

Introducción

En un entorno de mayores restricciones al comercio mundial y de deterioro de la confianza global, el crecimiento económico para el primer trimestre del año de varias economías emergentes, incluida Colombia, resultó menor que el estimado, y los pronósticos para todo 2019 se redujeron. En los primeros tres meses del año la economía colombiana se desaceleró y creció menos que lo previsto, hecho explicado, principalmente, por un consumo público más débil que el estimado y una caída no anticipada en el rubro de inversión de vivienda.

Para el tercer trimestre y lo que resta del año se espera que los anteriores ítems registren un mejor desempeño; que el consumo privado mantenga su buena dinámica; que la inversión se acelere, y que las exportaciones netas resten al crecimiento. Según los pronósticos del equipo técnico, en 2019 la economía crecería alrededor del 3,0% (en lugar del 3,5% estimado un trimestre atrás). La mayor dinámica de la demanda interna frente al producto se vería reflejada en un déficit más amplio de la cuenta corriente.

En materia de precios, en el primer semestre de 2019 la inflación estuvo cerca a la meta del 3%, pero con una tendencia creciente debido a algunos choques de oferta que la afectaron. Entre ellos se destaca la presencia de un fenómeno de El Niño de intensidad moderada, que incrementó los precios de los alimentos, y los mayores ajustes en los precios de los licores debido al aumento del impuesto *ad valorem*. El promedio de las medidas de inflación básica se mantuvo por debajo del 3%. Se espera que el mayor impacto de los anteriores choques sobre los precios se registre hasta el tercer trimestre de 2019, y que a finales de año la inflación retorne con su convergencia al 3%.

El anterior contexto macroeconómico, de excesos de capacidad instalada de la economía, junto con una inflación que se alejaría de forma transitoria de la meta del 3%, ha permitido mantener una postura de la política monetaria en terreno levemente expansivo. Esta se ha reflejado en unas tasas de interés de los créditos que, en términos reales, se mantiene por debajo de sus promedios históricos.

El presente *Informe al Congreso* expone la visión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) sobre la coyuntura económica actual y sus perspectivas en el corto y mediano plazos. Igualmente, informa sobre la gestión de las reservas internacionales y la situación financiera del Banco de la República. El último capítulo analiza los medios de pago en la economía colombiana.

Contexto externo

El análisis del contexto internacional que se presenta en el primer capítulo del informe es uno de los elementos fundamentales para evaluar las perspectivas de la economía colombiana. Lo primero a destacar es el reciente consenso de los diversos organismos multilaterales sobre una visión más conservadora del desempeño de la economía global durante el presente año. Así, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y las Naciones Unidas pronostican que la economía mundial se expandiría entre 2,6% y 2,7% en 2019 (medido a precios de mercado). Esto significa 30 puntos básicos (pb) por debajo de lo que contemplaban inicialmente. Estas menores perspectivas obedecen a la incertidumbre que ha generado las políticas proteccionistas de los Estados Unidos hacia China y otros países, lo cual ya empieza a afectar los volúmenes de comercio mundial. Igualmente, el elevado apalancamiento de la economía china, las tensiones geopolíticas y el futuro del *brexit* han aumentado los riesgos sobre la economía mundial, produciendo volatilidad en los mercados financieros.

El desempeño de las economías emergentes se verá afectado por la desaceleración del crecimiento de las economías avanzadas mediante el debilitamiento de la demanda externa y de los menores precios de los bienes básicos exportados por estas economías. En este contexto, las perspectivas de crecimiento para Latinoamérica y el Caribe también han disminuido. Por ejemplo, el FMI, en su más reciente actualización (julio de 2019) del documento sobre *Perspectivas de la Economía Mundial*, pronostica un crecimiento de 0,6% para esta región en 2019, mientras que hace un año estimaba una expansión de 2,8% (incluyendo Venezuela).

Sobre esta base, el equipo técnico del Banco de la República redujo el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales de Colombia en 2019 de 2,2% a 1,8%, lo que significa una expansión inferior al 2,4% que alcanzaron los socios comerciales del país en 2018. La menor demanda externa para las exportaciones colombianas podría afectar los términos de intercambio del país. En particular, un menor crecimiento mundial podría debilitar la demanda de petróleo y reducir su precio. Así se deduce de la información del mercado de futuros que sugiere menores niveles de precios del crudo en los próximos trimestres. No obstante, la incertidumbre sobre esas previsiones es alta, y se espera que la continuidad del acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de mantener las cuotas de producción, compense parcialmente el efecto sobre los precios del petróleo que pueda tener el debilitamiento de la economía mundial.

