

INFORME DEL GERENTE

BANCO DE LA REPÚBLICA - COLOMBIA

ISSN 2590-9061

La economía colombiana y la fuerte volatilidad internacional



La economía ha empezado a
ganar dinamismo. *P. 3*

Hacia la consolidación del
crecimiento. *P. 8*

Lo externo ha favorecido la
recuperación de la economía. *P. 11*

La inflación continúa acercándose a la
meta de 3%. *P. 14*

Mercado laboral. *P. 16*

Volatilidad y Vulnerabilidades. *P. 18*

Conclusiones. *P. 22*

EDITOR

Juan José Echavarría
Gerente General

CONSEJO EDITORIAL

María del Pilar Esguerra
Yanneth Rocío Betancourt
Jorge Toro Córdoba

PÁGINA WEB, DISEÑO Y
DIAGRAMACIÓN

Michelle Sáenz Duarte
Fernan Perez Amaya
Catalina Bernal Pontón
Communication and Financial and
Economics Education Department

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 este *Informe del Gerente* se presenta una evaluación de la coyuntura económica del país y sus perspectivas. Se argumenta que Colombia ha logrado ajustarse satisfactoriamente a los fuertes choques internacionales recientes y que las crisis en Argentina y Turquía poco han afectado nuestra economía. Sin embargo, aún queda camino por recorrer, en particular en los frentes externo y fiscal. El incremento en las tasas de interés en los países desarrollados, la volatilidad en el precio de los bienes primarios y la reciente guerra comercial, entre otros, podrían producir fuertes efectos negativos en los países emergentes más vulnerables.

1. La economía ha empezado a ganar dinamismo

El análisis del crecimiento económico reciente es un buen punto de partida. Según las cifras del producto interno bruto (PIB) publicadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), la economía creció 2,2% en el primer trimestre de 2018 y 2,8% en el segundo, frente a los mismos períodos del año pasado. Esas noticias son muy positivas, no solo por el repunte que se observó entre un trimestre y el siguiente, sino también por el mejor desempeño frente a los correspondientes registros de crecimiento de 2017 (2,1% y 1,7% respectivamente).

No obstante, estas cifras deben interpretarse con cuidado porque no consideran ajustes por factores estacionales ni tampoco por el número de días hábiles en cada trimestre. Tales ajustes son necesarios para que los crecimientos entre trimestres sean comparables en el tiempo, debido a que el aparato productivo tiene aumentos y disminuciones de carácter estacional, y a que la Semana Santa no siempre se celebra en el mismo período del año.

El DANE incorpora estos ajustes, eliminando de las cifras originales los factores estacionales y corrigiéndolas por el efecto de la diferencia de días hábiles, lo que permite obtener una serie de crecimiento trimestral que es comparable tanto anualmente como entre trimestres. El equipo técnico del Banco de la República utiliza esta última serie en sus diferentes análisis e informes.

El comportamiento de la serie ajustada evidencia un crecimiento sostenido de la economía en lo corrido de 2018, al aumentar en términos anuales 2,6% en el

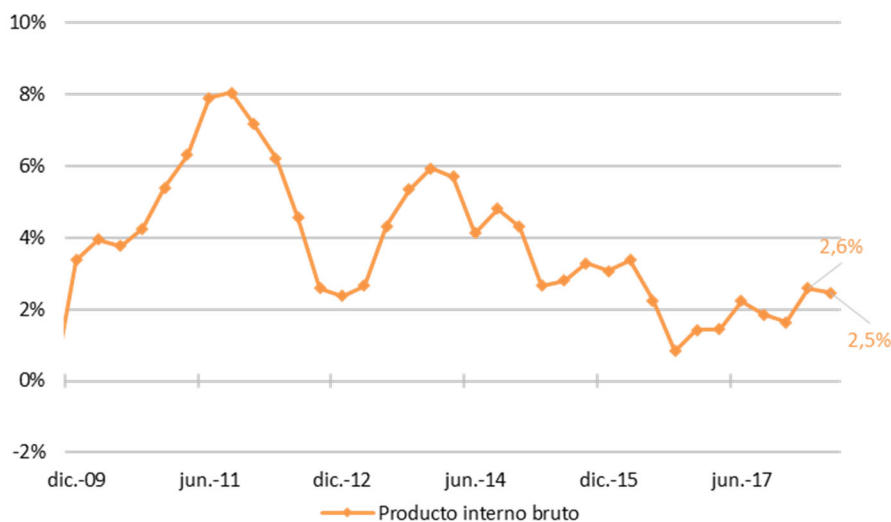
primer trimestre y 2,5% en el segundo¹. Ambos registros son superiores a los observados en los mismos períodos de 2017 (1,4% y 2,2% respectivamente) (**Gráfico 1**). La persistencia observada confirma el diagnóstico presentado en el *Informe al Congreso* de julio pasado, en el cual se afirmaba que la culminación del proceso de ajuste de la economía colombiana al choque desfavorable de los términos de intercambio logró sentar las bases para iniciar un proceso de relativa –aunque aún lenta – recuperación económica.

Gráfico 1

Crecimiento real anual del PIB

(desestacionalizado y corregido por efectos calendario)

(porcentaje)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Una evaluación detallada de las cifras del PIB ajustado revela hechos interesantes acerca del comportamiento de la actividad económica del país durante la primera mitad del año. Así, por ejemplo, el análisis del PIB por el lado de la demanda muestra una expansión progresiva del consumo total, cuya tasa de crecimiento anual pasó de 2,2% en 2017 a 2,9% en el primer trimestre y a 3,2% en el segundo. Este dinamismo obedece a un mayor consumo de los hogares², lo cual es coherente con la recuperación de la confianza del consumidor que se ha observado en los meses recientes. A ello se suma la expansión del consumo público (4,9% anual en el segundo trimestre), lo que en parte estuvo asociado a los gastos requeridos para los comicios electorales, el censo nacional de población

¹ Asimismo, el crecimiento entre trimestres consecutivos no ha sido muy diferente (0,9% y 0,6% en los dos primeros trimestres del año).

