

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Enero 26 de 2016

Opciones cambiarias, inflación y manejo monetario

Al cierre de 2015, el Banco de la República (BR) decidió ajustar a la baja el mecanismo de “disparo” de las opciones cambiarias: en vez del 7% (calculado sobre el promedio móvil de la TRM de 20 días), se usará el 5%. Esto quiere decir que si en un determinado día las presiones cambiarias hacen “saltar” la cotización peso-dólar más allá de dicho disparador (promedio móvil TRM + 5%), entonces el BR entrará a ofrecerle al mercado hasta US\$500 millones de sus Reservas Internacionales Netas (RIN).

La idea detrás de este mecanismo es doble: i) evitar “excesiva volatilidad” a través de ofrecer mayores divisas en esos momentos de creciente tensión cambiaria; y ii) hacerlo pero sin alterar la tendencia de la tasa de cambio, la cual debe responder a los “fundamentales” macroeconómicos. Estos principios de flotación cambiaria han sido la “piedra angular” de la exitosa estrategia de Inflación Objetivo (IO) que adoptó Colombia desde los años 1999-2000, la cual había permitido “anclar” las expectativas de inflación en el rango 2%-4% durante el período 2010-2014.

Sin embargo, durante 2015 se produjo un preocupante “desanclaje” inflacionario como resultado de la fatal combinación de presión sobre la canasta alimenticia (bordeando 11% anual por cuenta de la prolongada sequía) y por transmisión de costos de los importados (a ritmos del 18% anual en el IPP). Esto último explica que la inflación subyacente del IPC llegara al 5.2% anual.

Anif ha venido mencionando que el BR está enfrentando choques históricos antes no conocidos al dejar flotar la tasa de cambio tras un marcado desalineamiento resultante de la llamada “enfermedad holandesa” del período 2005-2013 (ver *Comentario Económico del Día* 12 de noviembre de 2015). Ello rompió el buen período de anclaje inflacionario y ahora nuestra economía enfrenta grandes desafíos para regresar a la franja 2%-4% anual hacia 2017, tras observarse una aceleración inflacionaria al 6.8% en 2015 y probablemente hacia el 4.5%-5% en 2016 (dependiendo de la corrección que se dé en la balanza de pagos de este año).

A la altura de mayo de 2015, Anif recomendaba utilizar el mecanismo de opciones cambiarias para evitar que el BR tuviera que recargarse excesivamente en alzas de sus tasas de interés. Esto solo vino a ocurrir tardíamente en octubre y, además, de forma tímida al fijar el disparador a niveles elevados del 7% (ver gráfico adjunto). Debido a ello, la presión cambiaria sobre la inflación no se logró controlar, lo cual ahora intenta remediarse con el ajuste del disparador al 5% (antes comentado).

Ahora bien, el colchón de amortiguación cambiaria del cual hoy dispone el BR, la verdad sea dicha, no es holgado, pues la relación RIN/(Obligaciones de Corto Plazo + Déficit en Cuenta Corriente) tan solo bordea la unidad, sabiéndose que debería ser prácticamente el doble para tener “músculo” frente al mercado.

Esta es la razón de fondo por la cual el BR ha tenido que obrar con prudencia frente al “dispara-

**CRÉDITOS DE LIQUIDEZ
Y CARTERA ORDINARIA.**

Continúa

Dos excelentes alternativas
para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa.

www.bancoavillas.com.co

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

dor” de las opciones, en momentos en que (para colmo de males) el precio del petróleo Brent se ha descolgado de los US\$54/barril del primer semestre de 2015 a la franja de solo US\$28-30/barril a inicios de 2016. En este sentido, es evidente que el BR cuenta con instrumental bastante limitado frente a semejante cúmulo de choques externos negativos, incluyendo la baja en las exportaciones del resto de *commodities* y el mal desempeño de las exportaciones del agro y la industria (cayendo a ritmos del 10% anual en dólares).

