

# Introducción

El desempeño de la economía colombiana en 2018 y durante los primeros meses de 2019 puede caracterizarse por dos hechos fundamentales: el inicio de la recuperación del crecimiento económico y la convergencia de la inflación a su meta de largo plazo. Ambos eventos tienen gran significado macroeconómico, porque muestran que la economía se aproxima a una situación de equilibrio, en la cual se reducen los excesos de capacidad productiva en un contexto de estabilidad de precios, como el que implica que la inflación esté en la meta. No obstante, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se amplió en 2018, lo que indica que el país requiere hacer esfuerzos importantes para diversificar y fortalecer sus exportaciones.

## *Crecimiento*

El Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) informó que en 2018 el producto interno bruto (PIB) se expandió a una tasa de 2,7%. Este resultado determinó un punto de inflexión frente a la tendencia de desaceleración originada por el fuerte choque a los términos de intercambio, que redujo el crecimiento anual desde 4,7% en 2014 a 1,4% en 2017. Este cambio en la dirección del ciclo económico muestra que, una vez concluido el proceso de ajuste luego de la caída de los precios del petróleo, la economía colombiana logró sentar las bases para su recuperación. De esta manera, las mismas fuerzas que indujeron la desaceleración —tales como el endurecimiento de las condiciones crediticias, el incremento de las primas de riesgo, y la pérdida de confianza de consumidores y empresarios— ahora actúan en sentido contrario, impulsando la recuperación. La pregunta, entonces, no es si la economía colombiana se recuperará, sino a qué velocidad lo continuará haciendo. Al respecto, los pronósticos de los analistas, aunque diversos, apuntan hacia mayores tasas de crecimiento que la observada en 2018, tanto para el presente año como para los venideros.

Como se analizará con detalle en el informe, el incremento de la actividad económica en 2018 fue impulsado por el fortalecimiento de la demanda interna, cuyo crecimiento anual fue de 3,8%, frente a 1,2% registrado en 2017. La reactivación de la demanda interna fue liderada por el incremento del consumo, tanto de los hogares (3,5%) como del Gobierno (5,9%). A esto se agregó el mayor dinamismo de la formación bruta de capital durante el segundo semestre del año, que le permitió alcanzar una expansión de 3,5% en 2018, a pesar de haberse contraído durante el primer semestre del año.

El consumo de los hogares fue favorecido por una política monetaria moderadamente expansiva, que indujo una reducción de las tasas de interés del crédito de consumo, lo que estimuló el dinamismo de esta cartera durante el segundo semestre del año. Adicionalmente, la progresiva desaparición del efecto inflacionario del aumento del impuesto al valor agregado (IVA), junto con el temprano descenso de la inflación que se concentró en el primer trimestre de 2018, mejoraron el poder adquisitivo de los consumidores. Por su parte, el consumo público mantuvo un buen dinamismo a lo largo de todo el año.

La aceleración de la demanda interna fue mayor que la del crecimiento económico. Ello obedeció a que la demanda externa neta (exportaciones menos importaciones) contribuyó de manera negativa al crecimiento del PIB, como resultado de una expansión más rápida de las importaciones reales (8,0%), que de las exportaciones (1,2%). Si bien hubiera sido deseable una mayor fortaleza de las exportaciones, el rápido incremento de las compras externas no necesariamente implica algo desfavorable para la economía, pues eso depende de su composición: en 2018 las importaciones de bienes de capital representaron el 31% de las importaciones totales y las de materias primas el 46%. Ambos tipos de importaciones fueron las más dinámicas durante el año anterior, cada una con tasas de crecimiento cercanas a 11,5%. Aquellas amplían la capacidad productiva de las actividades industriales y agrícolas del país, lo que hacia adelante les permitirá a dichos renglones mejorar su aporte al crecimiento económico.

