

Introducción

Durante el primer semestre de 2018 la evolución de la economía colombiana muestra que la consolidación del proceso de ajuste a los choques de los últimos años viene dándose de manera simultánea con un repunte de la actividad económica y con una mejoría en la confianza de los consumidores y empresarios. Esta reciente recuperación ha ocurrido en un contexto de alta volatilidad en los mercados de capitales globales, que ha afectado a varios mercados emergentes y ante el cual la economía colombiana ha respondido satisfactoriamente.

Existen razones económicas que explican esta coincidencia. Mientras hubieran subsistido los desequilibrios macroeconómicos resultantes del choque a los términos de intercambio y las presiones inflacionarias posteriores, no hubiera sido posible iniciar una recuperación sostenida del crecimiento y la convergencia de la inflación a la meta, como ocurre en la actualidad. De allí la importancia de repasar brevemente el complejo escenario de choques y desajustes recientes para entender la forma como la economía logró superarlos hasta llegar al escenario favorable que hoy registramos. Desde luego, persisten secuelas de los choques. La economía aún no logra alcanzar su crecimiento potencial; la inflación y sus expectativas requieren culminar su convergencia a la meta, y el déficit de la cuenta corriente debe reducirse un poco más para asegurar un nivel sostenible.

Como bien se documenta en los *Informes al Congreso* de los últimos años, los choques y desajustes que la economía colombiana ha ido superando fueron severos, tanto por su magnitud y persistencia, como por su coincidencia en el tiempo, y pusieron a prueba la capacidad de respuesta de la política macroeconómica. El primer choque fue la caída abrupta del precio del petróleo a partir del segundo semestre de 2014, 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, desde finales de 2015, provocó un alza significativa en los precios de los alimentos, que se acentuó con el paro camionero de mediados de 2016. 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, debilitó la demanda de nuestros productos de exportación. Finalmente, la reforma tributaria de 2016, indispensable para garantizar la sostenibilidad fiscal después de la caída de los ingresos públicos provenientes del petróleo, presionó transitoriamente el nivel de precios y debilitó la

demanda interna, debido principalmente al incremento del impuesto al valor agregado (IVA) y otros impuestos indirectos.

Esta secuencia de choques conformó un entorno internacional desfavorable. No obstante, la respuesta de la economía colombiana fue más suave que en episodios anteriores de tensión en el contexto externo. Ello se debe a que el reciente proceso de ajuste se logró hacer sin mayores traumatismos, gracias a los sólidos fundamentos económicos y arreglos institucionales apropiados, tales como el esquema de inflación objetivo y la flexibilidad cambiaria, la regla fiscal, la solidez del sistema financiero y el adecuado nivel de reservas internacionales, que mantuvieron el acceso al financiamiento externo y la confianza de los mercados. En particular, la credibilidad de la política monetaria, consolidada con el esquema de inflación objetivo, fue pieza fundamental para asimilar los choques externos mencionados, sin generar grandes sobresaltos en la inflación o la actividad económica.

Los efectos macroeconómicos de los choques se manifestaron en una ampliación de los déficit externo y público, un aumento de la inflación por encima de la meta del 3%, una reducción de la tasa de crecimiento de la economía y un leve incremento en la tasa de desempleo. El proceso de ajuste de la economía a los mencionados choques ha sido ordenado y ha permitido una corrección de dichos desequilibrios. Así, por ejemplo, el déficit de la cuenta corriente, que llegó a ser del 6,4% en 2015, retornó al 3,3% del PIB en 2017, un nivel inferior incluso al registrado antes del choque petrolero en 2013. Sin embargo, no debe olvidarse que los mayores déficits externos registrados por algún tiempo resultaron en un incremento de la deuda externa del país, que para abril de 2018 alcanzaba el 36,8% del PIB, superior a la que se registraba cinco años atrás (21,8% en abril de 2013). De ahí la importancia de sostener tasas de ahorro elevadas, que permitan mantener altos niveles de inversión sin comprometer la sostenibilidad externa del país. Asimismo, es clave adoptar una estrategia exportadora que promueva el incremento y la diversificación de los ingresos externos, para reducir la tradicional dependencia de la exportación de unos pocos productos básicos y lograr la plena recuperación de la actividad económica en el contexto de un balance externo sostenible.

