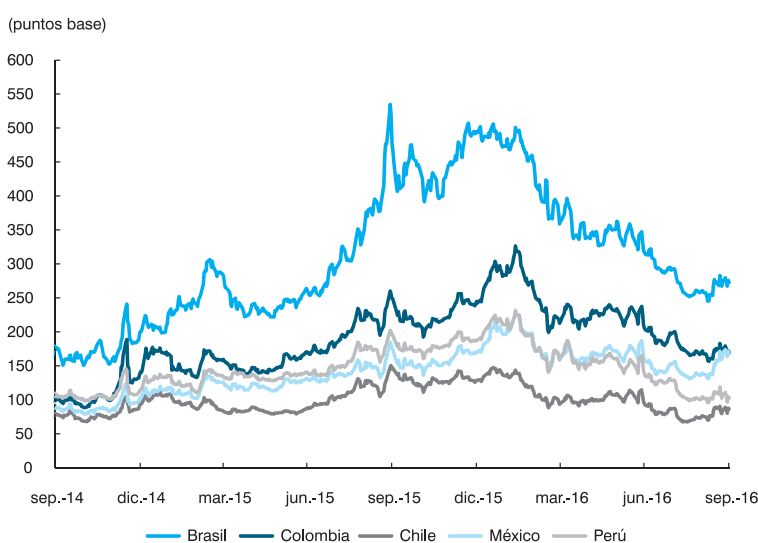
a/ Para este país el dato del tercer trimestre de 2016 corresponde a una estimación.  
Fuentes: Datastream y Organización de las Naciones Unidas (Comtrade).

Asimismo, dada su fuerte dependencia del petróleo, las finanzas públicas en Colombia se han resentido significativamente. Los ingresos públicos vinculados al

petróleo pasaron de representar el 2,9% del PIB en promedio entre 2012 y 2014 a 0% actualmente.

Por su parte, después de varios años de políticas monetarias ultraexpansivas en los Estados Unidos orientadas a enfrentar la crisis financiera y la llamada “gran recesión”, la Reserva Federal (Fed) inició un período de “normalización” en 2015. Dicho proceso ha sido gradual, habida cuenta de la lenta recuperación de la economía estadounidense y de la posible existencia de tasas de crecimiento y de interés reales permanentemente menores en los países avanzados. A pesar de estos atenuantes y de la postura expansiva de la política monetaria en la zona del euro y Japón, las primas de riesgo soberano de varias economías emergentes son hoy mayores que a mediados de 2014. En el caso de Colombia, el aumento de la prima de riesgo ha sido más pronunciada que en otros países, debido al mayor debilitamiento relativo de las finanzas públicas tras la caída del precio del petróleo (Gráfico 3).

Gráfico 3  
Credit default swaps (CDS) a cinco años

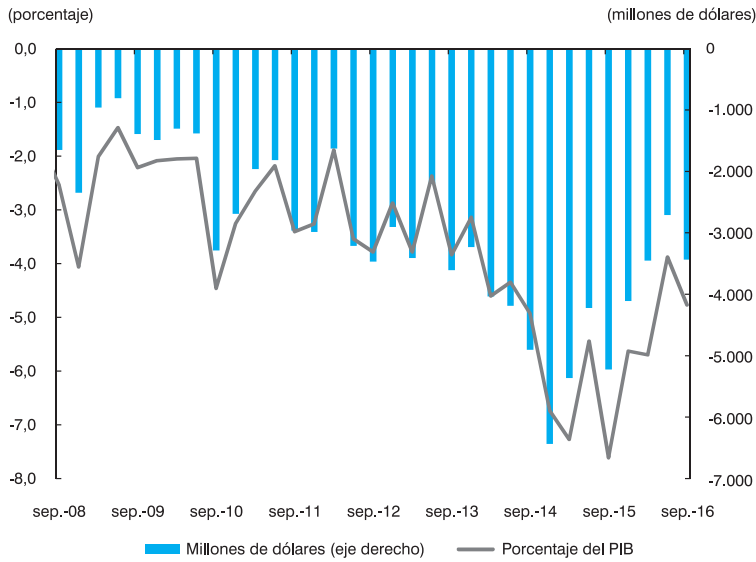


Fuente: Bloomberg.

El impacto de la reducción de los precios del petróleo en los ingresos de exportación generó un aumento notable del déficit en la cuenta corriente a partir de niveles previamente altos y crecientes (Gráfico 4). La caída de las exportaciones y de la IED en el sector minero-energético, al tiempo con el encarecimiento del financiamiento externo, causaron una fuerte depreciación nominal y real del peso colombiano, mayor que la de otras monedas de la región (Gráfico 5).