Todas las ramas de actividad productiva lograron crecimientos en 2018, a excepción de la minería. Se destacan las expansiones de las actividades profesionales, científicas y técnicas (5,0%), y las de administración pública y defensa, educación y salud (4,1%). Igualmente, los sectores de comercio, reparación, transporte y alojamiento, al igual que el de información y comunicaciones, alcanzaron crecimientos de 3,1% anual, superiores a lo observado en 2017. La industria manufacturera, estimulada por el mayor dinamismo de la demanda interna, mostró una recuperación significativa, al lograr un crecimiento de 2,0%, frente a la contracción de 1,8% en 2017. El sector agropecuario se expandió 2,0%, ritmo inferior al de 2017 (5,5%), debido a la reducción en la producción de café y otros cultivos, que se vieron afectados, entre otros factores, por condiciones climáticas desfavorables. La construcción mostró un crecimiento bajo, pero positivo (0,3%), el cual contrasta con la contracción de 2,0% observada en 2017. A ello contribuyó el repunte de las obras civiles en el último trimestre del año (7,8%). Finalmente, la minería reportó una nueva contracción en 2018 (-0,8%), aunque de menor magnitud que la observada un año atrás (-5,7%). Esto se explica por el fuerte retroceso de la producción de carbón (-6,5%) debido a factores climáticos y demoras en los procesos de expansión. Lo anterior fue parcialmente contrarrestado por la mayor producción de petróleo y gas natural que creció 1,4%, estimulada por los mayores precios del crudo registrados en el curso del año.

Para 2019 se pronostica que el PIB tendría un crecimiento alrededor del 3,5%, por encima del promedio de crecimiento del 2% que el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta para Latinoamérica. Este pronóstico prevé que la demanda interna se fortalecería a un mayor ritmo que el observado en 2018. A esto contribuirán los incentivos tributarios sobre la inversión empresarial, al permitirle a las empresas

descontar del impuesto a la renta el pago de IVA por la adquisición de bienes de capital y el 50% del impuesto de industria y comercio.

Otros factores podrían contribuir a dinamizar la inversión tales como: 1) una mayor ejecución de recursos por parte de los gobiernos regionales, como suele ocurrir en el último año de gobierno de las autoridades locales; 2) un impulso a la inversión territorial gracias a la financiación de obras de infraestructura con recursos de regalías, y 3) avances en la construcción de carreteras en el marco de obras de cuarta generación (4G).

Por su parte, el consumo total registraría un crecimiento similar al observado en el año anterior. La tendencia de recuperación del consumo de los hogares seguiría estimulada por una inflación baja, una política monetaria levemente expansiva y la recuperación gradual de la confianza de los consumidores. En contraste, el consumo del Gobierno tendría un menor dinamismo que el observado en 2018, lo cual es coherente con una moderación del gasto del Gobierno Nacional necesaria para el cumplimiento de la regla fiscal.

El incremento de la actividad económica en 2018 no se refleja todavía en una reducción de la tasa de desempleo urbano y rural, puesto que en la economía aún persisten excesos de capacidad productiva. En la medida que la recuperación económica se consolide, comenzarán a observarse reducciones de la tasa de desempleo.

### *Inflación*

Con respecto al comportamiento de la inflación, al cierre de 2018 el índice de precios al consumidor (IPC) fue de 3,18%; es decir, 91 puntos básicos (pb) inferior al nivel de 4,09% observado en 2017. Esta caída se concentró entre los meses de enero y abril, y a partir de allí la tasa de inflación se mantuvo en un rango entre 3,1% y 3,3%.

Al revisar el comportamiento de las diversas canastas que conforman ese índice, se puede observar que el descenso de la inflación en 2018 se explicó por la disminución de la variación de los precios de la canasta sin alimentos, que cayó de 5,01% en 2017 a 3,48% en 2018. A este resultado contribuyó la disolución de las presiones alcistas derivadas del aumento del IVA y otros impuestos indirectos, y las moderadas presiones de demanda en un entorno de excesos de capacidad productiva. En esta categoría sobresalió la reducción de la inflación de no transables, al pasar de 5,49% en 2017 a 3,79% en 2018. Este fue un avance importante, pues hasta 2017 este grupo exhibía una fuerte resistencia a la baja, con tasas de inflación que oscilaban alrededor de 5%, lo que impedía una convergencia más rápida de la inflación a la meta. Adicionalmente, se observó una caída significativa de la inflación de transables, que pasó de 3,79% en 2017 a 1,09% en 2018. Lo anterior contrasta con las fuertes alzas que se registraron en este grupo de bienes en años anteriores. La ausencia de un traspaso de la depreciación del último trimestre del año a los precios de estos bienes ayudó a este resultado. El grupo de bienes y servicios regulados fue el único renglón en esta categoría que no contribuyó a reducir la inflación, pues su registro aumentó de 5,86% a 6,37% entre 2017 y 2018, debido principalmente al incremento en las tarifas de energía eléctrica y acueducto, así como a aumentos en los precios de los combustibles. Por su parte,

