

# INFORME DEL GERENTE

BANCO DE LA REPÚBLICA - COLOMBIA

ISSN 2590-9061



Origen del crecimiento. *P. 4*

Inflación. *P. 8*

Política monetaria. *P. 12*

Contexto externo. *P. 14*

Perspectivas para 2019. *P. 16*

Riesgos y vulnerabilidades. *P. 18*

EDITOR

Juan José Echavarría  
Gerente General

CONSEJO EDITORIAL

María del Pilar Esguerra  
Jorge Toro Córdoba  
Yanneth Rocío Betancourt

PÁGINA WEB, DISEÑO Y  
DIAGRAMACIÓN

Michelle Sáenz Duarte  
Catalina Bernal Pontón  
Departamento de Comunicación y  
Educación Económica

Las opiniones expresadas en esta publicación son de responsabilidad exclusiva del autor y no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República.

El Informe del Gerente puede consultarse en la página electrónica del Banco de la República:  
<http://www.banrep.gov.co/publicaciones/informe-del-gerente>

ISSN – 2590-9061

Bogotá, Colombia.

# Introducción

En el año 2018 la economía colombiana registró una tasa de crecimiento de 2,7%, lo que significa una relativa consolidación de la dinámica económica, luego de la desaceleración que tuvo lugar en los años anteriores, originada por el fuerte choque a los términos de intercambio, que redujo el crecimiento anual desde un 4,7% en 2014 al 1,4% en 2017 (**Gráfico 1**). El crecimiento de 2018 sigue siendo inferior al potencial (que se estima alrededor del 3,3% anual), pero la economía colombiana ha logrado sentar las bases para su recuperación.

**Gráfico 1**  
**Crecimiento real anual del PIB**

(porcentaje)



Fuente: DANE.

Nota: PIB desestacionalizado y corregido por efectos calendario.

Una buena política macroeconómica debe amortiguar la caída de la actividad económica durante la fase de desaceleración e impulsarla durante la recuperación. De allí la importancia de identificar las principales razones que originaron el cambio en la dirección de la dinámica económica en el país durante 2018: ello contribuye a reconocer las oportunidades y los riesgos futuros.

# 1. Origen del crecimiento

La actividad económica de 2018 fue jalonada por la demanda interna, cuyo crecimiento anual fue del 3,8%, muy superior al 1,2% registrado en 2017. La reactivación de la demanda interna fue liderada por el consumo, tanto de los hogares como del Gobierno. A esto se agregó un fuerte repunte de la formación bruta de capital durante el segundo semestre del año (**Cuadro 1**).

**Cuadro 1**

Crecimiento real anual del PIB por el lado de la demanda

(porcentaje)

	2017	2018				2018
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
<b>Gasto de consumo final</b>	<b>2,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>
Gasto de consumo final de los hogares	2,1	3,4	3,9	3,6	3,3	3,5
Bienes no durables	3,1	4,4	5,2	3,9	3,6	4,2
Bienes semidurables	0,8	3,0	5,1	5,3	4,4	4,4
Bienes durables	-4,3	6,4	8,1	5,3	5,6	6,3
Servicios	2,7	2,8	2,6	2,4	2,5	2,6
Gasto de consumo final del gobierno general	3,8	6,0	5,9	6,2	5,4	5,9
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>8,7</b>	<b>9,9</b>	<b>3,5</b>
Formación bruta de capital fijo	1,9	-0,9	-2,8	2,9	5,4	1,1
Vivienda	-1,9	-4,8	-1,0	0,9	5,8	0,0
Otros edificios y estructuras	4,6	-2,2	-2,6	1,5	9,5	1,5
Maquinaria y equipo	1,4	8,8	-0,8	0,2	-3,8	1,0
Recursos biológicos cultivados	0,3	-2,7	2,0	7,6	-2,6	0,9
Productos de propiedad intelectual	2,5	4,0	5,3	4,7	4,1	4,5
<b>Demanda interna</b>	<b>1,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>
<b>Exportaciones totales</b>	<b>2,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>3,1</b>	<b>1,2</b>
<b>Importaciones totales</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>8,3</b>	<b>7,9</b>	<b>15,6</b>	<b>8,0</b>
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB)</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>

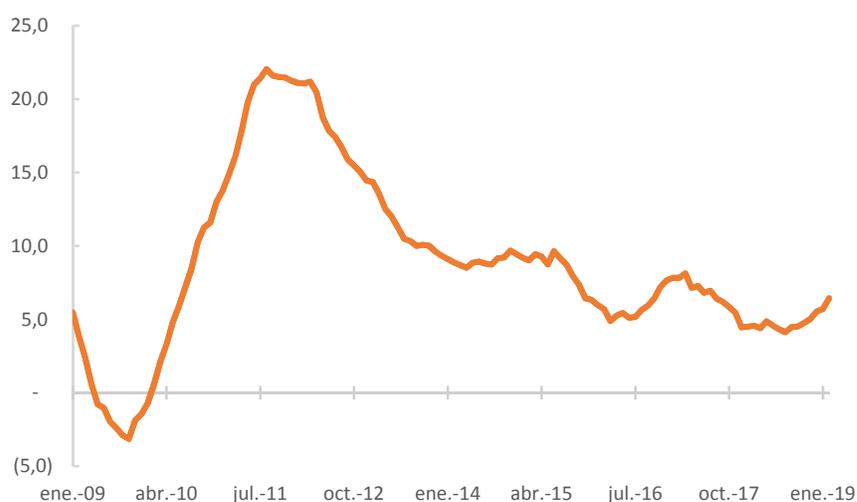
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Nota: PIB desestacionalizado y corregido por efectos calendario, base 2015.