² Cuya tasa de crecimiento anual aumentó de 1,8% en 2017 a 2,6% en el segundo trimestre de 2018.

y vivienda y la mayor ejecución del gasto público en el ámbito territorial (**Cuadro 1**).

Cuadro 1
Crecimiento real anual del PIB por el lado de la demanda
(desestacionalizado y corregido por efectos calendario)

(porcentaje)

	2016	2017				2017	2018	
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.	II trim.
Consumo total	1,4	1,8	2,3	2,6	2,2	2,2	2,9	3,2
Consumo de hogares	1,4	1,7	1,7	2,0	1,6	1,8	2,0	2,6
Bienes no durables	-0,4	0,5	1,3	3,3	2,9	2,0	2,6	3,1
Bienes semidurables	3,0	-1,7	-3,5	-3,7	-0,5	-2,4	0,6	2,0
Bienes durables	-5,9	0,1	1,5	4,7	-3,2	0,7	5,2	1,8
Servicios	3,0	3,0	2,5	2,0	1,7	2,3	1,7	2,5
Consumo final del Gobierno	1,8	2,5	4,2	4,8	4,5	4,0	6,4	4,9
Formación bruta de capital	0,3	-2,6	-1,2	3,7	2,8	0,6	-3,2	0,5
Formación bruta de capital fijo	-2,7	0,8	6,6	4,4	1,6	3,3	-2,6	-2,5
Vivienda	-0,2	8,6	7,2	-0,5	-9,5	1,2	-5,4	-0,7
Otros edificios y estructuras	0,0	2,5	1,2	0,5	-3,0	0,3	-5,6	-3,1
Maquinaria y equipo	-7,9	-5,4	-1,6	2,0	-2,6	-2,0	1,6	0,6
Recursos biológicos cultivados	13,1	7,9	-11,1	-5,0	7,1	-0,6	-2,1	1,1
Productos de propiedad intelectual	-8,9	4,6	14,7	18,7	20,7	14,6	7,2	4,4
Demanda interna (Consumo más inversión)	1,2	0,8	1,5	2,9	2,3	1,9	1,6	2,6
Exportaciones totales	-1,4	-4,2	2,4	3,4	-4,1	-0,7	-0,3	2,6
Importaciones totales	-4,0	0,2	4,2	0,0	-3,2	0,3	-1,4	4,8
PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB)	2,0	1,4	2,2	1,8	1,6	1,8	2,6	2,5

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La dinámica de la formación bruta de capital fijo ha sido menos satisfactoria, con tasas de crecimiento negativas en 2018, de manera especial por la contracción anual registrada durante los primeros dos trimestres del año en los rubros de vivienda (-5,4% y -0,7% en cada trimestre) y otro tipo de edificios y estructuras (-5,6% y -3,1%). Lo anterior se explica por el escaso dinamismo de la demanda de esta clase de activos y los excesos de oferta de vivienda y otras edificaciones, producto de la construcción excesiva de unidades durante los años de buenos precios del petróleo. A eso se añaden los retrasos en los cierres financieros que afectaron el avance en los proyectos de construcción de carreteras.

A pesar de los hechos citados, la demanda interna (consumo más inversión) muestra una dinámica positiva, al repuntar entre los dos primeros trimestres del año, al pasar de crecer 1,6% anual en el primero a hacerlo a una tasa de 2,6% en

el segundo. Este comportamiento refleja el fortalecimiento ya anotado en el consumo, y la dinámica que empieza a notarse en otro tipo de inversiones como maquinaria y equipo, como se evidencia en el comportamiento de las importaciones de bienes de capital para la industria.

Los datos del PIB (ajustado) para el segundo trimestre, publicados recientemente, también mostraron un repunte significativo en la dinámica de las exportaciones reales totales, al pasar de una contracción anual de 0,3% en el primer trimestre a una expansión de 2,6% en el segundo. Las exportaciones en dólares de productos diferentes a bienes primarios están creciendo a una tasa anual cercana al 14%. Las importaciones reales también se recuperaron, al registrar una expansión anual de 4,8% en el segundo trimestre frente a una contracción de 1,4% en el primero. Esto se explica por las mayores compras externas de maquinaria y aparatos eléctricos y de bienes de consumo intermedio.

Finalmente, la información del PIB por el lado de la oferta muestra que los sectores económicos que más crecieron en el segundo trimestre fueron los servicios profesionales, la administración pública y defensa, y el agropecuario, en tanto que la construcción y la minería presentaron contracciones (**Cuadro 2**).

En síntesis, las cifras del PIB muestran una economía que ha empezado a ganar dinamismo de manera sostenida, pero en la cual subsisten diferencias importantes en el desempeño de sus componentes, tanto de demanda como de oferta. Esta heterogeneidad requiere atención por parte de las autoridades para identificar las razones que impiden un mejor desempeño de los sectores rezagados.