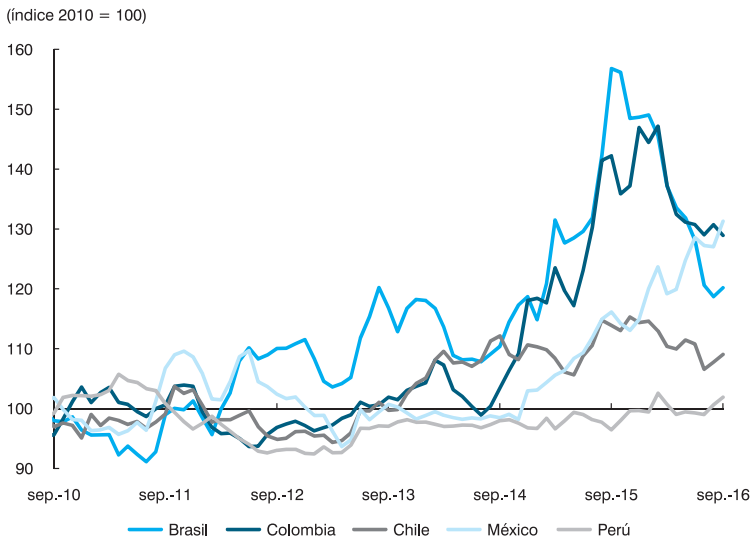
A pesar de que en Colombia el traspaso de la depreciación a los precios internos es bajo, su magnitud fue tal que alcanzó a impactar sustancialmente la inflación al consumidor (Gráfico 6). A esto se añadieron los efectos de El Niño sobre los precios de los alimentos y la energía (Gráfico 7). El resultado fue un fuerte aumento de

Gráfico 4  
Déficit en la cuenta corriente de Colombia



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5  
Tasa de cambio real

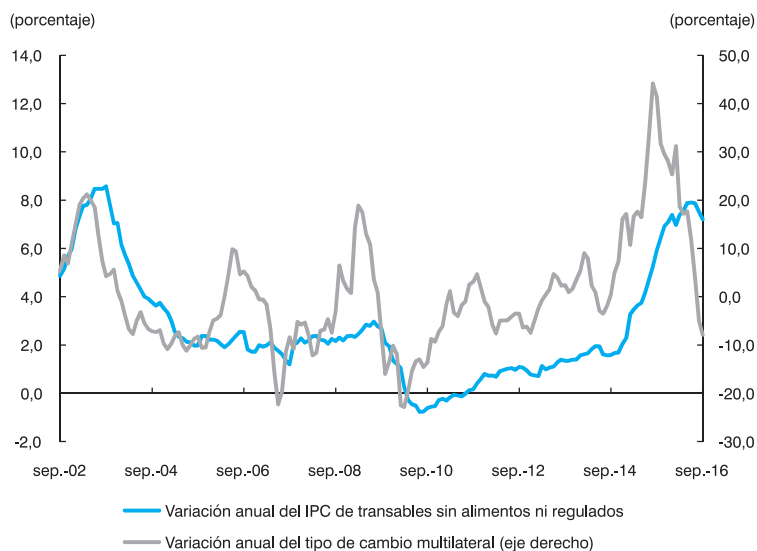


Fuente: Datastream.

la inflación al consumidor, que superó ampliamente la meta del 3% establecida por la Junta Directiva del Banco de la República (Gráfico 8).

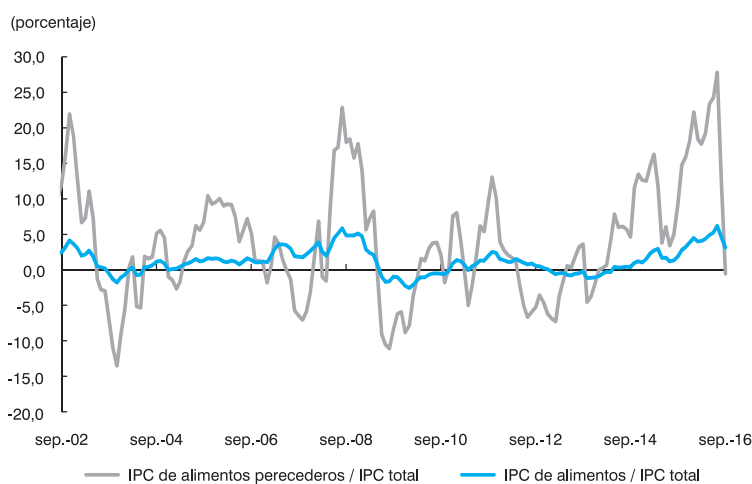
En principio, los efectos de la depreciación y de El Niño sobre la inflación son transitorios. Por un lado, en ausencia de nuevos choques externos, la tasa de cambio

**Gráfico 6**  
**Depreciación nominal anual multilateral y variación anual de precios transables sin alimentos ni regulados**