Varios factores contribuyeron a la expansión del 3,5% en el consumo de los hogares en 2018: la progresiva desaparición del efecto del aumento del impuesto al valor agregado (IVA) del 16% al 19%, que se aprobó en la reforma tributaria de 2016; la convergencia de la inflación a su meta, y el mantenimiento de una política monetaria moderadamente expansiva. Esto último indujo una reducción de las tasas de interés del crédito de consumo y mejoró el dinamismo de esta cartera, principalmente durante el segundo semestre del año (**Gráfico 2**).

**Gráfico 2**  
Cartera de consumo

Crecimiento real anual (porcentaje)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

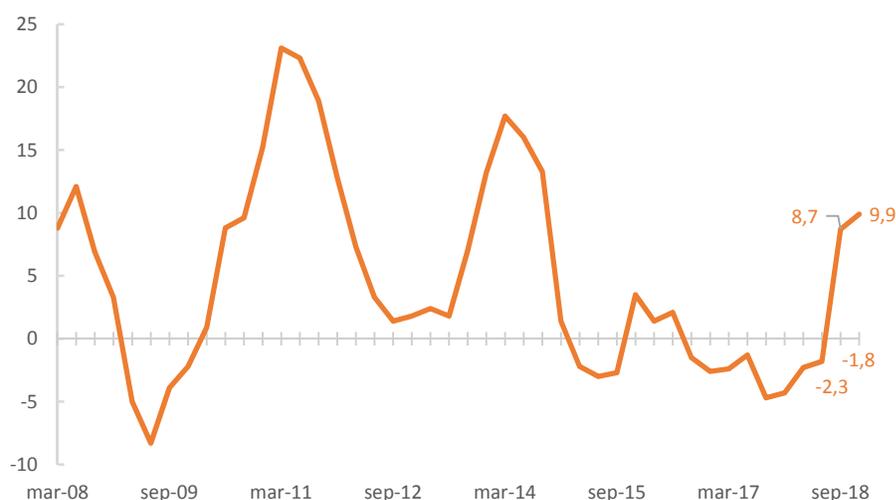
El consumo final del Gobierno registró un incremento del 5,9% en 2018, superior al 3,8% observado en 2017, debido, en parte, al gasto por el ciclo electoral y a la realización del censo de población.

La formación bruta de capital creció un 3,5% en 2018, aunque su desempeño a lo largo del año fue desigual. En los dos primeros trimestres se registraron contracciones del 2,3% y 1,8%, respectivamente, por el mal momento que atravesó el sector de la construcción tanto de edificación de vivienda como de obras civiles. Lo que estuvo asociado a los excesos de oferta de vivienda, la incertidumbre por el proceso electoral y los problemas administrativos e institucionales que retrasaron la ejecución de los proyectos de carreteras en el país.

El comportamiento de la formación bruta de capital mejoró en el segundo semestre, con un crecimiento del 8,7% y 9,9% en el tercer y cuarto trimestres (**Gráfico 3**), como consecuencia de la reducción de los excesos de oferta de vivienda, el avance en los proyectos de carreteras y el incremento de la confianza empresarial, una vez concluido el proceso electoral.

**Gráfico 3**  
Formación bruta de capital

Crecimiento real anual (porcentaje)



Fuente: DANE.

La aceleración de la demanda interna en 2018 no se reflejó plenamente en el comportamiento de la economía, dado que la demanda externa neta (exportaciones menos importaciones) contribuyó negativamente al PIB. La expansión de las importaciones reales (8,0%) fue más rápida que la de las exportaciones (1,2%). Las importaciones más dinámicas fueron las de bienes de capital (11,4%) y materias primas para la industria y la agricultura (11,5%).

Por el lado de la oferta, el incremento de la actividad económica en 2018 se reflejó en un comportamiento positivo de todas las ramas de actividad frente a 2017, con excepción de la minería, que tuvo una leve contracción de 0,8% (**Cuadro 2**). Se destaca el crecimiento de las actividades profesionales, científicas y técnicas (5,0%) y las de administración pública y defensa, educación y salud (4,1%). Los sectores de comercio, reparación, transporte y alojamiento, al igual que el de información y comunicaciones, alcanzaron crecimientos del 3,1% anual cada uno, superiores a los de 2017.

**Cuadro 2**  
Crecimiento real anual del PIB por el lado de la oferta

(porcentaje)

	2017	2018				2018
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	5,5	2,2	3,7	1,3	0,8	2,0
Explotación de minas y canteras	-5,7	-3,5	-3,2	2,7	1,0	-0,8
Industria manufacturera	-1,8	0,1	2,5	2,8	2,6	2,0
Electricidad, gas y agua	2,9	2,9	2,7	2,6	2,7	2,7
Construcción	-2,0	-4,3	-5,2	5,3	5,6	0,3
Edificaciones	-5,2	0,1	-5,6	5,7	3,9	1,0
Obras civiles	6,5	-3,7	-3,8	-2,9	7,8	-0,6
Actividades especializadas para la construcción	-4,0	-1,0	-5,7	2,1	1,0	-0,9
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	1,9	3,1	3,2	3,2	3,0	3,1
Información y comunicaciones	-0,2	0,6	3,1	5,5	3,2	3,1
Actividades financieras y de seguros	5,4	4,7	3,8	1,6	2,3	3,1
Actividades inmobiliarias	3,1	2,2	2,0	1,9	1,8	2,0
Actividades profesionales, científicas y técnicas	1,3	7,2	6,1	3,4	3,4	5,0
Administración pública y defensa, educación y salud	3,5	5,2	4,2	3,5	3,7	4,1
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	2,2	0,7	1,6	0,9	2,5	1,4
<b>Subtotal valor agregado</b>	<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
Impuestos menos subsidios	1,1	2,1	3,1	2,6	2,5	2,6
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB)</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Nota: PIB desestacionalizado y corregido por efectos calendario.