Cuadro 2

Crecimiento real anual del PIB por el lado de la oferta
(desestacionalizado y corregido por efectos calendario)

(porcentaje)

	2016	2017				2017	2018	
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.	II trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,2	8,3	7,6	5,3	1,6	5,6	3,5	4,7
Explotación de minas y canteras	-3,0	-7,6	-1,8	-4,9	-2,7	-4,3	-4,1	-5,0
Industria manufacturera	2,8	-1,0	-2,7	-1,5	-2,7	-2,0	0,5	1,7
Electricidad, gas y agua	0,0	-1,0	1,0	1,6	1,7	0,8	1,2	2,4
Construcción	3,0	0,8	-2,5	-4,9	-1,3	-2,0	-7,6	-7,4
Edificaciones	5,4	-3,3	-3,9	-9,1	-4,9	-5,3	-3,0	-7,6
Obras civiles	-3,2	6,6	4,9	7,8	10,6	7,5	-7,7	-5,5
Actividades especializadas para la construcción	5,3	-3,6	-3,7	-6,3	-3,3	-4,2	-3,6	-9,2
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	1,9	0,5	1,5	1,8	1,0	1,2	2,6	3,3
Información y comunicaciones	-0,8	-0,1	0,5	-3,0	2,5	-0,1	1,5	2,5
Actividades financieras y de seguros	6,6	6,7	7,3	6,6	6,9	6,9	6,7	4,0
Actividades inmobiliarias	3,3	3,2	2,8	2,6	2,5	2,8	2,3	2,1
Actividades profesionales, científicas y técnicas	-2,3	0,6	3,6	3,6	6,2	3,5	7,1	7,6
Administración pública y defensa, educación y salud	3,6	3,9	4,8	4,0	2,7	3,8	6,9	4,8
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	5,5	9,1	2,7	1,0	3,0	3,9	1,6	3,1
Subtotal valor agregado	2,0	1,5	1,9	1,4	1,4	1,5	2,5	2,5
Impuestos menos subsidios	1,2	1,0	5,0	6,0	5,4	4,3	5,7	2,6
PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB)	2,0	1,4	2,2	1,8	1,6	1,8	2,6	2,5

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

2. Hacia la consolidación del crecimiento

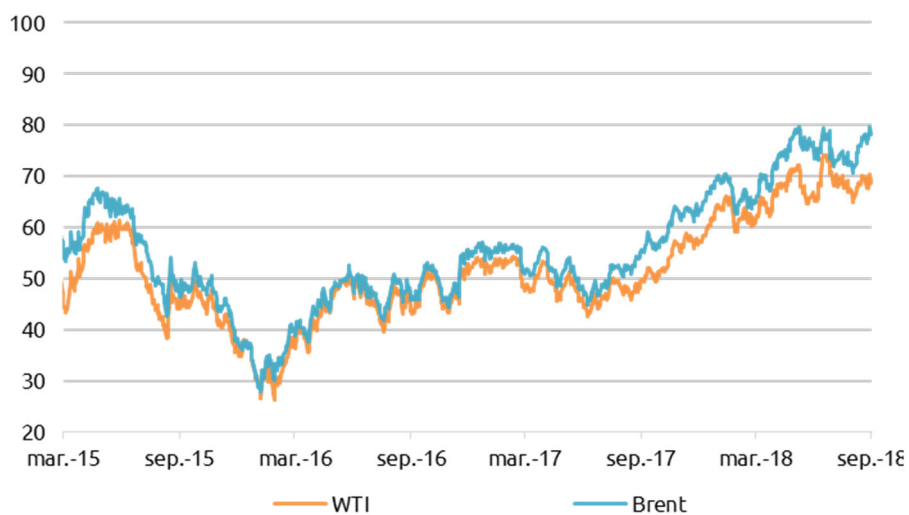
Como se ha mostrado en diversos estudios, la capacidad potencial de crecimiento de la economía colombiana se estima en alrededor de 3,5% anual. El ritmo registrado hasta el momento se ubica por debajo de ese nivel, y parece apuntar hacia el pronóstico de crecimiento de 2,7% para 2018, en el cual coinciden el Banco de la República, el Gobierno y entidades multilaterales como el FMI y la Cepal. Los analistas también coinciden en afirmar que el dinamismo de la economía colombiana continuará mejorando, de tal forma que en 2019 el crecimiento económico del país se acercará a su nivel potencial, entre 3,3% y 3,5%. Existen factores objetivos para considerar esa posibilidad.

Se han recuperado parcialmente los precios del petróleo y del carbón, luego de la abrupta caída de los precios internacionales del petróleo entre mediados de 2014 y comienzos de 2016 (que también ocurrió con los precios del carbón, aunque en menor medida) (**Gráfico 2**). El equipo técnico del Banco pronostica un precio promedio del petróleo cercano a los USD 70 y USD 67 por barril en 2018 y 2019, respectivamente.

Ello se ha reflejado en niveles relativamente estables del riesgo país (**Gráfico 3**) y en un notable incremento en la confianza de los consumidores y de los empresarios (**Gráficos 4A y 4B**). De manera adicional, la reducción de la tasa de interés de política monetaria a su nivel actual de 4,25% y la caída de la inflación a 3,10% (a finales de agosto), han inducido una reducción de las tasas de interés de los créditos bancarios y un incremento del poder adquisitivo de los hogares. Todo lo anterior ofrece un estímulo significativo a la inversión privada y al consumo, que fortalece la demanda interna. En la medida en que la economía aún opera por debajo de su capacidad potencial, este estímulo a la demanda se reflejará menos en presiones alcistas de precios y más en una mayor utilización de la capacidad instalada y en el crecimiento de la economía.

