

Introducción

Las cifras para 2017 y comienzos de 2018 indican que la economía colombiana está culminando el proceso de ajuste requerido ante la secuencia de choques de los últimos años que afectaron su desempeño macroeconómico. El primer choque, y sin duda el más severo, fue la caída del precio del petróleo a partir del segundo semestre de 2014, lo que produjo un fuerte deterioro de los términos de intercambio, con importantes consecuencias en el crecimiento económico y en los equilibrios externo e interno. Posteriormente, el fenómeno de El Niño a partir de finales de 2015 provocó un alza significativa en los precios de los alimentos, la cual presionó la inflación al consumidor. De igual modo, el desplome en la actividad económica de nuestros principales socios comerciales en la región, afectados también por el choque petrolero o por la caída en el precio de otros bienes básicos (como el cobre), debilitaron la demanda de nuestras exportaciones no tradicionales. Finalmente, la reforma tributaria de 2016, como medida necesaria para la sostenibilidad fiscal, cuyo principal componente fue el incremento del IVA, redujo el ingreso disponible de los hogares, y con ello transitoriamente el crecimiento del consumo.

Los numerosos efectos sobre la economía colombiana de esta secuencia de choques han sido analizados con detenimiento en los anteriores *Informes al Congreso*. Este *Informe* quiere resaltar aspectos diferentes. En primera instancia, la capacidad de la economía para ajustarse sin mayores sobresaltos y evitando situaciones de crisis. En segundo término, el cambio de tendencia de los choques, algunos de los cuales ya desaparecieron y otros continúan perdiendo fuerza.

Quizá la cifra que mejor revela el ajuste macroeconómico es el déficit de la cuenta corriente, que para 2017 fue de USD 10.359 millones (-3,3% del PIB), inferior incluso al déficit registrado en 2013 (USD 12.722 millones; -3,4% del PIB), que fue el último año de elevados precios del petróleo. La magnitud de este ajuste se aprecia mejor cuando se recuerda que en 2015 la cuenta corriente registró un déficit de -6,4% del PIB, el cual se redujo a -4,4% del PIB en 2016. Esto, como resultado de una caída de los egresos externos muy superior a la de los ingresos externos, debido al estancamiento de la demanda interna y a la depreciación de la tasa de cambio. Este desbalance externo continuó corrigiéndose en 2017, pero con la diferencia de que en este último año el ajuste estuvo explicado ya no por la disminución de los egresos, sino por la recuperación de los ingresos externos, que permitió más que compensar el crecimiento de las importaciones y de los egresos por renta factorial.

Una segunda variable que revela el alcance del ajuste es el comportamiento de la inflación. A finales de 2017 la inflación anual al consumidor se situó en 4,09% y al inicio de 2018 continuó descendiendo, al registrar en febrero un nivel de 3,37%, acercándose así a la meta del 3%. El descenso de la inflación ha sido rápido, si se recuerda que menos de dos años atrás, en julio de 2016, alcanzó un pico de 8,97% anual, su nivel más alto desde el año 2000. Varios factores contribuyeron a esta significativa reducción de la inflación, como lo fueron la normalización de las condiciones climáticas y el fin del traspaso de la depreciación de la tasa de cambio a los precios de la economía, en particular a los bienes transables y el propio debilitamiento de la demanda agregada. Adicionalmente, la oportuna reacción de la política monetaria, como se anotará más adelante, fue otro factor que desempeñó un papel crucial, al revertir el incremento de las expectativas de inflación, que amenazaban con darle persistencia a los choques de precios de carácter transitorio.

Otro ingrediente importante del ajuste macroeconómico ha sido el manejo de las finanzas del Gobierno Nacional. Como es bien conocido, el choque petrolero afectó significativamente el balance fiscal del Gobierno, si se tiene en cuenta que las rentas petroleras alcanzaban en 2013 el equivalente a 3,3% del PIB, lo que aportaba el 19,5% de los ingresos totales de la nación. Para 2016 tales rentas habían desaparecido. Entre esos años el déficit del Gobierno aumentó de 2,4% a 4,0% del PIB, es decir 1,6% del PIB, sólo la mitad de la caída de los ingresos petroleros. Ello fue posible gracias a la reforma tributaria de 2014 y al comportamiento del gasto, el cual permaneció constante a un nivel de 19% del PIB. La nueva reforma tributaria que entró en vigencia a partir de 2017 permitió retomar una senda de ajuste del déficit, al reducirse de 4,0% en 2016 a 3,6% en 2017. Según el Plan Financiero del Gobierno, este ajuste continuará en 2018 cuando se proyecta alcanzar un déficit de 3,1% del PIB. Debe anotarse que en el transcurso de estos años, el balance estructural –que descuenta el componente cíclico del déficit- ha cumplido con los límites establecidos por la regla fiscal.