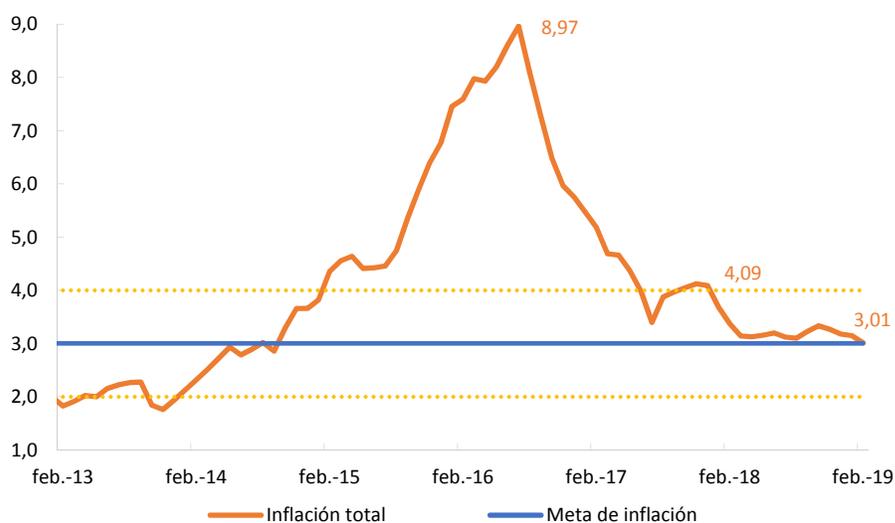
La industria manufacturera mostró una recuperación, con un crecimiento del 2,0%, comparada con la contracción del 1,8% en 2017. El sector agropecuario se expandió 2,0%, menos que en 2017 (5,5%), debido a la reducción en la producción de café y otros cultivos afectados por condiciones climáticas. La construcción exhibió un crecimiento bajo, pero positivo (0,3%), el cual contrasta con la contracción del 2,0% observada en 2017. En este rubro se destaca el fuerte repunte de las obras civiles en el último trimestre del año (7,8%).

## 2. Inflación

Al cierre de 2018 la inflación anual de precios al consumidor fue del 3,18%, cercana a la meta de largo plazo del 3,0%, y 91 puntos base inferiores al 4,09% observado en 2017. La caída se concentró entre enero y abril, y desde ese momento la tasa de inflación se mantuvo entre 3,1% y 3,3% (**Gráfico 4**). Su temprano descenso y posterior estabilidad contribuyó a mejorar el poder adquisitivo de los consumidores y ofrecer a los empresarios un panorama de precios más favorable para sus decisiones de inversión.

**Gráfico 4**  
Inflación anual al consumidor

(porcentaje)

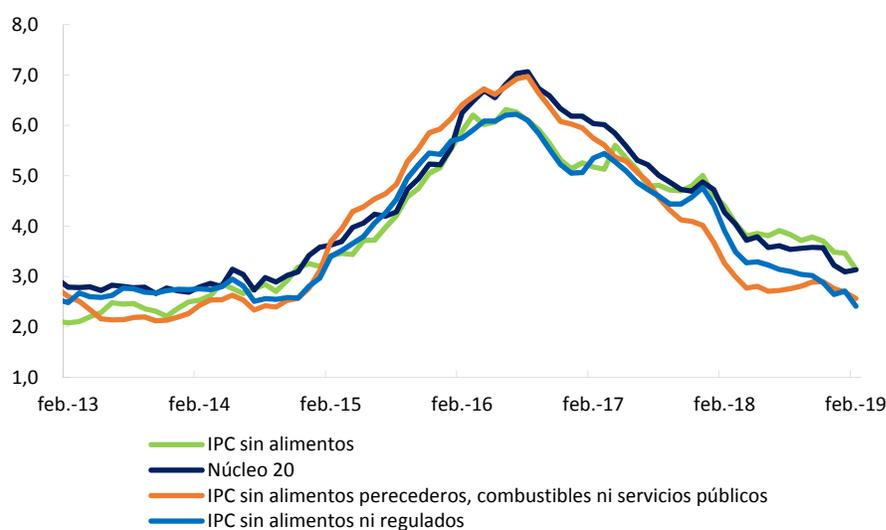


Fuente: DANE y Banco de la República.

