

Nº 7
Septiembre
2019

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Escuela de Economía y Finanzas
Centro de Investigación Económicas y Financieras (Cief)
Grupo de estudios en Economía y Empresa



Nº 7
Septiembre
2019

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Escuela de Economía y Finanzas
Centro de Investigación Económicas y Financieras (Cief)
Grupo de estudios en Economía y Empresa

Economía Colombiana

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Nº 7 Septiembre de 2019

Universidad EAFIT

Juan Luís Mejía Arango

Rector

Cesar Eduardo Tamayo Tobón

Decano Escuela de Economía y Finanzas

Mery Tamayo Plata

Jefe Departamento de Economía

Santiago Tobón

Director Centro de Investigaciones

Económicas y Financieras (CIEF)

Grupo de Coyuntura Económico

Autores en esta edición

Coordinador

Jesús Botero García

Hugo López Castaño

Miembros

Carlos Esteban Posada

Humberto Franco González

Ramiro Andrés Adarve Paz

Álvaro Hurtado Rendón

Ramiro Andrés Adarve Paz

Colaboradores

Diego Montañez Herrera

Matheo Arellano Morales

Luisa Varón Herrera

Edición y corrección de estilo

Paula A. Colorado Chávez

Matheo Arellano Morales

Diagramación y diseño

Sara Ochoa Botero

**UNIVERSIDAD
EAFIT®**

Vigilada Mineducación

Contenido

Presentación	6
Resumen ejecutivo	7
Capítulo 1	
Panorama económico internacional.....	11
JESÚS BOTERO GARCÍA	
Capítulo 2	
La evolución de PIB.....	18
JESÚS BOTERO GARCÍA	
Capítulo 3	
Coyuntura laboral segundo trimestre 2019.....	23
HUGO LÓPEZ CASTAÑO	
Capítulo 4	
Inflación y política monetaria.....	28
CARLOS ESTEBAN POSADA P.	
Capítulo 5	
Balanza de Pagos colombiana durante el primer semestre de 2019: panorama sombrío.....	32
HUMBERTO FRANCO GONZÁLEZ	
Capítulo 6	
Presupuesto General de la Nación (PGN) 2020 y algunas discusiones a tener en cuenta.....	37
ALVARO HURTADO RENDÓN	
Capítulo 7	
Desempeño reciente del precio del petróleo y perspectivas 2019 - 2020.....	42
RAMIRO ANDRÉS ADARVE PAZ	

Presentación

El presente informe *Economía Colombiana: Análisis de Coyuntura* es el séptimo en la serie de informes semestrales, y el primero que se imprime para su distribución. Este es el resultado de varios años de consolidación del Grupo de Coyuntura Económica de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT.

En siete capítulos se repasan las principales tendencias recientes en el contexto internacional, y en las diferentes dimensiones de la economía colombiana. Se da cuenta de un entorno internacional a todas luces retador, con desaceleración global y tensiones comerciales.

En este contexto, podría considerarse que Colombia sale bien librada con su crecimiento reciente. Sin embargo, algunos nubarrones se asoman: El déficit en cuenta corriente continúa expandiéndose, y las exportaciones no parecen responder, ni siquiera, a una tasa de cambio históricamente alta. El mercado laboral se ha deteriorado, en especial la tasa de ocupación formal, lo que sugiere precaución por esta época que comienzan las negociaciones del salario mínimo. La inflación, también, ha venido en aumento, producto de fenómenos climáticos y de la elevada depreciación cambiaria. Y para cerrar, el panorama fiscal no parece estar del todo despejado: si bien la regla fiscal se ha cumplido, la deuda pública ha continuado creciendo, y las metas de déficit para este año y el próximo lucen ajustadas, dependiendo de supuestos algo optimistas.

Los días que cursan llaman, pues, a la más absoluta prudencia macroeconómica. En particular, no podremos contar más con los vientos de cola positivos que han impulsado el crecimiento en otras épocas. En cambio, para sostener y de hecho acelerar el crecimiento de nuestra economía, no queda otra que retomar la agenda de reformas estructurales.

En el próximo año, por ejemplo, las autoridades económicas deberían impulsar reformas sustanciales que promuevan el desarrollo del mercado de capitales, que revisen cuidadosamente el sistema de descentralización fiscal y que ayuden a establecer un sistema pensional equitativo y sostenible. No podemos seguir aplazando la tarea, por difícil que parezca.

CESAR E. TAMAYO TOBÓN

Decano, Escuela de Economía y Finanzas
Universidad EAFIT

Resumen ejecutivo

El panorama económico mundial ha continuado debilitándose durante 2019 como consecuencia de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, de la confusa evolución de la Unión Europea -afectada por el Brexit- y por la desaceleración de la economía alemana, además, el panorama se ha oscurecido con el peligroso aumento de la aversión al riesgo en los mercados financieros, que se refleja en niveles extremadamente bajos de la tasa de interés de largo plazo en el mercado de bonos del tesoro de los Estados Unidos y en la consiguiente -y muy temida por los analistas internacionales- inversión de la curva de rendimientos que se analiza en el primer capítulo del informe.

La inversión pierde dinamismo en el mundo, pese a la liquidez imperante y a tasas de interés muy bajas o incluso negativas. Esto por cuenta de la incertidumbre que está exacerbándose y que pone al mundo en una compleja situación en la que, habiendo por desgracia todavía espacio para estrategias agresivas, las tensiones podrían llevar a puntos de no retorno con consecuencias impredecibles sobre la economía global.

Los crecientes costos que experimentarán Estados Unidos y China en su conflicto terminarán probablemente por obligar a algún acuerdo, pero quizás, tendremos algún tiempo de tensiones crecientes que afectarán aún más los mercados globales, generando riesgos a la baja para todas las economías incluyendo la colombiana. Así las cosas, y para un entorno económico mundial complejo e incierto como el descrito, los resultados económicos de Colombia en el primer semestre de 2019 pueden considerarse satisfactorios, aunque se han venido gestando desequilibrios laborales, cambiarios y monetarios que exigirán un cuidadoso manejo por parte de las autoridades económicas.

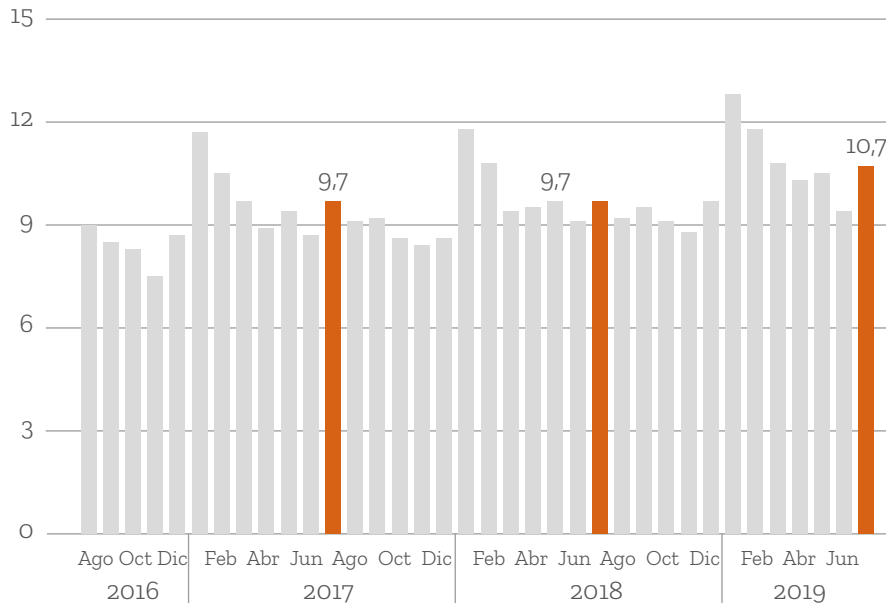
La tasa de desempleo -que se ubicó en julio de 2019 en 10.7%, como lo muestra el gráfico 1- envía, sin duda, señales de alarma. Sin embargo, dos fenómenos son particularmente preocupantes en el mercado laboral como se analiza en detalle en el tercer capítulo del informe: el deterioro del empleo formal sin educación superior, que se refleja en la caída de la tasa de ocupación formal; y el alza en el salario real de los más educados, que muestra escasez de este tipo de trabajo. Esos fenómenos -que no han mostrado todavía todo su impacto sobre los resultados generales, debido al buen desempeño del empleo rural- exigen prudencia de parte de las autoridades económicas: no hay espacio para políticas populistas, y sí, en cambio, necesidad de políticas de aprestamiento y calificación que ajusten la oferta a las necesidades de la demanda de trabajo. Son estas políticas las que mejoran el bienestar de la población, y no los aumentos ilusorios de las rentas laborales que terminan por ser contraproducentes.

En el mercado cambiario preocupa el elevado déficit en cuenta corriente que llega, en el primer semestre del año, a un nivel de 4.37% del Producto Interno Bruto (PIB). Ese déficit refleja, como lo analiza el quinto capítulo de este informe, desequilibrios profundos en la balanza comercial, originados en el mal desempeño de las exportaciones y el lógico dinamismo de las importaciones por el crecimiento observado. También, refleja la tendencia al déficit en la cuenta de servicios factoriales que se deriva de los considerables flujos de inversión que el país ha recibido en los últimos años. Cabe anotar, por lo demás, que el saldo neto de flujos de capital en la cuenta financiera de la balanza de

pagos, sin incluir variaciones en los activos de reservas, excedió ampliamente el déficit en cuenta corriente, ya que se presentó una acumulación importante de reservas internacionales, como lo ilustra el gráfico 2 en su cuadrante inferior derecho.

Gráfico 1.

Fuente: GEIH, Dane.



Una buena pregunta tendría que ver, entonces, con los efectos de esa política: la intervención cambiaria -acumulación de reservas por 2.877 millones de dólares, equivalentes a 1.8% del PIB- seguramente evitó presiones a la revaluación de la moneda, pero pudo haber generado, también, presiones inflacionarias. La misma gráfica 2 ilustra las políticas de acumulación de reservas que Colombia ha practicado en los últimos años: después de haber acumulado en el período 2005-2014, a tasas superiores al 1% del PIB, en el período 2015-2018, esa acumulación se había reducido sustancialmente para reaparecer a finales de 2018 y principios de 2019.