Varios factores que afectaron a la economía empiezan a revertirse. En primer lugar, el entorno internacional para Colombia viene mejorando, a medida que se observa un mayor dinamismo de las economías desarrolladas y varios países latinoamericanos. También se prevé una recuperación de los términos de intercambio gracias al incremento en los precios del petróleo y los de otras materias primas exportadas por el país. A nivel interno se espera un impulso proveniente de la inversión en obras civiles y del incremento en las actividades de exploración y explotación de crudo como respuesta a sus mejores precios. Las reducciones recientes de la tasa de interés de intervención por parte del Banco de la República deberán contribuir en la misma dirección, en la medida en que logren estimular el consumo y la inversión. En este contexto, se espera que la actividad económica empiece a repuntar, como lo advierten los pronósticos del equipo técnico del Banco, el Gobierno y el Fondo Monetario Internacional (FMI), que coinciden en estimar un crecimiento del PIB de 2,7% para el presente año, frente a la expansión de 1,8% registrada en 2017.

De esta manera, todo hace prever que en 2018 la economía colombiana terminará de cerrar una fase de ajuste luego de un choque negativo y se aproximará a su equilibrio de largo plazo caracterizado por una tasa de inflación en la meta y un

déficit de la cuenta corriente sostenible, mientras que el crecimiento se acercará a su potencial. A pesar de esto, aún subsisten efectos rezagados del choque a los términos de intercambio, como sucede con la inversión, cuyo crecimiento se redujo durante el proceso de ajuste y en 2017 continuó siendo bajo. El tema revisa particular interés, porque un lento ritmo de la inversión limita el crecimiento potencial, y con ello las posibilidades de crecimiento de largo plazo, lo cual no podría ser mejorado con políticas contracíclicas.

El *Informe* incluye un recuadro que describe los canales por los cuales un choque a los términos de intercambio impacta a la inversión e identifica los tipos de inversión que han sido más afectados. Allí se muestra que la desaceleración de la economía genera situaciones que retroalimentan la caída de la inversión, tales como la pérdida de confianza y el deterioro de las expectativas de crecimiento, las mayores limitaciones presupuestales para la inversión pública y el endurecimiento de las condiciones crediticias. A esto se agrega el encarecimiento de los bienes de capital importado, debido a la devaluación del peso y la caída de las utilidades de las empresas petroleras y mineras. Como era de esperar, la inversión en el sector minero y aquella que depende de bienes de capital importado, como maquinaria industrial y equipo de transporte, han sido las más afectadas. En contraste, la inversión en obras civiles y en vivienda y edificaciones (hasta 2016) han tenido un mejor desempeño, gracias en parte a los programas de infraestructura y a los subsidios a la tasa de interés para la compra de vivienda. Para 2018 se espera que la mejora de los términos de intercambio, las mayores utilidades del sector petrolero y los avances en los programas de infraestructura se reflejen en un mayor dinamismo de la inversión.

Como parte del proceso de ajuste, el crecimiento económico se desaceleró, al igual que ocurrió en otros países exportadores de bienes básicos afectados por choques similares. No obstante, esta desaceleración ha sido moderada, si se considera la magnitud de los choques recibidos. De esta manera, la economía colombiana ha demostrado una vez más su resiliencia, como ya lo había hecho luego de la crisis financiera internacional de 2009 que también afectó su desempeño macroeconómico. Sin embargo, a diferencia de ese choque, que fue fuerte, pero transitorio, en esta ocasión el ajuste de la economía ha resultado ser más prolongado, dada la persistencia del choque a los términos de intercambio y su interacción con los demás choques que se fueron sucediendo. A pesar de ello, el acceso al financiamiento externo y los buenos fundamentos macroeconómicos contribuyeron a lograr un ajuste ordenado y a amortiguar sus efectos. Dentro de dichos fundamentos se destacan la flexibilidad cambiaria, la regla fiscal, la solidez del sistema financiero, el alto nivel de reservas internacionales, y el desmonte de los impuestos a la nómina.

