



EL GERENTE GENERAL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA, JOSÉ DARÍO URIBE,  
PRESENTA:  
“Situación actual y perspectivas de la economía colombiana”

Agosto 05 de 2016

El objetivo de la Junta Directiva es llevar la inflación al 3% al menor costo posible en términos de actividad económica, una vez pasen los efectos de la fuerte caída de los términos de intercambio (**Gráfico 1**) sobre el ingreso nacional y la devaluación del peso (**Gráfico 2**), y del fenómeno de El Niño sobre la producción y los precios de los alimentos y la energía. Estos choques que ha recibido la economía colombiana en los dos años pasados han elevado considerablemente la inflación (**Gráficos 3 y 4**) y debilitado el crecimiento del producto (**Gráfico 5**).

Con el fin de garantizar que la inflación retorne al 3%+/- 1 pp a finales de 2017, compromiso unánime asumido por la Junta Directiva del Banco en noviembre de 2015, existe un proceso de toma de decisiones de la política monetaria con dos características:

- Mira hacia adelante. La política monetaria afecta la inflación y la producción con “rezagos largos y variables”.
- Tiene lugar en un ambiente de incertidumbre. El futuro es incierto.

Dadas estas características, la decisión de política monetaria se basa en un balance de riesgos macroeconómicos realizado con base en análisis técnicos y cuidadosos. En la actual coyuntura esto significa que la autoridad monetaria debe ponderar dos tipos de riesgos:

- El de una desaceleración de la demanda interna más profunda que la compatible con la menor senda del ingreso nacional, lo cual se reflejaría en

grandes excesos de capacidad productiva y en una corrección drástica y desordenada del déficit externo.

- El de un periodo prolongado con altas tasas de inflación y con expectativas de inflación muy por encima de la meta. En estas condiciones, se irían perdiendo los beneficios de haber logrado una inflación baja y estable (alrededor de 3%) desde 2009 hasta 2014. Con inflación y expectativas de inflación altas, el retorno al 3% requeriría de tasas de interés elevadas por un período prolongado, lo cual traería posteriormente altos costos en términos de crecimiento de la producción y del empleo.

## **RIESGO DE DESACELERACIÓN EXCESIVA**

El comportamiento de la demanda interna (del consumo y la inversión) no arroja señales claras de que la economía esté experimentando un debilitamiento excesivo (**Gráfico 6**). Si bien el crecimiento del PIB viene disminuyendo a partir del año 2014, pareciera que la economía colombiana sólo comenzó a operar con excesos moderados de capacidad productiva a partir de 2016 (**Gráfico 7**). A su vez, debido al menor dinamismo de la inversión, en especial en el sector minero-energético, se estima que el crecimiento del producto potencial ha venido disminuyendo. En consecuencia, el crecimiento del producto que ahora es sostenible en el tiempo es menor que el observado en años previos al choque petrolero.

Asimismo, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que mide la diferencia entre el ingreso y la demanda interna de la economía, disminuyó en el primer trimestre de este año. Esto llevó a que el pronóstico del déficit en la cuenta corriente en 2016 pasara de 5.9% a 5.3% del PIB, y a 4.3% del PIB en 2017 (**Gráfico 8**). Dicha disminución esperada del desequilibrio externo, aunque constituiría un avance importante y disminuiría la vulnerabilidad externa de la economía, dista de ser una corrección drástica y desordenada y sería insuficiente para alcanzar los niveles de déficit externo (como proporción del PIB) observados en otros países de la región o con el mismo grado de calificación de riesgo que Colombia (**Gráfico 9**).

En la medida que el menor crecimiento de la economía refleje un ajuste necesario de la demanda interna a una menor senda duradera de ingreso nacional, la política monetaria no debe entorpecerlo, respondiendo como si se tratara de un deterioro transitorio del ingreso. Impulsar el gasto privado para mantener tasas elevadas de crecimiento de la economía llevaría a amplios déficit externos por un período

prolongado, lo cual pondría en riesgo el financiamiento externo de la economía y la sostenibilidad del crecimiento del producto y el empleo.

Al mismo tiempo, el papel de la política fiscal en el ajuste de la demanda interna es indispensable para garantizar la sostenibilidad de la posición externa y de la deuda pública del país, en tanto que el deterioro del ingreso nacional recayó fundamentalmente en las finanzas del sector público (**Gráfico 10**). Los esfuerzos del ejecutivo en la moderación del gasto y los aumentos en los impuestos han ido en esta dirección, pero como bien se infiere del Marco Fiscal de Mediano Plazo, el país requiere fuentes adicionales de ingresos tributarios. Dada la intensidad y velocidad del choque negativo del ingreso y la incertidumbre del contexto internacional, cuanto más rápido se obtengan dichas fuentes, menor será el riesgo de un fuerte encarecimiento o un recorte abrupto del financiamiento externo del país.