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

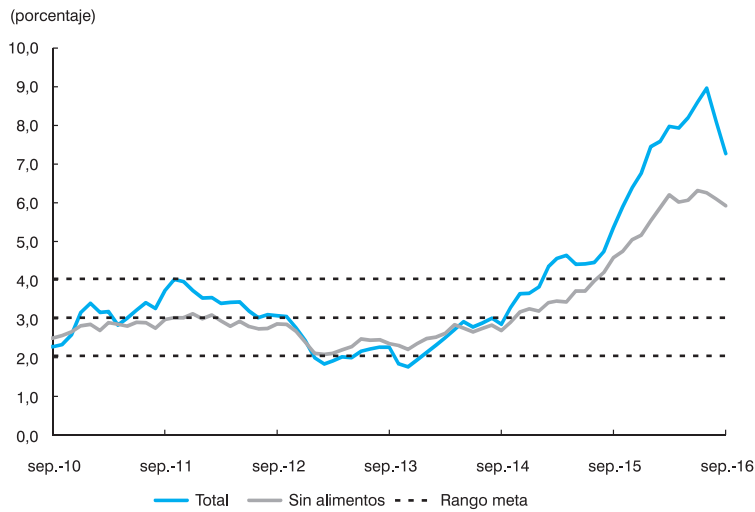
**Gráfico 7**  
**Variaciones en los precios relativos de los alimentos**



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

no mantendrá una fuerte tendencia al alza. Por otro, la normalización del clima implica una corrección de los precios de los alimentos (que usualmente bajan después de El Niño). Sin embargo, el gran tamaño de los choques y del aumento de la

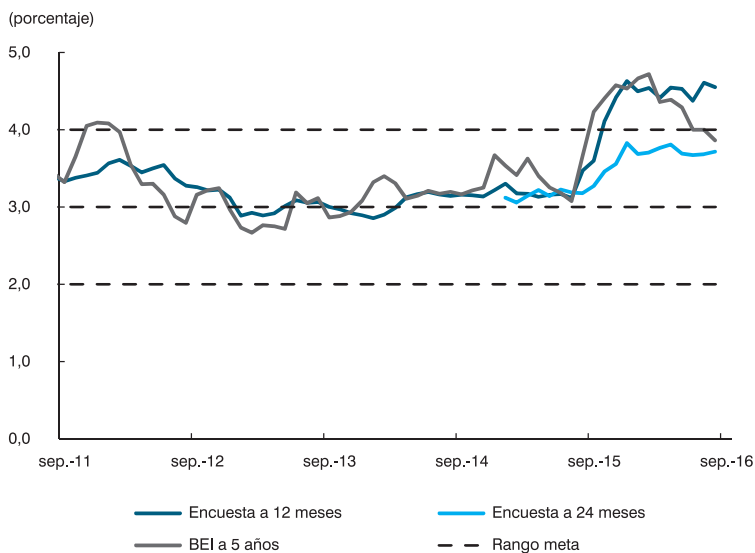
Gráfico 8  
Inflación del IPC y rango meta



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

inflación elevó las expectativas de inflación a distintos horizontes muy por encima de la meta (Gráfico 9) y profundizó y activó mecanismos de indexación (Gráfico 10). Como resultado, la inflación básica también aumentó, como se desprende del comportamiento de sus distintos indicadores, incluso de aquellos que tratan de filtrar el

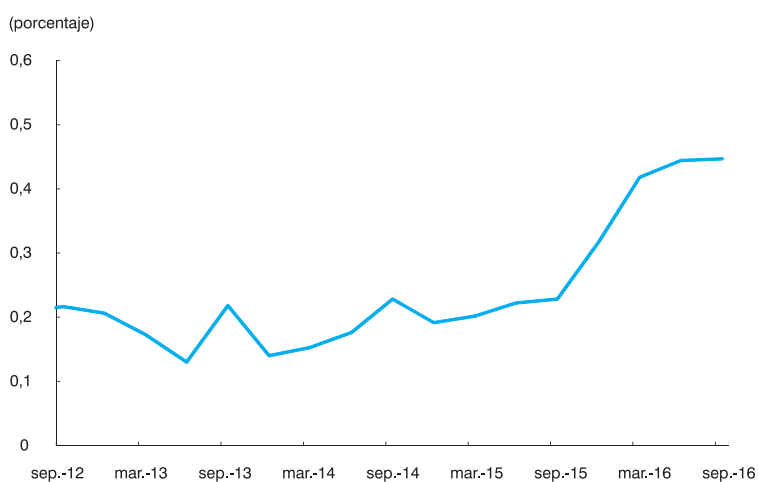
Gráfico 9  
Expectativas de inflación



Fuentes: DANE y Banco de la República.

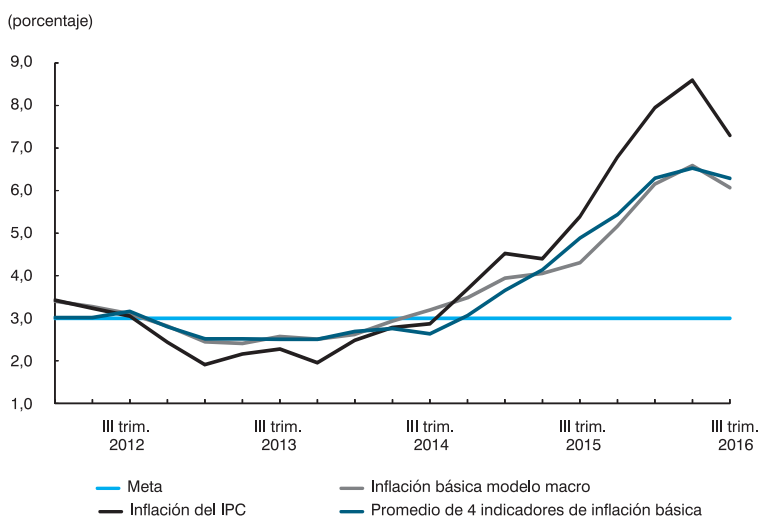
impacto de una sola vez que la depreciación tiene en los precios de un grupo amplio de ítems de la canasta del consumidor (Gráfico 11).

