



REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

RESULTADOS MACROECONÓMICOS EN LO CORRIDO DE 2015, DECISIONES Y PERSPECTIVAS PARA EL PRESENTE AÑO

En el mes de julio de cada año, el Banco de la República presenta al Congreso el segundo *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*. En este se señalan los resultados macroeconómicos en lo corrido de 2015, y se muestran las metas adoptadas por la Junta Directiva para el presente año y las perspectivas de las distintas variables macroeconómicas. También se informa sobre la composición de las reservas internacionales y la proyección de la situación financiera del Banco de la República para 2015. Por ser este un documento de relevancia económica, esta edición de *Reportes del Emisor* presenta la introducción del mismo, la cual contiene una síntesis con los principales mensajes del *Informe*.

* Esta edición de *Reportes del Emisor* presenta la introducción del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de julio de 2015.

Introducción

Como se anticipó en el *Informe al Congreso* de marzo pasado, en lo corrido del año la economía colombiana ha sentido el impacto del choque en los términos de intercambio. En el actual ambiente de desaceleración de los socios comerciales, esto ha afectado de forma significativa variables macroeconómicas tan importantes como las exportaciones, la cuenta corriente, la tasa de cambio, la inflación y el ritmo de crecimiento económico. A pesar de la severidad del choque, la economía colombiana viene registrando un ajuste ordenado a las nuevas condiciones externas, lo que continúa ubicando a Colombia como una de las economías más estables y de mayor crecimiento en América Latina. Mucho de ello obedece a la solidez de su marco institucional de política macroeconómica, que con tanto esfuerzo se ha consolidado. Esto le ha permitido al país ganar la confianza de los inversionistas nacionales e internacionales y obtener la calificación de grado de inversión. Esa credibilidad se pone a prueba ahora, y será necesario resguardarla y resistir los choques con las políticas adecuadas.

Por esta razón, este *Informe al Congreso* se entrega en un momento crucial para la economía colombiana.

Bogotá, D. C.,
julio de 2015 - núm. 194

Editora:
Gloria Alonso Másmela
ISSN: 01240625



Reportes del Emisor es una publicación del Departamento de Comunicación y Educación Económica y Financiera del Banco de la República. Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

Reportes del Emisor puede consultarse en la página electrónica del Banco de la República.
<http://www.banrep.gov.co/publicaciones-buscador/2457>

Diseño y diagramación:
Banco de la República.

Las cifras actualizadas de este documento, así como su análisis, contribuirán a lograr un mejor entendimiento de los Honorables miembros del Congreso y del público en general de la nueva realidad económica del país, sus fortalezas y vulnerabilidades, y de los dilemas de política.

Durante el segundo semestre de 2014 se produjo un desplome del precio internacional del petróleo. A pesar de una recuperación parcial en los últimos meses, este registró un promedio de USD 58,5 por barril (Brent) en la primera mitad de 2015, lo cual representa una reducción de 46,4% frente al mismo período del año pasado. El informe anterior describió los diversos canales mediante los cuales este fenómeno impacta a la economía colombiana. Además, los precios internacionales de otros bienes básicos exportados por Colombia, como café, níquel y carbón, han disminuido fuertemente. Para el primer semestre del año registraban reducciones promedio de 14,8%, 17,2% y 17,7%, respectivamente, frente al mismo período de 2014.

La coincidencia de la caída del precio del petróleo y de otros productos básicos de la canasta exportadora del país se debe a fenómenos ajenos a la economía colombiana. Como se explicó en el *Informe* pasado, el fuerte incremento de la producción de crudo, principalmente en los Estados Unidos, gracias al uso de nuevas tecnologías, generó un exceso de oferta en este mercado que redujo los precios de este producto. A esto se agrega el débil desempeño de la actividad económica global. La recuperación económica en los Estados Unidos ha sido más lenta de lo proyectado, mientras que la zona del euro y Japón siguen presentando crecimientos bajos. La economía china también continúa desacelerándose, y para los principales países de Latinoamérica se prevé que su producto se expandirá a tasas bajas o negativas. Las cifras más recientes sugieren que el crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia para 2015 podría ser inferior al 1,3% inicialmente estimado. Este no es el mejor panorama para la recuperación de nuestro sector externo.