Las perspectivas de desaceleración de la actividad económica mundial han llevado a los bancos centrales de las economías avanzadas a señalar una pausa en su proceso de normalización monetaria, e incluso recientemente a manifestar la posibilidad de emprender una política monetaria aún más expansiva. En el caso de los Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) ha mantenido inalterada su tasa de interés desde su aumento en diciembre, y en marzo afirmó que el proceso de reducción de activos en su hoja de balance finalizaría en septiembre. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) ha anunciado que no anticipa aumentos en su tasa de interés de intervención en lo que resta de 2019 y el Banco de Japón afirmó que mantendrá las tasas de interés inalteradas al menos hasta mediados de 2020.

Estos mensajes han influenciado las expectativas de los agentes sobre la postura de la política monetaria de los países desarrollados. En los Estados Unidos, por ejemplo, los inversionistas anticipan reducciones en la tasa de intervención de la Fed en lo que resta de este año. La posibilidad de un relajamiento de las condiciones financieras internacionales se ha reflejado en una disminución de las tasas de interés de largo plazo de los bonos soberanos de las principales economías avanzadas. Si bien una parte de esa reducción responde a las expectativas de una política monetaria más holgada, otra parte puede estar vinculada a la búsqueda de activos refugio por parte de inversionistas internacionales ante la incertidumbre sobre el crecimiento global.

Las expectativas de menores tasas de interés en las economías avanzadas podrían incentivar mayores flujos de portafolio hacia economías emergentes y transmitirse parcialmente a sus mercados financieros. Este efecto podría ser atenuado por una mayor demanda de títulos soberanos de los Estados Unidos, dada la incertidumbre internacional, lo que podría ocasionar una apreciación mundial del dólar, con consecuencias sobre las tasas de cambio de economías emergentes, como ya ha venido ocurriendo en los últimos meses.

Si bien cabe esperar que las condiciones financieras más favorables contribuyan a mejorar el desempeño de la economía mundial y así ofrezcan un estímulo a las economías emergentes, los riesgos sobre el crecimiento mundial y la posibilidad de una guerra comercial podrían crear volatilidad en los mercados financieros y aumentar la aversión internacional al riesgo. Esta situación atenuaría el efecto de la pausa en el proceso de normalización monetaria que los bancos centrales de las economías desarrolladas han anunciado.

Actividad económica

El desempeño de la actividad económica en Colombia durante el primer trimestre de 2019 fue afectado por un fuerte choque a la construcción, que se contrajo a una tasa de 4,5% anual, lo cual restó dinamismo al producto interno bruto (PIB), cuyo crecimiento anual, según cifras ajustadas por estacionalidad y por efectos calendario, fue del 2,3%. Este último registro fue inferior al que se obtuvo en el último trimestre de 2018 (2,7%), y se ubicó por debajo del pronóstico del equipo técnico del Banco de la República. La caída de la construcción contrastó con la tendencia positiva que mostró esta actividad en los dos últimos trimestres del año pasado, cuando alcanzó crecimientos anuales de 4,3% y 2,5%, respectivamente. Este retroceso obedeció a la contracción de la construcción de edificaciones (-8,8%), que no logró ser compensada por el incremento de las obras civiles (4,7%) durante este período.

A excepción de la construcción, todas las demás ramas de actividad registraron crecimientos, que alcanzaron en promedio una expansión de 2,8% anual en el primer trimestre, lo que muestra el carácter relativamente aislado del choque. Entre las más dinámicas sobresalió el crecimiento de las actividades financieras y de seguros (5,5%) y de explotación de minas y canteras (4,9%). Esta última interrumpió su caída de 2018 (-0,2%), gracias al aumento en la producción de petróleo y a la menor contracción de la de carbón. Las ramas de comercio, transporte y

alojamiento (4,2%), y administración pública y defensa, educación y salud (4,0%) hicieron la mayor contribución al crecimiento de la economía en este período. La agricultura y la industria manufacturera mostraron desaceleraciones frente a sus resultados de 2018.