**Gráfico 10**  
**Importancia de la inflación pasada en la determinación de la inflación actual<sup>al</sup>**



<sup>al</sup> Coeficiente de la inflación pasada en una curva de Phillips “hibrida”.  
 Fuente: Rodríguez (2016).

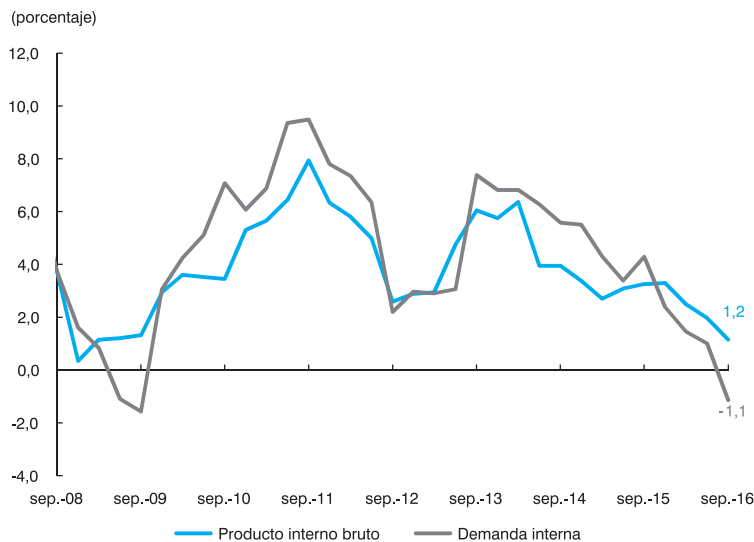
**Gráfico 11**  
**Inflación del IPC y medidas de inflación básica**



Fuente: DANE y Bejarano *et al.* (2016); cálculos del Banco de la República.

Finalmente, el debilitamiento observado y esperado del ingreso real, la incertidumbre al respecto y los efectos de las respuestas de política han inducido una desaceleración de la demanda interna y del producto (Gráfico 12). La inversión se resintió por cuenta del ajuste de este gasto en el sector mineroenergético por el encarecimiento de los bienes de capital importados y del financiamiento, y por perspectivas de negocio menos favorables y más inciertas en el futuro. Factores similares explican el descenso del consumo de bienes durables. El aumento de la inflación redujo la capacidad adquisitiva del ingreso de los hogares y moderó el crecimiento de su consumo en general. La debilidad de las exportaciones ha contribuido también a la desaceleración del producto.

Gráfico 12  
Crecimiento anual del PIB y de la demanda interna



Fuente: DANE.

## ◆ II. Las respuestas de política macroeconómica

Las respuestas de política a los choques descritos están determinadas por sus objetivos y por la naturaleza misma de los choques. Las autoridades responsables de la política macroeconómica tienen como metas generales garantizar el máximo crecimiento de la economía que sea sostenible en el tiempo y mantener la inflación en niveles bajos y estables. El logro de estos objetivos implica evitar excesos de gasto pronunciados y prolongados. Estos terminan típicamente en sobreendeudamiento (público o privado) o altas tasas de inflación y, a la postre, requieren una desaceleración fuerte y costosa para su corrección. Además, niveles de deuda bajos reducen las primas de riesgo crediticio y redundan en bajas tasas de interés reales que estimulan la inversión y el crecimiento.



Para alcanzar estos objetivos después de los fuertes choques sufridos por la economía, los formuladores de política deben evaluar la naturaleza de aquellos choques. En particular, la repuesta adecuada de política depende crucialmente de la duración esperada de los mismos. Las reacciones apropiadas ante un choque transitorio pueden ser muy distintas de aquellas que convienen ante uno duradero. En este sentido, su naturaleza y efectos macroeconómicos son elementos clave para entender las respuestas de política observadas y las que se presenten a futuro.

### A. Naturaleza de los choques

La caída en el precio del petróleo es un fenómeno persistente, con una probabilidad baja de revertirse rápido. Esto significa que el golpe al ingreso nacional es duradero y no un descenso meramente cíclico. Por tanto, el gasto debe ajustarse en el mismo sentido pues, de lo contrario, el país registrará excesos de gasto sobre ingreso que el resto del mundo deberá financiar por un período prolongado. Dichos excesos se manifiestan en déficit en la cuenta corriente altos y persistentes que desembocan en niveles crecientes de pasivos externos. Esto eleva la vulnerabilidad del país ante nuevos choques externos, encarece el financiamiento y aumenta el riesgo de un recorte abrupto, en la medida en que los inversionistas extranjeros pierden la confianza en la capacidad del país de honrar sus obligaciones.

