



Bogotá, marzo 27 de 2015

Señores
Presidentes y demás miembros
Honorables Comisiones Terceras
Constitucionales permanentes
Senado de la República
Cámara de Representantes

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a la consideración del Congreso de la República un Informe donde se señalan los resultados macroeconómicos del año 2014 y de lo corrido de 2015. De la misma manera, se muestran las metas adoptadas por la Junta Directiva para el presente año y las perspectivas de las distintas variables macroeconómicas. En los dos últimos capítulos se informa sobre la composición de las reservas internacionales y la proyección de la situación financiera del Banco de la República para el año 2015.

Con un atento saludo,

◆ José Darío Uribe Escobar ◆
Gerente general*

Introducción

Luego de la rápida recuperación de los efectos de la crisis financiera internacional de 2009, la economía colombiana gozó de un período sostenido de expansión económica entre 2010 y 2014, que la llevó a ser una de las economías más dinámicas de América Latina. Las cifras así lo demuestran: el crecimiento promedio anual durante estos años fue de 4,8% y la tasa de desempleo para el total nacional se redujo al 9%, gracias a una masiva creación de trabajo asalariado que redujo los índices de informalidad, aumentó la confianza de los consumidores y estimuló el consumo de los hogares.

Este buen desempeño obedeció, en parte, a la mejora de los términos de intercambio, impulsados por el fuerte incremento en el precio del petróleo, que para la referencia Brent alcanzó en esos cuatro años un nivel promedio de USD 110 por barril (bl). Como resultado, la economía colombiana obtuvo rentas extraordinarias, que favorecieron las finanzas públicas y aumentaron el ingreso disponible. Esto se reflejó en un fortalecimiento de la demanda interna que estimuló la actividad económica y generó un círculo virtuoso con grandes beneficios económicos y sociales para el país.

El crecimiento observado en 2013 y 2014 muestra un consumo total que se expandió por encima del ritmo de la economía, con un fuerte dinamismo tanto en el consumo de los hogares como en el del Gobierno. Por el lado de la formación bruta de capital, las obras civiles y edificaciones (principalmente de vivienda) fueron los renglones líderes. Los beneficios de la bonanza petrolera fueron aprovechados por el Gobierno para sus programas sociales y de infraestructura, y por los hogares para invertir en vivienda y aumentar su consumo, en especial de bienes durables.

En ambos años, y sobre todo en 2014, la demanda interna creció más que el producto interno bruto (PIB), a la vez que recibió amplios niveles de financiamiento externo.

En este contexto, a partir del segundo semestre de 2014 la economía colombiana comenzó a recibir un fuerte choque en sus términos de intercambio como resultado de la sorpresiva caída en el precio internacional del petróleo. Esta disminución alcanzó el 60% entre finales de junio de 2014 y mediados de enero de 2015, al pasar de USD 115 bl a USD 45,8 bl para la referencia Brent. Los pronósticos de los analistas internacionales permiten prever que se trata de un choque con un componente persistente. Todos concuerdan en que la recuperación del precio será lenta, y que difícilmente en

el mediano plazo recuperará los niveles que se observaron antes de la caída reciente, debido a que no se espera que el exceso de oferta de crudo, principal causa de este fenómeno, desaparezca en los próximos años.

De esta manera, ese factor positivo que impulsó la economía colombiana en el pasado dejará de ser un motor de crecimiento. Dada la persistencia del choque, será imprescindible que la economía del país se ajuste a las nuevas circunstancias. De lo contrario, surgirían desequilibrios macroeconómicos que pondrían en peligro los progresos logrados, que ubican hoy en día a Colombia como una economía con grado de inversión y cuyos avances sociales han sido significativos.

Dicho ajuste es más importante en la medida en que el prolongado auge petrolero llevó a que esta actividad ganara protagonismo en ciertos aspectos de la economía colombiana. Durante el período 2011-2014, cerca del 53% de las exportaciones del país correspondieron a petróleo. Los ingresos originados en la actividad petrolera representaron, en promedio, cerca del 16% de los del gobierno nacional central (GNC) y las regalías petroleras ganaron importancia en los ingresos de las entidades territoriales. Por su parte, la inversión extranjera directa (IED) en el sector petrolero atrajo en promedio una tercera parte de la IED total. La inversión utilizada en el sector minero en esos años aumentó su participación en la inversión total del país hasta llegar a 15%. Finalmente, aunque dicho sector no es un generador importante de empleo directo por ser intensivo en capital, sí tiene encadenamientos considerables con la economía por medio de la demanda de numerosos servicios.