La política monetaria, en el marco del esquema de inflación objetivo, ha desempeñado un papel fundamental en todo el proceso de ajuste. En retrospectiva, el manejo de la tasa de interés de intervención cumplió un 'ciclo dentro del ciclo'. Luego de iniciarse el choque a los términos de intercambio hacia julio de 2014, la tasa de interés permaneció inalterada en un nivel de 4,5% por algo más de un año. Ello podría parecer paradójico ante las presiones inflacionarias que comenzaban a surgir como resultado del traspaso de la devaluación a los precios de los bienes transables y, posteriormente, por el incremento en los precios de los alimentos

que empezaban a ser afectados por el fenómeno de El Niño. No obstante, ambas presiones fueron consideradas de carácter transitorio, como resultado de choques de oferta. Un incremento de la tasa de interés en aquel momento habría acentuado la desaceleración del crecimiento sin lograr impedir el incremento de precios. Fue solo cuando se obtuvo evidencia de que las expectativas de inflación empezaban a desanclarse, que la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió iniciar, en septiembre de 2015, un incremento paulatino de la tasa de interés de intervención, hasta llevarla a un nivel de 7,75% en julio de 2016. Haber tolerado un aumento descontrolado de las expectativas de inflación habría reforzado los mecanismos de indexación de precios y salarios, y con ello la inercia inflacionaria. La evidencia muestra que las expectativas de inflación nunca superaron el 5%, a pesar de que la inflación alcanzó un pico de 8,97% en julio de 2016.

A partir de diciembre de 2016, cuando se observó que las expectativas de inflación habían cedido y que los efectos del traspaso de la devaluación a los precios de bienes transables y del fenómeno de El Niño sobre los precios de los alimentos se estaban debilitando, la JDBR decidió iniciar una reducción progresiva de la tasa de interés de política, que hasta enero de 2018 acumulaba una disminución de 325 puntos básicos (pb). Con esto, se completó el ciclo de aumento y reducción de la tasa de interés en medio del proceso de ajuste.

El incremento de la tasa de interés de intervención antes reseñado moderó el crecimiento de la demanda interna y contuvo las expectativas de inflación, atenuando con ello la inercia inflacionaria durante 2017. A ello se sumó la relativa estabilidad del peso y la normalización de los precios de los alimentos una vez desaparecieron los efectos del fenómeno de El Niño y del paro camionero de junio y julio de 2016. Posteriormente, la reducción de tasas se logró hacer sin que ello interrumpiera el proceso de convergencia de la inflación hacia su meta ni el ajuste requerido de las expectativas de inflación, aún a pesar de las presiones alcistas que resultaron del aumento del impuesto al valor agregado (IVA) y otros impuestos indirectos a comienzos de 2017. En la actualidad, la postura de la política monetaria es moderadamente expansionista, puesto que la tasa de interés real de política se encuentra por debajo de la tasa de interés neutral. Ello permitirá ofrecer un estímulo a la actividad económica que se irá haciendo más visible en los próximos meses, a medida que se terminen de transmitir las recientes rebajas de la tasa de política a la economía en su conjunto.

Como ya se anotó, la inflación de precios al consumidor a finales de febrero registró una tasa de variación anual de 3,37%. Esto muestra un descenso importante durante los primeros dos meses del año frente a la inflación de 4,09% registrada a finales de 2017. Buena parte de esta disminución obedeció a la desaparición del efecto estadístico del aumento del IVA y otros impuestos indirectos, que entraron en vigencia un año atrás. Adicionalmente, a comienzos de año se revirtieron ciertos aumentos puntuales de precios que se presentaron a finales de 2017. Por su parte, la inflación de alimentos continuó reduciéndose a un nivel de 0,94% anual, en tanto que la inflación de transables (sin alimentos) se situó en 3,11% anual. Estos indicadores confirman que la convergencia de la inflación hacia la meta del 3% viene adquiriendo mayor fuerza.