El análisis del PIB desde el punto de vista del gasto confirma el carácter localizado del choque a la actividad económica en estos primeros meses del año. En efecto, el consumo total, liderado por el gasto de los hogares, se expandió en el primer trimestre a una tasa anual de 4,2%, superior a la registrada en 2018 (4,0%). Sin embargo, el dinamismo del consumo total fue afectado por la desaceleración del consumo final del Gobierno, el cual creció a una tasa de 2,6% anual frente al 5,6% de 2018, como reflejo de un menor nivel de ejecución del gasto público nacional y local. Por su parte, la formación bruta de capital pasó de crecer 3,5% en 2018 a solo 0,7% anual en el primer trimestre de 2019, debido a la caída de 7,9% de la inversión en vivienda, que fue parcialmente compensada por el buen crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo (9,8%). La combinación de estos eventos llevó a una desaceleración de la demanda interna que según datos desestacionalizados registró un crecimiento de 2,7% en el primer trimestre, por debajo del 4,1% observado hacia finales del año pasado y del 3,9% del agregado de 2018. Finalmente, las exportaciones netas restaron dinamismo al PIB, debido a que el crecimiento de las exportaciones totales fue más lento que el de las importaciones (1,1% vs. 13,9%).

Algunos análisis recientes coinciden en señalar que la contracción de la construcción de edificaciones fue motivada por el escaso dinamismo de las ventas de vivienda nueva para los segmentos distintos de la vivienda de interés social (VIS) y de interés prioritario (VIP)¹. Debido a ello, el promedio de meses de espera para la venta de una unidad de vivienda nueva se incrementó, lo que incidió en una acumulación de inventarios en los estratos de vivienda media y alta, lo cual desestimuló el lanzamiento de nuevos proyectos. En tanto se normalicen los inventarios, no se prevé una reactivación importante de este segmento de la construcción en lo que resta del año. Por el momento el estímulo a la recuperación de esta actividad provendría de la vivienda VIS y VIP gracias a los mayores recursos y programas que adelanta el Gobierno Nacional. Para 2020 se espera que finalice el ciclo bajista de la construcción de vivienda.

No obstante, otros rubros de la formación bruta de capital podrían contribuir a mejorar el desempeño de la inversión. Al respecto, la inversión en maquinaria y equipo mantendría el dinamismo que mostró en el primer trimestre. La inversión en obras civiles repuntaría con el avance de los proyectos viales de cuarta generación (4G). A esto se agregarían proyectos de iniciativa regional y local, parcialmente financiados con recursos provenientes del presupuesto bienal de regalías, que en el contexto del ciclo electoral se ejecutarían con mayor celeridad en lo que resta del año. Finalmente, tras la plena reglamentación de la Ley de Financiamien-

1 Banco de la República, informe especial de estabilidad financiera: “Análisis de la cartera y del mercado de vivienda en Colombia”, primer semestre de 2019; ANIF, “Desempeño reciente del sector de la construcción y mercado de vivienda nueva”, Reporte Anif Sector Construcción, núm. 206, junio de 2019; Corficolombiana, “Informe sectorial. Edificaciones: luz al final del túnel”, 23 de mayo de 2019.

to, cabría esperar que se profundice la buena dinámica de la inversión en bienes de capital observada durante el primer trimestre.

Adicionalmente, cabe esperar que el consumo privado mantenga un buen ritmo de expansión impulsado por la mayor capacidad de compra soportada por el mayor flujo de remesas del exterior, en un contexto de amplia disponibilidad de crédito a tasas de interés relativamente bajas y una inflación cercana a la meta. Así lo sugieren los indicadores recientes de ventas al por menor y de ventas de vehículos. No obstante, los incrementos recientes de la tasa de desempleo podrían eventualmente limitar el dinamismo del consumo privado. Por otra parte, la desaceleración del consumo público observada en el primer trimestre podría revertirse en la segunda mitad del año, como resultado de la mayor ejecución de recursos del Gobierno Central en el contexto de las metas fijadas en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP)*², y del avance o terminación de programas a cargo de las autoridades regionales y locales, como suele ocurrir al finalizar sus períodos de mandato.