Gráfico 2
Precio internacional del petróleo

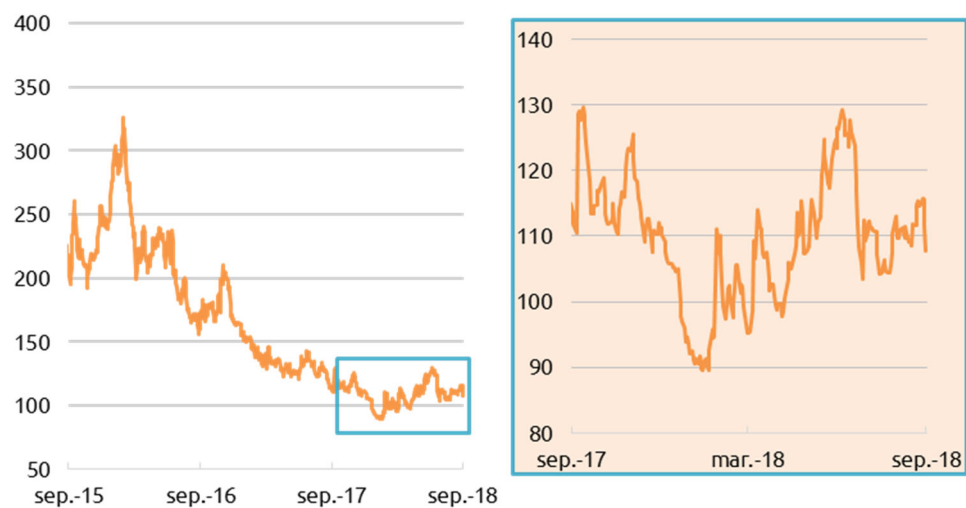
(dólares por barril)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3
Credit default swaps (CDS) a cinco años para Colombia

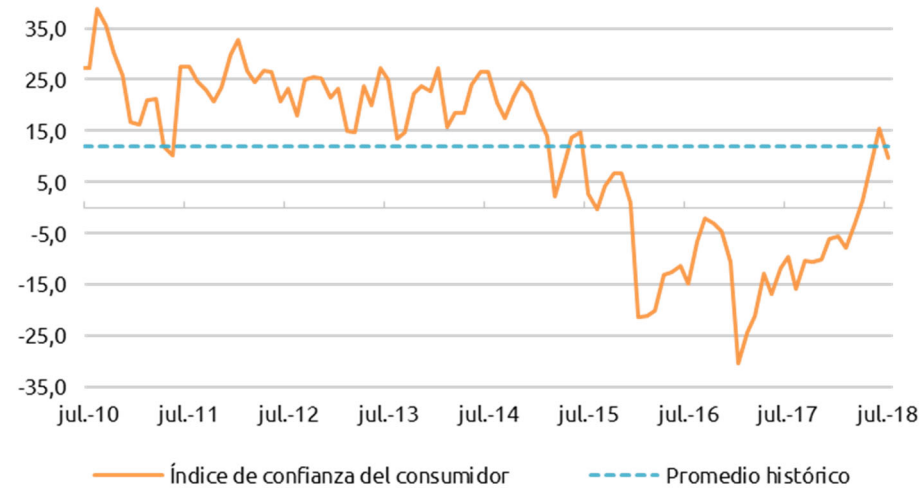
(puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4A
Índice de confianza del consumidor

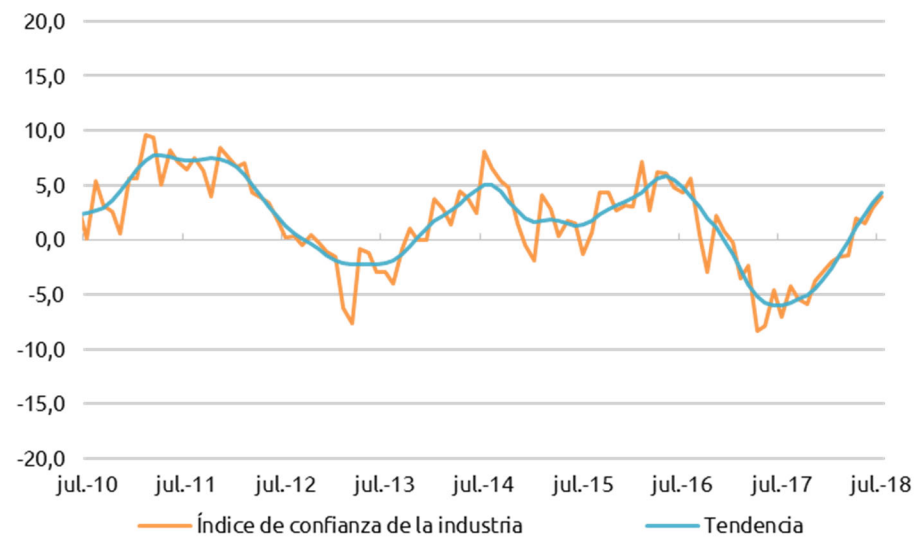
(balance)



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 4B
Índice de confianza de la industria
 (serie desestacionalizada y tendencia)

(balance)



Fuente: Fedesarrollo.