Además, mientras más rápido y eficiente sea el ajuste fiscal, menor es la carga de la política monetaria en el proceso de moderación del crecimiento de la demanda interna.

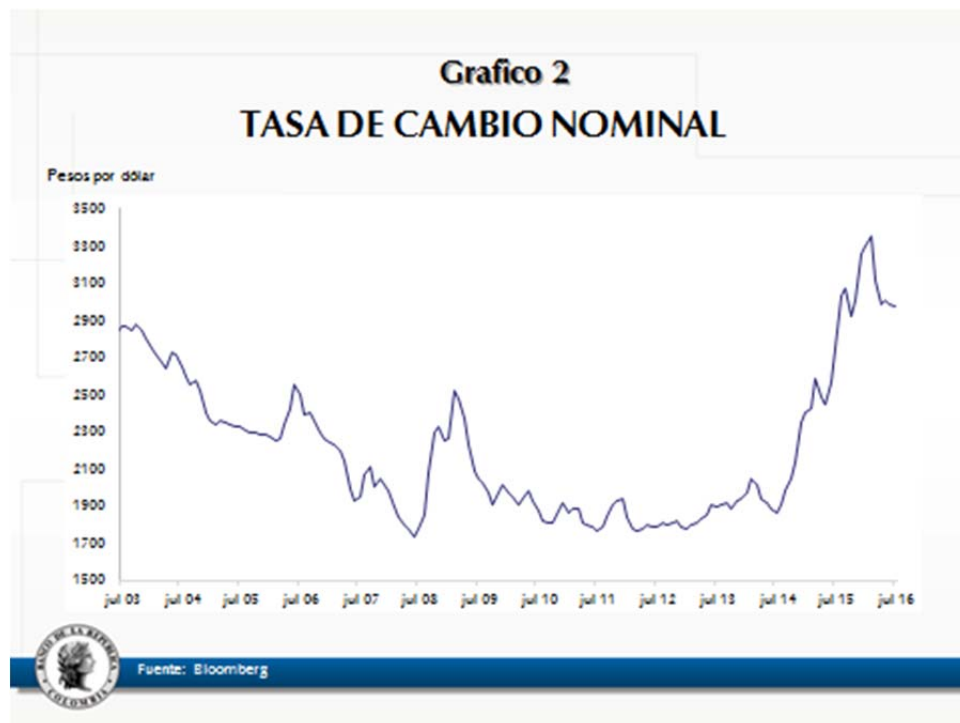
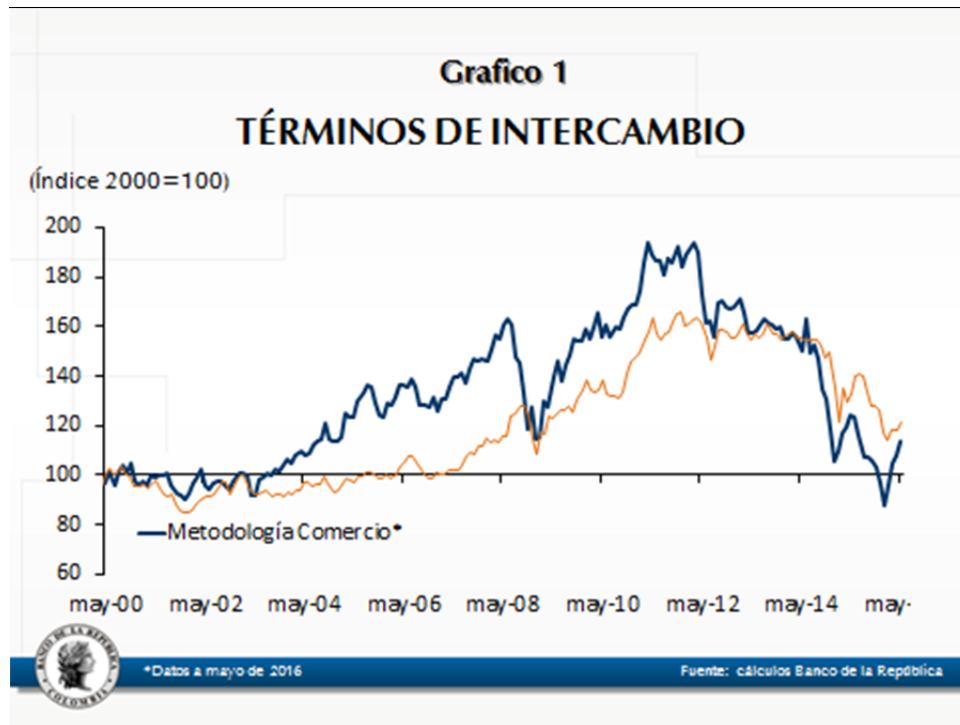
## **RIESGO DE INFLACIÓN**