Por esta razón, la respuesta de política macroeconómica debe admitir una desaceleración del gasto que sea compatible con la sostenibilidad del balance externo del país. Esto significa que la política no debe tratar de mantener el crecimiento del gasto y del producto en los niveles observados antes del choque, y que, además, este no debe ser entendido como un evento temporal. Entonces, lo prudente es asimilarlo a un fenómeno permanente. En otras palabras, respuestas puramente contracíclicas de política no son convenientes en esta oportunidad.

Por otro lado, al persistir en el tiempo menores niveles de los precios internacionales del petróleo, también lo hacen los fundamentos de una moneda más depreciada (bajos ingresos de exportación y de IED en el sector). Asimismo, si se mantiene la expectativa de un ajuste de la política monetaria en los Estados Unidos, resulta improbable una fuerte reversión de la tasa de cambio en el futuro previsible. De aquí se desprende que esta ha llegado a un nivel que se mantendrá en el tiempo. Además, la corrección del déficit externo se facilita con un aumento en el precio relativo de los bienes importados y exportados, que induzca una producción local mayor y un consumo interno menor de los mismos. Dicho incremento se logra con la depreciación real del peso. En su ausencia, la reducción del déficit se recargaría completamente en una contracción del gasto. Por estas razones, no es conveniente que la política económica vaya en contra del ajuste de la tasa de cambio.

En contraste con la persistencia del impacto de los choques en el ingreso nacional y en el nivel de la tasa de cambio, sus efectos sobre la inflación son temporales. En ausencia de nuevos y fuertes choques externos, no se espera una depreciación continuada del peso, por lo cual no son previsible nuevas presiones al alza sobre los precios y los costos internos por este canal. Por otra parte, como se mencionó, los precios de los alimentos típicamente caen después de los aumentos causados por el fenómeno de El Niño. Por tanto, no solo no se esperan nuevas presiones inflacionarias por esta vía, sino que, por el contrario, la tendencia esperada es deflacionaria. En este contexto, la respuesta de política debe reconocer la naturaleza transitoria

de la subida de la inflación y reaccionar únicamente ante efectos de segunda ronda asociados con la “contaminación” de las expectativas de inflación y la activación de mecanismos de indexación que dificulten la convergencia de la inflación hacia la meta, una vez se desvanezcan los efectos de los choques.

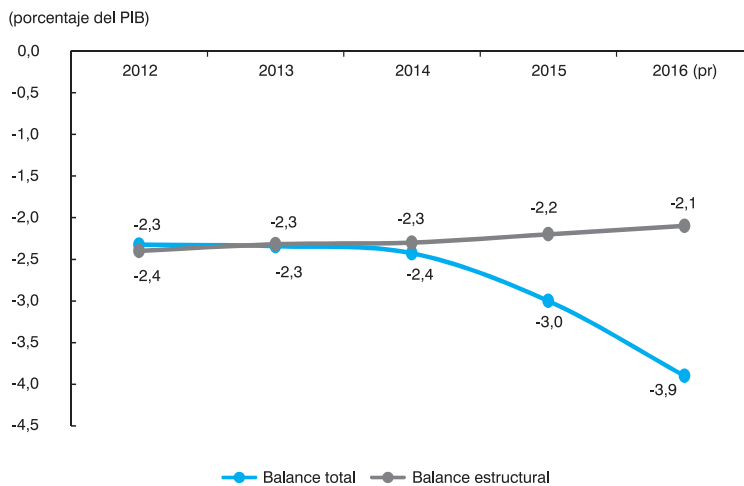
Los anteriores criterios han guiado la respuesta de política del Banco de la República en los últimos dos años y constituyen un elemento importante en la definición de la reacción de la política fiscal.

## B. La respuesta de la política fiscal

En Colombia la política fiscal se rige por la regla fiscal y el marco fiscal de mediano plazo. Con ellos se busca que el déficit estructural del Gobierno (descontando los componentes cíclicos del PIB y del precio del petróleo) converja gradualmente al 1% del PIB en 2022 y que la razón deuda del Gobierno/PIB alcance un 31,5% en 2027. El arreglo institucional establece, además, que una comisión independiente de expertos determine la tendencia del precio internacional del petróleo. Para tal objetivo esta comisión ha adoptado una fórmula con un componente importante que depende de los precios observados durante varios años en el pasado. Esta característica implica que, por construcción, una parte de la caída de los ingresos petroleros sea absorbida por un aumento del déficit fiscal, el cual se ha elevado en 1,5% del PIB entre 2014 y 2016 (Gráfico 13).