Pero más allá de estos detalles coyunturales, es imperante traer a colación el escaso desarrollo de nuestro aparato productivo, sin duda, un problema mayor para el futuro del país. Tendremos que hacer efectivas las políticas de desarrollo y garantizar real acceso a otros mercados, para así revertir las tendencias preocupantes en balanza de pagos.

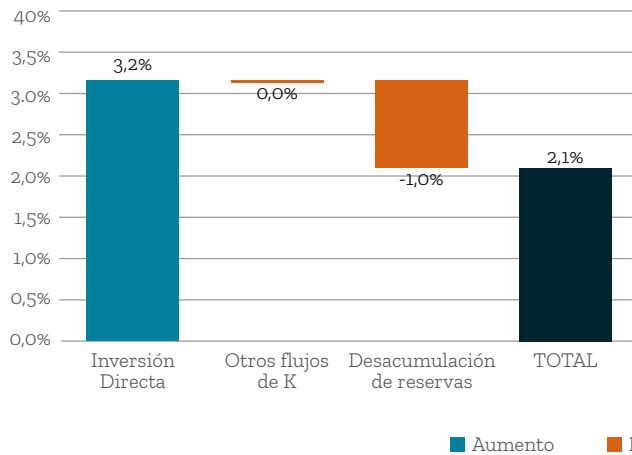
Respecto a la inflación, esta ha tendido a elevarse -como se analiza en el cuarto capítulo del informe-. La reciente depreciación del peso generará, además, presiones inflacionarias adicionales, lo que implicará cambios en la perspectiva futura de la política monetaria, haciendo menos probable que se adopten en el futuro inmediato reducciones de la tasa de intervención, y poniendo en cambio en la agenda la posibilidad de incrementos en la misma, para prevenir el aumento de las expectativas inflacionarias.

Frente a los problemas cambiarios y las tensiones inflacionarias, el frente fiscal presenta resultados mixtos: aunque la ley de financiamiento dejó un faltante superior a 7 billones de pesos, los recaudos crecen a buen ritmo, al tiempo que la política

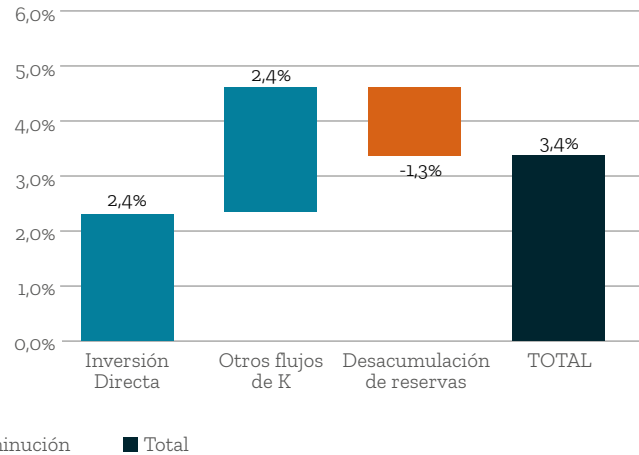
Gráfico 2.

Fuente: Cálculos propios a partir de las estadísticas del Banco de la República.

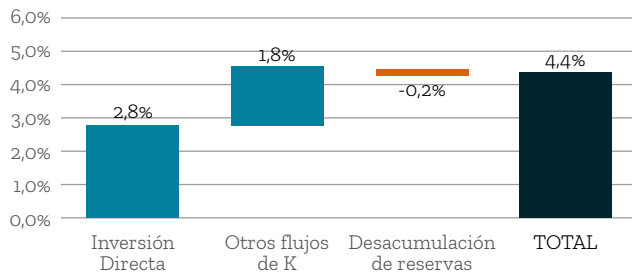
Contribución Fuentes de Financiación del Déficit en CC 2005 - 2009



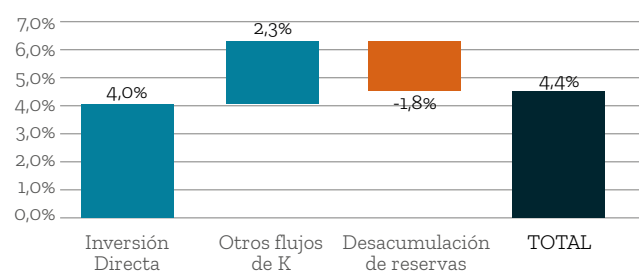
Contribución Fuentes de Financiación del Déficit en CC 2010 - 2014



Contribución Fuentes de Financiación del Déficit en CC 2015 - 2018



Contribución Fuentes de Financiación del Déficit en CC Año Corrido 2019

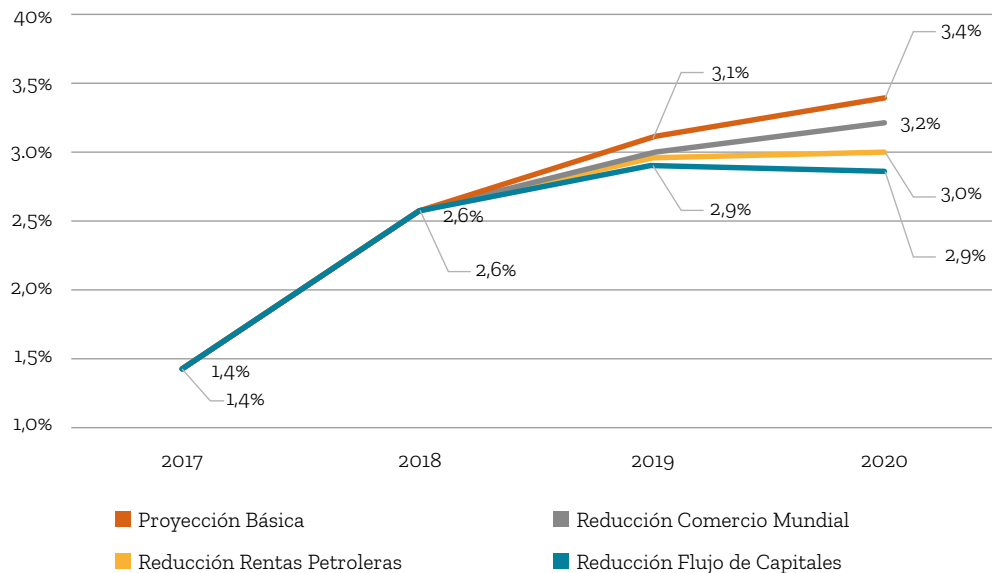


tributaria cumple el propósito para el que fue diseñada: impulsar el crecimiento de la inversión productiva. Sin embargo, es en ese frente donde estarán las grandes discusiones: a partir del año entrante los estímulos tributarios empezarán a pasar factura, y dado que la ley de financiamiento no alcanzó las metas originalmente planteadas en cuanto a fuentes de recaudo, será necesario implementar medidas adicionales que garanticen el ajuste de las cuentas fiscales.

La enajenación de activos y la forma como se incorporen al presupuesto los recursos derivados de ello; la sustitución de aquellos pasivos resultantes de fallos desfavorables en litigios del estado; la creación de un holding financiero al que se transfiera la propiedad de las empresas públicas; la inflexibilidad del gasto que obliga a dirigir siempre las políticas de austeridad a la inversión pública; y la forma de arbitrar nuevos recursos para el estado, serán los temas prioritarios en la agenda de discusión pública en los próximos meses.

Gráfico 3.

Fuente: Proyecciones propias.



Nuestros pronósticos indican crecimientos del orden del 3.1% en 2019, y del 3.4% en 2020 con riesgos a la baja, como se muestran en el gráfico 3, el cual ilustra tres escenarios adicionales: el primero de reducción del comercio internacional, si se debilita aún más la actividad económica mundial; el segundo de reducción de rentas petroleras, cuya posibilidad se evalúa en el anexo del informe; y el tercero, relativo a una posible disminución de flujos de capital, en caso de que la aversión al riesgo en los mercados financieros se exacerbe.

Sin embargo, el mejor escenario para el país sería una pronta normalización en las relaciones entre Estados Unidos y China. Se ha anunciado recientemente una nueva ronda de conversaciones en octubre, que podrían permitir un mayor acercamiento en ese complejo juego estratégico en el que están comprometidos. Una mejora en el panorama económico mundial alejaría temores de recesión y contribuiría a reducir la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. Todo ello permitiría un manejo más holgado de la política económica, permitiendo concentrar la atención en los temas de productividad, urgente actualmente para Colombia.

Capítulo 1

Panorama económico internacional

JESÚS BOTERO GARCÍA¹

Contexto global

Aunque la economía de los Estados Unidos muestra todavía un dinamismo importante, los mercados mundiales se han visto fuertemente afectados por las tensiones entre ese país y China, por el eventual Brexit -sin acuerdo- y por el progresivo deterioro de las percepciones en los mercados financieros. Haciendo eco de ello, las proyecciones de las agencias internacionales se han ajustado sistemáticamente a la baja durante el año, como lo muestra el cuadro 1².

Cuadro 1.

	FMI				Banco Mundial	
	INFORME ENERO 2019		INFORME JULIO 2019		INFORME ENERO 2019	INFORME JUNIO 2019
	2019 proy	2020 proy	2019 proy	2020 proy	2019 proy	2019 proy
Mundo	3,5	3,6	3,2	3,5	2,9	2,6
Economías Avanzadas	2,0	1,7	1,9	1,7	2,0	1,7
Estados Unidos	2,5	1,8	2,6	1,9	2,5	2,5
Zona Euro	1,6	1,7	1,3	1,6	1,6	1,2
Japón	1,1	0,5	0,9	0,4	0,9	0,8
Economías Emergentes.	4,5	4,9	4,1	4,7	4,2	4,0
China	6,2	6,2	6,2	6,0	6,2	6,2
India	7,5	7,7	7,0	7,2	7,5	7,5
Rusia	1,6	1,7	1,2	1,9	1,5	1,2
América Latina y el Caribe	2,0	2,5	0,6	2,3	1,7	1,7
Brasil	2,5	2,2	0,8	2,4	2,2	1,5
México	2,1	2,2	0,9	1,9	2	1,7

- 1 Profesor del departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. jabotero@eafit.edu.co
- 2 Las tasas de crecimiento global difieren entre el Banco Mundial y el FMI por las diversas metodologías de agregación. Pero, es común, en ambos casos, una reducción del pronóstico de crecimiento entre enero y julio de 2019.