También disminuyó significativamente la inflación básica, al pasar del 4,66% en diciembre de 2017 al 3,03% a finales de 2018. La reducción también se concentró en el primer trimestre, aunque en diciembre se produjo otra caída no anticipada e importante. Cabe resaltar que todos los indicadores de inflación básica disminuyeron de manera significativa en 2018 (**Gráfico 5**). Al analizar los rubros que conforman el índice de precios al consumidor, se observa que el descenso de la inflación en 2018 se debió al comportamiento de la inflación de la canasta sin alimentos, que pasó del 5,01% a finales de 2017 al 3,48% un año después. De los tres componentes de esta canasta: transables, no transables y regulados, solo este último grupo no contribuyó al descenso, pues su inflación aumentó del 5,86% al 6,37% entre 2017 y 2018. Esto último se debió al incremento en las tarifas de energía eléctrica y de otros servicios públicos.

**Gráfico 5**  
Indicadores de inflación básica

(porcentaje)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

En cuanto a la inflación de transables (que depende básicamente de la evolución de los precios internacionales y de la tasa de cambio), se observó una disminución significativa, al caer del 3,79% en 2017 al 1,09% al finalizar 2018. Este comportamiento contrasta con las fuertes alzas que se registraron en años anteriores, y obedece, en parte, a la disolución de las presiones alcistas resultantes del aumento del IVA y otros impuestos indirectos. La devaluación de los últimos meses del año no se traspasó a los precios de este grupo de bienes, tal vez porque el mercado juzgó la devaluación como transitoria y también debido a la fuerte competencia en algunos rubros de consumo masivo, como servicios de telefonía

y pasajes aéreos. Ello limita la capacidad de traspaso, dada la facilidad de sustitución con la que cuenta el consumidor.

La inflación de no transables también descendió, al pasar del 5,49% en 2017 al 3,79% en 2018. Este es un avance importante, pues hasta 2017 este grupo exhibía fuertes rigideces. Todos sus componentes mostraron reducciones en su tasa de inflación entre 2017 y 2018, con un comportamiento especialmente favorable en los arriendos (del 4,28% al 3,42%); los productos afectados por el tipo de cambio (del 5,72% al 3,29%); los indexados (del 6,96% al 5,43%), y en el resto de productos (del 10,88% al -0,42%).

La inflación anual de alimentos aumentó moderadamente desde un 1,92% en 2017 hasta un 2,43% en 2018, en parte, como resultado de una base de comparación muy baja en 2017 después del fenómeno de El Niño de 2016. Hacia finales de 2018 comenzaron a observarse incrementos en los precios de los alimentos perecederos, en parte como consecuencia de un fenómeno de El Niño que ha tenido un carácter moderado.

En febrero de 2019 la inflación anual al consumidor fue del 3,01%. Un resultado tan cercano a la meta del 3% no se observaba desde septiembre de 2014. Varios factores contribuyeron a este buen resultado<sup>1</sup>. En primer lugar, la inflación sin alimentos se redujo significativamente, al pasar del 3,48% en diciembre al 3,14% en febrero. Algo similar ocurrió con el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica, que cayó del 3,03% al 2,81%. Un hecho para destacar es que la inflación de transables (sin alimentos ni regulados) continuó disminuyendo frente a su registro de diciembre (del 1,09% al 0,85% anual), lo que confirma que no existen síntomas de traspaso rezagado de la depreciación de la tasa de cambio a los precios.

La inflación anual de los no transables descendió del 3,79% a finales de 2018 al 3,38% en febrero, y la inflación de regulados se redujo del 6,37% al 5,65% en el mismo período, gracias a la disminución de las tarifas de energía. Finalmente, la inflación anual de alimentos aumentó del 2,43% en diciembre al 2,84% en febrero; este podría ser el efecto de un fenómeno de El Niño muy moderado e inferior al esperado.

Las encuestas sobre las expectativas de inflación para 2019, aplicadas a los analistas del sistema financiero en enero y febrero mostraron niveles cercanos a los 3,5% y 3,4%, respectivamente. Sin embargo, la última encuesta realizada a mediados de marzo mostró una reducción de dichas expectativas a 3,23%. Esta revisión incorporó el dato de inflación observado en febrero, que indicó que algunos riesgos inflacionarios que se consideraban a comienzos de año, tales como el incremento del 6% en el salario mínimo, el temor a un traspaso de la

---

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

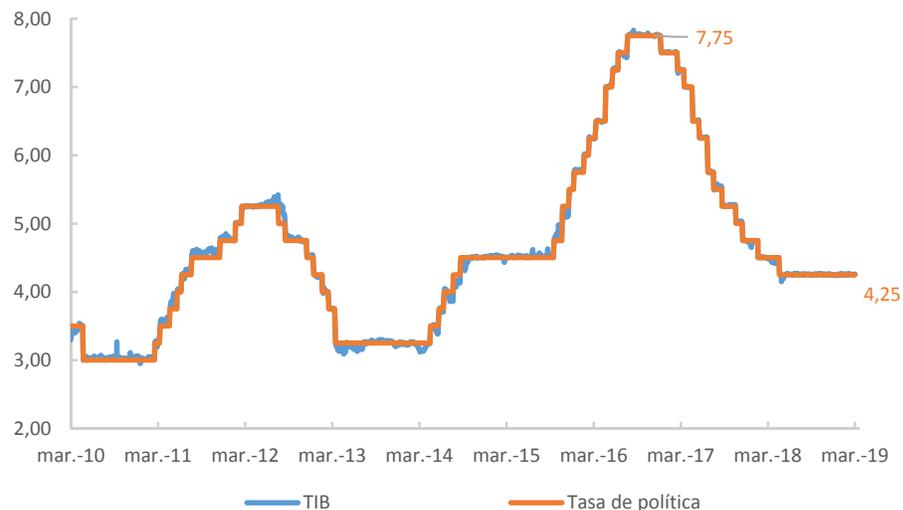
depreciación a los precios, la alta inflación de los bienes regulados, y el fenómeno de El Niño, no se materializaron. Las menores expectativas de inflación añaden un importante elemento a favor de la estabilidad de precios.