No obstante, esta suma es menor que la reducción de los ingresos petroleros en el mismo período (alrededor de 3% del PIB). Esto significa que una parte importante del impacto del choque petrolero en las finanzas públicas ha sido acomodada mediante ajustes en otros ingresos y en el gasto. Por el lado de los ingresos, la reforma

Gráfico 13  
Déficit observado y estructural del Gobierno

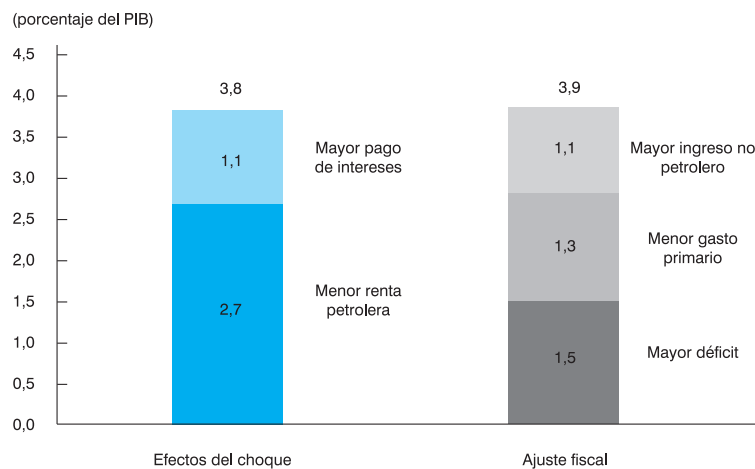


pr: preliminar

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

tributaria de 2014 aumentó la tributación, especialmente mediante la preservación de algunos impuestos transitorios (v. g.: gravamen a los movimientos financieros) y la aprobación de otros tributos temporales (v. g.: la sobretasa al CREE y el impuesto a la riqueza). Por el lado del gasto, se ajustó el crecimiento del gasto primario, particularmente el de la inversión (Gráfico 14).

Gráfico 14  
Efectos del choque petrolero y medidas de ajuste fiscal 2014-2016<sup>a/</sup>  
(porcentaje)



<sup>a/</sup> Comparación entre los déficits del Gobierno de 2016 y 2014. El mayor pago de intereses incluye el efecto de la depreciación del peso en este rubro.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público; cálculos del Banco de la República.

El que el déficit público y el externo hayan aumentado después del choque explica en parte la resiliencia del crecimiento observada en Colombia. El grueso del ingreso petrolero es recibido por el sector público y su caída no ha sido totalmente acomodada por un ajuste de la demanda interna y, por consiguiente, del PIB. En la medida en que dicho ajuste se complete (v. g.: mediante mayor tributación o menor gasto primario), los déficits públicos externos deberán reducirse y la demanda interna moderarse.

Dada la naturaleza persistente del choque al precio internacional del petróleo, es posible que los ingresos públicos de esta fuente se resientan por un período prolongado, no solo por el efecto directo de los precios en los ingresos, sino también por menores incentivos a la inversión en el sector que reduzcan las cantidades producidas a futuro. En consecuencia, la política fiscal debe completar el ajuste requerido para mantener una posición financiera sostenible y un nivel de tasas de interés reales de largo plazo que estimulen la inversión y el crecimiento. Esto implica reponer los recaudos de los impuestos que expirarán en el futuro, compensar los faltantes remanentes del ingreso petrolero o ajustar permanentemente el gasto primario. Como se mencionó, este ajuste es también necesario para reducir el déficit externo del país

y para aliviar la carga que hasta ahora ha recaído sobre la política monetaria. La reforma tributaria que se llevará al Congreso este año es parte fundamental de este proceso.

### C. La respuesta de política del Banco de la República

La política monetaria en Colombia sigue una estrategia de inflación objetivo que busca mantener la inflación en 3%, dentro de un rango admisible de 2% a 4%. En este contexto, los choques macroeconómicos implican retos importantes para el Banco de la República. Por una parte, la política monetaria debe garantizar la convergencia de la inflación a la meta después de que se desvanezcan los efectos de los choques. Esto significa que el Banco responda a los efectos de segunda vuelta de dichos choques, como, por ejemplo, su impacto sobre las expectativas de inflación a más de un año o sobre la difusión de la indexación en la economía. Sin una respuesta adecuada a estos efectos, la inflación podría distanciarse por un período prolongado de la meta, elevando el costo futuro del retorno a la misma. El desafío en este sentido es determinar el tamaño y la persistencia de los efectos de segunda vuelta.

Por otra parte, dada la naturaleza persistente del choque al ingreso nacional, el Banco de la República debe admitir una desaceleración de la actividad económica, coherente con la corrección del déficit externo. Sin embargo, en presencia de rigideces de precios y salarios, es posible que la desaceleración resulte excesiva. El desafío en este campo consiste en determinar si este es el caso. La política monetaria debe, entonces, balancear los riesgos de una convergencia demasiado lenta de la inflación a la meta, por un lado, y de una desaceleración excesiva, por el otro.