	FMI				Banco Mundial	
	INFORME ENERO 2019		INFORME JULIO 2019		INFORME ENERO 2019	INFORME JUNIO 2019
	2019 proy	2020 proy	2019 proy	2020 proy	2019 proy	2019 proy
Volumen de comercio mundial	4,0	4,0	2,5	3,7	3,6	2,6
Precio Petróleo	-14,1	-0,4	-4,1	-2,5	-2,9	-3,4
Precio productos básicos no energéticos	-2,7	1,2	-0,6	0,5	1,0	-2,1

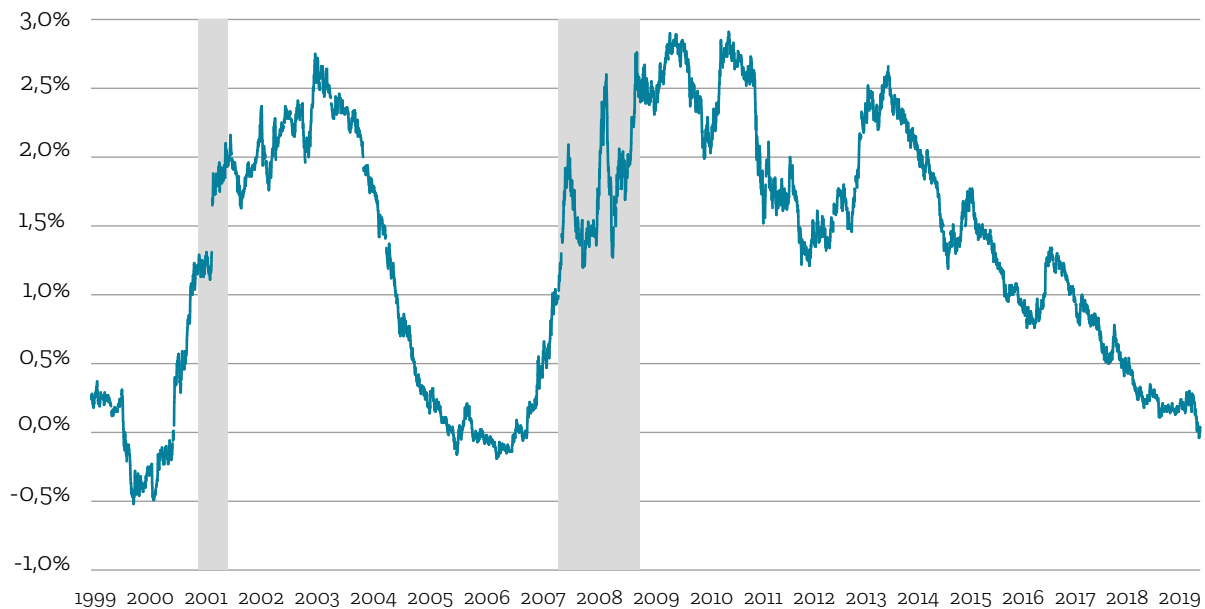
Fuente: Global Economics **Prospects Respective**. FMI: WEO. Actualizaciones enero y julio de 2019.

La aversión al riesgo ha aumentado considerablemente. De nuevo, la denominada inversión de la curva de rendimiento de los bonos del tesoro de los Estados Unidos, según la cual la rentabilidad de los bonos a diez años³ es inferior a la de plazos más cortos -como lo ilustra el gráfico 1- ha llevado a muchos analistas a considerar dicho fenómeno como una señal inminente de recesión.

Las tensiones entre Estados Unidos y China surgen de la convicción del presidente Donald Trump de que el país asiático aplica prácticas inadecuadas de comercio y propicia el robo de propiedad intelectual. Pero, progresivamente, las tensiones empiezan a reflejar problemas de dominio geopolítico y han invadido el campo de las tecnologías de la información y las comunicaciones. Así, lo reflejan las restricciones impuestas a Huawei, y la solicitud del presidente de Estados Unidos para que las empresas norteamericanas reemplacen proveedores chinos o, incluso, se reubiquen cuando sea el caso.

Gráfico 1. Diferencia rendimiento bono a 10 años y bono a 2 años.

Fuente: <https://fred.stlouisfed.org/series/T10Y2Y>



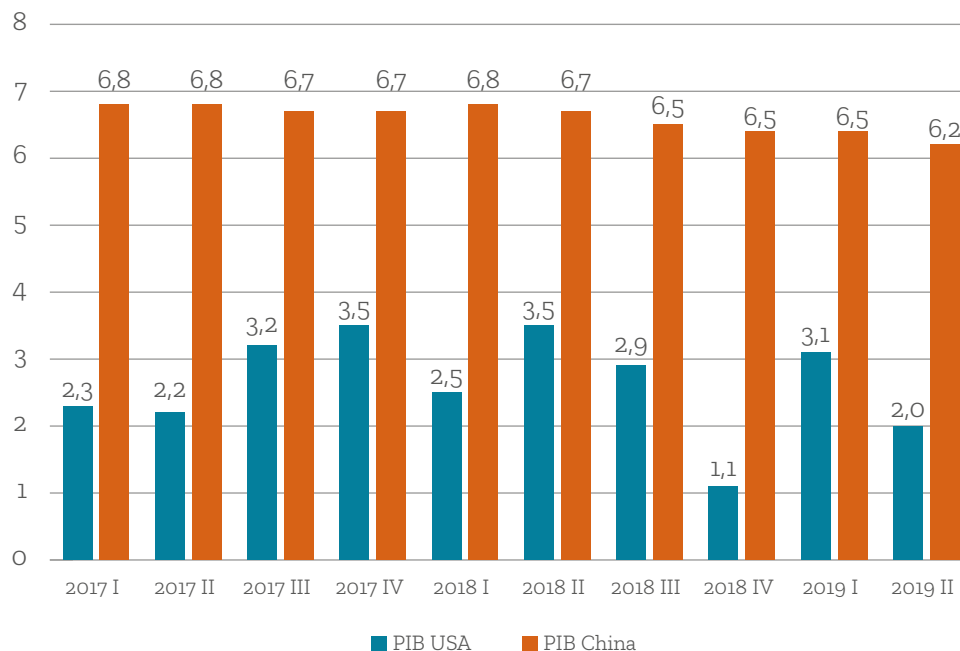
3 La incertidumbre lleva a demandar bonos del tesoro de maduración lenta, incrementado su precio y reduciendo su tasa por debajo de la tasa de corto plazo.

La última escalada de la guerra, a partir del primero de septiembre, es la imposición -por parte de Estados Unidos- de aranceles adicionales del 15% a cerca de 110 mil millones de dólares de importaciones de China, en bienes que incluyen zapatos deportivos, textiles y productos tecnológicos. China, por su parte, ha anunciado retaliaciones, que incluyen incrementos en aranceles para compras a Estados Unidos por un valor aproximado de 75 mil millones de dólares, incluyendo carnes, soya y petróleo; y ha permitido la devaluación de su moneda, que ha superado el límite psicológico de 7 yuanes por dólar⁴.

Ahora bien: aunque los efectos directos de la confrontación comercial han sido todavía modestos, como lo muestra el crecimiento reciente del PIB en ambos países (ver gráfico 2) y el sólido desempeño de los mercados laborales en Estados Unidos (ver gráfico 3), ya hay señales de un impacto futuro mayor, tanto en las economías de China y Estados Unidos, como en el resto del mundo. En efecto, el índice de gestores de compra (PMI) de China muestra ya un debilitamiento de la industria (ver gráfico 4); en Estados Unidos, aunque el gasto en consumo muestra un crecimiento vigoroso en el segundo trimestre, la inversión se ha frenado por cuenta, seguramente, de la incertidumbre que la confrontación comercial despierta (ver cuadro 2). Y en general, el crecimiento del segundo semestre en las principales economías del mundo fue inferior este año, respecto al año anterior (cuadro 3).

Gráfico 2. Crecimiento del PIB USA y China

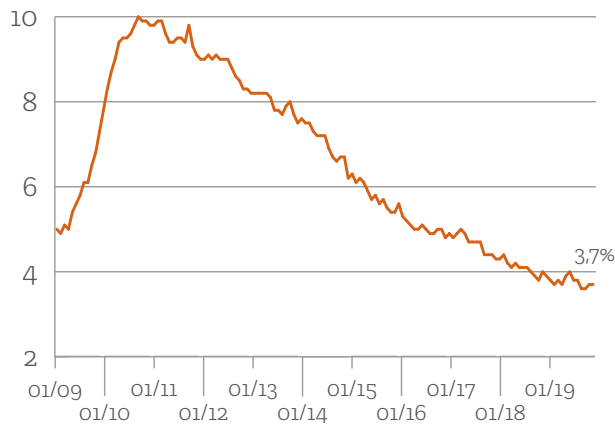
Fuentes: BEA, crecimiento anual equivalente USA; National Bureau of Statistics of China.



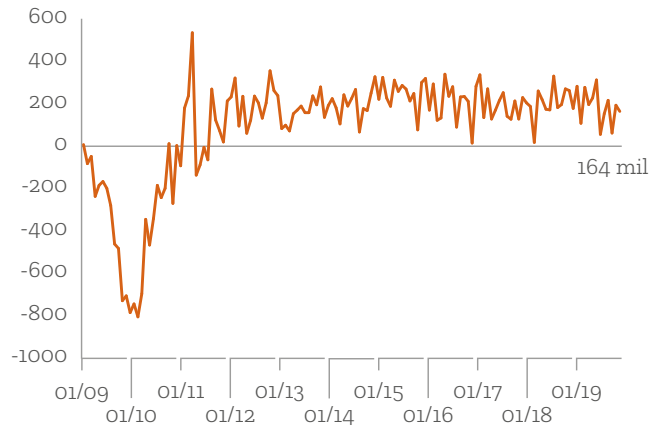
4 La tasa de cambio al primero de septiembre es de 7.16. Tradicionalmente el Banco Central de China había evitado que la divisa rebasara el nivel de 7 Renminbi por dólar.