### 3. Política monetaria

La Junta Directiva del Banco de la República redujo gradualmente la tasa de interés de política desde un pico de 7,75% en diciembre de 2016 hasta 4,75% al finalizar 2017, y en sus sesiones de enero y abril del 2018 decidió hacer dos nuevos recortes de 25 puntos básicos cada uno, hasta alcanzar el 4,25%, manteniéndola constante desde ese entonces, con un nivel ligeramente expansionista. En síntesis, el Banco redujo 350 puntos la tasa de política entre diciembre de 2016 y abril de 2018, y en marzo completó once meses sin moverla (**Gráfico 6**). De otra parte, la tasa interbancaria a un día se ha mantenido muy cerca de la tasa de política.

**Gráfico 6**  
Tasa de política y TIB

(porcentaje)



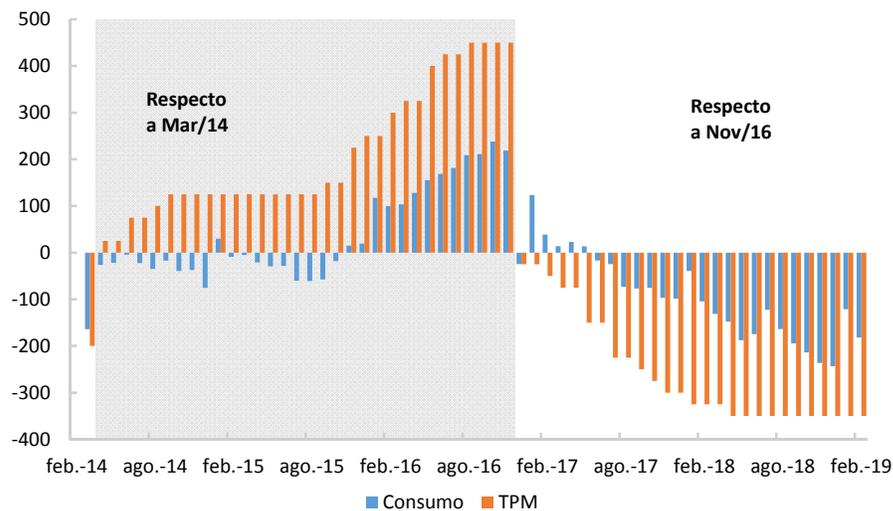
Fuente: Banco de la República.

Buena parte del recorte acumulado se transmitió a las otras tasas en el transcurso de 2018. Las del crédito de consumo en todas sus modalidades se redujeron en 160 pb, después de que habían mostrado cierta resistencia a los cambios de la tasa de política (**Gráfico 7**)<sup>2</sup> y, luego de un pequeño repunte estacional en enero, comenzaron nuevamente a disminuir en febrero de 2019. Las tasas de interés de los créditos comerciales continuaron bajando en 2018, así como las de los créditos de vivienda.

### Gráfico 7

#### Tasa de política y tasa de interés de crédito de consumo

Variación acumulada (pb)



Fuente: Banco de la República.

En materia de crédito, la cartera en moneda nacional aumentó un 3,1% en términos reales en 2018, un poco más que el conjunto de la economía. Por modalidades de crédito, se destaca el incremento real de la cartera de vivienda (8,4%) y de la de consumo (6,2%).

<sup>2</sup> Durante enero y febrero se ha observado cierto retroceso en la transmisión de la tasa de interés de política a las tasas del crédito de consumo, pero esto parece obedecer a un comportamiento estacional.

## 4. Contexto externo

En 2018 la economía mundial alcanzó un crecimiento de 3,7%, según las estimaciones más recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>3</sup>. El crecimiento mundial fue liderado por el dinamismo de la economía de los Estados Unidos (2,9%), impulsada por el estímulo fiscal y el consumo privado, y por el crecimiento de China (6,6%). Las economías emergentes y en desarrollo alcanzaron un crecimiento promedio de 4,6%; América Latina y el Caribe apenas se expandió 1,1%, siendo una de las regiones de menor dinamismo económico durante 2018.

El buen desempeño de la economía mundial durante 2018 contribuyó al inicio de la recuperación de la economía colombiana por medio de una mejoría de los términos de intercambio para Colombia (**Gráfico 8**). Esto fue posible gracias al repunte de los precios del petróleo, que se prolongó hasta la primera semana de octubre, cuando alcanzó un pico de USD 85 el barril para la referencia Brent (**Gráfico 9**). Como resultado, las exportaciones de petróleo crudo para el acumulado enero-octubre se incrementaron a una tasa anual de 28,9%.

En 2018 las exportaciones totales registraron una expansión anual del 10,4% y las de petróleo crudo un 24,1%. Durante los primeros diez meses del año las exportaciones totales crecieron a un ritmo anual del 14,0%, impulsadas por la mayor demanda de los socios comerciales del país y por un nivel relativamente elevado de la tasa de cambio, pero su dinámica comenzó a revertirse durante el último trimestre de 2018, debido al descenso en los precios del petróleo y las perspectivas de un menor crecimiento global en 2019.