Las cifras de la balanza de pagos de Colombia para el primer trimestre de 2015 publicadas recientemente lo confirman. Para este período se registró un déficit de la cuenta corriente de 7% del producto interno bruto (PIB) trimestral, lo que significa una

ampliación de 2,4 puntos porcentuales (pp) frente al correspondiente déficit de 4,6% para el mismo período de 2014. Cabe anotar que esta fuerte ampliación del déficit como proporción del PIB se produjo por la combinación de dos efectos. El primero es el propio incremento del déficit trimestral en dólares (USD 1.103 m) que explica 1,1 pp del deterioro, y el segundo es el efecto contable de la depreciación del peso, que al contraer el PIB en dólares, añadió 1,3 pp a la medida del déficit. El mayor déficit corriente en dólares se originó, principalmente, por la ampliación del saldo negativo de la balanza comercial de bienes (USD 3.022 m) como resultado fundamentalmente de la disminución del 26% del valor de las exportaciones durante el primer trimestre del año, las cuales se vieron fuertemente impactadas por la caída de los precios de exportación del crudo y de otros bienes básicos ya mencionados. A esto se suma la disminución de las ventas externas de productos industriales, como alimentos, madera, y maquinaria y equipo. La reducción de las importaciones en este período fue relativamente leve (4,3%), por lo cual no logró compensar el efecto negativo del menor valor exportado sobre el balance comercial.

El comportamiento de los primeros tres meses continuó en abril y mayo; por eso, en el acumulado de los cinco primeros meses del año, las exportaciones totales en dólares cayeron 31%, las de origen minero cayeron 42,3% y las del resto de sectores lo hicieron en conjunto 9,4%. La única excepción fueron las ventas externas agrícolas, que para ese período aumentaron 7,6%.

Este comportamiento del sector externo redundó en una desaceleración del crecimiento económico. Así lo mostró la cifra del PIB para el primer trimestre de 2015 publicada por el DANE a mediados de junio. Para dicho período el aumento del PIB fue de 2,8%, inferior al del trimestre inmediatamente anterior (3,5%) y al de todo 2014 (4,6%). Esta desaceleración de la actividad económica no se produjo por un debilitamiento de la demanda interna, que logró mantener un crecimiento de 4,2%. Este resultado obedeció, en cambio, al efecto de una demanda externa neta negativa. En términos de las cuentas nacionales —cuyas cifras en pesos reales no son directamente comparables a los valores

en dólares de la balanza de pagos—, la contribución negativa de la demanda externa fue consecuencia de un incremento de las exportaciones totales de 1,3%, frente a una expansión de las importaciones de 8,1%.

En medio de estos choques externos, que contraen el ingreso nacional, debilitan la confianza y aumentan las primas de riesgo, diversos renglones de la demanda y algunas ramas productivas lograron contribuir significativamente al crecimiento, lo cual evitó que la desaceleración económica en el primer trimestre hubiera sido más fuerte. El consumo de los hogares mantuvo un buen dinamismo, con un crecimiento anual de 3,9%, lo cual fue parcialmente compensado por la menor expansión del consumo del Gobierno (2,3%); esto implicó un incremento del consumo total de 3,3%. La formación bruta de capital (FBC) se vio favorecida por el elevado ritmo de inversión en equipo de transporte (30,3%) y obras civiles (6,9%), que al ponderarse con otros rubros de inversión menos dinámicos, llevó a que la FBC alcanzara un crecimiento anual de 6% en este período. Por el lado de la oferta, las ramas de actividad que alcanzaron las mayores tasas de crecimiento durante los primeros tres meses del año fueron en su orden el comercio (5,0%), la construcción (4,9%) y los servicios financieros (4,4%), que contrastan con la caída de la industria manufacturera (-2,1%) y de la minería (-0,1%).

Las cifras del mercado laboral con corte a mayo muestran una pérdida incipiente del dinamismo en la generación de empleo, como era de esperarse, dada la desaceleración del crecimiento económico. Para los meses de marzo, abril y mayo la tasa de desempleo para las trece principales áreas metropolitanas se situó en promedio en 10,1%, frente al 9,9% observada en el mismo período de 2014. Esto se explica por la dinámica de la demanda de trabajo, representada por la tasa de ocupación (TO), que empezó a registrar una caída en los centros urbanos, mientras que la oferta (expresada por la tasa global de participación, TGP) mantuvo su nivel. Por otro lado, en el sector rural el desempleo continuó disminuyendo (5,1% vs. 5,4%), por lo que en el total nacional la tasa de desempleo presentó un leve descenso a un nivel de 9,1% frente a 9,2% entre los períodos mencionados. Los indicadores relacionados con la calidad del empleo conti-

nuaron con su mejoría, aunque a un ritmo menor que en el año anterior. En estas condiciones, los ajustes salariales en los primeros meses de 2015 continúan siendo moderados, por lo cual no se perciben presiones inflacionarias originadas en el mercado laboral.