Gráfico 3.

Fuente: Bureau of Labor Statics (BLS).



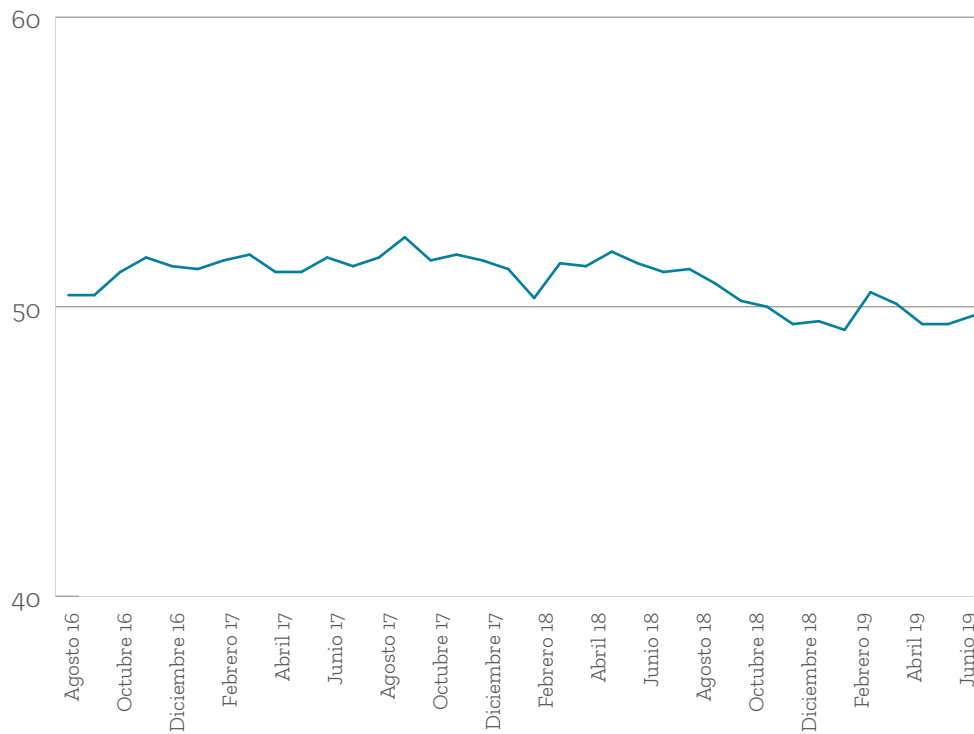
Tasa de desempleo. Enero 2009 - Junio 2019



Nuevo empleo neto creado. Enero 2009 - Junio 2019

Gráfico 4. Índice PMI. China.

Fuente: National Bureau of Statistics of China.



Cuadro 2. Crecimiento del PIB Estados Unidos por Componentes del gasto.

Fuente: Bureau Economic Analysis (BEA).

	2018 I	2018 II	2018 III	2018 IV	2019 I	2019 II
PIB	2,50	3,50	2,90	1,10	3,10	2,00
GASTOS PERSONALES DE CONSUMO	1,70	4,00	3,50	1,40	1,10	4,70
INVERSIÓN DOMÉSTICAS PRIVADA BRUTA	6,20	-1,80	13,70	3,00	6,20	-6,10
EXPORTACIONES	0,80	5,80	-6,20	1,50	4,10	-5,80
IMPORTACIONES	0,60	0,30	8,60	3,50	-1,50	0,10
GASTOS DEL GOBIERNO EN CONSUMO E INVERSIÓN	1,90	2,60	2,10	-0,40	2,90	4,50

Cuadro 3. Crecimiento PIB trimestral. Segundo semestre del año. Economías seleccionadas.

Fuente: OECD. <https://data.oecd.org/gdp/quarterly-gdp.htm#indicator-chart>.

CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB, RESPECTO AL AÑO ANTERIOR						
	2018-Q1	2018-Q2	2018-Q3	2018-Q4	2019-Q1	2019-Q2
CHILE	5,2	5,0	2,8	3,3	2,0	2,0
ALEMANIA	2,3	2,1	1,1	0,6	0,9	0,4
AREA EURO 19	2,5	2,2	1,7	1,2	1,2	1,1
UNION EUROPEA 28	2,4	2,2	1,9	1,5	1,6	1,3
FRANCIA	2,4	1,9	1,5	1,2	1,3	1,4
G-7	2,3	2,4	2,1	1,6	1,9	1,6
GRAN BRETAÑA	1,2	1,4	1,6	1,4	1,8	1,2
JAPÓN	1,4	1,4	0,2	0,3	1,0	1,1
COREA	2,9	2,9	1,9	3,0	1,6	2,1
MÉXICO	2,2	1,5	2,5	1,6	0,1	0,6
OECD	2,8	2,7	2,2	1,7	1,7	1,6

Perspectivas futuras

Así las cosas, ¿qué puede esperarse? La confrontación entre Estados Unidos y China tendrá, si se llega a un punto de no retorno, profundas consecuencias, no sólo sobre ambas economías, sino también sobre el futuro del mundo: la conformación de bloques geopolíticos completamente diferenciados, con ideas políticas diametralmente opuestas -y empeñados en desarrollar su propio futuro tecnológico- será decisiva para el futuro. Incluso, ahora ya hay consecuencias importantes que difícilmente se revertirán: la esperanza occidental de que la economía capitalista en China produciría su acercamiento a un régimen político de corte más liberal, y que sirvió de base a todos los esfuerzos por integrar a China a la economía global, parece ya definitivamente extinguida. Así mismo, la confianza en occidente del Gobierno y el pueblo chino -en medio de grandes recelos, pero, aun así, suficientemente efectiva para haber propiciado la integración de capitales mundiales a la economía china- parece ya también cosa del pasado.

Sin embargo, el escenario probable de desenvolvimiento de la confrontación es otro: tanto Trump, como el presidente chino Xi Jinping, empezarán a experimentar consecuencias negativas de la “guerra del desgaste” en que están empeñados, y esto les obligará a buscar un acercamiento. Las pretensiones de reelección de Trump se verán profundamente afectadas, si la economía empieza a reflejar los costos de la confrontación; Y el Gobierno chino, tendrá mucho menos margen de maniobra para enfrentar una desaceleración -del que tuvo, por ejemplo, en la gran recesión- lo que lo pondrá en una situación difícil para manejar las expectativas de su población.

La conciencia de ambos hechos tal vez explique el endurecimiento reciente de la posición del presidente Trump, quien quizás ejerza una presión final mientras tiene aún espacio para ello. Explicaría, además, en alguna medida, las presiones sobre el Banco Central, buscando el mayor estímulo posible a la economía, justo *ad- portas* de experimentar los costos crecientes de la guerra comercial.

Entre tanto, la confrontación seguirá produciendo impactos sobre la actividad económica global, por lo menos por la vía de tres canales de transmisión: el canal comercial, que obligará a ajustar la producción, no sólo de China, sino también de aquellos países hacia los cuales se pueda desviar el comercio afectado por el alza de aranceles; el canal de la confianza -que ya parece estar operando- cuando la inversión en Estados Unidos cae, a pesar de los estímulos tributarios; y el canal financiero por la creciente aversión al riesgo, que afectará flujos de capital y decisiones de liquidez de los bancos centrales en todo el mundo.

En cuanto a Colombia, las consecuencias de la guerra comercial se verán en varios frentes:

- i. En el corto plazo:
 - a. Efectos sobre la aversión al riesgo en los mercados mundiales, con consecuencias sobre los flujos de capital a países emergentes, especialmente, si estos tienen un déficit creciente en la cuenta corriente de la balanza de pagos, generando, además, turbulencias cambiarias.
 - b. Efectos negativos sobre la economía mundial y en particular sobre la china, que podrían afectar negativamente el precio del petróleo y la demanda de exportaciones.
- ii. En el mediano plazo:
 - a. Efectos sobre los mercados financieros internacionales, conforme la Reserva Federal aplica políticas expansivas adicionales como respuesta a los riesgos comerciales. Esto podría: o bien generar mayor aversión al riesgo, o facilitar, en cambio, el flujo a países emergentes bien calificados, si es que se disipan las sombras de la recesión y los analistas no interpretan la política como síntoma de una aparente pérdida de autonomía del banco central.
 - b. Las exportaciones chinas buscarán nuevos destinos, incluyendo países como Colombia.
 - c. Correlativamente, habrá nuevas oportunidades de exportación, que tendremos que apresurarnos a aprovechar, quizás mediante un programa especial de fomento a las exportaciones a los Estados Unidos, o mediante misiones comerciales como la que acaba de realizar el presidente Iván Duque a la China.

Y, por supuesto, si las circunstancias actuales desencadenan una nueva recesión, esto tendría consecuencias todavía imprevisibles para el país.

Capítulo 2

La evolución de PIB

JESÚS BOTERO GARCÍA

Los resultados del segundo trimestre

El crecimiento del PIB en el segundo trimestre del año muestra tendencias positivas. La demanda interna mantiene un buen dinamismo al haber crecido al 4.2% (ver cuadro 4); Por su parte, la formación bruta de capital fijo también mantiene buen ritmo creciendo 4.3% frente al 4.2% del trimestre anterior, esto impulsado por la inversión en maquinaria y equipo que se expande vigorosamente a una tasa del 12% y, a su vez, por las construcciones distintas a vivienda que crece al 6.6% tras un magro aumento del 0.1% en el primer trimestre del año. Por último, el consumo final presenta buen comportamiento con un crecimiento del 4.2%, explicando principalmente el consumo de los hogares cuya variación fue del 4.6%, mientras que el gasto público se desaceleró al 1.9%.

Cuadro 4. Crecimiento del PIB por componentes del gasto

Fuente: DANE. Cálculos propios.