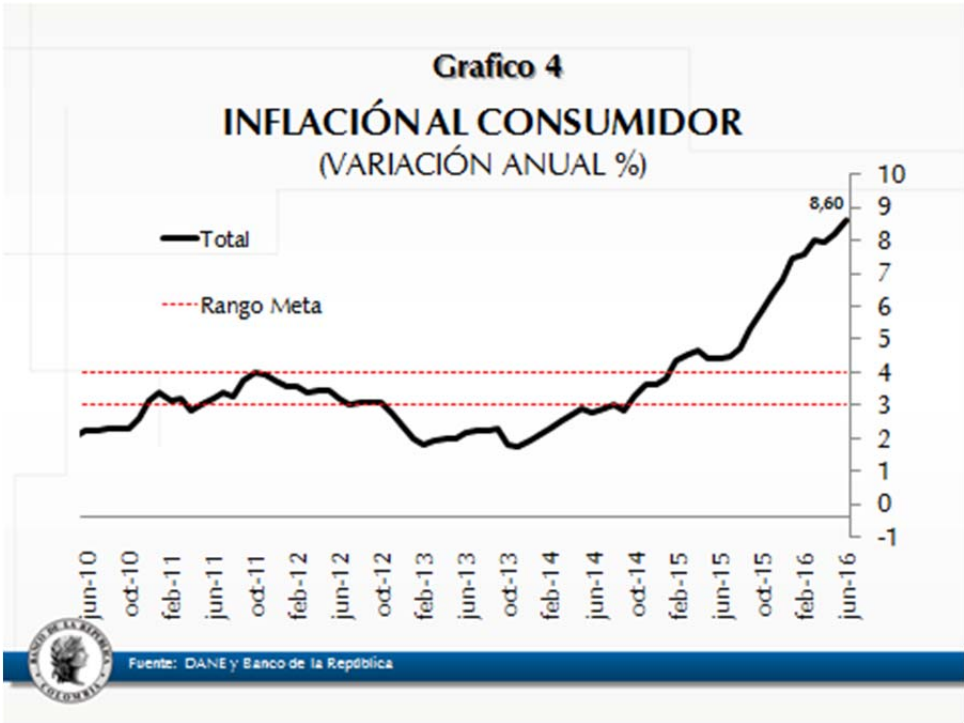
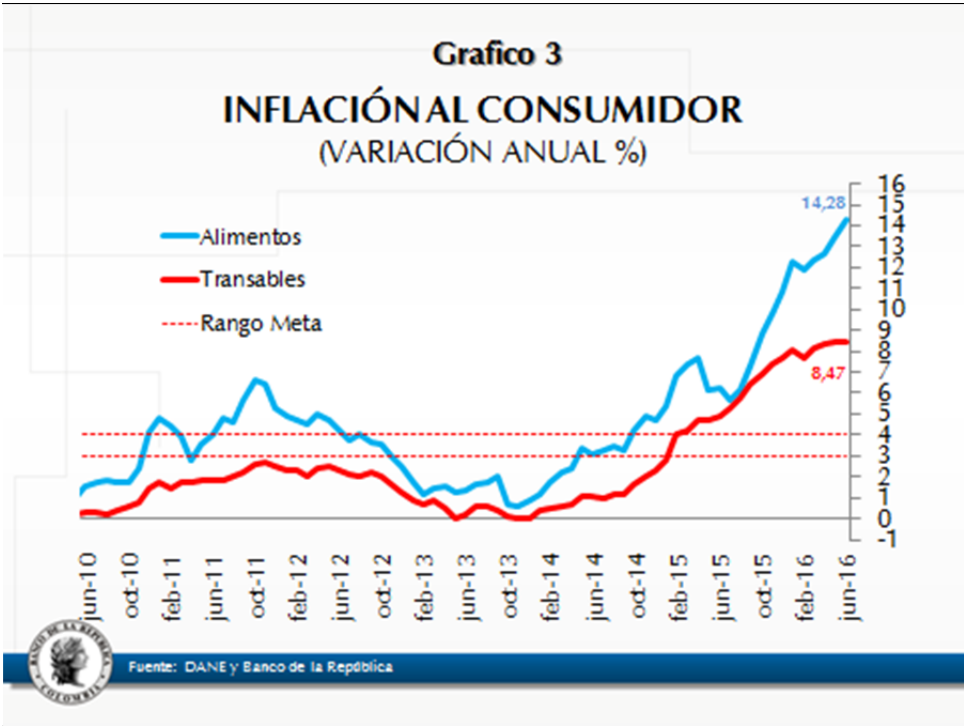
Pese a la desaceleración de la economía y a la corrección parcial del déficit externo, no hay evidencia suficiente para concluir que el riesgo de incumplir el compromiso de terminar 2017 con una inflación entre 2% y 4% haya bajado (**Gráfico 11**), incluso teniendo en cuenta la dinámica prevista del crecimiento y los efectos esperados y registrados de las acciones de política monetaria hasta el momento. Según las estimaciones del equipo técnico del Banco, la probabilidad de que la inflación esté por debajo de 4% al finalizar 2017 es de 42%. Este número es inferior al presentado en los informes de inflación de diciembre de 2015 y marzo de 2016 (**Gráficos 12 y 13**).