El carácter aislado del choque que afectó el ritmo de actividad económica, y la eventual reversión del mismo, especialmente en el caso del consumo público y más lentamente en la construcción de vivienda, permiten esperar que en el segundo trimestre, y sobre todo en la segunda mitad del año, la economía colombiana gane dinamismo en un contexto de unas tasas de interés de política que continuarían en terreno expansivo y de una oferta de crédito amplia, factores que continuarían impulsando la demanda interna. Además, se prevé que los efectos positivos de la Ley de Financiamiento, sumados a un buen comportamiento de las obras civiles, propicien una aceleración del ritmo de crecimiento de la inversión.

Perspectivas de crecimiento

Dado el contexto interno y externo descrito, el equipo técnico del Banco de la República revisó los escenarios de pronóstico para el crecimiento de la economía colombiana en 2019. Dicho ejercicio incorporó el desfase entre el crecimiento observado del PIB durante el primer trimestre del año frente a su pronóstico para dicho período; evaluó las características específicas del choque; examinó los indicadores líderes disponibles, e incorporó el escenario de la economía mundial según lo reseñado en los párrafos anteriores. El resultado fue una reducción del pronóstico de crecimiento del PIB para 2019 desde 3,5% a 3,0%; esta proyección contempla una aceleración de la actividad económica durante el segundo semestre de 2019. La revisión de la proyección tuvo en cuenta, entre otros factores, las expectativas de un fortalecimiento de la demanda interna estimulada por una oferta de crédito amplia a tasas de interés bajas, en el marco del estímulo provisto por la política monetaria y fiscal.

2 Cabe señalar que el Plan Financiero para 2019 contempla un incremento del gasto total de 18,4% a 19,0% del PIB, lo cual es consistente con la meta del déficit de 2,4% del PIB, gracias al aumento previsto de los ingresos totales del 15,3% al 16,6% del PIB entre 2018 y 2019.

Inflación y política monetaria

En el transcurso del primer semestre la inflación al consumidor presentó una tendencia ligeramente ascendente, que a finales de junio la llevó a ubicarse en 3,43%, frente al 3,18% de diciembre pasado. Este incremento se explica, principalmente, por las alzas en los precios de los alimentos y en algunos servicios regulados, que se espera que tengan un carácter transitorio. En cuanto a la inflación básica, que descuenta en parte los choques transitorios, se redujo desde comienzos de año a niveles ligeramente inferiores a la meta y allí se mantuvo a lo largo del semestre. Así lo muestra el promedio de los cuatro indicadores³ monitoreados por el Banco de la República, el cual se situó en junio en 2,96%, cayendo desde el 3,03% de finales del año pasado.

La inflación de alimentos, que fue la subcanasta que más contribuyó al incremento de la inflación total en este período, pasó de 2,43% en diciembre a 4,46% en junio. Además del ciclo agrícola usual, la presión alcista sobre los precios de los alimentos provino del fenómeno de El Niño, a pesar de su intensidad moderada. En particular, varios alimentos perecederos y las carnes fueron afectados, con especial fuerza en la región Caribe. La adopción del impuesto plurifásico sobre las bebidas gaseosas aprobado en la Ley de Financiamiento se sumó a esta presión.

Por su parte, la inflación de regulados se redujo en algo más de un punto porcentual, al pasar de un 6,37% en diciembre al 5,33% a finales de junio. No obstante, este registro aún se mantiene en niveles altos comparado con otras subcanastas. Dentro de este grupo, los mayores ajustes han corrido por cuenta de los servicios públicos, en particular acueducto y alcantarillado, así como energía y gas.

El moderado aumento de la inflación durante la primera mitad del año, a pesar de las presiones de oferta señaladas, se explica por la existencia de factores fundamentales que contribuyeron a contener los incrementos de precios. En efecto, debido a un crecimiento económico inferior a su potencial, la economía continúa operando con excesos de capacidad productiva, lo cual reprime presiones sobre los precios asociadas con el crecimiento del gasto. Esta misma circunstancia ha contribuido a mantener las expectativas de inflación cerca de la meta y a evitar la transmisión de la depreciación del peso a los precios. Esto ha permitido que la inflación básica se haya mantenido estable en torno a la meta del 3,0%, y que la inflación de la subcanasta de no transables haya continuado descendiendo hasta situarse en 3,36% en junio. Finalmente, en el contexto de un mercado de trabajo holgado, no ha habido evidencia de presiones inflacionarias originadas en aumentos de los costos salariales.