Concepto	2018pr				2019pr	
	I	II	III	IV	I	II
CONSUMO FINAL	3,5	4,4	3,8	4,0	4,4	4,2
HOGARES	3,5	4,0	3,3	3,6	4,5	4,6
Bienes durables	-1,4	5,4	4,7	6,6	4,2	5,6
Bienes no durables	4,4	4,6	3,3	3,4	4,8	5,2
Bienes semidurables	4,5	3,3	3,2	4,2	4,6	5,1
Servicios	2,9	3,5	2,7	2,8	4,4	4,1
GOBIERNO	4,4	6,3	6,1	5,5	3,3	1,9
FORMACION BRUTA CAPITAL	2,5	2,7	3,7	4,6	4,2	4,3
FBKF	0,0	0,4	1,8	3,2	4,2	4,3
Vivienda	-4,0	-0,7	3,1	2,0	-7,8	-9,3
Otros edificios y estructuras	0,3	-2,5	-0,3	6,6	0,1	6,6
Maquinaria y equipo	1,1	11,2	0,6	-3,2	18,4	12,0
Recursos biológicos cultivados	-2,7	2,0	7,6	-2,6	-1,1	-4,0
Productos de propiedad intelectual	5,1	5,8	4,1	3,2	2,6	1,1
EXPORTACIONES	-0,6	5,7	4,7	5,7	3,9	3,0
IMPORTACIONES	1,4	7,8	8,3	13,9	9,7	8,2
PIB	2,0	2,9	2,6	2,7	3,1	3,0
DEMANDA INTERNA	3,4	4,1	3,8	4,1	4,4	4,2

El alto crecimiento de las importaciones (8.2%) contribuye negativamente al PIB, dado el lento ritmo de crecimiento de las exportaciones que se expanden sólo a una tasa del 3%.

Desde el punto de vista de la producción es destacable el hecho de que todas las ramas productivas exhiben un crecimiento positivo (ver cuadro 5): El comercio crece 4.8%; las actividades financieras un 4.6%; La construcción aumenta 0.6%, después de mostrar un crecimiento negativo del 4.9% en el primer trimestre; La industria crece también el 0.6%, mientras la producción agropecuaria se expande al 1.5%.

En general, pues, un desempeño aceptable en medio de las turbulencias del momento, explicable en buena medida por el efecto de la ley de financiamiento sobre la inversión productiva, por la confianza de los consumidores, reflejada en su demanda, y por la recuperación de las obras de infraestructura que parecen retomar su dinamismo.

Cuadro 5. Crecimiento del PIB por ramas de la producción.

Fuente: DANE. Cálculos propios.

RAMA	2018pr				2019pr	
	I	II	III	IV	I	II
PRODUCCIÓN AGROPECUARIA	2,0	5,4	1,0	0,3	1,9	1,5
MINERÍA	-3,5	-0,6	3,2	0,0	5,3	1,2
INDUSTRIA	-2,1	4,0	2,3	2,6	3,0	0,6
ELECTRICIDAD GAS Y AGUA	2,3	2,9	3,2	2,6	3,2	2,6
CONSTRUCCIÓN	-1,4	-5,5	3,1	4,5	-4,9	0,6
COMERCIO	3,8	3,7	2,4	3,1	4,0	4,8
INFORMACIÓN Y COMUNICACIONES	-0,2	3,1	5,1	4,0	3,8	4,2
ACTIVIDADES FINANCIERAS	4,9	3,4	2,0	2,8	5,5	4,6
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	2,2	2,0	2,0	1,8	3,0	3,1
ACTIVIDADES PROFESIONALES Y ADMIN.	7,3	6,2	4,0	3,0	3,6	3,6
ADMINISTRACIÓN PÚBLICA	4,4	4,7	4,0	3,8	4,1	3,1
OTRAS ACTIVIDADES	1,2	2,0	1,1	2,5	2,1	2,9
VALOR AGREGADO	2,0	2,9	2,7	2,7	3,0	2,9
IMPUESTOS	1,8	2,7	2,3	2,4	3,3	3,5
PIB	2,0	2,9	2,6	2,7	3,1	3,0
PIB AÑO CORRIDO	2,0	2,5	2,5	2,6	3,1	3,0

Los resultados en el segundo semestre del año dependerán fundamentalmente de tres factores: la evolución de los mercados internacionales, sacudidos por las tensiones entre Estados Unidos y China y por el cercano desenlace del Brexit; la evolución de la confianza interna de los agentes; y el impacto de la reciente devaluación en el comercio exterior del país. En cuanto a la situación internacional, las crecientes tensiones entre Estados Unidos y China sugieren riesgos a la baja para todas las economías del mundo. Es posible, sin embargo, que el daño mutuo que se están infligiendo en la guerra comercial -y que se hará más notorio en los próximos meses- lleve a un nuevo acercamiento, que permita perfilar un acuerdo básico que tranquilice los mercados, muy

afectados por los temores acerca de una nueva recesión, que se reflejan en la inversión de la curva de rendimiento de los bonos del tesoro de los Estados Unidos.

La confianza de los agentes en Colombia, por su parte, muestra resultados mixtos: la de los comerciantes se ha ido desacelerando levemente -aunque se mantiene en terreno positivo- mientras que la de los industriales va en ascenso (ver gráfico 5). Por su parte, la confianza de los consumidores- aunque se mantiene en terreno negativo- mejoró levemente en julio, reflejando un incremento en el índice de condiciones económicas y estabilidad en las expectativas.⁵

Gráfico 5. índices de confianza comercial (izquierda) e industrial (derecha)

Fuente: Fedesarrollo.

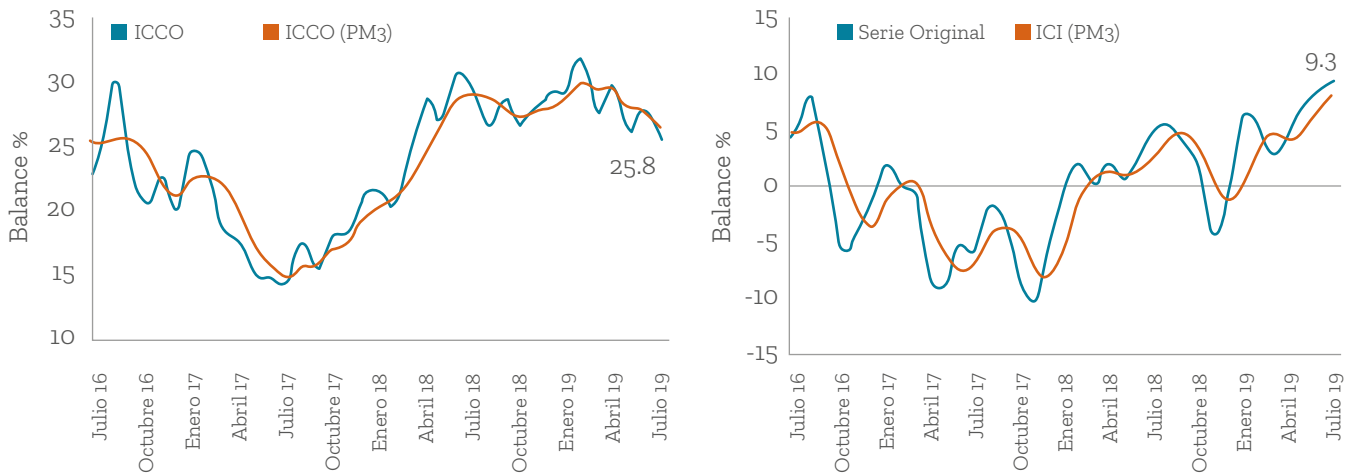
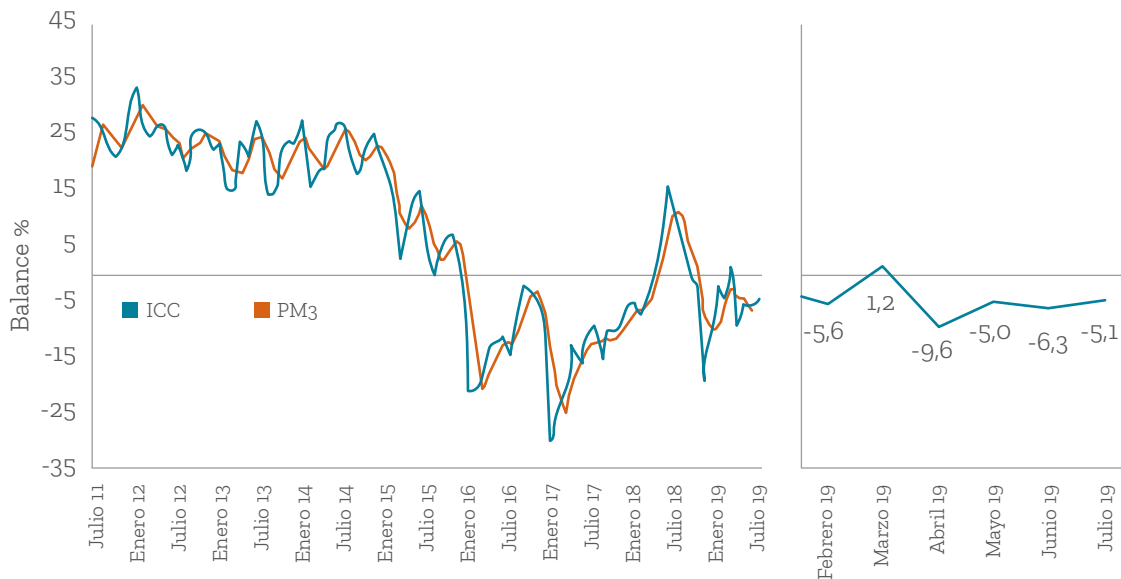


Gráfico 6. Índice de Confianza del Consumidor.

Fuente: Fedesarrollo.



⁵ Ver <https://www.fedesarrollo.org.co/encuestas/empresarial-eeo> y https://www.fedesarrollo.org.co/sites/default/files/encuestas_documentos/beoc_julio1_2019.pdf

Por último, la devaluación reciente, que tiende a ser vista por los analistas como una sobrerreacción a los temores desatados por la guerra comercial y por el incremento de riesgos de recesión mundial, podría revertirse parcialmente en los próximos meses, pero, aun así, probablemente impactará negativamente las importaciones y tendrá efectos importantes sobre la inflación. En la medida en que reduzca las compras en el exterior, el crecimiento del PIB tendería a acercarse al crecimiento de la demanda interna. Pero si, como es previsible, se producen efectos inflacionarios, esto podría impulsar aumentos de la tasa de intervención del Banco, con efectos negativos sobre el crecimiento económico.