la inflación anual de alimentos presentó un incremento moderado desde 1,92% en 2017 a 2,43% en 2018, como resultado de una base de comparación muy baja en 2017, unos precios internacionales de materias primas agrícolas estables o en descenso, y una oferta agropecuaria interna amplia.

La tendencia descendente de la inflación continuó en el primer bimestre del año, de tal forma que al finalizar febrero de 2019 la inflación de precios al consumidor mostró un registro del 3,01% anual. Un resultado tan cercano a la meta del 3% no se observaba desde septiembre de 2014. Varios factores contribuyeron a este resultado<sup>1</sup>. La inflación sin alimentos prosiguió su descenso, al pasar del 3,48% en diciembre de 2018 al 3,14% en febrero. Igualmente lo hizo la variación anual de precios de transables, que cayó del 1,09% al 0,80%, confirmando que el traspaso de la depreciación de la tasa de cambio a los precios ha sido limitado. La inflación anual de no transables también registró un nuevo descenso al pasar del 3,79% en diciembre al 3,38% en febrero. Inclusive, la inflación de regulados, que en 2018 alcanzó un pico del 6,37%, se redujo al 5,72% anual en febrero. La variación anual de precios de alimentos aumentó del 2,43% en diciembre al 2,84% en febrero. Sin embargo, este fue un incremento moderado y acorde con lo esperado. Finalmente, en febrero el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica se situó en 2,81% anual, cifra por debajo de 3%. Todos los indicadores de inflación básica disminuyeron, a excepción del núcleo 20.

La encuesta mensual sobre expectativas, aplicada por el Banco de la República a analistas del sistema financiero, mostró una reducción de las expectativas de inflación para finales de 2019, desde un 3,41% estimado en la encuesta de febrero hasta un 3,23% en la de marzo. Esta revisión incorporó el dato de inflación observado en febrero, el cual indicó que algunos riesgos inflacionarios considerados a comienzos de año, tales como el incremento de 6% en el salario mínimo, el temor a un traspaso de la depreciación a los precios, la alta inflación de los bienes regulados, y el fenómeno de El Niño, no se materializaron. Las menores expectativas de inflación añaden un importante elemento a favor de la estabilidad de precios. Los pronósticos del equipo técnico sobre el comportamiento de la inflación para lo que resta de 2019 y 2020 consideran escenarios de riesgo que la JDBR monitorea hacia adelante. El primero contempla una senda de inflación de regulados que podría mantenerse por encima del 5% en el horizonte de pronóstico. Ello produciría presiones al alza sobre la inflación observada y sus expectativas, que podría requerir una revisión oportuna de la postura de política monetaria. A pesar de ello, las presiones alcistas sobre los precios al consumidor serían moderadas, por lo que en este escenario la inflación a finales de 2019 registraría un nivel similar al observado en 2018. Un segundo escenario considera condiciones financieras externas e internas más favorables, las cuales reducen las primas de riesgo y llevarían a una senda de tasa de cambio un poco menor. En este caso, la variación anual de precios de bienes transables sería más baja, lo que permitiría que la inflación de finales de 2019 se situaría alrededor del 3,05%.

---

1 A partir de 2019 el DANE introdujo una nueva canasta del índice de precios al consumidor. No obstante, para facilitar la comparación con 2018, aquí nos referimos a la canasta y clasificación anterior.

### Contexto externo

Durante 2018 las condiciones externas fueron favorables para la economía colombiana. La economía mundial creció 3,1% según el Fondo Monetario Internacional (FMI), lo que se reflejó en una mejora de los términos de intercambio y una mayor demanda de exportaciones. El crecimiento global fue liderado por el dinamismo de la economía de los Estados Unidos (2,9%), impulsada por el estímulo fiscal y su consumo privado, y por la expansión de la economía china (6,6%). Las economías emergentes y en desarrollo alcanzaron en promedio un crecimiento de 4,2%, mientras que Latinoamérica y el Caribe se expandieron en conjunto 0,6%, lo que los situó como una de las regiones de menor dinamismo económico. Sin embargo, los socios comerciales de Colombia mostraron un crecimiento del 2,5% en 2018, el mismo que se había registrado en 2017.

