

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

Noviembre 12 de 2015

## Tasa de cambio y desalineamiento: ¿sobreajuste peso-dólar?

La devaluación peso-dólar, promediando cerca del 35% durante 2015, ha sido pronunciada. Además, ella ha mostrado algo de “sobreajuste” frente a la magnitud del desalineamiento que se percibía, *ex-ante*, respecto de la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA). En efecto, Anif y varios analistas del exterior estimábamos dicho desalineamiento en cerca de 20%-25% en 2013-2014, mientras que diversos trabajos del Banco de la República (BR) y del gobierno, ignorando los efectos de la “Enfermedad Holandesa”, daban a entender que no existía dicho desalineamiento respecto de la PPA, sino que la ITCR1 (Tasa de Cambio Real computada sobre 20 socios comerciales) estaba en “equilibrio” (ver *Informe Semanal* No. 1283 de septiembre de 2015).

Una posible explicación a este “*over-shooting*” del peso colombiano es que ello proviene de la lentitud de respuesta de los sectores de agro-industria exportadores (por cuenta de la problemática estructural a nivel de carencia de infraestructura y sobre-costos laborales e impositivos). Así, la tasa de cambio nominal se convirtió en el mecanismo de “escape” a un déficit en cuenta corriente que seguramente alcanzará el 6% del PIB en 2015.

Este difícilmente podría repetirse en años siguientes, dadas las restricciones en la cuenta de capitales, a saber: i) desplome de la Inversión Extranjera Directa (cayendo de US\$16.000 millones en 2014 a cerca de US\$8.000 millones en 2016); ii) límites al endeudamiento público neto por parte de la llamada “Regla Fiscal” (cayendo de unos US\$9.000 millones en 2015 hacia unos US\$5.000 en 2016); y iii) menor espacio para el endeudamiento neto privado (cayendo de unos US\$4.000 millones en 2015 a cerca de la mitad en 2016), en momentos en que el Fed estará incrementando sus tasas de interés.

Así, todo parece indicar que el grueso del ajuste en 2016 vendrá por una contracción adicional de las importaciones de Colombia, cayendo de niveles de US\$62.000 millones en 2014 hacia unos US\$52.000 millones (-15%) en 2015 y a unos US\$50.000 millones (-4%) en 2016. Esto habrá de traducirse, sin lugar a dudas, en menores ritmos de crecimiento de Colombia. Por ejemplo, Anif considera que la

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

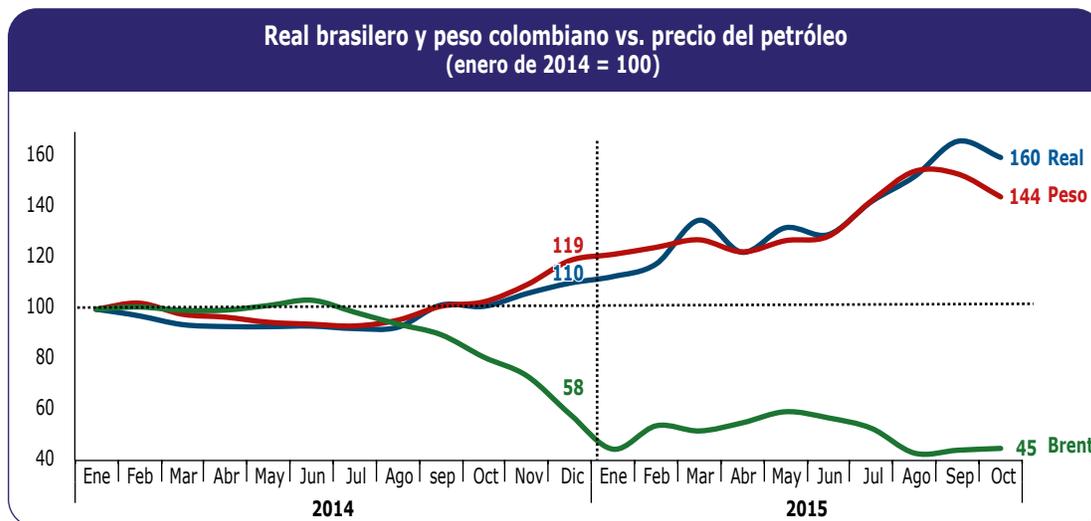
economía colombiana continuará desacelerándose moderadamente hacia el rango 2%-2.5% en 2016, tras estar en niveles de 2.5%-3% en 2015 y en 4.6% en 2014.

Una pregunta relevante a este respecto es: ¿acaso esta mayor devaluación peso-dólar (35% anual en promedio) y este menor crecimiento económico (sacrificando 1.5pps respecto del potencial) están dentro de los parámetros esperados, dada la caída del orden del 50% en los precios del petróleo y del carbón?

Una forma de responder esta pregunta es utilizando la llamada “ecuación fundamental macro”, donde sabemos que:  $Y$  (ingreso) =  $C$  (consumo) +  $I$  (inversión) +  $G$  (gasto público) + [ $X$  (exportaciones) –  $M$  (importaciones)]. Si combinamos  $C + I = A$  (absorción), podríamos inferir una menor “ $A$ ” a través de su elasticidad (negativa) a la devaluación. Una primera aproximación nos dice que el componente importado en “ $A$ ” bordea el 30%, luego ello implica una desaceleración de “ $A$ ” cercana al 10.5% (= 35% devaluación x 0.3). Dado que “ $A$ ” pesa casi el 95% dentro del PIB, ello explicaría una desaceleración cercana al 1%. El remanente 0.5% de desaceleración provendría del impacto negativo que está teniendo la cuenta comercial (pasando de -1.2% a -3.1% del PIB durante 2014-2015) y del menor gasto operativo del gobierno, dados los ajustes que impone la “Regla Fiscal” (donde el presupuesto de 2016 se estaría contrayendo al -4% real).

Nótese en el gráfico adjunto cómo el desplome del precio del petróleo es algo mayor (-55%) a la devaluación promedio peso-dólar (-35%), aunque en el punta-a-punta se asemejan al corte de octubre de 2015.

En síntesis, dada la gran dependencia de los *commodities* y el pronunciado desplome de sus precios, no resulta sorprendente que la economía colombiana refleje en alta proporción una desaceleración de su crecimiento, tanto por el encarecimiento de las importaciones como por la menor fuente de recursos del fisco (que depende en cerca del 20% en sus ingresos del sector minero-energético). Experiencias similares se observan en Noruega, Brasil, Chile y Perú, todos ellos culpables de recargarse, como Colombia, de forma excesiva en la simple extracción de productos minero-energéticos (ver *The Economist*, octubre 17 de 2015).



Fuente: cálculos Anif con base en Fred.