Así pues, en conjunto, de prolongarse el dinamismo de las obras de infraestructura y manteniendo el dinamismo del consumo, podría alcanzarse un crecimiento ligeramente superior al 3%, aunque con un moderado panorama de riesgos a la baja por el alto déficit en cuenta corriente que el País exhibe, y que llegó en el primer semestre del año al 4,37% del PIB⁶. Como elemento moderador del riesgo, cabe mencionar el buen desempeño de los ingresos fiscales -que crecen a una tasa del 9,6% en lo corrido del año- lo que genera alguna tranquilidad en cuanto al manejo del déficit fiscal.

Proyecciones

Nuestro escenario básico de proyección se resume en el cuadro 6, donde se detalla el crecimiento esperado del PIB por rubro de gastos.

Cuadro 6.

Fuente: Cálculos propios.

Concepto	2019	2020
	TOTAL	TOTAL
CONSUMO FINAL		
HOGARES	4,2	4,0
GOBIERNO	2,1	2,5
FBKF	5,1	6,6
Vivienda	-5,8	1,5
Otros edificios y estructuras	6,0	7,0
Maquinaria y equipo	12,5	10,0
Recursos biológicos cultivados	-1,7	0,5
Productos de propiedad intelectual	1,9	2,0
EXPORTACIONES	3,2	4,0
IMPORTACIONES	7,5	8,0
PIB	3,1	3,4
DEMANDA INTERNA	4,0	4,3

6 Ver: http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/ibp_ene_jun_2019.pdf.

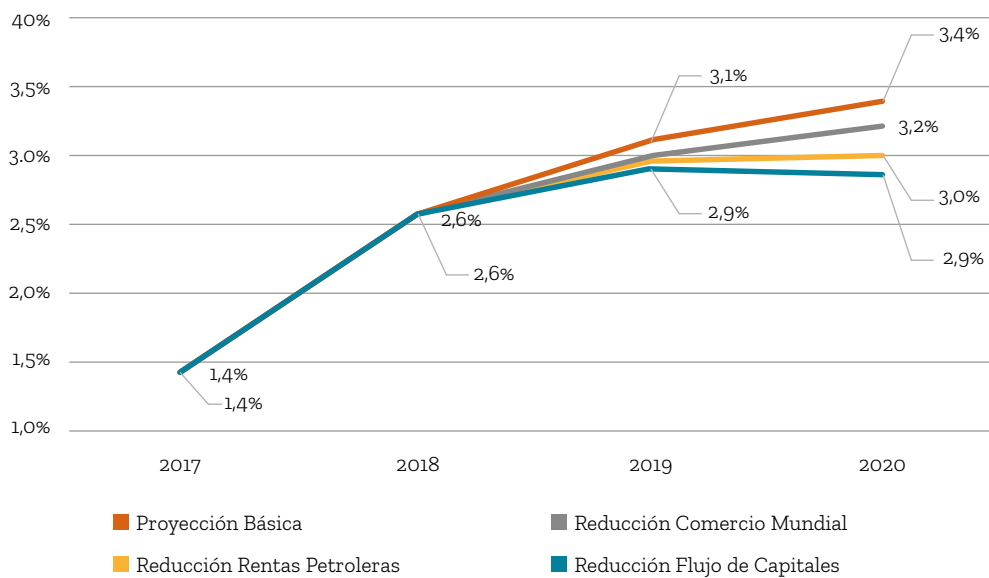
La proyección supone que el consumo de los hogares mantiene su dinamismo, aunque con una leve desaceleración; que la formación bruta de capital jalona el crecimiento del PIB, lo que se sigue soportando en las compras de maquinaria y equipo, y en infraestructura; que las exportaciones mantienen un bajo ritmo de crecimiento, pero que las importaciones se desaceleran levemente. La demanda interna sigue impulsando el producto.

Para 2020 el crecimiento mantendría su tendencia al alza: la infraestructura creciendo al 7%, la maquinaria y equipo al 10% y la vivienda entrando en una nueva fase de expansión, aunque a un ritmo todavía lento. Esto impulsaría el crecimiento de la demanda interna que, sin embargo, se verá parcialmente compensado por el crecimiento de las importaciones.

Los riesgos en la proyección son a la baja: la posible desaceleración del crecimiento del comercio mundial, por cuenta de la guerra comercial; presiones a la baja de los precios del petróleo, si se consolida un escenario de menor crecimiento mundial; y los temores de recesión que pueden incrementar la aversión al riesgo -frenando parcialmente los flujos de capitales a mercados emergentes- podrían frenar en alguna medida el crecimiento, como lo muestra el gráfico 7 con resultados de simulaciones alternativas que reflejan los riesgos planteados.

Gráfico 7. Crecimiento PIB

Proyecciones propias.



Capítulo 3

Coyuntura laboral segundo trimestre 2019

HUGO LÓPEZ CASTAÑO⁷

Empleo asalariado rural: auge excepcional en lo corrido de 2019

En las zonas rurales el empleo asalariado (gráfico 8, panel A) se incrementó significativamente durante el primer semestre del año en curso: durante el primer trimestre creció a una tasa del 6.7% anual y en el segundo a un ritmo del 16.9%; no obstante, el dato del trimestre móvil mayo-julio (11.6%) sugiere una desaceleración reciente. Este notable crecimiento del empleo asalariado rural -el mayor en la historia reciente- es atribuible en parte (24.2%) a la generación de empleo en las ramas agropecuarias, tales como café y otros productos agrícolas, y a la cría de vacunos y otros animales. Por otra parte, la mayoría de dicho incremento (75.8%) se explica por la generación de trabajo en las ramas no agropecuarias, donde sobresalen construcción (24.2%), comercio (19.9%) y servicios comunales, sociales y pensionales (38.0%)⁸.

Corregido por variaciones estacionales, el desempleo rural había vuelto a subir desde fines de 2018 y hasta abril de este año. Desde entonces, ha comenzado a reducirse: 6.4% en abril, 6.2% en junio. El auge del empleo asalariado primero eleva el desempleo, pero si se prosigue, termina por hacerlo bajar.

⁷ Profesor del departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. hugolopezca@gmail.com

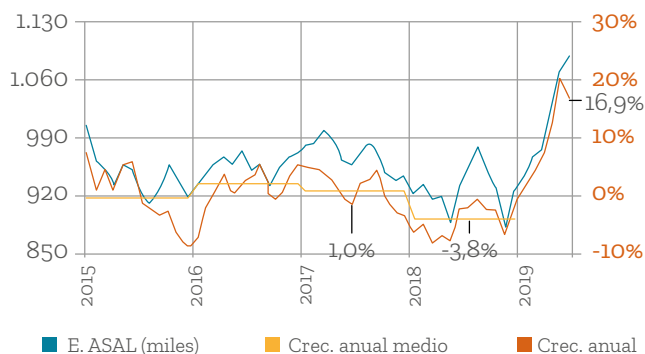
⁸ Los porcentajes se refieren a la contribución de cada rama al alza desestacionalizada entre diciembre y abril.

Gráfico 8. Empleo asalariado rural y empleo formal 23 ciudades.

Fuente: DANE, Gran encuesta integrada de hogares. Empleo asalariado rural: obreros y empleados particulares y del Gobierno. Empleo formal 23 ciudades: ocupados privados en empresas de más de cinco ocupados (salvo trabajadores sin remuneración), más técnicos y profesionales independientes, más ocupados del Gobierno. Series desestacionalizadas con Censur X-12.

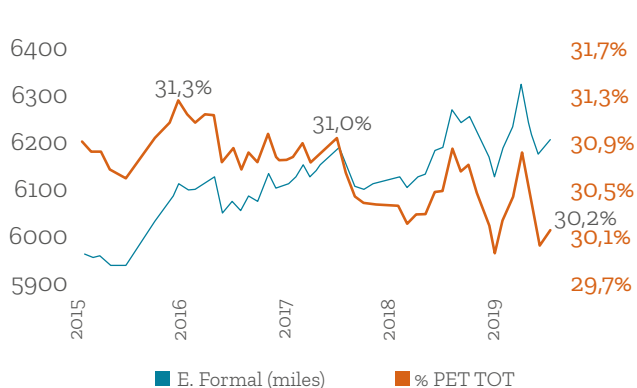
E. Asalariado rural: miles y crecimiento anual.

Trim móvil, series desest, último dato: mayo - junio 2019



23 ciudades: E Formal (miles y % de la PET)

Trim móvil, series desest, último dato: abril - junio 2019



Principales ciudades: auge del empleo formal en el primer trimestre y grave recaída en el segundo

En el conjunto de las 23 ciudades principales (gráfico 8, panel B) el volumen del empleo formal se había derrumbado durante el cuarto trimestre del año pasado. En 2019 se produjo una notable recuperación en el primer trimestre y una grave recaída en el segundo. Esta nueva crisis afectó, sobre todo, a Bogotá donde la caída se ha ralentizado, y a Barranquilla donde, por el contrario, se ha profundizado. Sin embargo, sigue extendiéndose a las demás ciudades: durante el primer trimestre solo 5 de las 23 habían experimentado reducciones; y durante el segundo la cifra fue ya de 12. Además de Bogotá y Barranquilla, se encuentra también Valledupar, con una caída del 10.3%; Cúcuta, con 7.9%; Armenia, con 4.7%; Neiva con 4.7%; Montería, con 2.5%; Ibagué, con 2.2%; Santa Marta, con 2.1% y Quibdó, Pasto y Ríohacha.