El precio del petróleo presentó un notable repunte que se prolongó hasta la primera semana de octubre, cuando alcanzó un pico de USD86 el barril para la referencia Brent. Como resultado, el precio promedio del crudo para el período enero-octubre se ubicó en USD73,4 por barril, por encima del pronóstico inicial de USD62 por barril para el promedio de todo el año. Gracias a ello, el valor de las exportaciones de petróleo para el acumulado enero-octubre se incrementó a una tasa del 28,9% anual. Este buen dinamismo comenzó a revertirse durante el último trimestre del año, a medida que los precios del petróleo descendieron debido al incremento de la producción de crudo en los Estados Unidos, Arabia Saudita y Rusia, y a la flexibilización de las sanciones a las exportaciones de Irán. Así, el crecimiento de las exportaciones de petróleo para todo 2018 terminó siendo un poco menor (24,1%) de la observada hasta octubre. Las exportaciones totales tuvieron un ciclo similar, y para fines de 2018 crecieron un 10,4%.

Durante el último trimestre de 2018, las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y China, junto con el freno a los estímulos fiscales y monetarios en las economías avanzadas, exacerbaban las preocupaciones sobre la duración de la expansión global y, con ello, afectaron la percepción de riesgo de los inversionistas internacionales. Esto se reflejó en un incremento de los indicadores de volatilidad financiera internacional y en caídas generalizadas en las bolsas de valores. No obstante, los anuncios de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) a finales de 2018 tranquilizaron los mercados, al sugerir que las condiciones de liquidez internacional seguirán siendo amplias. Esto permitió cierta reducción de las primas de riesgo y la recuperación de otros indicadores, incluidos los índices accionarios. En el caso de algunas economías emergentes, incluyendo la colombiana, los mensajes de la Fed contribuyeron a una leve apreciación de sus monedas, luego de la importante depreciación que se observó en el último trimestre del año pasado.

A pesar de retornar a la calma, la economía global continúa enfrentada a riesgos importantes relacionados con los efectos negativos de los aumentos de aranceles por parte los Estados Unidos y China, los cuales podrían incidir en una reducción del volumen de comercio mundial. Aparte del recrudecimiento de las tensiones comerciales, otros factores podrían provocar un deterioro aún mayor de la percepción del riesgo. Entre ellos cabe mencionar los altos niveles de endeudamiento de los Estados Unidos, China y otras economías avanzadas y emergentes; la incertidumbre frente al *brexit*, y una desaceleración más fuerte de lo previsto en China.

Igualmente, en el caso de Italia, las preocupaciones en torno a los riesgos soberanos y financieros han constituido un lastre para la demanda interna, mientras que para Turquía y Argentina se proyectan nuevas contracciones de sus economías.

En este contexto, a mediados de enero el FMI revisó a la baja los pronósticos de crecimiento mundial, a 3,0% para 2019 y 2,9% para 2020. Para América Latina, el Banco Mundial estima que la actividad económica continuará recuperándose, pero a un ritmo más lento del que estaba previsto, ya que alcanzaría un 1,7% en 2019 y un 2,4% en 2020. Desde el punto de vista de Colombia, estas contingencias externas podrían significar un menor crecimiento promedio de sus socios comerciales, un descenso del precio del petróleo y de otras materias primas exportadas por el país, y un incremento de las primas de riesgo soberano. Esto generaría presiones a la depreciación del tipo de cambio que, de trasladarse a los precios de los bienes transables y materias primas importadas, produciría presiones inflacionarias. En sentido contrario, condiciones financieras más laxas y de verificarse los menores aumentos de las tasas de interés en los Estados Unidos, posibilitarían que la liquidez internacional siga siendo amplia, lo cual impulsaría mayores flujos de capital hacia el país.