La evolución de las medidas de inflación básica, de las expectativas de inflación a más de un año, así como la activación de mecanismos de indexación, no permiten concluir con confianza que las empresas y los hogares colombianos esperen una convergencia de la inflación al 3% en el plazo anunciado por la Junta Directiva (**Gráficos 14 y 15**). De persistir esto, sería necesario mantener tasas de interés altas por un periodo prolongado para garantizar dicha convergencia. En este caso, el costo para la economía de alcanzar la meta de inflación sería aún mayor que aquel asociado con el actual aumento de las tasas de interés.

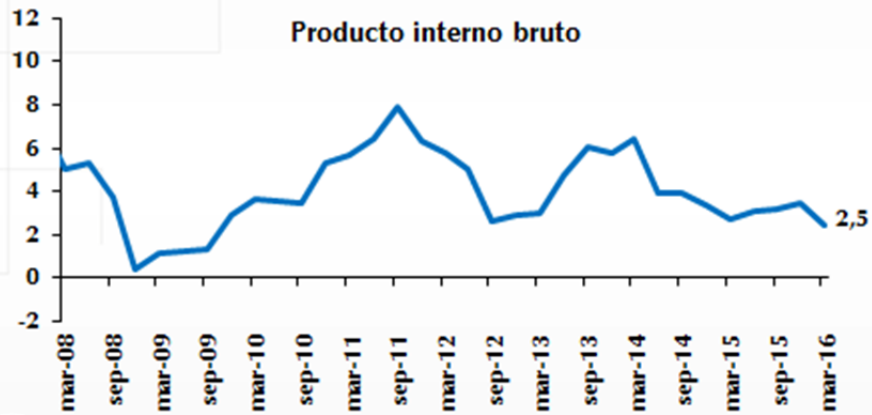
## BALANCE DE RIESGOS

Pese a la desaceleración de la economía y al cierre parcial del déficit externo, la coyuntura inflacionaria se caracteriza por inflación básica muy por encima de la meta y al alza, expectativas de inflación a largo plazo mayores que la meta de 3% y una tasa de inflación observada que se espera comience a caer en el segundo semestre de este año. La convergencia a la meta depende en el corto plazo de un ajuste suficiente de los precios de los alimentos, de que no haya perturbaciones externas fuertes que encarezcan el crédito externo o bajen los precios internacionales del petróleo, y del debilitamiento de los mecanismos de indexación de precios y salarios o la no activación de los mismos. Partiendo de niveles bajos a mediados de 2015, la fase de aumentos de la tasa de interés de política ha llevado a que las tasas de interés reales del mercado se encuentren ahora cerca de sus promedios históricos, o los superan por estrecho margen. A pesar de la reducción del crecimiento, la economía opera aún cerca de su capacidad productiva y el déficit externo es todavía grande y la tasa de desempleo se sitúa en niveles históricamente bajos (**Gráfico 16**). En estas condiciones, en la Junta del mes de julio la mayoría de la Junta consideró apropiado incrementar 25 puntos básicos la tasa de interés de intervención, acumulando un aumento de la tasa de interés de política de 125 puntos básicos a partir de abril de este año, lo cual refleja el análisis del balance de riesgos que ha hecho la Junta en estos meses (**Gráfico 17**).