El resto de exportaciones crecieron 6,3%, dentro de las cuales se destacan las ventas externas de manufactureras, las cuales tuvieron un desempeño favorable, al crecer un 8,0% en 2018. Otras exportaciones (distintas de las agrícolas), tales como alimentos, bebidas, tabaco y productos químicos, crecieron a una tasa anual de 8,2%.

---

<sup>3</sup> Fondo Monetario Internacional (enero de 2019). *World Economic Outlook Update: A Weakening Global Expansion*, disponible en <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/01/11/weo-update-january-2019>

**Gráfico 8**  
**Índice de Términos de Intercambio**

(2005=100)



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 9**  
**Precio internacional del petróleo - Brent**

(dólares por barril)



Fuente: Bloomberg.

## 5. Perspectivas para 2019

La recuperación de la economía en 2018 sienta las bases para que la actividad económica continúe con una dinámica favorable en 2019. Para este año se pronostica un crecimiento del PIB cercano al 3,5%, por encima del 2% que el FMI proyecta para América Latina. Nuestro pronóstico prevé que la demanda interna se fortalecería a un mayor ritmo que el observado en 2018, en parte, gracias al impacto favorable de la Ley de Financiamiento sobre la inversión empresarial<sup>4</sup>.

Cabría esperar mayores avances en las obras civiles a medida que se completen los cierres financieros de los proyectos de carreteras del programa vial 4G y se eleve la ejecución de recursos por parte de los gobiernos regionales, como suele ocurrir en el último año de gobierno de las autoridades locales. Adicionalmente, la financiación de obras de infraestructura con recursos de regalías, como se contempla en el Plan Nacional de Desarrollo, dará un impulso adicional a la inversión territorial.

Para 2019 se prevé que se acentúe la tendencia positiva observada en el consumo de los hogares en 2018<sup>5</sup> y se contemplan mejores perspectivas en sectores como la construcción, el comercio y la industria.

---

<sup>4</sup> Se permite ahora que las empresas descuenten 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; y se redujo la tarifa general del impuesto de renta a las empresas de 33% en 2019, a 32% en 2020, a 31% en 2021 y a 30% en 2022.

<sup>5</sup> A este respecto cabe destacar que en enero de 2019 el índice de confianza del consumidor (ICC) de las encuestas de Fedesarrollo se recuperó frente a los niveles observados en diciembre y noviembre del año pasado, y ya se aproxima a terreno positivo. La mejoría de este indicador obedeció al aumento del componente de expectativas de los consumidores. La encuesta también reveló que la intención de los consumidores con respecto a la compra de vivienda, de carro y de bienes durables aumentó en enero. Un ejercicio de descomposición histórica del ICC realizado por el equipo técnico del Banco, sugiere que se estarían disipando los choques negativos *no fundamentales* que afectaron la confianza a finales del año pasado.

Respecto a la inflación, el equipo técnico del Banco prevé que en lo que resta del año, la inflación se mantendría en un rango entre 3,0% y 3,2%. Este pronóstico no incorpora efectos del Fenómeno de El Niño que terminó por desvanecerse sin presionar los precios de los alimentos. De otra parte, se proyecta que la inflación sin alimentos ni regulados seguirá convergiendo hacia la meta de 3,0%, en un contexto de brecha de producto que aún permanece en terreno negativo. El único rubro que continuaría ejerciendo alguna presión alcista sobre la inflación es el de regulados, que podría continuar registrando variaciones anuales de precios superiores al 4% anual.

## 6. Riesgos y vulnerabilidades

El panorama descrito para la economía colombiana en 2019 puede juzgarse como despejado. La economía convergerá a su nivel de equilibrio, en la medida en que el crecimiento económico se aproximará a su potencial, y la inflación terminará cerca de la meta. No obstante, este escenario no está exento de riesgos: algunos provienen del contexto externo y otros son de origen interno.

### A. Riesgos externos

Hacia finales de 2018 la economía internacional registró un aumento en la percepción de riesgo, la cual se reflejó en mayor volatilidad y en caídas en las bolsas de valores. Sin embargo, los recientes anuncios de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) sobre los menores aumentos en su tasa de interés de política, sugieren que las condiciones de liquidez internacional seguirán siendo amplias. Esto ha tendido a tranquilizar a los mercados, permitiendo cierta reducción de las primas de riesgo y una recuperación de los índices accionarios. En el caso de economías emergentes, como la colombiana, ello ha contribuido a alguna apreciación del peso, luego de la importante depreciación que se observó en el último trimestre del año pasado.

A pesar del retorno a la calma con estos anuncios, la economía global continúa enfrentando riesgos importantes por los efectos negativos que sobre el crecimiento global tendrían los aumentos de aranceles introducidos en los Estados Unidos y China, los cuales pueden llevar a una reducción del volumen de comercio mundial. Otros factores que podrían provocar un deterioro aún mayor de la actitud frente al riesgo son los altos niveles de endeudamiento de los Estados Unidos, China y otras economías avanzadas y emergentes; la salida del

Reino Unido de la Unión Europea sin que medie un acuerdo, y una desaceleración en China mayor a la prevista.