Durante lo corrido de 2015 la inflación anual al consumidor ha registrado un sensible incremento, al pasar de 3,66% a finales de 2014 a 4,42% en junio, lo que la ubica por encima del techo del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (de 2,0% a 4,0%). Este comportamiento podría parecer paradójico dada la desaceleración de la actividad económica que debería reducir las presiones de demanda. Sin embargo, un detenido análisis de las cifras muestra que las presiones han obedecido, principalmente, a las alzas de los precios de los alimentos por problemas de abastecimiento, y a los efectos de la depreciación de la tasa de cambio sobre los precios de los bienes transables y la estructura de costos de los no transables. En el caso de los alimentos, la oferta agropecuaria se vio reducida por condiciones climáticas poco propicias y precios muy bajos en el pasado que desestimularon las siembras y mermaron la producción. Por ejemplo, los precios de alimentos como el arroz, la papa, las hortalizas y las frutas se incrementaron con fuerza durante los cuatro primeros meses de 2015, conduciendo a una aceleración importante de la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) de alimentos entre diciembre y abril, cuando alcanzó un 7,7% anual. Sin embargo, a partir de mayo, como lo anticipaban los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República, se empezó a observar una moderación, e incluso descensos en los precios de varios alimentos como el arroz y la papa, permitiendo que al finalizar junio el crecimiento anual de los precios de los alimentos descendiera al 6,2%, lo cual contribuyó a detener la tendencia ascendente que traía la inflación anual al consumidor.

Los precios de los bienes y servicios que se agrupan en el IPC de transables sin alimentos ni regulados han sido presionados por la fuerte depreciación del peso, y su variación anual aumentó de 2,0% en diciembre del año pasado a 4,2% en junio de este año. En particular, durante el primer semestre del año se han observado incrementos en los precios de algunos

productos que tienen un peso importante en la canasta del consumidor, como lo son automóviles y electrodomésticos en general, los cuales habían experimentado pocas alzas en años anteriores, contribuyendo a mantener la inflación al consumidor en niveles relativamente bajos. Adicionalmente, en los últimos meses también empezaron a verse reajustes en los precios de varios alimentos de origen importado, como cereales y aceites.

Varios factores llevan a que los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República indiquen que la inflación al consumidor se mantendría por encima del 4% para buena parte de lo que resta de 2015, pero empezaría a disminuir a comienzos de 2016. Primero, porque se espera que el incremento en los precios de los alimentos sea de carácter transitorio. Segundo, porque las investigaciones del Banco muestran que el traspaso de la depreciación a los precios internos ocurre de manera parcial. Tercero, las condiciones actuales del mercado laboral no sugieren presiones salariales a la inflación.

El equipo técnico prevé que la tendencia descendente se debe acentuar durante 2016, cuando la inflación comience a converger al punto medio del rango meta (3,0%). Tales pronósticos suponen que el fenómeno de El Niño que en la actualidad golpea a Colombia se mantiene con una intensidad moderada y, por tanto, tiene efectos escasos sobre los precios agrícolas, de la energía eléctrica y del gas. Igualmente, los pronósticos no contemplan una fuerte depreciación del peso. De llegar a ocurrir, las alzas en los precios transables y en los no transables, vía aumentos en los costos de producción y de transporte, podrían alcanzar un ritmo mayor que el esperado en los próximos trimestres.

La actual depreciación del peso se ha producido luego de una década en la que se mantuvo una tendencia a la apreciación frente al dólar estadounidense (con pocas interrupciones, como ocurrió durante la crisis financiera internacional). En lo corrido del año hasta mediados de julio la depreciación del peso alcanzaba 13,4%, y en términos anuales registró un 45%. Se resalta que este no es un fenómeno exclusivo del peso colombiano. Primero, se debe al fortalecimiento del dólar frente a las monedas de paí-

ses desarrollados y emergentes, como resultado de la recuperación de la economía de los Estados Unidos. Segundo, es consecuencia de las expectativas de un incremento en las tasas de interés en ese país ante el cambio previsto de la postura de política monetaria por parte de la Reserva Federal. Tercero, al igual que ocurre con otras monedas de la región, la depreciación del peso colombiano ha estado reforzada por la caída en los precios del petróleo y otros bienes básicos, y la consecuente percepción de un mayor nivel de riesgo, como resultado de los efectos que ese choque de precios tiene sobre el balance externo y demás variables macroeconómicas del país, en especial las finanzas públicas y el crecimiento económico.