En tales condiciones, el ajuste de la economía deberá realizarse en diversos frentes. En el campo fiscal el Gobierno ya avanza en este proceso, tanto con la reforma tributaria aprobada a finales de 2014, como con los recortes y aplazamiento de gasto anunciados. Si los pronósticos de los analistas sobre el precio del petróleo se cumplen, posiblemente a futuro se tendría que profundizar ese ajuste.

El cumplimiento de la regla fiscal será fundamental para lograr un ajuste oportuno y ordenado. De otra parte, será indispensable una recomposición del crecimiento desde la demanda interna hacia las exportaciones. Para ello, la depreciación del peso con respecto al dólar será un factor clave, no solo porque amortigua el impacto sobre las finanzas públicas, sino también porque, al depreciarse la tasa de cambio real aumenta la competitividad del sector exportador, lo cual puede estimular una mayor diversificación de las exportaciones. Ello podría contribuir a contener la ampliación del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos ante la caída del valor de las exportaciones de petróleo y, a la vez, ofrecer un impulso al crecimiento del producto.

Si bien un ajuste oportuno de la economía ayudará a prevenir desequilibrios macroeconómicos insostenibles, no impedirá que se transmitan los efectos del choque petrolero. Es importante crear un consenso sobre la necesidad de adaptarse a esta nueva realidad. Las políticas monetaria y fiscal no tienen el poder de eliminar totalmente los efectos negativos del choque, en la medida en que se podrían generar otros desbalances riesgosos para la economía, si esta no se adapta a su nueva senda de ingreso. Ello es coherente con el anuncio del Banco de la República de reducir su pronóstico de crecimiento para 2015 de 4,3% a 3,6% (dentro de un rango de incertidumbre entre 2% y 4%), y con una estrategia de comunicación clara que informe a la sociedad colombiana el alcance y posibles consecuencias del choque mencionado. Para ese propósito el papel de este *Informe al Congreso* es fundamental.

En otro frente de la situación económica, la actual tendencia creciente de la inflación, que en febrero sobrepasó el techo del rango meta (4,36% vs. 4,0%), contrasta con el comportamiento de esta variable durante los últimos años. La aceleración de la inflación se explica principalmente por el mayor ritmo de aumento en los precios de los alimentos y, en menor medida, por un traspaso parcial de la depreciación del peso a algunos rubros de la

canasta familiar. En contraste, el promedio de las medidas de inflación básica se situó en 3,53%. Esto revela que el aumento en la inflación total al haber sido presionado por un incremento anormal en el precio de algunos alimentos, corresponde a un fenómeno que se espera sea transitorio.

Las expectativas de inflación indican que los mercados perciben claramente el carácter transitorio de la desviación de la inflación con respecto a su rango meta. En efecto, para marzo de 2015 el promedio de las expectativas de inflación de los analistas a uno y dos años se situó en 3,17% y 3,14%, respectivamente. Las que se derivan de los TES a dos, tres y cinco años se encuentran en la mitad superior del rango meta. Adicionalmente, se observa que entre mayor es el plazo de la expectativa de inflación, esta se aproxima más a la meta de inflación (3%).

La evaluación de la situación inflacionaria que se presenta en este *Informe al Congreso*

coincide con la percepción que tiene el mercado, por cuanto atribuye el incremento de la inflación al consumidor, en su mayor parte, a un choque de oferta en la producción de alimentos, que debe corregirse en los próximos meses. Adicionalmente, la desaceleración de la actividad económica que se prevé para 2015 contribuirá a reducir la presión sobre los precios, a medida que se modere la demanda interna de la economía.

La postura de la política monetaria de mantener inalterada la tasa de interés de referencia a un nivel de 4,5% desde agosto de 2014 es coherente con este análisis, al considerar que el incremento actual de la inflación no es impulsado por un exceso de demanda. Igualmente, contempla que la desaceleración esperada de la demanda agregada obedece a un ajuste permanente del ingreso, que no debe activar una respuesta de la política monetaria, puesto que ello podría traer consigo otros desequilibrios riesgosos para la economía.