3. Lo externo ha favorecido la recuperación de la economía

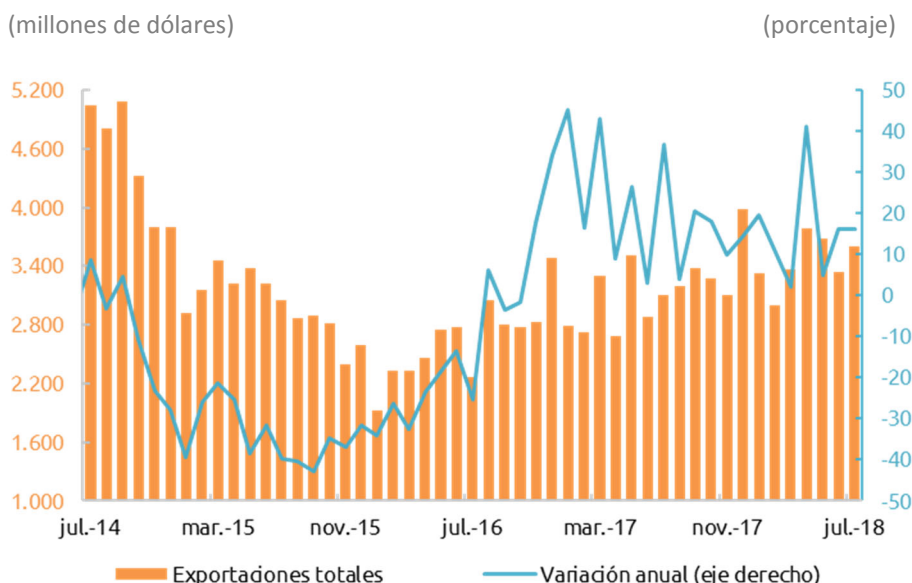
En el contexto externo, la reactivación de la economía mundial ha ganado fuerza y amplitud, lo que favorece la recuperación de la economía colombiana. Los pronósticos de diversos organismos internacionales estiman un crecimiento mundial para 2018 por encima de 3,5%, el cual esperan que se mantenga en 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 mayor dinamismo global ha permitido que países exportadores de materias primas, como Colombia, se hayan visto beneficiados por incrementos en los precios de estos productos. En particular, la persistencia del precio internacional del petróleo en niveles cercanos o superiores a los USD 70 por barril es un hecho de gran relevancia para la economía colombiana.

El fortalecimiento de la demanda externa y la mejora en los términos de intercambio estimulan el comercio externo y las exportaciones del país. A julio de 2018 el valor en dólares de las exportaciones totales registró un crecimiento anual de 16,2%, soportado por aumentos en el grupo de bienes de origen minero (32,4%), en particular petróleo y carbón (**Gráfico 5**). Para el período enero-julio, las exportaciones totales crecieron 14,9%, las de origen minero 21,0% y las del grupo Resto 12,3%, entre las que sobresalen las ventas externas de productos químicos, vehículos automotores y minerales no metálicos. Solo las exportaciones agrícolas registraron un retroceso, al contraerse 4,9% durante este período, debido al menor valor de las exportaciones de café y de banano.

Gráfico 5

Exportaciones totales de bienes (en dólares FOB)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

Las importaciones de bienes también vienen ganando dinamismo, lo cual es un síntoma de recuperación de la actividad económica en el país. En efecto, el valor en dólares de las importaciones en junio creció 11,9% frente al mismo mes de 2017 (**Gráfico 6**), mientras que para los primeros seis meses del año presentaron un crecimiento de 7,0%. Se destacan las compras externas de materias primas destinadas a la industria, las cuales crecieron en junio 17,1%, y en el primer semestre se expandieron 12,9% anual. Asimismo, las importaciones de bienes de capital vienen aumentando, en especial para la industria, cuyo crecimiento en los primeros seis meses del año fue de 10,9% anual.

La expansión del comercio de bienes que se ha presentado en la primera parte del año es coherente con un déficit de la cuenta corriente muy similar al registrado en 2017 (3,4% del PIB). Aunque el déficit continuará siendo financiado por inversión extranjera directa (IED), dichos flujos serán menores a los registrados el año anterior debido al efecto de base de comparación, originado en los recursos recibidos por empresas del sector de las comunicaciones³. Se espera que la IED esté impulsada, en buena parte, por las inversiones destinadas al sector minero y petrolero. Otros recursos provendrán de la contratación de préstamos por parte

³ Al descontar el efecto base la IED aumentaría, impulsada por las inversiones destinadas tanto para el sector minero-energético como para el resto de sectores. Cerca de un 30% de la IED en los últimos años se ha dirigido al sector minero (petróleo y minas y canteras), y el 70% restante a otros sectores, principalmente a transporte, comunicaciones y manufacturas.

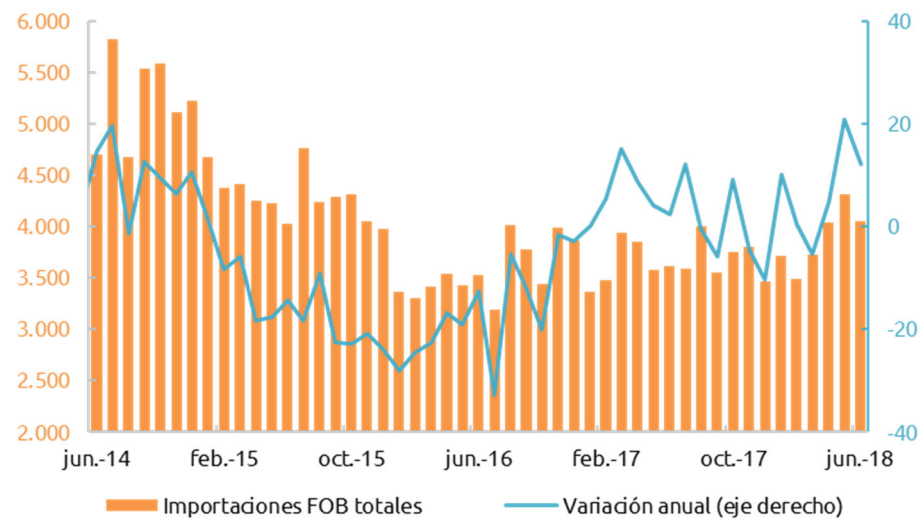
del sector público y, en menor medida, de la compra de TES por parte de inversionistas extranjeros.