No obstante, aún es posible identificar la existencia de mecanismos que podrían mantener cierta inercia inflacionaria, haciendo retrasar en alguna medida el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta. Tal es el caso de los bienes no transables (sin alimentos), que a finales de febrero registraron una inflación de 5,14% anual como reflejo del incremento del salario mínimo (5,9% para 2018), que presiona al alza los precios de servicios intensivos en trabajo, como salud y educación. Igualmente, el aumento reciente del precio internacional del petróleo, ha inducido alzas en los precios de los combustibles, lo que explica en parte la elevada inflación de regulados de 6,14% anual en febrero. También, subsisten presiones provenientes de las expectativas de inflación, que según encuestas recientes se ubicaban en un rango de 3,3% a 3,6% para diferentes plazos. Finalmente, no deben descartarse posibles repuntes en los precios de los alimentos hacia la segunda mitad de 2018, bien sea por menores siembras o por el efecto de cambios climáticos.

Lo anterior indica que aún a pesar del importante avance observado en la convergencia de la inflación hacia la meta y de la normalización de los precios de los alimentos y bienes transables, es indispensable ser prudente con la política monetaria, a fin de continuar ofreciendo un estímulo a la recuperación de la actividad económica sin comprometer el cumplimiento del objetivo de inflación.

En cuanto al mercado laboral, sobresale el comportamiento de la tasa de desempleo nacional, cuyo nivel se mantuvo relativamente estable (principalmente hasta finales de 2016), a pesar de la desaceleración observada en el crecimiento del PIB. Lo anterior fue examinado en un recuadro del *Informe* de julio de 2017, donde se concluía que la caída en la participación laboral, especialmente en las trece principales ciudades, era la explicación de este suceso. Esto comenzó a cambiar durante el año anterior, cuando se observó un incremento de la tasa de desempleo nacional desde 9,1% en diciembre de 2016 a 9,5% en el mismo mes de 2017. Ello fue consecuencia de un deterioro de la tasa de ocupación (TO), que no logró ser compensado por la caída de la tasa global de participación (TGP). Algo similar ocurrió en las trece principales ciudades.

La tasa de desempleo nacional es sustancialmente inferior de la que se observa para las trece (o incluso veintitrés) ciudades principales del país. La explicación de ello reside en el bajo desempleo registrado por el DANE para el área rural. Así, por ejemplo, para el trimestre móvil noviembre de 2017 a enero de 2018 la tasa de desempleo en las trece ciudades fue de 10,9%, mientras que para el área rural fue de 5,4%. Para comprender este comportamiento en el presente *Informe* se incluye un recuadro que examina la dinámica del empleo agrícola y la compara con el comportamiento del mercado laboral en las áreas urbanas. Allí se resalta el dinamismo observado en 2017 del empleo agrícola localizado principalmente en las “otras cabeceras” y el área rural (con 182 mil nuevos ocupados), que coloca a la agricultura como la rama de actividad que más generó empleos en el nivel nacional durante el último año.

El escenario central de proyección para 2018 elaborado por el equipo técnico confirma que la economía se estaría aproximando hacia el final del proceso de ajuste. Como se anotó, para este año se estima un crecimiento del PIB de 2,7%, el cual se corroboró recientemente luego de examinar los indicadores de actividad económica para los dos primeros meses del año. En cuanto a la inflación,

se espera que continúe convergiendo hacia la meta del 3%, como lo ha venido haciendo al inicio del presente año. Finalmente, el déficit de la cuenta corriente seguirá acercándose al 3%, luego del buen registro observado a finales de 2017. Estos pronósticos están sujetos a riesgos que se contemplan en escenarios alternativos, los cuales consideran cambios en las condiciones externas, en la trayectoria de la demanda interna, en presiones imprevistas provenientes de los precios de los alimentos, u otros componentes del índice de precios al consumidor. En sus informes periódicos de inflación, el Banco de la República mantendrá informando al país sobre el comportamiento de estas variables.

El diagnóstico detallado en hechos y cifras que contiene este *Informe* sobre la situación de la economía colombiana y el manejo de la política monetaria, no solo cumple la función de mecanismo de rendición de cuentas de la JDBR al Honorable Congreso, sino que también ofrece a la opinión pública y a los analistas externos un importante documento de estudio que permite comprender los avances en el ajuste económico y el trabajo que aún falta por hacer.