A mediados de enero el FMI revisó a la baja los pronósticos de crecimiento mundial, situándolos en 3,5% para 2019 y 3,6% para 2020; es decir, 0,2 y 0,1 puntos porcentuales inferiores a lo proyectado en octubre pasado. Para América Latina el FMI estima que la actividad económica continuará recuperándose (2,0% en 2019 y 2,5% en 2020).

Las mencionadas contingencias externas podrían implicar un menor crecimiento de la demanda por nuestras exportaciones, un descenso del precio del petróleo y otras materias primas exportadas por el país y un incremento de las primas de riesgo soberano. Esto podría representar 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 de costos y menores niveles de demanda agregada. Lo anterior podría ser parcialmente mitigado por condiciones financieras más laxas, que impulsarían mayores flujos de capital hacia el país.

## B. La cuenta corriente

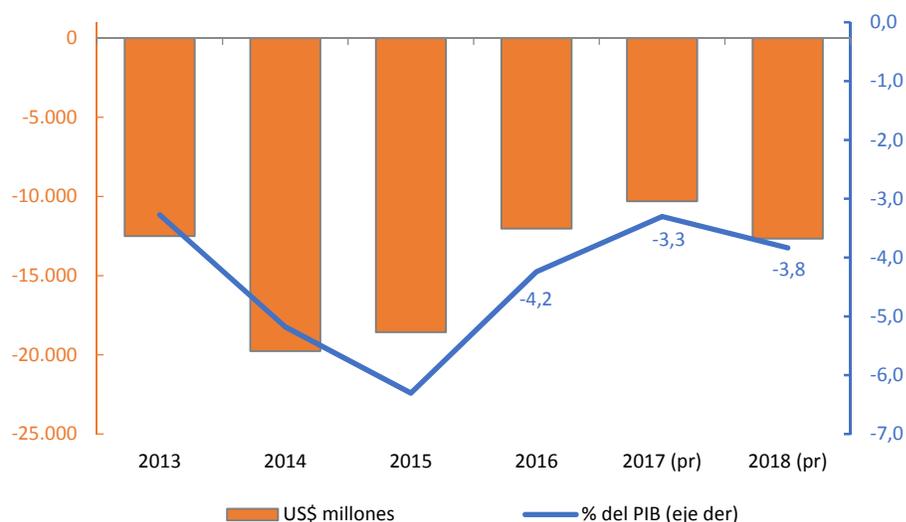
La cuenta corriente de la balanza de pagos tuvo un drástico deterioro luego del choque petrolero de 2014, al pasar de un déficit del 3,3% del PIB en 2013 al 6,3% del PIB en 2015. En ese período la ampliación del desequilibrio externo obedeció a la reducción del valor de las exportaciones. Durante 2016 y 2017 el desequilibrio externo tuvo una corrección considerable, al alcanzarse un déficit de la cuenta corriente del 4,2% y 3,3% del PIB, respectivamente. La corrección se produjo inicialmente por una caída significativa de las importaciones y de la remisión de utilidades al exterior de las empresas petroleras extranjeras. Pero el patrón de ajuste cambió en 2017, cuando el repunte de las exportaciones y otros ingresos externos superó el incremento de las importaciones.

El proceso de ajuste se estancó, incluso retrocedió en 2018, con un déficit de la cuenta corriente del 3,8% del PIB, mayor en 0,5 puntos porcentuales al observado un año atrás (**Gráfico 10**). El deterioro obedeció a una aceleración en las importaciones, principalmente de materias primas y bienes de capital, y a un relativo estancamiento de la dinámica de las exportaciones. A esto se sumó un mayor giro de utilidades al exterior de las empresas con inversión extranjera directa en Colombia.

**Gráfico 10****Déficit en cuenta corriente**

(millones de dólares)

(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de la República.

El equipo técnico del Banco pronostica que el déficit de la cuenta corriente continuaría ampliándose hasta alcanzar un nivel un poco superior al 4,0% del PIB a finales de 2019, debido a los menores precios del petróleo y carbón colombiano, así como a una moderación del crecimiento de las ventas externas de bienes industriales (en un contexto de desaceleración del crecimiento mundial). Por su parte, las importaciones de bienes continuarían creciendo en 2019, aunque a un ritmo menor que el registrado en 2018. Esto es coherente con una demanda interna que aumentaría más que el PIB.

Un déficit de la cuenta corriente que sea financiable no tiene por qué ser motivo de alarma. Con respecto a la financiación, las noticias son positivas: la inversión extranjera directa (IED) en Colombia se mantiene en un nivel relativamente estable, alrededor de USD 11.000 millones (m) desde hace varios años, y los ingresos por inversión extranjera de portafolio, que en 2018 totalizaron USD 349 m (0,1% del PIB), posiblemente se mantendrán en 2019.

En el mediano plazo sería deseable que el país alcanzara un menor déficit de la cuenta corriente, entre un 2,5% y 3,0% del PIB, nivel que es considerado como sostenible por el equipo técnico del Banco. Para ello sería necesario lograr un mayor dinamismo y diversificación de las exportaciones. Un ajuste externo que comprima las importaciones no sería adecuado, pues el país requiere continuar importando materias primas y bienes de capital para consolidar su recuperación.

Desde una óptica macroeconómica el desequilibrio externo puede reducirse si el ahorro nacional aumenta más que la inversión, para lo cual se requiere mejorar la

situación fiscal e implementar una reforma pensional que obligue a nuestros jóvenes a ahorrar para su vejez.