Las finanzas del Gobierno Nacional también fueron afectadas por el choque petrolero y por la desaceleración del crecimiento que sobrevino posteriormente. Entre 2013 y 2017 las rentas petroleras del gobierno pasaron de 3,3% a 0,3% del PIB y el déficit del Gobierno aumentó de 2,4% a 3,6% del PIB. El que el aumento del déficit fuera menor que la caída de los ingresos petroleros fue posible gracias a las reformas tributarias de 2014 y 2016, y al comportamiento del gasto público primario¹, el cual disminuyó en un punto porcentual del PIB entre 2013 y 2017. Según el Plan Financiero del Gobierno, el ajuste fiscal continuará en 2018, cuando se proyecta alcanzar un déficit de 3,1% del PIB. Debe anotarse que, en el transcurso de estos años, la deuda del Gobierno Nacional pasó de 32,6% a 43,4% del PIB. Para garantizar la sostenibilidad fiscal conviene que se siga cumpliendo con los límites establecidos por la regla fiscal sobre el balance estructural (que descuenta el componente cíclico del déficit).

1 El gasto primario del gobierno excluye los pagos de intereses sobre la deuda del gasto total.

El impacto sobre la tasa de inflación de la secuencia de choques mencionados fue también considerable. La inflación de los precios al consumidor, que se encontraba cerca del 3% en 2014, alcanzó un pico de 8,97% anual en julio de 2016, impulsada por la depreciación del peso, el paro camionero y el fenómeno de El Niño. Este último produjo un repunte de la inflación de alimentos, que pasó de 5,7% a 15,7% entre julio de 2015 y julio de 2016. A partir de ese momento, el descenso de la inflación se dio de manera rápida, excepto por un incremento transitorio durante el segundo semestre de 2017. Varios factores contribuyeron a una acelerada reducción de la inflación, tales como la normalización de las condiciones climáticas, el fin del traspaso de la depreciación de la tasa de cambio a los precios y el debilitamiento de la demanda agregada. La reacción de la política monetaria, que incrementó la tasa de interés de intervención de 4,5% a 7,75% entre septiembre de 2015 y julio de 2016, fue otro factor que desempeñó un papel crucial, al acercar las expectativas de inflación a la meta del 3%.

Durante la primera mitad de 2018 la inflación anual al consumidor presentó una reducción significativa y se situó en 3,2% en junio. Esta disminución se concentró en los primeros tres meses del año, debido en especial a la disolución del choque ocasionado por el aumento de los impuestos indirectos en 2017. Igualmente, la presencia de excesos de capacidad productiva, la ausencia de presiones provenientes del tipo de cambio, unas expectativas de inflación que se mantuvieron cerca de la meta, y una variación moderada de los precios de los alimentos han contribuido a esta tendencia. Por otro lado, la disminución de la inflación se ha visto limitada por las presiones que el incremento del salario mínimo y la indexación a inflaciones altas de años anteriores ejercen sobre los precios de algunos servicios de la economía. Recientemente han surgido algunas presiones alcistas como resultado de aumentos en el precio internacional del petróleo.

Para la segunda mitad del año se espera un aumento leve de la inflación anual frente a los niveles observados en junio, como resultado de alguna aceleración en la variación anual de alimentos asociada con el comportamiento usual del ciclo agropecuario interno y con algunos incrementos en los precios internacionales de las materias primas agrícolas. Asimismo, los mayores precios del petróleo mantendrán la presión sobre los precios de los combustibles y otros regulados. No obstante, la persistencia de excesos de capacidad productiva en lo que resta de 2018 y en 2019, pese a la recuperación proyectada en el crecimiento económico, un mercado laboral relativamente holgado y unas expectativas alineadas con la meta, deberán permitir que la inflación retome una tendencia decreciente el próximo año, convergiendo al 3,0%.