Gráfico 6

Importaciones totales de bienes (en dólares FOB)

(millones de dólares)

(porcentaje)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

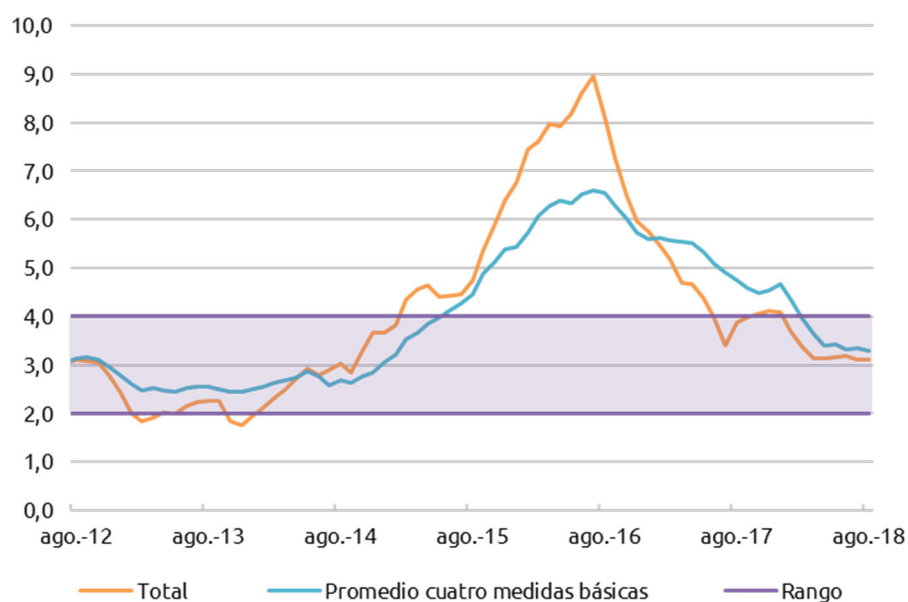
4. La inflación continúa acercándose a la meta de 3%

La recuperación de la actividad económica se viene dando en un contexto de inflación baja y estable. En lo corrido del año la tasa de inflación anual disminuyó desde 4,09% a finales de 2017 a 3,10% en agosto, su nivel más bajo hasta el momento, situándose así muy cerca de la meta de 3%. Del mismo modo, el promedio de los indicadores de inflación básica cayó desde un nivel de 4,66% en diciembre de 2017 a 3,31% a finales de agosto (**Gráfico 7**).

Gráfico 7

Inflación total al consumidor e inflación básica

(porcentaje)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En este contexto de inflación que converge a la meta de 3% las expectativas de inflación han logrado estabilizarse; sin embargo, aún se mantienen levemente por encima de la inflación observada. Ello es señal de que el público y los mercados aún prevén ligeros repuntes que podrían provenir de los precios de los alimentos, los combustibles, o de presiones relacionadas con una devaluación de la tasa de cambio. De acuerdo con la más reciente encuesta mensual realizada a analistas financieros por el Banco de la República, las expectativas de inflación a diciembre de este año se ubican en 3,20% y para 2019 en 3,32%⁴.

En este entorno, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha mantenido la tasa de política inalterada en un nivel de 4,25% desde su reunión de abril pasado.

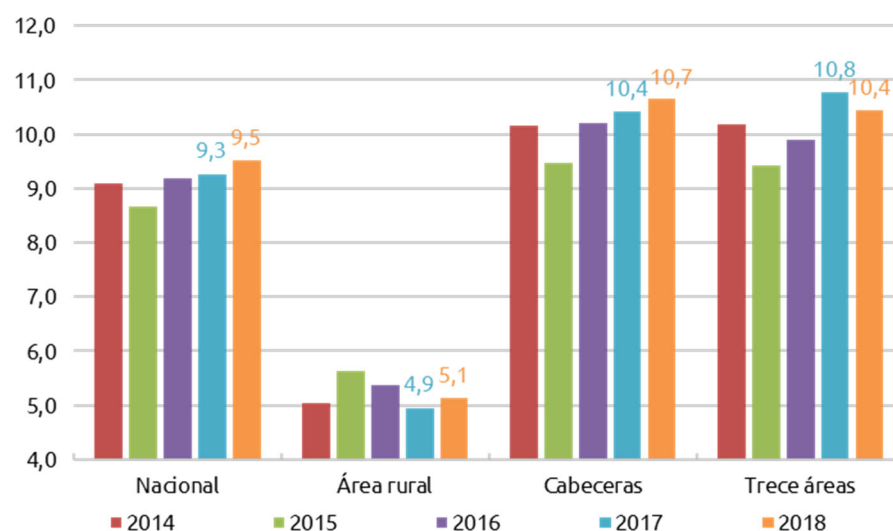
⁴ La inflación implícita en los títulos de deuda pública que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR se situaba en agosto en 2,95%, 3,06% y 3,25% para 2, 3 y 5 años, respectivamente.

5. Mercado laboral

En el contexto de una paulatina recuperación de la actividad económica y de una inflación baja y estable, la tasa de desempleo no ha presentado cambios de importancia durante el primer semestre del año. En el ámbito nacional, para el trimestre móvil mayo-julio la tasa de desempleo se ubicó en 9,5%, levemente superior al registro del mismo trimestre del año anterior (9,3%). Para las principales trece áreas metropolitanas, la tasa de desempleo se redujo ligeramente al pasar de 10,8% a 10,4% entre dichos períodos, mientras que en las zonas rurales se observó un incremento moderado de 4,9% a 5,1% (**Gráfico 8**).

Gráfico 8
Tasa de desempleo
(trimestre móvil mayo-julio)

(porcentaje)



Fuente: DANE (GEIH).