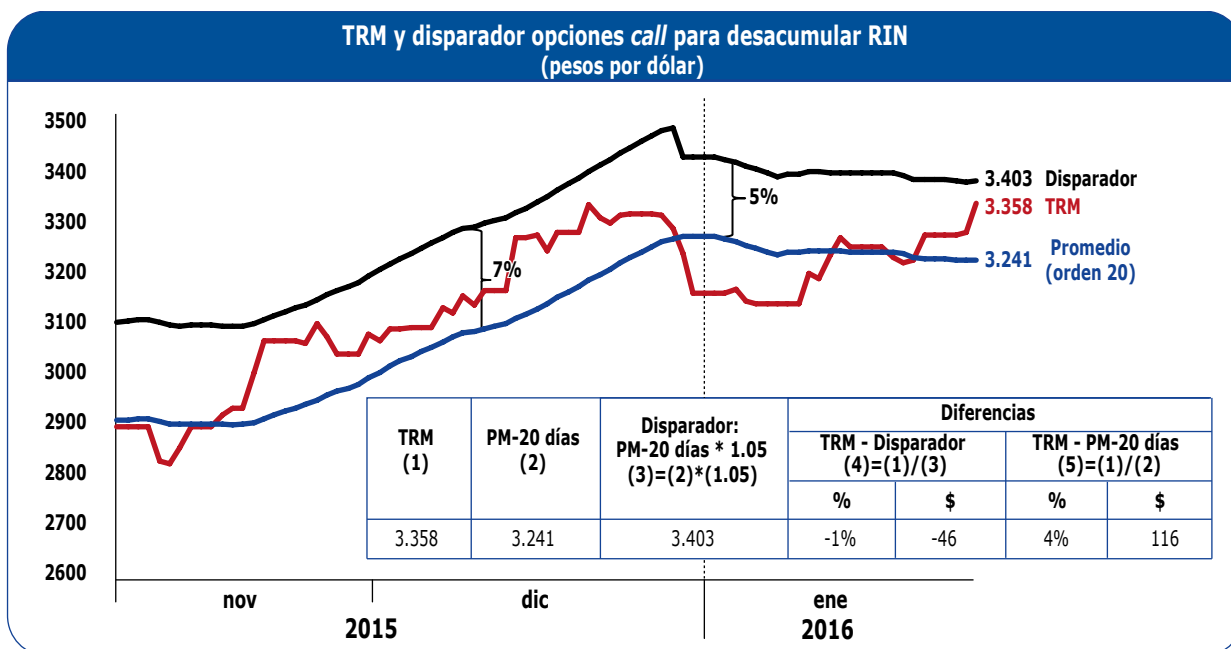
Así, tanto el gobierno como el BR han tenido que conceder que el ajuste se estará dando vía mayor compresión de las importaciones (actualmente al -15% anual) y del crecimiento económico a lo largo de 2016, probablemente desacelerándose del 2.8% de 2015 hacia el rango 2%-2.5% en 2016.

Cabe preguntarse: ¿Cuánto resta de ajuste cambiario antes de encontrarse niveles de cuasi-equilibrio que le permitan al BR pensar en dejar de subir las tasas de interés? La respuesta de cajón es que ello dependerá de forma crucial de la trayectoria de los precios del petróleo, donde la geo-política de Arabia Saudita vs. Irán ejercen presiones al-

cistas, mientras la desaceleración de China y de otros emergentes lo tiran a la baja.

Todo lo demás constante, en el arranque de 2016 visualizamos un precio del petróleo Brent en la franja de US\$30-40/barril, con posibilidades de repunte hacia US\$50-55/barril en el segundo semestre, lo cual implicaría una cifra promedio de US\$45/barril para 2016 (vs. los US\$52/barril de 2015). Esto resultaría compatible con una devaluación promedio año en la franja 20%-25% durante 2016 y con una tasa repo llegando a 6.25%-6.50% para mediados de este año.

Pero incluso así, será difícil regresar la inflación al rango “bajo y estable” del 2%-4% en 2016, pues aún bordearía un 4.7% en este año, dadas las presiones cambiarias y salariales, después del impulso de “costos laborales inerciales” que estará generando un reajuste del SML del 7%. Esto ocurre a pesar del buen accionar del gobierno al haber evitado alzas superiores, dadas las perspectivas negativas en materia de productividad. Como se observa, 2016 será un año de difícil pilotaje macro-económico por parte de las autoridades monetarias-cambiarias, y ni hablar de los desafíos fiscales y de consolidación de la paz (¿Reforma Tributaria y/o Plebiscito?).



Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República.