El ajuste de la economía colombiana a la secuencia de choques fue progresivamente recobrando el equilibrio macroeconómico necesario para iniciar la recuperación del crecimiento. De esta manera, la disminución del riesgo país, la mejora en la confianza de los agentes económicos y el estímulo ofrecido por la política monetaria, aunados a una política fiscal contracíclica coherente con la regla fiscal, conforman un escenario apropiado para dinamizar el crecimiento económico. Lo anterior se ha visto reforzado por las mejores condiciones externas, gracias a la fortaleza del crecimiento mundial.

La reactivación de la economía mundial ha ganado fuerza y amplitud. Los pronósticos de diversos organismos internacionales que se reseñan en este Informe estiman un crecimiento mundial para 2018 entre 3,1% y 3,4%, el cual esperan que se mantenga en niveles similares en 2019. La aceleración del producto mundial refleja la mayor actividad económica en los Estados Unidos, la zona del euro, China y Japón, así como una leve recuperación en América Latina. El crecimiento del comercio y la inversión han desempeñado un papel importante en la recuperación mundial.

En este contexto, los países exportadores de materias primas, como Colombia, se han visto beneficiados por los recientes aumentos en el precio de estos productos, lo que ha mejorado sus términos de intercambio. En particular, el precio del petróleo Brent se incrementó 14,7% durante los primeros cinco meses del año, gracias a una coyuntura económica favorable que fortaleció su demanda y a diversos factores geopolíticos que afectaron la oferta.

La economía colombiana ya comienza a registrar los beneficios del mejor entorno macroeconómico interno y externo, como lo muestra el resultado del crecimiento del PIB para el primer trimestre de este año, que mostró un mayor dinamismo frente a trimestres anteriores. Durante los primeros tres meses del año la economía colombiana registró una expansión de 2,8% frente al mismo período de 2017 (al tener en cuenta las correcciones por estacionalidad y por efectos calendario). De esta manera, la economía colombiana se aceleró a comienzos de 2018 frente a lo observado en el cuarto trimestre del año pasado, cuando el crecimiento anual fue del 1,4%.

Las cifras de crecimiento del PIB por el lado del gasto para el primer trimestre del año muestran que el mayor dinamismo de la demanda estuvo jalonado por la expansión del consumo total, que creció 3,3% frente a 2,2% en el cuarto trimestre de 2017, en tanto que la formación bruta de capital se contrajo 5,6%, lo que contrasta con un crecimiento de 1,3% en el último trimestre del año pasado. Esto indica que en el primer trimestre el crecimiento de la demanda no ha sido homogéneo entre sus componentes, lo cual obedece a factores transitorios que podrían revertirse en lo que queda del año.

En el caso del consumo total, su mayor dinamismo refleja el fuerte repunte del consumo público, que registró un crecimiento de 7,2% en el primer trimestre por el efecto de gastos excepcionales, como los comicios electorales y el censo de la población, a lo que se sumó el mayor gasto de los gobiernos regionales y locales asociado con el ciclo electoral. Igualmente, se observó un mayor dinamismo del consumo de los hogares, al crecer 3,3% frente a 1,3% en el primer trimestre de 2017, como reflejo del incremento de la confianza de los consumidores, el desvanecimiento de los efectos del aumento del IVA y el descenso de la inflación. Por su parte, la contracción de la formación bruta de capital parece provenir de retrocesos importantes en el renglón de construcción de obras civiles y de edificaciones, como se desprende de la variación anual del valor agregado de dichos subsectores en el primer trimestre del año (-8,2% y -9,2%, respectivamente).

En cuanto al desempeño de las ramas de actividad durante el primer trimestre del año, también se observaron diferencias importantes. Aquellas con las mayores tasas de crecimiento fueron, en su orden, las actividades financieras y de seguros (8,4%) y la administración pública y defensa, educación, salud y servicios sociales (7,0%). Por el contrario, se registraron importantes contracciones en la construcción (-7,9%) y en la minería (-3,9%). El comercio, la agricultura y la industria mostraron expansiones moderadas.

La información disponible del PIB del primer trimestre, junto con la de los demás indicadores de actividad económica para el segundo trimestre, le permite al equipo técnico del Banco mantener el pronóstico de crecimiento económico para 2018 en 2,7%, mayor que el observado en 2017 (1,8%), pero aún inferior a la estimación del crecimiento potencial de la economía. Lo anterior reafirma que la peor parte de los efectos del choque a los términos de intercambio quedó superada, y que la economía colombiana empezaría a registrar expansiones moderadas, pero sostenidas, que convergen hacia su senda de crecimiento potencial de largo plazo.