Durante el mismo período, los sectores que más restaron al empleo en el ámbito nacional fueron agricultura, actividades inmobiliarias y transporte. En el caso de las trece áreas, los que registraron mayores contribuciones negativas al empleo fueron las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, construcción y transporte. No obstante, tanto los empleados asalariados como no asalariados aumentaron 1,4% en las trece áreas frente a las cifras del trimestre móvil terminado en junio.

6. Volatilidad y vulnerabilidades

El panorama económico descrito hasta el momento podría resumirse como el de una economía que prácticamente logró superar uno de los choques externos más fuertes de su historia reciente, hasta conformar un escenario propicio para iniciar su proceso de recuperación. A pesar de ello, aún quedan secuelas de los choques en un ambiente internacional altamente incierto y volátil. La economía no logra todavía 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 para asegurar un nivel sostenible.

Las finanzas del Gobierno Nacional lograron ajustarse a la caída de ingresos por cerca de 3,0% del PIB entre 2013 y 2017 que provenían de las rentas petroleras. Sin embargo, durante este período la deuda neta del Gobierno pasó de 34,6% a 43,1% del PIB, producto de la caída de los ingresos y de la devaluación del tipo de cambio. De esa forma, para cumplir con la regla fiscal, retomar la senda decreciente de la deuda pública y garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas el Gobierno va a requerir un ajuste adicional⁵.

En cuanto a la situación del sistema financiero colombiano, no existen riesgos importantes que amenacen su estabilidad, a pesar del incremento reciente de los indicadores de mora de la cartera bancaria. Además, el sistema bancario cuenta con provisiones suficientes que se acumularon en los años de bonanza.

De allí que es fundamental no bajar la guardia y monitorear las vulnerabilidades de la economía ante nuevas contingencias externas que puedan generar riesgos para el desempeño macroeconómico del país. Actualmente se identifican nuevas fuentes de riesgo, cuya inminencia y posibles consecuencias aún no son claras. El

⁵ Para 2018 se proyecta un déficit de 3,1% del PIB, que cumple con la regla fiscal. Este ajuste continuará en 2019, cuando se espera reducir el déficit a 2,4% del PIB.

ajuste internacional apenas comienza y los capitales internacionales castigarán a aquellos países que aún presenten vulnerabilidades importantes en el futuro.

La primera fuente de ajuste (y riesgos) es la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos y otras economías avanzadas. En el presente año, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) ha hecho dos incrementos de 25 puntos básicos (p. b.) en su tasa de interés en marzo y junio pasados. Para lo que resta del año, se prevén dos incrementos adicionales, con lo cual ésta pasaría del rango actual entre 1,75% y 2,0% al de 2,25%-2,5%, hacia finales de año. A ello se agrega el programa de reducción en la hoja de balance que la Fed viene adelantando. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) anunció su intención de reducir sus compras mensuales de activos en euros a partir de septiembre, aunque por ahora mantendrá inalteradas las tasas de interés. La normalización de la política monetaria en los países desarrollados apenas comienza y posiblemente producirá una salida de flujos de capital del conjunto de países emergentes, con devaluaciones de la tasa de cambio en varios de ellos. Sería deseable que, como ha ocurrido hasta el momento, este proceso continúe dándose en forma ordenada.

Una segunda fuente de riesgos externos proviene del resurgimiento de barreras arancelarias que podrían debilitar el comercio mundial y destruir cadenas globales de valor. Las decisiones del gobierno de los Estados Unidos de imponer aranceles a las importaciones procedentes de China, Turquía y otros países, y la respuesta de estos últimos con políticas similares, generan amenazas para el comercio mundial y para el crecimiento de economías avanzadas y emergentes. La decisión del gobierno de los Estados Unidos de hacer del déficit comercial el centro de su política económica podría llevar a nuevas contradicciones. Así, por ejemplo, la expansión del gasto público y la reducción de impuestos en una situación de déficit fiscal producirá mayores desequilibrios en cuenta corriente y posibles retaliaciones arancelarias adicionales.

Otro riesgo que continúa latente es el de la sostenibilidad del precio del petróleo en sus niveles actuales. La evolución futura del precio del crudo dependerá, entre otros factores, de las decisiones que tomen la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros grandes productores sobre sus niveles de producción, así como de la prolongación del actual ritmo de crecimiento mundial. Si este último se viera afectado por la guerra comercial, podría producirse una caída de los precios del petróleo y de otras materias primas.

La tensión financiera global resultante de estas circunstancias ha venido aumentando en las últimas semanas, afectando a unas pocas economías emergentes. Sobresalen los casos de Argentina, Turquía y, en menor medida, de Sudáfrica y Brasil, con episodios de fuertes depreciaciones de sus monedas, y un incremento en el costo del financiamiento internacional. El **Gráfico 9** muestra la evolución de la tasa de cambio entre finales de 2017 y comienzos de septiembre de 2018 (diciembre de 2017=100). En Colombia se ha mantenido estable durante