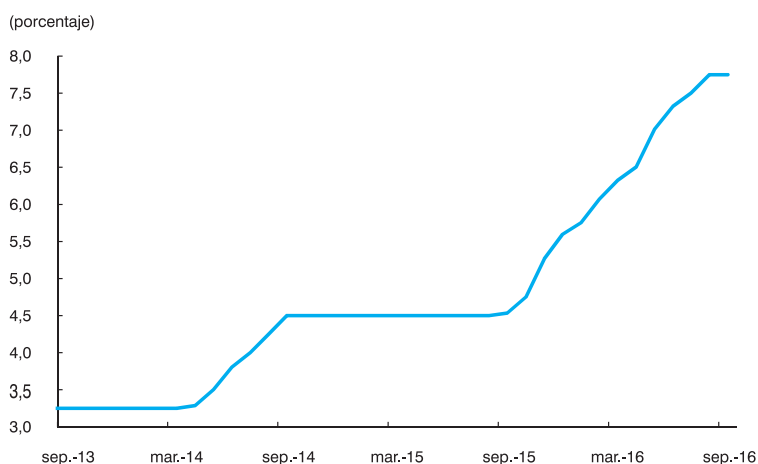
Considerando el tamaño de los choques y su persistencia, el Banco estimó conveniente buscar la convergencia de la inflación al rango 2%-4% en 2017. Una convergencia más rápida habría requerido una desaceleración muy fuerte de la economía y un costo significativo en términos de empleo; una más lenta entrañaría el riesgo de perpetuar las expectativas de inflación por encima de la meta del 3% y extender aún más los mecanismos de indexación, elevando excesivamente el costo de una desinflación futura.

Durante los primeros trimestres después del choque se registró un aumento de la inflación y una desaceleración de la economía, por lo cual no era claro el riesgo hacia el que se inclinaba el balance de riesgos. Sin embargo, en el tercer trimestre de 2015 la información sobre el comportamiento macroeconómico indicaba ya un riesgo inflacionario pronunciado. La actividad económica mostraba una robustez inesperada, en especial de la demanda interna (Gráfico 12). Una fuerte depreciación adicional del peso y la materialización de un fenómeno de El Niño intenso aceleraron el aumento de la inflación (Gráfico 8). Las expectativas de inflación a corto y largo plazos subieron abruptamente (Gráfico 9) y se distanciaron de la meta del 3%, superando en algunos casos el límite superior del rango admisible (4%). En consecuencia, el Banco de la República inició un ciclo de alzas de la tasa de interés de política (Gráfico 15). Estas empezaron desde niveles de la tasa de interés real inferiores a su promedio desde 2013 (Gráfico 16) y en una situación en la cual la brecha entre el producto y su nivel potencial era cercana a cero.

En el frente cambiario la respuesta de política del Banco de la República ha sido determinada por la persistencia del choque petrolero y del proceso gradual de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos. Esto implica que el

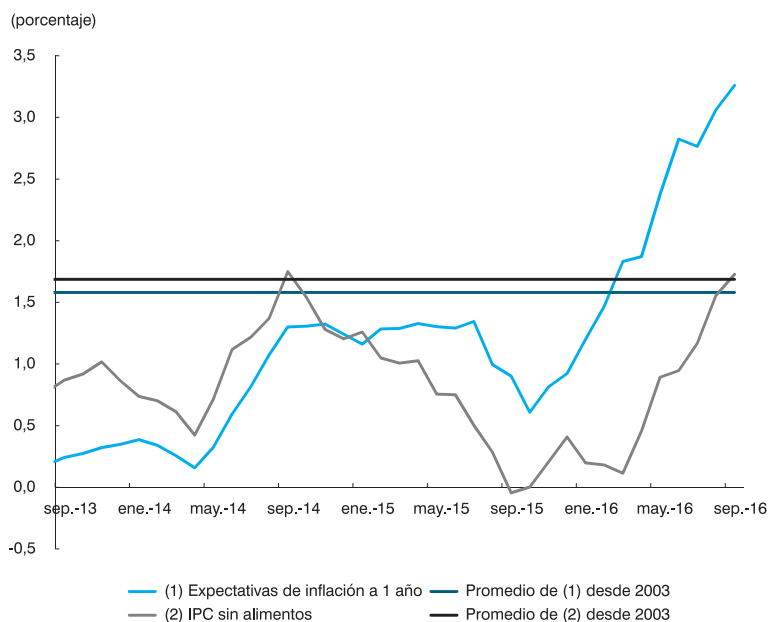
nuevo nivel promedio de la tasa de cambio nominal y real perdurará. Además, el ajuste cambiario es también necesario pues, sin él, la corrección del déficit en la cuenta corriente recaería únicamente en el debilitamiento de la absorción interna y

Gráfico 15  
Tasa de interés de política



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 16  
Nivel real de la tasa de interés de política  
(tasa nominal deflactada con distintas medidas de inflación)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

sería, por ende, más costosa. Por esta razón, el Banco ha permitido un alto grado de flexibilidad de la tasa de cambio, y la intervención esterilizada en el mercado ha sido mínima (ventas por cerca de USD 250 m desde comienzos de 2015).