En lo que resta del año los factores anteriores continuarán contribuyendo a moderar las presiones inflacionarias provenientes de los choques en los precios de los alimentos y los regulados. Adicionalmente, a medida que estos últimos vayan perdiendo fuerza, deberá observarse una convergencia de la inflación hacia la meta del 3,0% en 2020. No obstante, subsisten riesgos asociados con una devaluación

3 Los indicadores de inflación básica son: inflación sin alimentos; el indicador núcleo 20; el IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos, y la inflación sin alimentos ni regulados.

no prevista que pudiera presionar los precios de los bienes transables, o con la prolongación inesperada de los cierres viales que continúen afectando los precios de los alimentos en Bogotá y otras regiones del país.

En el contexto de una inflación relativamente estable y cercana a la meta, afectada solo por choques moderados y transitorios, durante el primer semestre de 2019 la JDBR mantuvo su tasa de política en el nivel de 4,25%, donde ha permanecido desde abril de 2018. Este es un nivel ligeramente expansivo que ha venido ofreciendo un estímulo prolongado a la economía. Así se observa en el comportamiento de las tasas activas y pasivas en lo corrido de este año, las cuales, a pesar de fluctuaciones normales por motivos estacionales, han permanecido en niveles bajos que estimulan la demanda de crédito, tal como se describe en el informe.

Es el caso, por ejemplo, del crecimiento de la cartera total de los establecimientos de crédito (7,1% anual a final junio), donde parece estarse consolidando la tendencia a la recuperación iniciada en el último trimestre de 2018. Por modalidad, la mejora se debe en su mayoría al comportamiento de la cartera de consumo, que durante lo corrido del año se ha acelerado de forma sostenida y a finales de junio crecía a 11,8% anual. Al mismo tiempo, la cartera hipotecaria sigue mostrando variaciones anuales superiores al 10%. Lo anterior sugiere que la demanda de crédito por parte de los hogares se ha fortalecido en comparación con lo registrado en años anteriores. Por su parte, la cartera comercial registraba a junio un crecimiento del 3,9% anual, acompañada de una relativa estabilidad en sus tasas de interés.

Empleo

En el contexto de un crecimiento económico por debajo de su potencial, y una brecha de producto que permanece en terreno negativo, durante el primer semestre de 2019 la tasa de desempleo (TD) continuó mostrando una tendencia creciente tanto nacional, como en los dominios urbano y rural, debido a una demanda laboral que siguió deteriorándose. Según la información más reciente del DANE, para el total nacional la TD pasó de 10,2% en el trimestre móvil terminado en diciembre a 10,5% en el trimestre móvil terminado en mayo. De forma similar, en las trece áreas metropolitanas, el cambio registrado fue de 11,3% a 11,5% y en las zonas rurales de 5,5% a 6,6%. Para el total nacional el aumento de la tasa de desempleo obedeció a que entre enero y mayo los ocupados tuvieron en promedio una variación anual de -0,7%, mientras que la población en edad de trabajar (PET) se expandió a un ritmo de 1,3%. Como resultado, la tasa de ocupación (TO) se redujo. El incremento de la tasa de desempleo hubiera sido mayor, de no haber sido porque la tasa global de participación (TGP) también se redujo⁴.

4 Las relaciones descritas se comprenden mejor a partir de las siguientes fórmulas:

$$TD = 1 - [Tasa\ de\ ocupación\ (TO)/tasa\ de\ participación\ (TGP)]$$

$$TO = Ocupados/población\ en\ edad\ de\ trabajar\ (PET)$$

$$TGP = Población\ económicamente\ activa/población\ en\ edad\ de\ trabajar\ (PET)$$

Por ramas de actividad, las mayores pérdidas de empleo se han producido en el sector agrícola, que representa cerca del 15% del total de ocupados del país y genera el 60% del empleo en el área rural. Este fenómeno fue originado principalmente por caídas de empleo en las subramas de cultivos transitorios y en las de cereales (sobre todo arroz) y oleaginosas, frutas y nueces. En el ámbito urbano las actividades inmobiliarias y de servicios para las empresas fueron las que más restaron al número de ocupados, especialmente por la subrama de actividades inmobiliarias. En contraste, la construcción y los servicios comunales, sociales y personales fueron las ramas de mejores registros.