La depreciación del peso tiene la capacidad de afectar algunas de las variables que la determinan y, en particular, amortiguar los efectos del choque externo sobre la economía colombiana. Esa es una de las grandes ventajas del régimen de tipo de cambio flexible adoptado en el país desde fines de los años noventa. En efecto, un peso más débil no solo incrementa el valor en pesos de aquellas exportaciones cuyos precios en dólares están cayendo, sino que además mejora la competitividad de las exportaciones colombianas en general, lo que ofrece un estímulo a los empresarios nacionales para aprovechar esa oportunidad. Por otra parte, al encarecer las importaciones, hace que la demanda interna se reoriente hacia la producción local, favoreciendo con ello el crecimiento económico. Así, la depreciación contribuye a corregir el desequilibrio externo y a estimular la actividad económica del país. Sin embargo, este efecto toma tiempo, pues los exportadores deben conquistar nuevos mercados y los productores nacionales deben sustituir importaciones con producción interna.

Por otro lado, hay que tener en cuenta que la tasa de cambio nominal no es el único factor que determina la competitividad. Las monedas de muchos otros países también se han depreciado frente al dólar, por lo que los precios de sus bienes cambian constantemente, tanto en el exterior como en Colombia, afectando la competitividad. La tasa de cambio real (ITCR) es un indicador que tiene en cuenta esas variables. Para su cálculo se puede emplear el índice

de precios al productor (ITCR-IPP) o el índice de precios al consumidor (ITCR-IPC). También, se puede calcular con respecto a los competidores en el mercado estadounidense en los productos de café, banana, flores y textiles (ITCR-C). Para el promedio de los primeros seis meses de 2015 y, al compararlos con el mismo período del año anterior, se encuentra una depreciación real anual del 6,9% para el ITCR-IPP, del 14,2% para ITCR-IPC y del 13,6% para el ITCR-C. Esto muestra una ganancia en la competitividad del país, que poco a poco deberá ir contribuyendo a mejorar el balance externo y a estimular el crecimiento económico.

La depreciación del peso durante el último año podría generar un riesgo para la estabilidad del sistema financiero, ante una situación de incumplimiento de obligaciones por parte de aquellas empresas que vean incrementado el valor de sus pasivos en moneda extranjera o de aquellos importadores que registren una caída de sus ingresos. Con el objeto de cuantificar esas fuentes de riesgo, en el Informe se evalúa la exposición del sistema financiero y se concluye que, en las condiciones actuales, la depreciación del peso no parece ser un factor que genere un riesgo sistémico para los establecimientos financieros. Este es un hallazgo relevante, porque significa que el régimen de tipo de cambio flexible (tan importante para el ajuste macroeconómico), no es incompatible con la estabilidad financiera colombiana.

Aun así, en la medida en que el sistema financiero colombiano ha expandido su presencia en la región, los riesgos a los que está expuesto involucran, adicionalmente, aquellos que se generen en otras jurisdicciones y que afecten su balance consolidado. Por tanto, es fundamental para el país contar con el marco legal y normativo que permita a las autoridades monitorearlos y regularlos. Para ello, es necesario que el Congreso de la República considere otorgarle al Gobierno Nacional facultades que le permitan regular los conglomerados financieros y, asimismo, que las autoridades financieras (Gobierno Nacional, Junta Directiva del Banco de la República, Superintendencia Financiera y Fogafín) concentren sus esfuerzos en la construcción de este nuevo marco institucional. Esta es quizás la tarea más relevante y apremiante a

que está abocado el país en materia financiera en los próximos meses.

Con respecto a la actividad económica para 2015, el dato de crecimiento de 2,8% divulgado por el DANE para el primer trimestre del año fue afín con las estimaciones del equipo técnico. Por su parte, la información disponible para el segundo trimestre sugiere que en los contextos externo e interno se han materializado algunos riesgos a la baja contemplados en el pasado. Sobre esta base, el equipo técnico estimó un rango de pronóstico de crecimiento de la economía colombiana para 2015 entre 1,8% y 3,4%.

El *Informe* discute detalladamente las razones que sustentan este pronóstico. Entre las más importantes cabe mencionar la escasa posibilidad de un repunte de los precios del petróleo, ya que existe un exceso de oferta de crudo. Con el acuerdo entre Irán y los Estados Unidos podrían aumentar las exportaciones de petróleo iraníes; de esta manera, los términos de intercambio continuarán bajos, lo cual tiene efectos sobre la dinámica del ingreso nacional y sobre la demanda interna. El rubro más afectado es la formación bruta de capital, en particular la privada y aquella destinada al sector minero-energético, ante el desincentivo que el bajo precio del petróleo significa sobre los planes de inversión de las distintas compañías del sector. Por otra parte, dada la importancia que tiene el sector petrolero dentro del total de los ingresos del Gobierno, se requiere mantener una estricta austeridad en el gasto público, como ya lo está haciendo el Gobierno con los recortes de gasto para 2015 y el ajustado presupuesto que acaba de divulgar para el próximo año. De igual manera, requerirá mejorar sus ingresos tributarios, lo cual podría influir en las decisiones de consumo de las familias y en las de inversión por parte de las empresas.