La crisis del empleo formal del segundo trimestre afectó exclusivamente su componente menos educado. No refleja un menor crecimiento sino un problema salarial

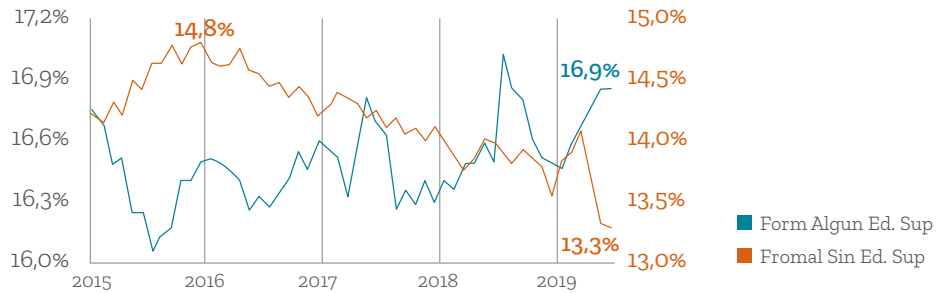
Después del auge del primer trimestre -en las 23 ciudades- en Bogotá y en Barranquilla, ciudades que lideraron la caída, la crisis del empleo formal del segundo trimestre se originó exclusivamente en la reducción de su componente menos educado. El más educado -con alguna formación superior- siguió creciendo (23 ciudades) o se estabilizó (Bogotá), salvo en Barranquilla donde se redujo ligeramente. Ver gráfico 9.

La nueva entrega del DANE de las cuentas nacionales coyunturales nos dice que el PIB real nacional creció a una tasa anual del 3.1% en el primer trimestre y al 3.0% en el segundo. Además, que el valor agregado real urbano -el total menos el agropecuario y minero- lo hizo al 2.9% y al 3.1%. Así, la caída en el segundo trimestre del componente menos educado del empleo formal, no refleja un menor crecimiento económico sino un problema salarial asociado, tal vez, a las alzas del salario mínimo.

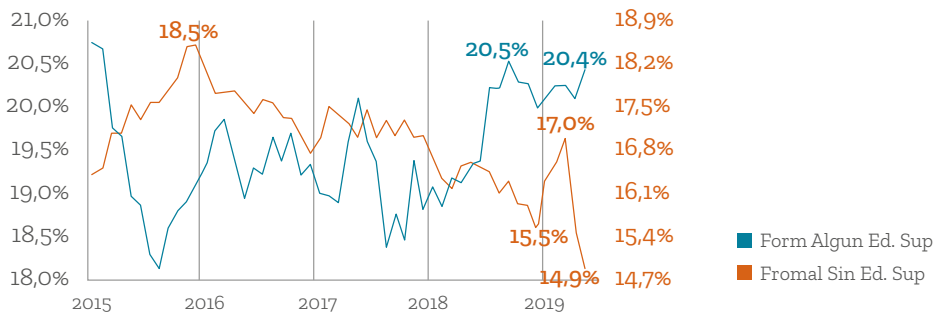
Gráfico 9. Veintitrés ciudades; Bogotá y Barranquilla: empleo formal por nivel educativo.

DANE, gran encuesta integrada de hogares. Panel A (datos publicados hasta abril-junio 2019). Paneles B, C y D (microdatos DANE hasta marzo-mayo 2019). Series desestacionalizadas con el método census X-12.

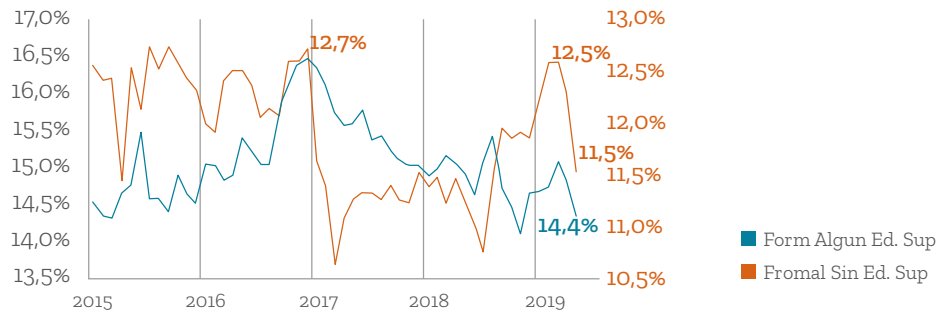
23 ciudades: E formal por nivel educativo (% de la pet total); Trim móvil; ser desest; último dato: abril-junio 2019)



Bogotá: E formal por nivel educativo (% de la pet total); Trim móvil; ser desest; último dato: marzo-mayo 2019)



Barranquilla: E formal por nivel educativo (% de la pet total); Trim móvil; ser desest; último dato: marzo-mayo 2019)



La población carente de estudios superiores ha sido la más afectada por la evolución reciente del mercado laboral

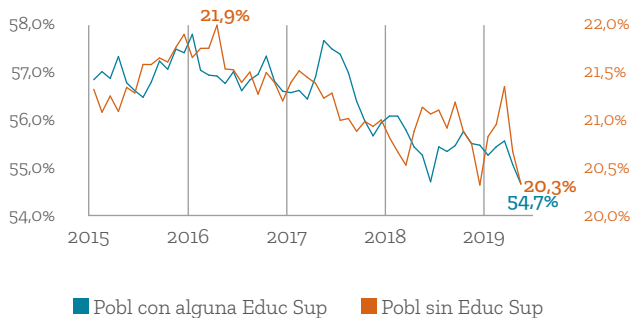
La población sin educación superior ha sido la más perjudicada por la evolución laboral reciente (ver gráfico 10). Con fluctuaciones, su tasa de ocupación formal ha caído desde comienzos de 2016 (era 22.0%); salvo el repunte del primer trimestre 2019, volvió a caer en el segundo trimestre hasta 20.3%. Su ocupación informal, aunque ha dado un bote hacia arriba en el segundo trimestre, viene también reduciéndose desde 2015. Esta población ha rehuido la informalidad, cuyos ingresos mensuales son muy inferiores al salario mínimo, y se ha retirado a la inactividad: su participación ha bajado considerablemente desde 2015 estancándose en 2019. Quienes siguen participando laboralmente han soportado un desempleo creciente que, en las 13 ciudades, alcanzó un máximo del 12.1% en mayo pasado (vs.10.8% para la población con alguna educación superior).

El alza tendencial en el salario mínimo real ha contribuido, sustancialmente, a la caída de largo plazo de la ocupación formal de la población menos educada. El mínimo real ha subido 20.0% entre diciembre de 2008 y julio del presente año. En 2019 el alza en el mínimo nominal fue del 6.0%. Dada una inflación prevista para este año, por el Banco de la República, cercana al 3.6% significará un alza real adicional del 2.4% para el año en curso, lo que está teniendo impactos negativos sobre el empleo formal menos educado.

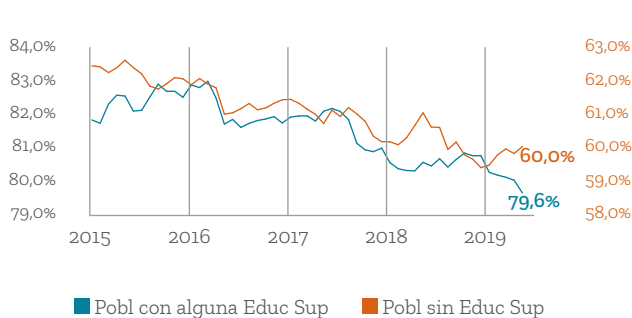
Gráfico 10. Trece ciudades, población con alguna educación superior y sin ella: tasas de ocupación formal; informal, tasas de participación y desempleo.

DANE, gran encuesta integrada de hogares. Microdatos hasta mayo 2019. Series desestacionalizadas con el método census X-12.

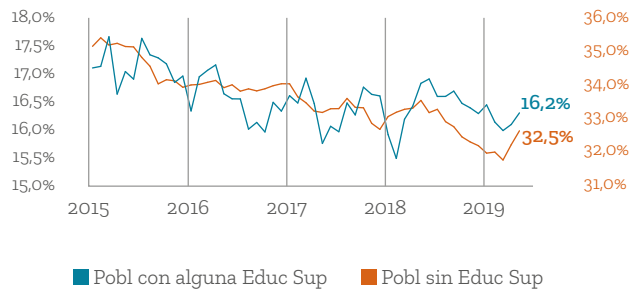
13 ciudades, población con alguna educación superior y sin ella: Tasas de ocupación formal (trimestres móviles, series desestacionalizadas). Ultimos datos: marzo-mayo 2019)



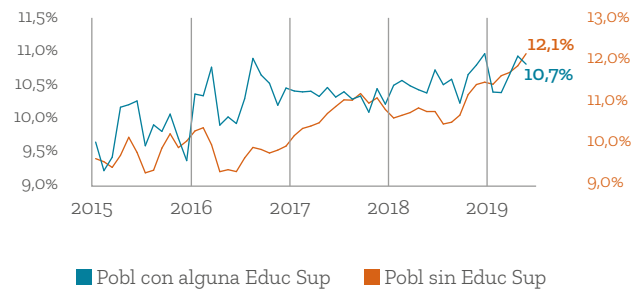
13 ciudades, población con alguna educación superior y sin ella: Tasas de participación (trimestres móviles, series desestacionalizadas). Ultimos datos: marzo-mayo 2019)



13 ciudades, población con alguna educación superior y sin ella: tasas de ocupación informal (trimestres móviles, series desestacionalizadas). Últimos datos: marzo-mayo 2019)



13 ciudades, población con alguna educación superior y sin ella: tasas de desempleo (trimestres móviles, series desestacionalizadas). Últimos datos: marzo-mayo 2019)



- ▶ En el mediano y largo plazo, el reemplazo de los trabajadores poco educados por trabajadores con educación superior ha sido el contra-expediente usado por los empresarios modernos. Pero, en muchas ciudades, esto ha generado un alza en el salario real de los más educados, que es un síntoma de la escasez de este tipo de personal y que, junto con el alza salarial real de los menos educados, ha terminado por elevar en 2018-2019 el salario real total de los trabajadores formales. El país está confiando exclusivamente en impulsar, elevando los subsidios, la educación superior para la población menos favorecida. Sus resultados tomarán tiempo y supondrán costos elevados.
- ▶ Pero en el corto plazo, el incremento en el empleo formal menos educado ha tropezado con que su oferta carece de las habilidades requeridas. Esto ha generado un alza de sus salarios reales por encima del mínimo real. La respuesta empresarial ha sido volver a reducir su demanda, elevando los despidos como pasó en el segundo trimestre de este año en Bogotá y Barranquilla, y como está comenzando a ocurrir en las demás ciudades. Por eso, la capacitación laboral de la población con menor educación formal se ha vuelto una prioridad. Así, entonces, se requiere diseñar e implementar para ella un plan masivo de capacitación y aprestamiento laboral.