Los riesgos que para la economía colombiana produciría un deterioro en el desempeño de la economía mundial renuevan la necesidad de evaluar la situación del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, así como su financiamiento, dada la vulnerabilidad del país en ese frente. Este informe contribuye a ese análisis, al reportar los resultados de la balanza de pagos para 2018, presentar sus pronósticos para 2019.

Luego del choque petrolero, la economía colombiana experimentó un drástico deterioro en su cuenta corriente de la balanza de pagos, al pasar de un déficit del 5,2% del PIB en 2014 al 6,3% del PIB en 2015. La fuerte ampliación del desequilibrio externo obedeció a la reducción del valor de las exportaciones de origen minero y petrolero, y en menor medida de las industriales, como resultado de la drástica caída de los precios internacionales del petróleo y de otros bienes básicos, y por el débil crecimiento de los socios comerciales del país, que contrajo la demanda de nuestras exportaciones. Posteriormente, en 2016 y 2017 el desequilibrio externo tuvo una corrección considerable, al alcanzarse un déficit de la cuenta corriente de 4,2% y 3,3% del PIB. En un principio esta corrección se produjo por una caída significativa de las importaciones y de las utilidades obtenidas por las empresas petroleras con capital extranjero. Este patrón de ajuste cambió en 2017, como respuesta a un repunte de las exportaciones y otros ingresos externos que superó el incremento de las importaciones. Esta forma de ajuste se consideraba más favorable para la recuperación de la actividad económica, como en su momento se indicó en el *Informe al Congreso* pasado.

En 2018 se produjo un retroceso en el ajuste del desbalance externo, al registrarse un déficit de la cuenta corriente de 3,8% del PIB, mayor en 0,5 pp al observado un año atrás. En términos absolutos dicho déficit ascendió a USD 12.661 millones (m), superior en USD 2.364 m al registrado en 2017. Este deterioro obedeció a una aceleración en el ritmo de crecimiento de los egresos corrientes, en contraste con la desaceleración de los ingresos. El incremento de los egresos externos se explicó por un aumento de las importaciones, principalmente de materias primas y bienes de capital, el cual superó el aumento de las exportaciones. Como resultado, el

déficit de la balanza comercial de bienes se amplió en USD 745 m. A esto se sumó las mayores utilidades de las empresas con inversión extranjera directa (IED) en Colombia, principalmente de aquellas que operan en las actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones; explotación petrolera; de minas y canteras, y de comercio, restaurantes y hoteles.

Para 2019 el equipo técnico del Banco pronostica que el déficit de la cuenta corriente continuaría ampliándose hasta un nivel que podría superar el 4,0% del PIB. Esto se explica por los menores precios que en promedio se prevén para el petróleo y el carbón, y por la moderación del crecimiento de las ventas externas de bienes industriales (que en 2018 crecieron 6,3%), en un contexto de lento crecimiento de los socios comerciales y de una menor dinámica del comercio mundial. Adicionalmente, se espera que las importaciones de bienes continúen en expansión, lo cual es coherente con los pronósticos de un mayor dinamismo de la demanda interna y recuperación de la inversión privada. Por otra parte, el incremento de las exportaciones de servicios, junto con la menor remisión de utilidades de las empresas petroleras con capital extranjero, contribuirían a evitar un mayor desbalance externo.

En el corto plazo un déficit en la cuenta corriente que sea financiable, como en el caso de Colombia, no debe ser motivo de alarma. En 2018, por ejemplo, la cuenta financiera de la balanza de pagos registró entradas netas de capital por USD 11.981 m (3,6% del PIB), que se originaron en IED (USD 11.010 m), en el desembolso neto de préstamos y otros créditos externos (USD 8.784 m) y en la inversión de portafolio en el mercado local (USD 2.706 m). Estos ingresos fueron compensados parcialmente por los pagos netos por concepto de títulos de deuda emitidos en los mercados internacionales (USD 2.357 m). Por su parte, el flujo de inversión directa colombiana en el exterior ascendió a USD 5.122 m, efectuado en su mayoría por empresas del sector financiero y manufacturero. Adicionalmente, las salidas de capital colombiano por concepto de inversión de cartera totalizaron USD 1.571 m, de las cuales USD 1.241 m fueron realizadas por empresas del sector público y USD 330 m del sector privado.