#### D. Efectos de la política

Puesto que la economía aún se encuentra en un proceso de ajuste a los choques macroeconómicos, resulta todavía prematuro evaluar los resultados de las respuestas de política. No obstante, es posible vislumbrar algunos de sus efectos. En primer lugar, la respuesta de la política monetaria frenó la pérdida de credibilidad en este mecanismo. Esto se colige al comparar la dinámica de la inflación y de sus expectativas a distintos plazos (gráficos 8 y 9). Que las expectativas aumentaran mucho menos que la inflación o que las medidas de inflación básica indica que los agentes económicos comprendieron que el impacto directo de los choques sobre la inflación se desvanecería y que la autoridad monetaria contrarrestaría sus efectos de segunda vuelta en alguna medida. Si bien construir el escenario contrafactual es difícil, la evidencia anterior sugiere que, en ausencia de la respuesta de política observada, el aumento de las expectativas podría haber sido mayor.

En segundo lugar, el endurecimiento de la política monetaria y la respuesta de la política fiscal han contribuido a desacelerar la economía, en especial la registrada en 2016. Como se aprecia en el Gráfico 12, el crecimiento económico se ha reducido en lo corrido del año, a la par como lo ha hecho la demanda interna. Esto es compatible con una corrección parcial del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en dólares y como porcentaje del PIB (Gráfico 4).

#### E. Qué esperar en el futuro

Como se desprende del análisis sobre la naturaleza de los choques macroeconómicos, se requiere que la respuesta de política fiscal reconozca la persistencia del deterioro del ingreso público. Hasta ahora, dicha respuesta ha incluido medidas tributarias (en buena parte transitorias) y un menor crecimiento del gasto primario (en especial de la inversión pública). Por ende, es necesario un ajuste adicional de las finanzas públicas que complete la compensación del ingreso petrolero perdido y mantenga los recaudos de los impuestos temporales. La reforma tributaria que se discutirá a finales de este año es parte fundamental de este ajuste. En la medida en que el aumento sostenido de la tributación reduzca el ingreso disponible del sector privado, este deberá ajustar su propio gasto, lo cual contribuirá a la corrección del aún abultado déficit en la cuenta corriente del país.

Por su parte, la inflación al consumidor empezó a descender en agosto de 2016, al desvanecerse los efectos de los choques. La ausencia de una tendencia definida de la tasa de cambio en el último año implica que no se presenten presiones inflacionarias mayores por este canal. Asimismo, como ha ocurrido después de fenómenos de El Niño fuertes en el pasado, el fin del episodio más reciente anticipa la reversión del aumento del precio relativo de los alimentos registrado desde el año anterior. Hacia adelante, entonces, la inflación debe converger gradualmente a la meta del 3%.

En este contexto, la postura de la política monetaria de aquí en adelante estará determinada por la velocidad de dicha convergencia y por el ritmo de desaceleración de la actividad económica. El objetivo del Banco es situar la inflación dentro del

rango de 2%-4% en 2017 y alcanzar la meta de 3% de allí en adelante. La existencia de una probabilidad alta de lograrlo en un ambiente de debilidad de la demanda agregada facilitaría un relajamiento de la política monetaria. Esto sería menos factible en un entorno de lenta convergencia de la inflación a la meta y ajuste insuficiente de la demanda interna. Adicionalmente, el comportamiento de las expectativas de inflación resulta de crucial importancia en la evolución futura de la política monetaria, pues indica la credibilidad y sostenibilidad de la senda de convergencia de la inflación buscada por el Banco.

Las perspectivas de la política monetaria se encuentran asimismo condicionadas por eventos externos de difícil pronóstico. En particular, la evolución futura de la política monetaria en los Estados Unidos y su anticipación por los mercados de capitales puede afectar sustancialmente la tasa de cambio y las condiciones financieras de la economía. Este es un riesgo que no se debe subestimar.

Finalmente, la mencionada consolidación del ajuste fiscal producirá un mejor efecto de la combinación entre la política monetaria y la fiscal. La existencia de una menor senda de ingreso nacional requiere una respuesta permanente de la demanda interna. Esto se logra con medidas de tipo fiscal que impacten en el ingreso disponible o el gasto permanentemente, más que con cambios en la tasa de interés que, en esencia, posponen el consumo o la inversión, pero no alteran perdurable y significativamente su nivel. Es por esto que la corrección del déficit externo se logra de forma sostenible mediante la política fiscal, más que con la política monetaria. De contera, el ajuste de la demanda interna propiciado por la política fiscal facilita el retorno de la inflación a la meta y reduce la carga de la política monetaria. 🏠

♦ José Darío Uribe Escobar ♦  
Gerente general\*

## ♦ Referencias

Bejarano, J.; Hamman, F.; Rodríguez, D. (2016). “Indicador de inflación básica a partir de un modelo semiestructural con inflación de alimentos”, Borradores de Economía, núm. 935, Banco de la República.

Rodríguez, D. “Dinámica de la persistencia de la inflación” (mimeo), Banco de la República, septiembre de 2016.

\* Esta nota editorial fue realizada con la colaboración de Hernando Vargas, gerente técnico del Banco de la República. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.