Con respecto a variaciones en la calidad del empleo, las cifras a mayo para el total nacional muestran que la disminución de la ocupación es resultado de una reducción del empleo no asalariado (-5,2%) que supera la expansión del empleo asalariado (3,4%). Este comportamiento se replica en las trece áreas, para las cuales en el semestre móvil terminado en mayo el empleo asalariado tuvo una expansión anual de 0,5% y el no asalariado de -1,0%. La ligera expansión del empleo asalariado en las ciudades se debe, sobre todo, al crecimiento de la mano de obra calificada, puesto que la no calificada se contrae. Finalmente, la tasa de informalidad presenta reducciones leves en el total nacional, lo que sugiere una lenta recomposición del empleo en favor de uno de mayor calidad.

Balance externo

Como se anotó, los resultados del PIB para el primer trimestre de 2019 mostraron que la demanda externa neta (exportaciones – importaciones) restó al crecimiento de la economía, consistente con el hecho de que la demanda interna creció 2,7%, pero el PIB solo lo hizo al 2,3% (según cifras desestacionalizadas). Es importante entender este fenómeno, que ya había ocurrido en 2018 y seguirá repitiéndose hacia adelante. Una forma de hacerlo es con las cifras de la balanza de pagos, y en particular del balance en la cuenta corriente, cuyo seguimiento trimestral hace el Banco de la República. Desde luego, no son cifras directamente comparables, pues la balanza de pagos se calcula en dólares y las cuentas nacionales en pesos, y entre las dos no solo media la tasa de cambio sino además una serie de deflatores que convierten los valores nominales del PIB en magnitudes reales. Aun así, el análisis de la balanza de pagos ofrece una completa explicación de las transacciones del país con el resto del mundo, lo que termina por afectar el crecimiento económico.

En el primer trimestre de 2019 el déficit en la cuenta corriente como proporción del PIB fue del 4,6%, superior al 3,5% observado en igual período del año anterior. La ampliación del déficit corriente se explicó principalmente por el deterioro de la balanza comercial, debido a que las importaciones de bienes crecieron a una tasa anual de 9,9%, mientras que el valor de las exportaciones solo creció 0,4% anual. La mayor demanda de bienes importados refleja hasta cierto punto la dinámica subyacente de la economía, en actividades distintas a la construcción, como se anotó atrás. Por su parte, el bajo dinamismo de las ventas externas se enmarca en un contexto de menores precios de exportación y de una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los principales socios comerciales.

El financiamiento de este déficit corriente se originó principalmente en los flujos de inversión directa y en la liquidación de activos externos. El monto de la inversión extranjera directa (IED) ascendió a USD 3.335 m, superior en 17,5% al promedio de los últimos cuatro trimestres (USD 2.838 m) y al observado un año atrás (USD 1.840 m). El país recibió recursos adicionales por concepto de liquidaciones de activos externos por USD 2.682 m (tanto depósitos como inversiones de cartera), originados en un 60% por empresas del sector privado y el restante 40% por parte del sector público.

Para 2019 se prevé que el déficit en la cuenta corriente se ubicaría alrededor del 4,4% del PIB, lo que significaría una ampliación frente al déficit de 3,9% observado en 2018. Este pronóstico toma en cuenta el bajo crecimiento esperado de la demanda mundial, que se reflejaría en un balance comercial más deficitario para el país. Lo anterior sería el resultado de unas importaciones que mantendrían su senda positiva de crecimiento a medida que la demanda interna se fortalezca, combinado con un lento crecimiento de las exportaciones, afectadas por sus bajos precios y el magro desempeño de nuestros socios comerciales.