Con respecto al mercado laboral, no se presentaron cambios de importancia en las tasas de desempleo durante los primeros cinco meses del año. A nivel nacional, entre enero y mayo la tasa de desempleo se ubicó alrededor de 9,5%, cifra similar a la presentada en los últimos cuatro meses de 2017 y levemente superior al registro del primer semestre de ese año (9,3%). Para las trece áreas metropolitanas más grandes, la tasa de desempleo presentó estabilidad alrededor de 10,6%, mientras que en las zonas rurales se mantuvo alrededor de 5,1%, siendo esta última un poco inferior a los valores de la primera mitad del año pasado. Por otra parte, la calidad del empleo a nivel nacional, medida como el número de trabajadores asalariados y formales, presentó un leve deterioro, al registrarse a mayo un descenso de 0,5% del número de trabajadores asalariados frente a los niveles de diciembre de 2017, al tiempo que el empleo no asalariado tuvo una expansión de 2,4%. Posiblemente el retroceso de la actividad constructora, que en años anteriores fue una fuente importante de generación de empleo, tuvo incidencia en estos indicadores. La sección del mercado laboral del Informe profundiza al respecto.

El contexto general descrito, en donde se muestra que la economía colombiana logró corregir gran parte de los desequilibrios causados por los choques, y que paulatinamente comienza a recuperar su crecimiento, ofrece condiciones favorables para la consolidación de este último. La Junta Directiva, por ende, continuó hasta abril de 2018 el proceso de reducción de tasas de interés que había iniciado en diciembre de 2016. La convergencia de la inflación y sus expectativas a la meta del 3%, y la persistencia de excesos de capacidad productiva han sustentado esta política. En la actualidad, la tasa de intervención del Banco es 4,25%, un valor que corresponde a una postura moderadamente expansiva de la política monetaria. La aceleración prevista del crecimiento económico, el comportamiento esperado de la inflación y la tendencia de largo plazo del costo de financiamiento de la economía explican la estabilidad reciente de la tasa de interés de política.

Sin embargo, este escenario no está exento de riesgos y retos de política. Si bien las condiciones externas continúan siendo favorables en 2018, existe incertidumbre sobre la velocidad de la normalización de la política monetaria en las economías

avanzadas; sobre un mayor proteccionismo comercial en algunas economías importantes, y sobre la posibilidad de una recaída de los precios del petróleo y de otras materias primas.

La normalización de la política monetaria en los Estados Unidos y la volatilidad de los mercados financieros internacionales han afectado a algunas economías emergentes. Colombia ha sorteado esta coyuntura sin contratiempos hasta ahora, debido a que los mercados han reconocido la solidez de su marco de política macroeconómica y el ajuste ordenado a los choques recibidos en años anteriores. No obstante, se espera que la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas continúe, lo cual podría generar tensión sobre los flujos de capitales y el costo del financiamiento de las economías emergentes, especialmente si estos eventos ocurren de manera abrupta y no anticipada por los mercados financieros. Esto sería importante para Colombia y otros países de la región, cuyos mercados financieros han sido receptores importantes de flujos de capital en los últimos años y tienen una base amplia de inversionistas extranjeros.

A este respecto, vale la pena resaltar los bajos descalces cambiarios presentes en los balances de los intermediarios financieros, los hogares y las empresas del sector real en Colombia. Esta característica reduce los riesgos sobre la estabilidad financiera y macroeconómica que resultan de fluctuaciones fuertes en los flujos de capitales y la tasa de cambio. En años recientes, la Junta Directiva del Banco de la República reforzó el monitoreo y la regulación de los descalces de moneda y de plazo en moneda extranjera de los intermediarios financieros. Esto permitió la modificación del régimen cambiario (Resolución Externa 01 de 2018) con el fin de simplificarlo, manteniendo mecanismos de seguimiento de riesgos e instrumentos contracíclicos. Uno de los recuadros de este *Informe* describe las modificaciones a la regulación cambiaria, explicando los principios generales del nuevo régimen, así como los principales cambios y sus motivaciones.