### C. Las Finanzas Públicas

La Regla Fiscal para Colombia<sup>6</sup> estableció que el Gobierno Nacional deberá seguir una senda decreciente del déficit en el balance fiscal estructural, hasta alcanzar un nivel de -1,0% del PIB o menos en 2022. Desde su entrada en vigencia esta regla ha permitido reducir el déficit estructural de -2,3% del PIB en 2014 a -1,9% del PIB en 2018.

La regla, además, incorpora un mecanismo que toma en cuenta el ciclo económico y el comportamiento de los precios del petróleo para determinar el balance fiscal total deseable, con lo cual se promueve un manejo contracíclico de las finanzas: se amplía el déficit total por encima del estructural cuando el crecimiento del PIB es inferior al del PIB potencial, y/o cuando el precio del petróleo esté por debajo de su nivel de largo plazo. Lo contrario sucede en las condiciones opuestas.

La regla fiscal ha sido un instrumento fundamental para mantener la confianza de los mercados en el manejo de las finanzas públicas y preservar el grado de inversión del país. El Comité Consultivo de la regla fiscal, establecido por la ley, definió la senda del déficit total compatible con el estructural. En cumplimiento de dicha regla, el Gobierno redujo el déficit total desde -4,0% del PIB en 2016 a -3,1% en 2018. En 2019 deberá reducirse a -2,4% del PIB hasta llegar a -1,4% del PIB en 2022, lo que será equivalente a un déficit estructural del -1,0% del PIB (**Gráfico 11**).

La Ley de Financiamiento introdujo nuevos retos al cumplimiento de la regla fiscal. Si bien puede esperarse un estímulo a la inversión empresarial y al crecimiento económico, este efecto no será lo suficientemente fuerte como para compensar la caída del recaudo después de 2019.

Los beneficios tributarios que esta reforma otorgó a las empresas se resumen en tres medidas: 1) la reducción de la tarifa general del impuesto de renta del 33% en 2019, al 32% en 2020, 31% en 2021 y 30% en 2022; 2) la autorización a las empresas para descontar del impuesto a la renta, el IVA pagado en gastos por bienes de capital, y el 50% del impuesto de industria y comercio, y 3) la reducción del porcentaje de renta presuntiva al 1,5% en 2019 y 2020, y al 0% en 2021.

La Ley de Financiamiento introdujo otras medidas que aumentan el recaudo, pero probablemente no serán suficientes para compensar la caída de los recaudos después de 2019. Entre ellas están: un sistema de IVA plurifásico para cervezas

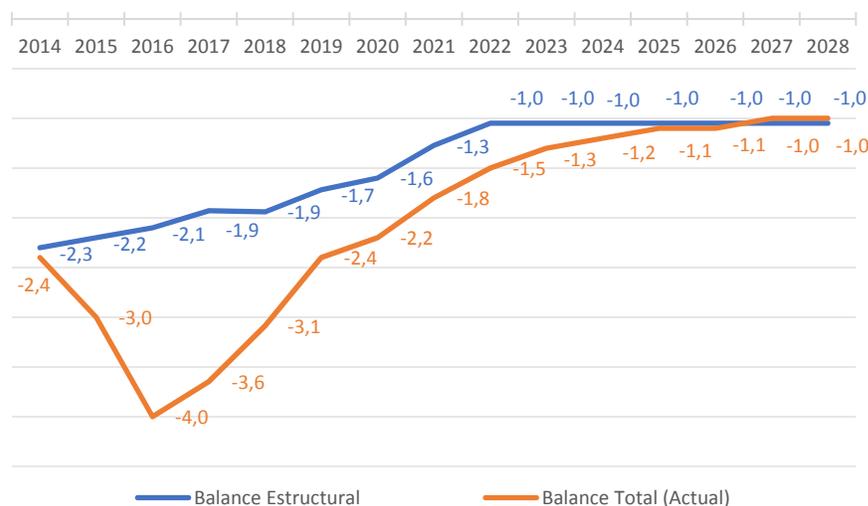
<sup>6</sup> Aprobada en la Ley 1473 de 2011.

y gaseosas; un impuesto nacional al consumo sobre las ventas de bienes inmuebles cuyo valor supere los \$918,4 millones; un incremento a la tarifa del impuesto de renta de personas naturales con ingresos altos; un impuesto transitorio al patrimonio de personas naturales y sociedades extranjeras; una sobretasa temporal sobre el impuesto de renta de las entidades del sector financiero, e incrementos en la tarifa para el pago de impuesto sobre los dividendos de personas naturales.

### Gráfico 11

#### Senda de déficit fiscal

(porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

El efecto neto de este conjunto de medidas será un aumento del recaudo cercano a los \$ 7,9 billones en 2019, lo que permitirá al Gobierno Nacional cumplir la regla, reduciendo el déficit total desde el 3,1% del PIB en 2018 a 2,4% del PIB en 2019. Sin embargo, la mayoría de analistas coinciden en señalar que faltarán recursos en los años siguientes.

A partir de 2020 entrarán en vigencia los diferentes beneficios tributarios aprobados para las empresas, con un efecto neto negativo sobre el recaudo tributario que podría oscilar entre 0,3% y 0,6% del PIB. Para lograr cumplir con la senda de déficit total de la regla fiscal, el Gobierno Nacional tendrá que acometer un ajuste importante en sus finanzas públicas, que deberá oscilar entre 0,5% y 1,1% del PIB.