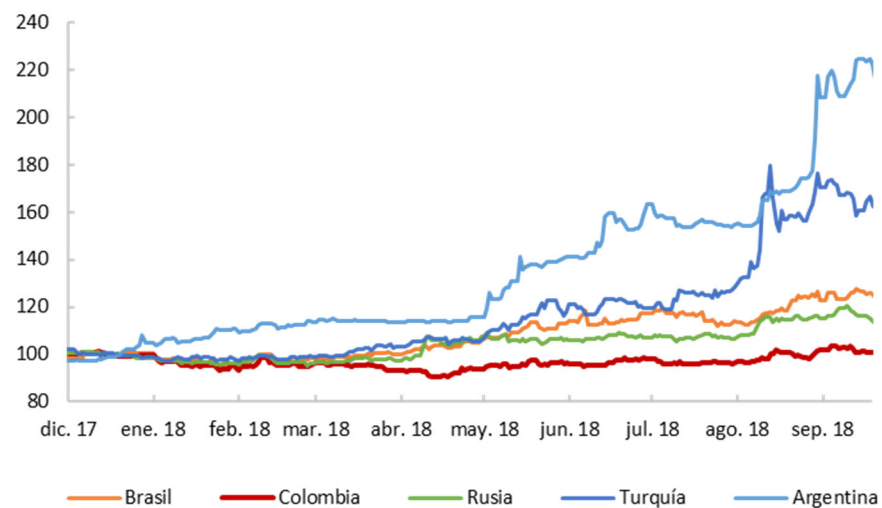
todo el período, mientras que en los demás países comenzó a devaluarse fuertemente en abril de 2018: en Argentina se elevó hasta 212 al final del período; en Turquía alcanzó un valor de 181 a mediados de agosto de 2018, y descendió luego a 165; y en Brasil y Rusia alcanzó niveles de 124 y 116, respectivamente. Los llamados *Credit Default Swaps* (CDS) también han permanecido estables en Colombia en el período completo, mientras que en Turquía ascendieron a 349 a comienzos de septiembre y descendieron luego a 255; y alcanzaron niveles de 183 y 138 en Brasil y Rusia a comienzos de septiembre de 2018 (**Gráfico 10**).

Varios de los países mencionados presentan altos niveles de inflación, tienen poca autonomía de los bancos centrales y han tratado de controlar el nivel de su tasa de cambio. A esto se añade la tensión diplomática reciente entre los Estados Unidos y Turquía, que derivó en mayores tarifas arancelarias.

Gráfico 9

Tasa de cambio nominal

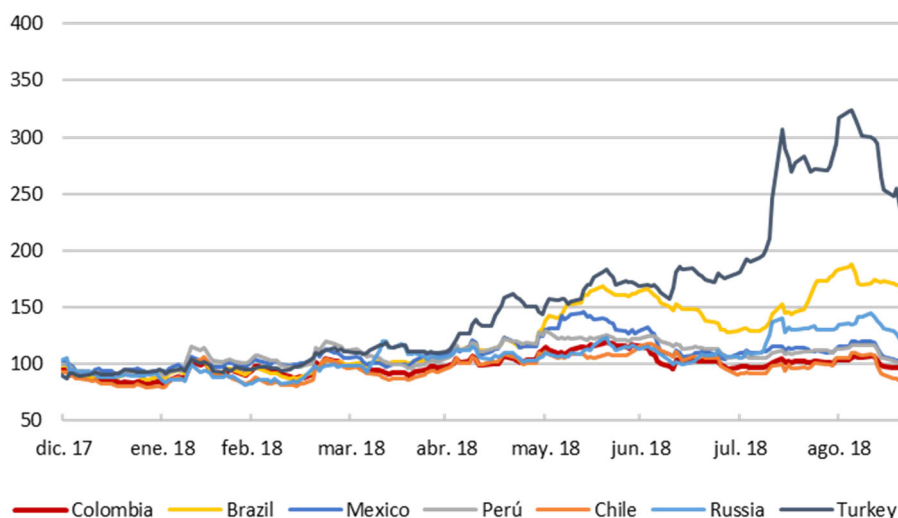
(Base 100 = Diciembre de 2017)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 10
Credit default swaps (CDS) a cinco años

(Base 100 = Diciembre de 2017)



Fuente: Bloomberg.

En el período 2015-2018 la inflación en Argentina fue 31%, en Turquía 16%, en Sudáfrica 5,1% y en Brasil 4,5%. El presidente Erdoğan ha tratado de controlar más y más los nombramientos (y las decisiones) en el Banco Central de Turquía; por su parte, el presidente Macri ordenó cambiar la meta de inflación al gobernador-gerente del Banco Central de Argentina en diciembre de 2017, y el Banco Central de Brasil no cuenta con plena autonomía constitucional.

Además, esas economías presentan desequilibrios macroeconómicos pronunciados. Fuertes déficits en la cuenta corriente (5,9% del PIB en Turquía y 4,7% en Argentina; mientras que la cifra para Colombia es 3,3%); y fiscales (7% del PIB en Brasil, 5,7% en Argentina y 2,2% en Colombia⁶), con altos niveles de deuda pública (83% del PIB en Brasil y 53,3% en Argentina para el período 2016-2018; en Colombia esta se estima en 33,4% para 2018⁷).

La relativa estabilidad observada en Colombia hasta el momento también guarda relación con el nivel de nuestras reservas internacionales, las cuales cubren con holgura las amortizaciones de la deuda externa y el déficit de cuenta corriente, y equivalen a más de diez meses de importaciones. Esto se complementa con la línea de crédito flexible con el FMI por valor de USD 11.400 millones, la cual fue renovada en junio.

⁶ Déficit del sector público no financiero previsto para 2018.

⁷ Deuda neta del sector público no financiero.

Conclusiones

La economía colombiana ha realizado exitosamente parte del proceso de ajuste a los fuertes choques internacionales de los últimos años. El crecimiento ha regresado, la inflación se encuentra cercana a la meta, el nivel de la tasa de cambio ha sido relativamente estable, y la situación del sistema financiero es sólida. Pero aún queda camino por recorrer si queremos enfrentar de manera exitosa potenciales choques futuros. Como se dijo antes, el ajuste internacional apenas comienza y los capitales internacionales castigarán a aquellos países que aún presenten vulnerabilidades importantes en el futuro.