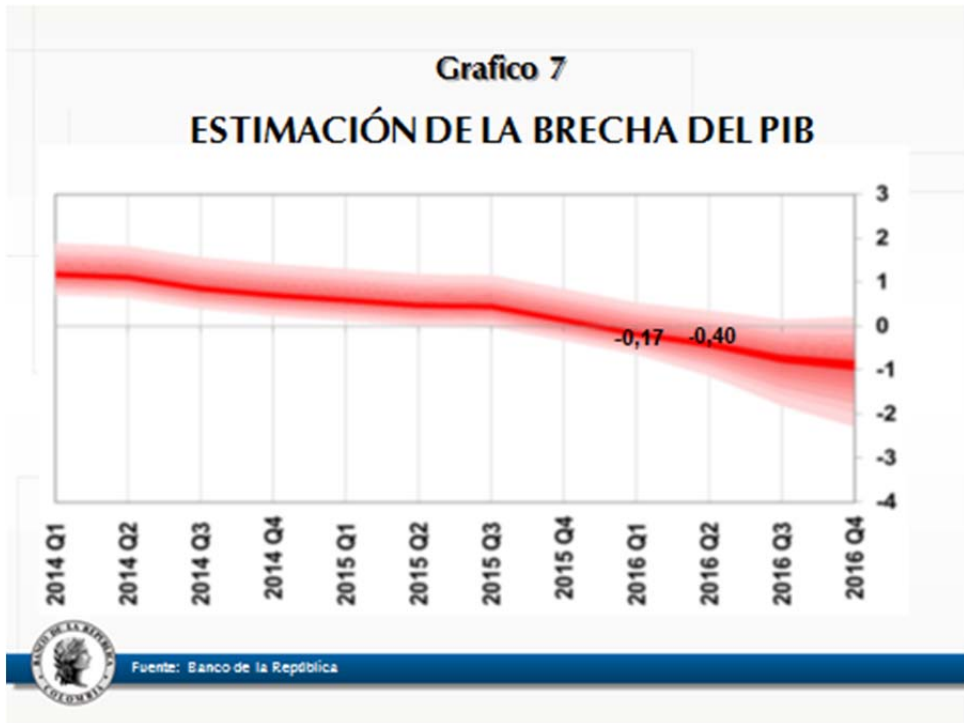
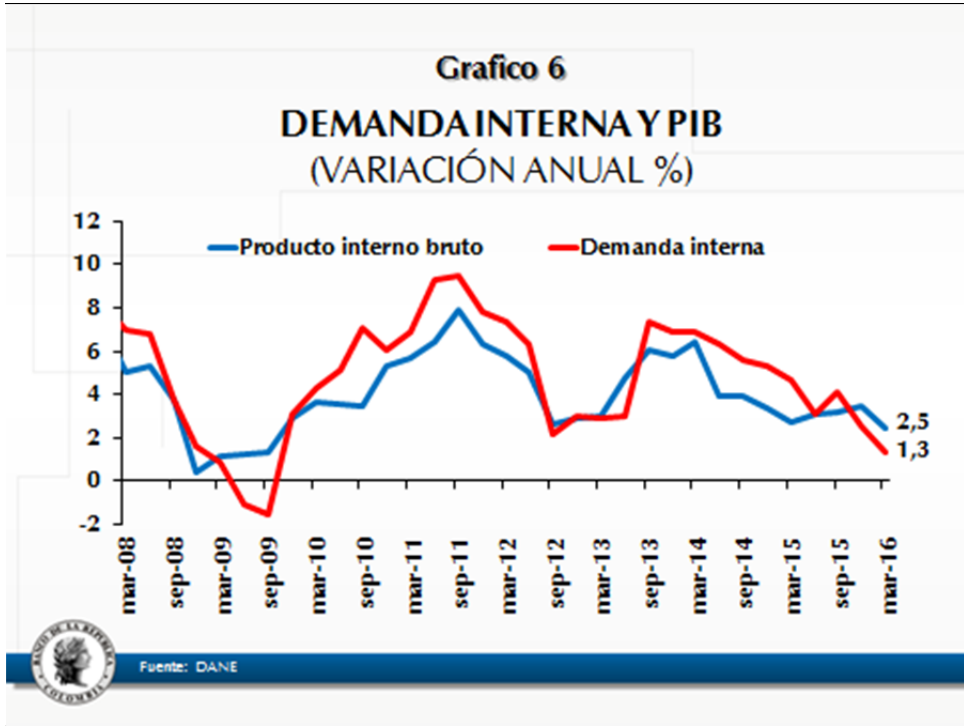
**Grafico 5**  
**PIB**  
**(VARIACIÓN ANUAL, %)**