Tasa de cambio

Si se entiende la tasa de cambio nominal como el precio de un activo (dólares) en términos de otro (pesos), no debe extrañar la frecuente volatilidad de esta variable, al estar expuesta a perturbaciones internas y externas que cambian las expectativas de los inversionistas sobre dicho precio, y con ello sus decisiones con respecto a la participación de cada moneda en su portafolio. Más allá de eso, la tasa de cambio también depende de la percepción de riesgo de los agentes económicos, la cual es afectada por la sostenibilidad de la deuda; el balance externo; la viabilidad fiscal; las expectativas de inflación; los precios internacionales de los productos básicos, y demás variables macroeconómicas relevantes. De allí que sea tan difícil predecir el curso de esta variable.

La evolución de la tasa de cambio nominal en Colombia en la primera mitad del año es un claro ejemplo de ese comportamiento volátil. Luego de haber exhibido una tendencia al alza durante los últimos meses de 2018, la tasa de cambio del peso con respecto al dólar se revaluó en el primer trimestre de 2019 por el incremento del precio del petróleo y los anuncios de la Fed que sugerían una política monetaria menos contractiva. Este comportamiento se revirtió durante abril y mayo, período en el cual el peso se depreció influenciado por el fortalecimiento del dólar, aunque fue mayor que en los países de la región. En junio esta depreciación se revirtió en medio de un escenario más favorable en economías emergentes y ante señales de una mayor liquidez en los Estados Unidos. Las fluctuaciones de la tasa de cambio nominal en un régimen de tipo de cambio flexible como el colombiano no deben despertar mayor preocupación, máxime cuando el porcentaje de descalce de las empresas colombianas es muy bajo, según lo ha documentado el equipo técnico⁵. Como la literatura económica repetidamente lo ha demostrado,

5 Se entiende por descalce la diferencia entre activos y pasivos en dólares para un agente económico, concepto que se extiende a la capacidad de generar ingresos en dólares que permitan cubrir obligaciones en esa moneda.

los ajustes de la tasa de cambio contribuyen a amortiguar los efectos de las perturbaciones externas, favoreciendo la estabilidad macroeconómica.

Reservas internacionales

El informe presenta diversos indicadores de reservas internacionales que buscan medir su capacidad de respuesta ante choques externos o ataques especulativos. Para ello se calcula el cociente entre el monto de reservas y diversos agregados, tales como las amortizaciones de la deuda externa, el servicio de la deuda, el déficit en cuenta corriente, el M3 y el PIB. Al producir medidas estándares, dichos indicadores son también útiles para hacer comparaciones internacionales. En general, los resultados de este ejercicio muestran que el monto de reservas internacionales con el que actualmente cuenta el país es suficiente para cumplir con las amortizaciones de la deuda externa, financiar el déficit de la cuenta corriente y continuar importando por espacio de 9,5 meses en el evento extremo de un cierre total de los mercados externos. Por otra parte, la comparación de estos indicadores con los de otros países de la región, como Brasil, Chile, México y Perú, muestra que Colombia siempre se encuentra en un punto intermedio. La adecuada liquidez internacional con que cuenta el país contribuye a aumentar la confianza de los mercados, lo que se refleja en menores primas de riesgo.

El monto de reservas internacionales netas de alrededor de USD52 mil millones se complementa con una línea de financiamiento contingente con el FMI (línea de crédito flexible: LCF) que se renovó el 25 de mayo de 2018 y fue reafirmada el 20 de mayo de 2019, por un monto aproximado de USD11.400 millones a un plazo de dos años. Teniendo en cuenta el carácter temporal de la LCF, en su sesión de septiembre de 2018 la JDBR decidió iniciar un programa de acumulación gradual de reservas internacionales mediante el mecanismo de subasta de opciones *put*. Este programa se extendió hasta el pasado 31 de mayo, cuando la JDBR decidió suspenderlo con el fin de evaluar su incidencia en el comportamiento del mercado cambiario. Con ese programa se acumularon USD1.878 millones. Buscando reforzar la acumulación de reservas, y teniendo en cuenta que el Gobierno Nacional planeaba realizar algunas monetizaciones de dólares en su programación financiera de 2019, el Banco de la República le compró USD1.000 millones a la Dirección Nacional de Crédito Público y Tesoro Nacional el 1 de febrero de 2019 a la tasa representativa del mercado vigente de ese día. Así, en total se acumularon reservas por USD2.878,4 millones desde septiembre de 2018.