Para 2019, a pesar del incremento previsto del déficit de la cuenta corriente, las proyecciones de la balanza de pagos tampoco identifican restricciones para su financiamiento. No obstante, aunque para Colombia no se anticipen dificultades de financiamiento externo en el corto plazo, no sería prudente mantener una dependencia excesiva de los pasivos externos del país para financiar faltantes de ahorro interno, pues ello podría llevarlos a un punto riesgoso. Por esa razón, sería deseable que en el mediano plazo el país redujera su déficit de la cuenta corriente a un rango entre 2,5% y 3,0% del PIB, el cual se considera sostenible, según los análisis del equipo técnico.

Para ello sería necesario lograr un mayor dinamismo y diversificación de las exportaciones, que por mucho tiempo han estado concentradas en el sector de recursos naturales, principalmente petróleo. Un ajuste externo que comprima las compras externas no sería adecuado, pues el país requiere continuar importando materias primas y bienes de capital para consolidar su recuperación. Por eso es importante identificar nuevas fuentes de exportación en el sector industrial, agrícola y de servicios. Este es uno de los temas que hace parte de la agenda de investigación del Banco de la República.

Ante el contexto externo descrito, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) consideró conveniente revisar los criterios de evaluación del nivel adecuado de reservas internacionales, para tener en cuenta la estructura de financiamiento de la economía. Este último criterio ha ganado relevancia, debido a que la participación de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública en Colombia comenzó a incrementarse desde 2011 y se aceleró a partir de 2014 hasta alcanzar un 25% en 2018. Adicionalmente, se buscó dar más énfasis a las medidas de cobertura de liquidez que estiman el nivel de reservas que se necesitaría para absorber un choque temporal, que reduzca las fuentes de financiamiento externo y permita soportar posibles salidas de capital. En estos ejercicios, además del nivel actual de reservas, se consideró la línea de crédito flexible (LCF) con el FMI y su posible reducción, luego de su vencimiento en mayo de 2020.

Esto último impulsó la decisión de la JDBR de iniciar un programa de acumulación de reservas internacionales. Tal programa no interfiere con la postura de política monetaria, en la medida en que el Banco de la República utiliza los instrumentos necesarios para asegurar que la tasa de interés de corto plazo de la economía sea consistente con la tasa de intervención decidida por la JDBR.

Cabe resaltar que el programa tampoco persigue ningún objetivo de tipo de cambio. Por esta razón, se consideró que el mecanismo más adecuado para realizar la acumulación de reservas era el de intervenir en el mercado cambiario por medio de subastas de opciones *put*. Estas opciones generalmente tienen vencimiento a un mes, el precio del ejercicio es igual a la tasa de cambio representativa de mercado (TRM) y se negocian con los intermediarios del mercado cambiario autorizados para tal fin. La condición del ejercicio es que la TRM se encuentre por debajo de su promedio de los últimos veinte días hábiles. Así se evita que el Banco de la República compre dólares cuando el peso colombiano se esté depreciando frente a su promedio de los últimos veinte días. Las subastas se han realizado mensualmente y su monto se ha anunciado en el momento en que se realiza su convocatoria. Este mecanismo ha sido utilizado en el pasado por el Banco de la República con propósitos similares. Al 21 de marzo de 2019 se habían acumulado USD 1.539,9 millones mediante este mecanismo. Como herramienta complementaria, en febrero pasado el Banco de la República compró USD 1.000 m del portafolio en dólares del Gobierno Nacional.

Con el contexto económico descrito, en sus sesiones de enero y abril de 2018 la JDBR decidió hacer dos recortes de 25 pb cada uno en la tasa de política, los cuales la condujeron a un nivel de 4,25%, donde ha permanecido desde entonces. De esta manera, en marzo de 2019 la JDBR completó once meses sin modificar su tasa de referencia, manteniendo un nivel ligeramente expansionista. Cabe recordar que la reducción gradual de la tasa de interés de política se inició en diciembre de 2016, desde un pico de 7,75%. Debido al rezago con el que actúa la política monetaria, buena parte del recorte acumulado de 350 pb se transmitió a las tasas de interés del mercado en el transcurso de 2018, lo que ofreció un estímulo importante al crecimiento económico.