Fuente: DANE

## **RIESGO DE DESACELERACIÓN EXCESIVA**







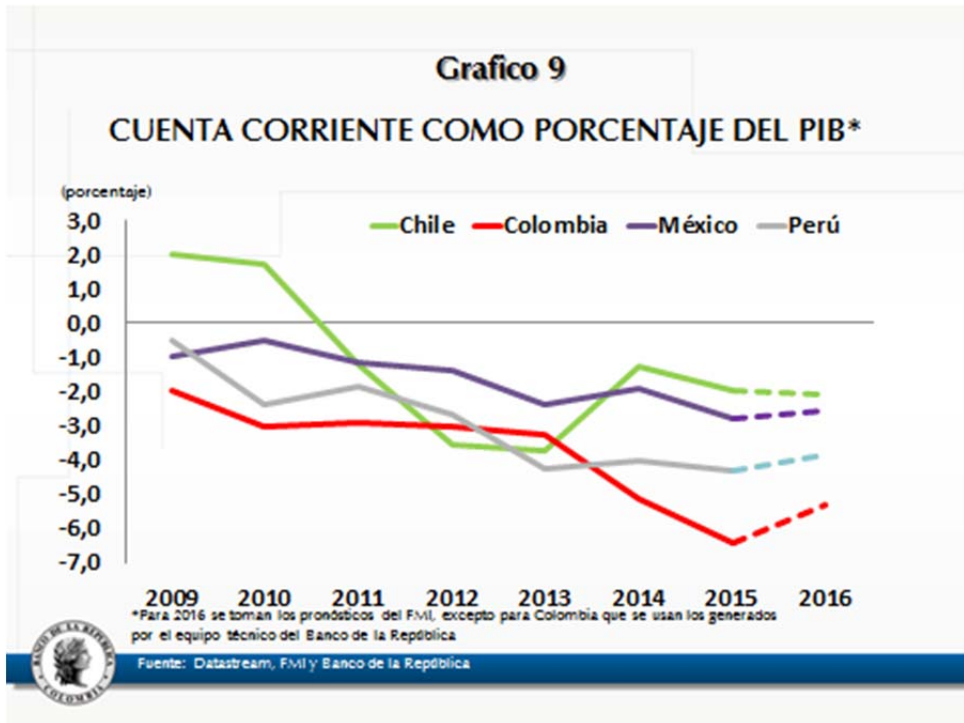
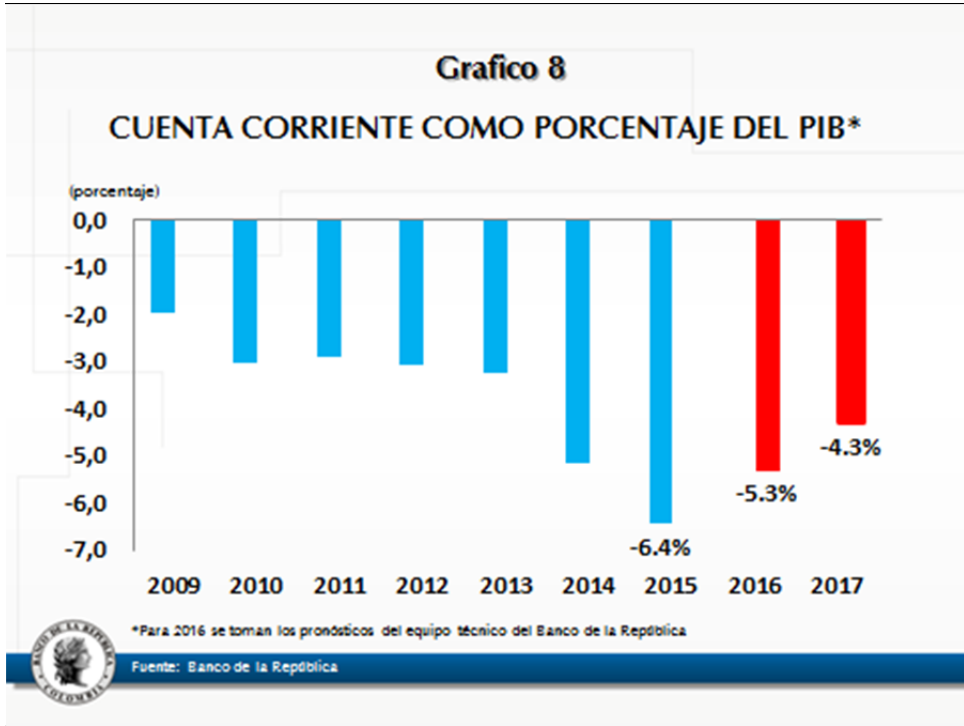
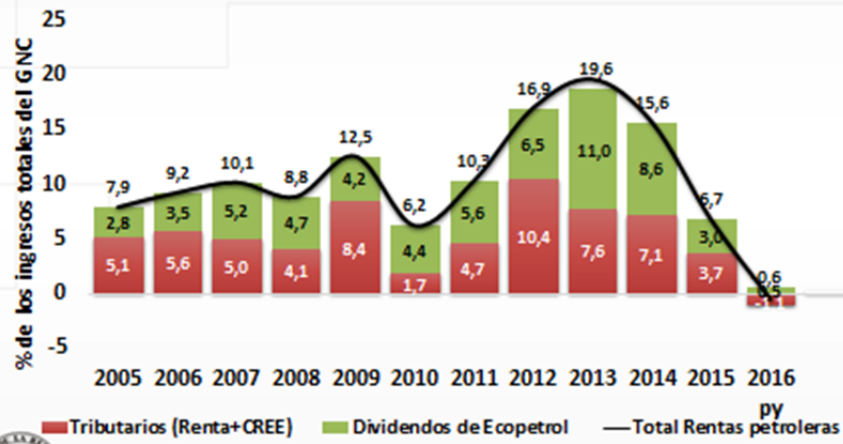