Un aspecto relevante en el mapa actual de riesgos está vinculado con la implementación de medidas proteccionistas por parte de algunos países, que podrían debilitar el crecimiento mundial por medio de una caída en el comercio internacional y la destrucción de las cadenas globales de valor. La renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, así como las decisiones del gobierno de los Estados Unidos sobre la imposición de aranceles a las importaciones procedentes de China y otros países, y su respuesta ante estas medidas de retorsión de estos, generan amenazas para la actividad comercial mundial. Un escalamiento de los conflictos comerciales repercutiría de manera negativa sobre el crecimiento, tanto en economías avanzadas como en mercados emergentes.

Otro riesgo que continúa latente es el de la sostenibilidad del precio del petróleo en sus niveles actuales. La información del mercado de futuros del petróleo sugiere menores precios en horizontes de seis a doce meses. No obstante, estos y otros pronósticos son inciertos. La evolución futura del precio del crudo dependerá, entre otros factores, de las decisiones que tomen la OPEP y otros grandes productores sobre sus niveles de producción, así como de la prolongación del actual ritmo de crecimiento mundial.

Para enfrentar estos riesgos y mantener la confianza de los agentes internos y externos en el país, se requiere preservar el marco de política creíble y mantener un nivel adecuado de liquidez internacional. La Junta Directiva del Banco de la República monitorea continuamente los riesgos de liquidez internacional del país para garantizar que el nivel de reservas ofrezca un cubrimiento adecuado. El nivel actual de reservas internacionales netas, cercano a los USD48.000 millones, es adecuado para responder por los pagos de deuda del país con el resto del mundo y para financiar el déficit de la cuenta corriente. Adicionalmente, Colombia cuenta con una línea de financiamiento contingente con el FMI, la cual se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. El 25 de mayo de 2018 el FMI reafirmó el acuerdo de acceso a los recursos contingentes para Colombia, por un monto aproximado de USD11.400 m. Aunque las autoridades económicas no prevén hacer uso de estos recursos, consideran prudente contar con ellos ante la materialización de un choque fuerte a la balanza de pagos. Un recuadro de este *Informe* presenta, además de los antecedentes del acceso de Colombia a este instrumento, un análisis de sus costos y beneficios.

El *Informe* está estructurado en cuatro secciones. En la primera se hace un recuento del contexto externo; la segunda incluye una descripción del comportamiento de los principales agregados macroeconómicos y presenta un análisis detallado de la economía regional. En la tercera sección se describe la composición de las reservas internacionales, se analizan los factores que han afectado su rentabilidad y se incluyen (en un anexo) las políticas de administración de reservas internacionales del Banco. En la última sección se presenta un análisis de la situación financiera del Banco de la República, en el cual se detalla la evolución del estado de resultados a junio de 2018 y la proyección de ingresos y gastos para lo que resta del año.

Este *Informe* presenta, aparte de las usuales secciones y los recuadros mencionados, dos recuadros adicionales: uno sobre algunos indicadores del funcionamiento del sistema de pagos y otro sobre los criptoactivos. El Banco de la República administra siete sistemas de pagos y debe garantizar la operación eficiente y segura de ellos, lo cual es indispensable para el funcionamiento de la economía. Por esto, se analiza la disponibilidad y calidad de dichos sistemas y se incluyen algunas estadísticas de disponibilidad, un recuento de los eventos que afectaron su funcionamiento y las acciones correctivas que se tomaron para garantizar la prestación del servicio. Dada la importancia de los sistemas de pagos, en adelante se incluirá una sección al respecto en el cuerpo del *Informe*.

Finalmente, en el recuadro sobre los criptoactivos se ofrece una definición y se enumeran algunas de sus características que impiden que sean sustitutos del dinero de curso legal y de los medios de pago emitidos por las entidades financieras. Adicionalmente, el recuadro incluye una breve descripción de los cambios en el marco regulatorio que distintos países han efectuado para mitigar los posibles efectos económicos de la proliferación de estos activos.