Finalmente, el entorno económico mundial no es favorable. Las economías de nuestros principales socios comerciales y de la mayoría de los países latinoamericanos han mostrado una debilidad mayor que la pronosticada a comienzos de año. Adicionalmente, se mantiene la incertidumbre sobre la disponibilidad de liquidez en los mercados financieros internacionales, como consecuencia de una eventual normalización de la política monetaria en los Estados Unidos y de

un incremento adicional de las primas de riesgo para los países emergentes, que podrían desestimular los flujos de capital hacia Colombia.

El gasto en inversión en construcción de obras civiles y de edificaciones podría desempeñar un papel expansivo en lo que resta de 2015. En el primer caso, el dinamismo se desprendería de la ejecución de recursos en proyectos de infraestructura vial y aeroportuaria que deben continuar realizándose a lo largo del territorio nacional. En el segundo caso, los anuncios recientes del gobierno nacional, relacionados con la puesta en marcha de una segunda versión del Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE 2.0), permiten proyectar un buen comportamiento de la construcción, tanto de vivienda como de edificaciones (aulas escolares). Este plan contempla una extensión de los subsidios a las tasas de interés para compra de vivienda. A lo anterior se suman los distintos proyectos de construcción de vivienda con fines sociales que viene adelantando el gobierno nacional desde hace ya varios años, y que continuarían estimulando la actividad económica.

Con respecto a la cuenta corriente de la balanza de pagos, se espera que el déficit de 7% del PIB que se registró en el primer trimestre de 2015 se reduzca progresivamente en lo que resta del año, hacia un rango entre 4,8% y 6,4% del PIB. Esta proyección es consistente con una mayor contracción de los ingresos corrientes, debido a los bajos precios internacionales de los productos básicos y menores perspectivas sobre el desempeño de los principales socios comerciales. Sin embargo, esta tendencia sería compensada con creces por una fuerte reducción de los egresos, que tiene varias causas. Primero, se proyecta que el valor de las importaciones disminuya de manera significativa, debido a los efectos de los recortes en inversión, en especial la del sector minero-energético, lo cual contrae las importaciones de bienes de capital. Segundo, la desaceleración esperada de la demanda interna y la depreciación de la tasa de cambio se reflejarán en menores importaciones de bienes de consumo e intermedios. A pesar

de lo anterior, el resultado del balance comercial de bienes para 2015 podría ser aún más negativo que el observado el año anterior, dada la mayor reducción en los ingresos por exportaciones.

A este ajuste en el valor de las importaciones de bienes se suma una reducción en el déficit estimado del balance de servicios no factoriales y en los egresos netos de la renta de factores para el año 2015. Esto último se debe a la menor remisión de utilidades esperada para el sector minero-energético consistente con sus menores ingresos. Este comportamiento podría verse replicado en menor medida en otros sectores, como resultado de las perspectivas de un bajo crecimiento económico. En cuanto a los ingresos por servicios, puede esperarse un repunte en sectores como el turismo y los servicios personales gracias a la mejora en competitividad que ofrece la depreciación de la moneda. Adicionalmente, los ingresos netos por transferencias podrían recuperarse, impulsados por las mejores condiciones en los Estados Unidos y España que son fuente importante de remesas de trabajadores.

En síntesis, la economía colombiana atraviesa un proceso de ajuste ordenado, marcado por una reducción gradual en el crecimiento de la demanda interna y del producto desde niveles cercanos a su plena capacidad productiva. El menor ritmo de aumento de la demanda interna guarda coherencia con un ajuste posiblemente permanente del ingreso nacional, y contribuye a la reducción en el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. La inflación y sus expectativas se sitúan por encima de la meta de largo plazo (3%). No obstante, la reversión de los choques transitorios de oferta y una brecha de producto negativa contribuirán a que la inflación retorne a la meta de largo plazo, sin que con la información disponible se requieran cambios en la política monetaria. Al evaluar este contexto macroeconómico y al analizar el balance de riesgos, la Junta Directiva del Banco de la República decidió mantener la tasa de interés de referencia en 4,5% en todas sus sesiones del primer semestre del año. **RE**