Grafico 10

PARTICIPACIÓN DE LAS RENTAS PETROLERAS EN LOS INGRESOS DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL

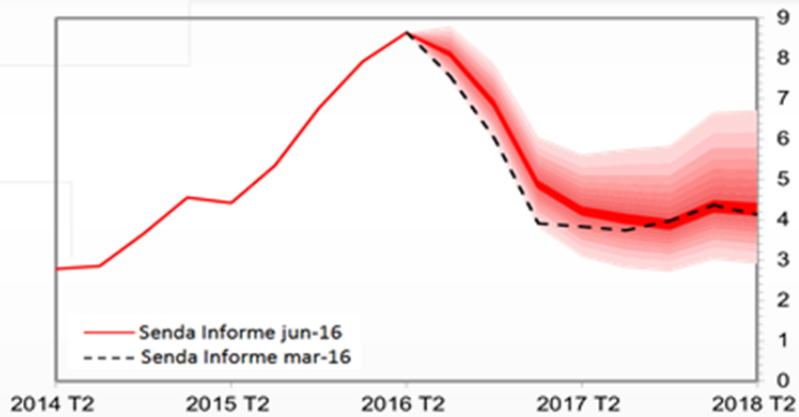


Fuente: Fuente: Ecopetrol, DCPM-MHCP

RIESGO DE INFLACIÓN



**Grafico 11**  
**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN ANUAL**



Fuente: Banco de la República

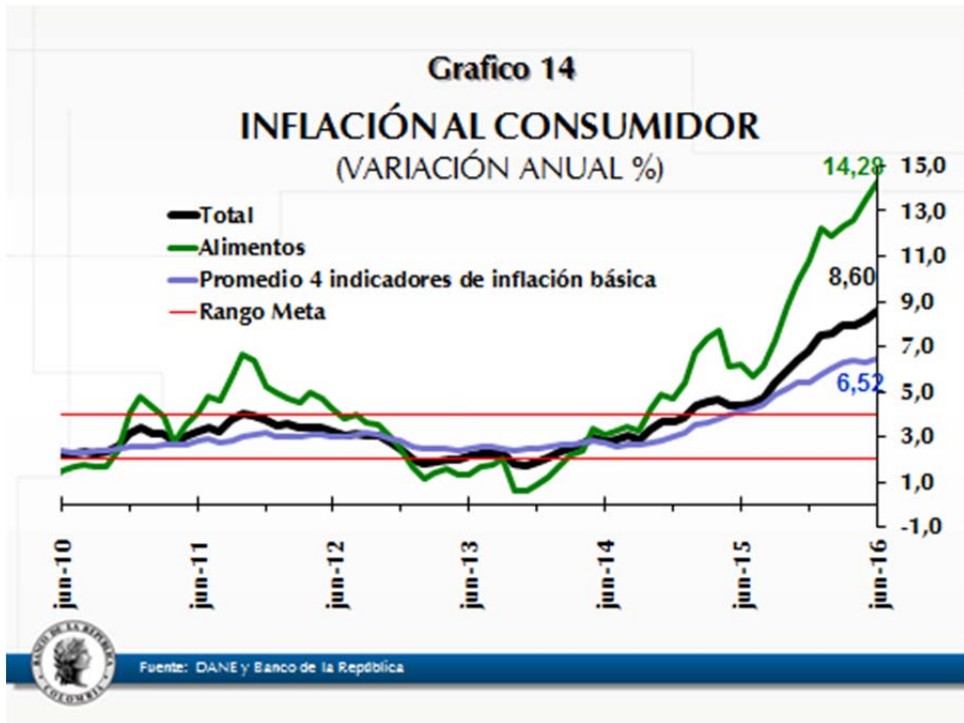
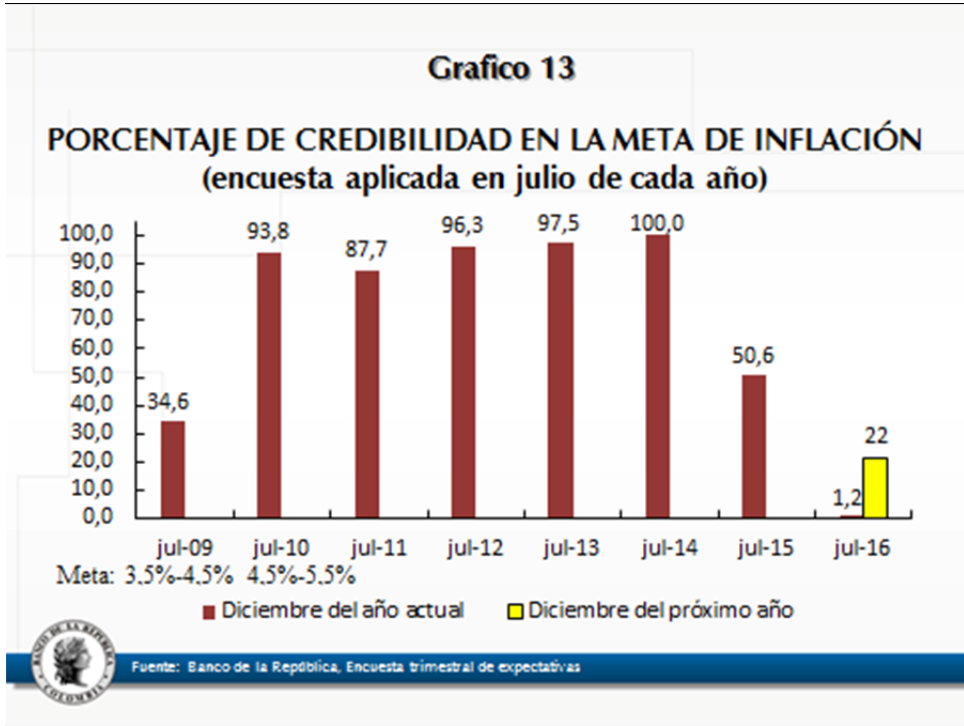
**Grafico 12**

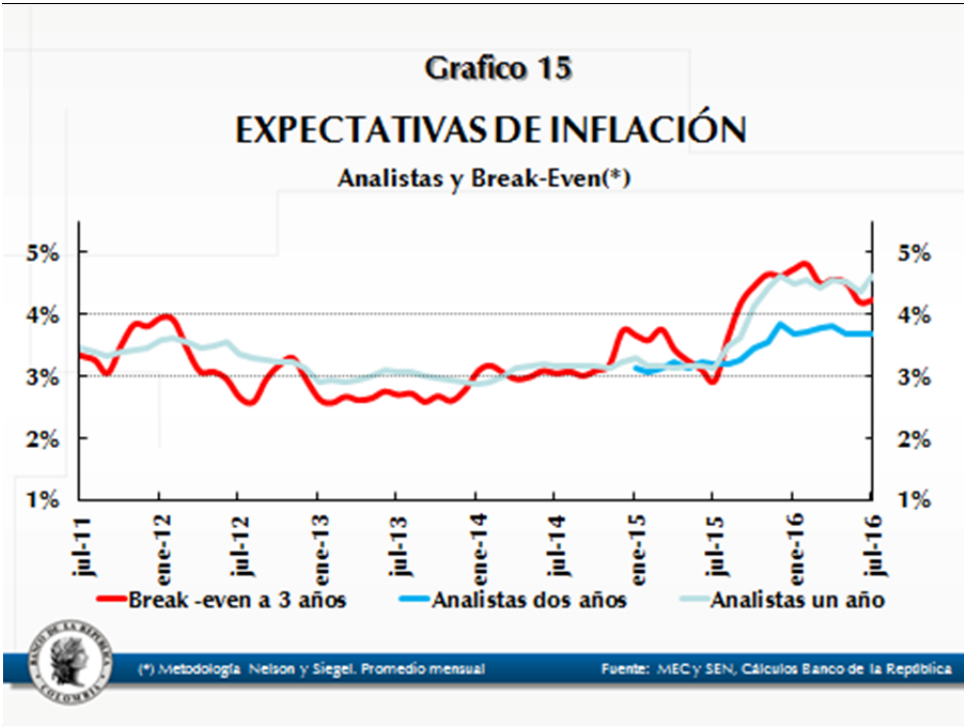
**Probabilidad estimada de que la inflación en diciembre de 2017 sea inferior a 4%.**

Informe de diciembre de 2015	76,7%
Informe de marzo de 2016	50,7%
Informe de junio de 2016	42,0%



Fuente: Banco de la República





## BALANCE DE RIESGOS