Capítulo 4

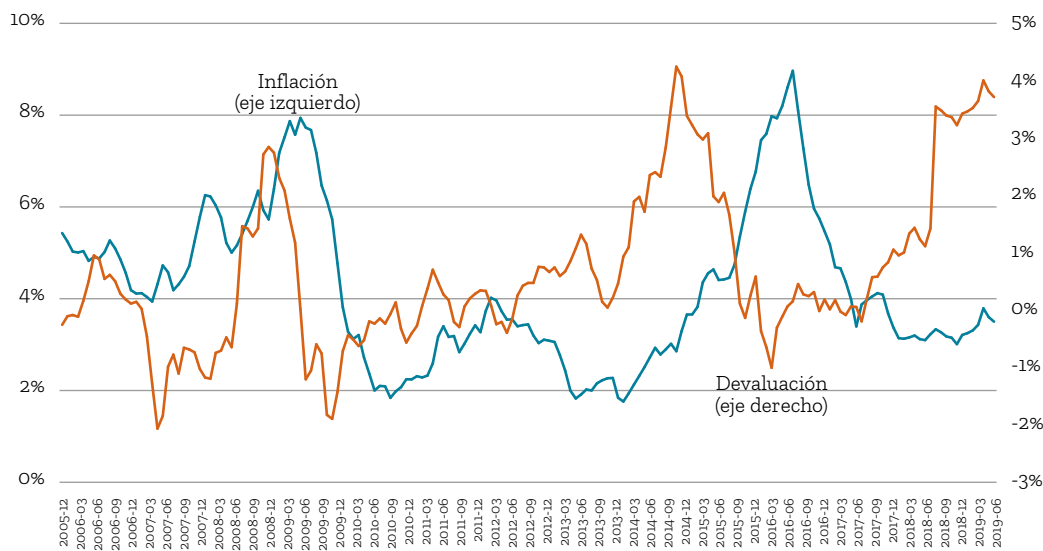
Inflación y política monetaria

CARLOS ESTEBAN POSADA P. ⁹

La inflación en términos anualizados ha estado subiendo desde febrero de este año. Dichos incrementos han implicado que la tasa observada se ubique cerca del límite superior (4%) del rango meta establecido por el Banco de la República. Así, mientras que en febrero del presente año los precios de la economía crecieron a una tasa de 3% respecto al mismo mes en 2018, durante el mes de agosto alcanzaron una variación del 3.75% anual. Pese a que la inflación aún se encuentra contenida dentro de sus límites, los niveles actuales sugieren la posibilidad, nada remota, de que ante la eventual aparición de un nuevo choque se rompa la barrera superior del rango meta. (gráfico 11).

Gráfico 11. Inflación (aumento del IPC en 12 meses) y devaluación (aumento de la TRM en 12 meses), diciembre de 2005 - agosto de 2019

Fuente: Elaboración del autor con datos del DANE y el Banco de la República



¿Qué pasó? Factores externos como el aumento del precio del dólar frente a las principales monedas del mundo, y las mayores demandas y precios de títulos de deuda pública de Estados Unidos -de vencimientos en plazos mayores a 6 meses- asociados, ambos, a la búsqueda de un "refugio" relativamente seguro frente a las expectativas de menor crecimiento económico mundial -principalmente en Europa occidental,

⁹ Profesor del departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. cposad25@eafit.edu.co

China y economías emergentes- y la consecuente reducción del precio internacional del petróleo en los últimos meses -en declive desde fines de abril hasta mediados de junio de este año- fueron los elementos impulsores del precio del dólar en Colombia, medido por la Tasa Representativa del Mercado (TRM)¹⁰. En particular, cabe notar que la tasa (mensual) de devaluación de mayo fue 4,71%, la máxima registrada desde noviembre de 2016, cuando fue 5,93%.

A su vez, la fuerte depreciación del peso colombiano respecto al dólar ha sido un factor incidente en el aumento de la inflación. Los efectos rezagados (2 meses aproximadamente) de los incrementos en el precio del dólar sobre la inflación han tenido su impacto más significativo durante el mes de julio, donde el índice de precios del grupo de gasto en bienes y servicios energéticos creció 0.44% frente al 0.22% que registró el IPC total.

Pero el aumento de la inflación a lo largo del primer semestre tuvo otra causa importante: un incremento del precio de los alimentos más allá de lo inducido por la devaluación. En efecto, desde marzo y hasta julio su tasa de aumento ha sido, en promedio, 0,7% mensual, dos veces la del promedio del IPC total (0,38% mensual).

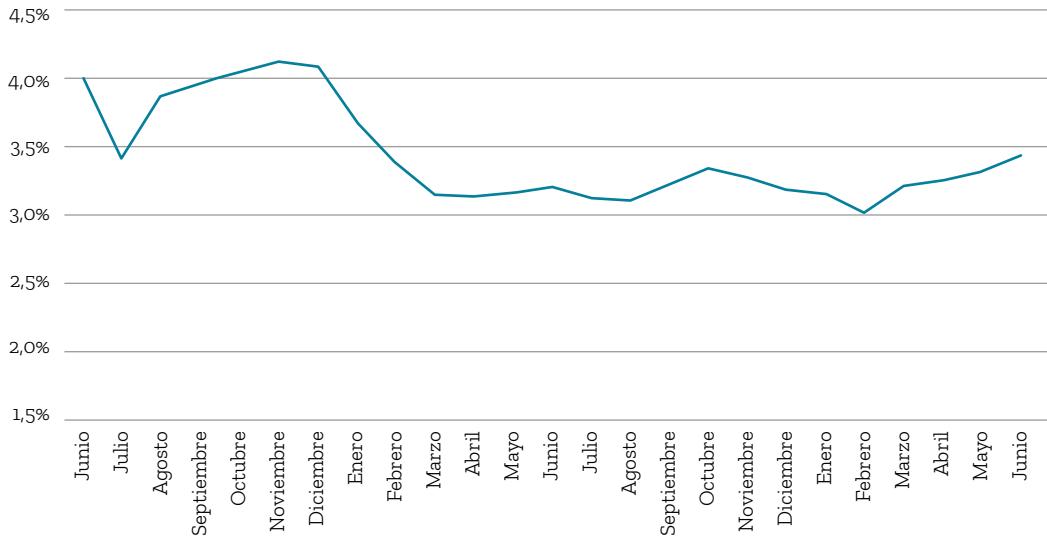
Por fortuna, ese aumento del precio de los alimentos tiene un componente transitorio grande, así que podemos esperar que -en ausencia de nuevos shocks, como ya se dijo- la inflación se mantenga en el rango meta para lo que resta de 2019.

Con todo lo anterior, hay algo que resulta inquietante: a diferencia de lo ocurrido entre agosto de 2009 y septiembre de 2014, periodo en el que la tasa anual se mantuvo dentro del rango meta (2% - 4%) y oscilando alrededor de su punto medio (3%), a partir de diciembre de 2017 la inflación retornó a niveles por debajo del límite superior del rango, pero parece haber adoptado como piso de su comportamiento el nivel del 3% anual, puesto a que desde entonces no ha logrado ubicarse por debajo de este valor. En efecto, las expectativas de inflación para diciembre de 2019, según la encuesta del Banco de la República, arrojaron una tasa media en el orden del 3.7%, con un nivel mínimo de 3.2% y un máximo de 4.2%. En síntesis, lo que para la inflación antes era el punto medio del rango meta, hoy por hoy se ha convertido en su piso (gráfico 12). En este orden de ideas, podríamos decir que las expectativas de inflación (al menos las de los agentes más influyentes de los mercados) pueden estar ubicándose alrededor del 3.6% anual para finales de 2019.

10 Al respecto, ver: "El precio del petróleo y su efecto en la tasa de cambio en Colombia" (Posada y Villca, 2019) en: <http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/cief/Documents/Informe-especial-2019-3-VF.pdf>

Gráfico 12. Tasa de inflación desde el momento en el que retornó al rango meta, junio de 2017 - julio 2019

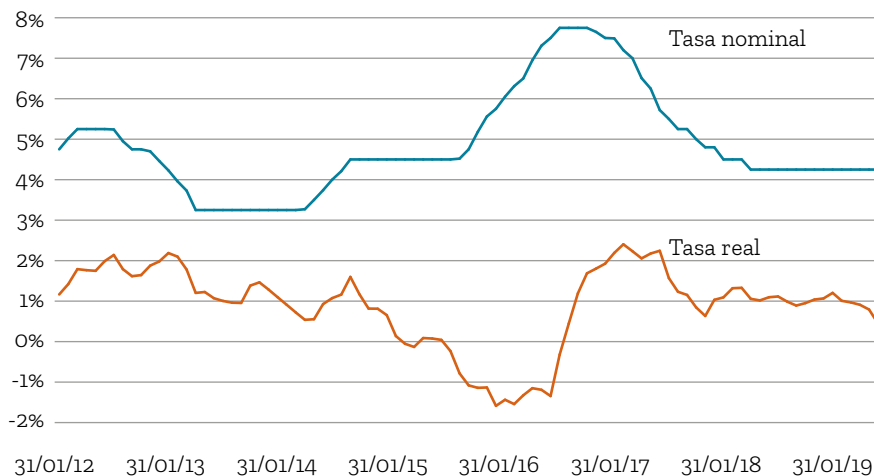
Fuente: Elaboración del autor con datos del DANE



En vista de lo anterior, y teniendo en cuenta que, ahora, un nuevo choque desfavorable de oferta o de devaluación hace más probable que la inflación pueda ponerse por encima del techo del rango meta, nos parece que lo más conveniente para el país sería que la junta directiva del Banco de la República tomase la decisión de aumentar en 25 puntos básicos la tasa de intervención -dejando la nueva tasa en 4,5% anual- (Gráfico 13) a fin de fortalecer el peso y reducir las expectativas de inflación de manera que vuelvan a ser consistentes con el piso, valor medio y techo de la meta de inflación de la autoridad monetaria.

Gráfico 13. Tasas de política: nominal y real (corregida por la tasa de inflación de últimos 12 meses), enero de 2012 - agosto de 2019

Fuente: Elaboración del autor con datos del DANE y del Banco de la República

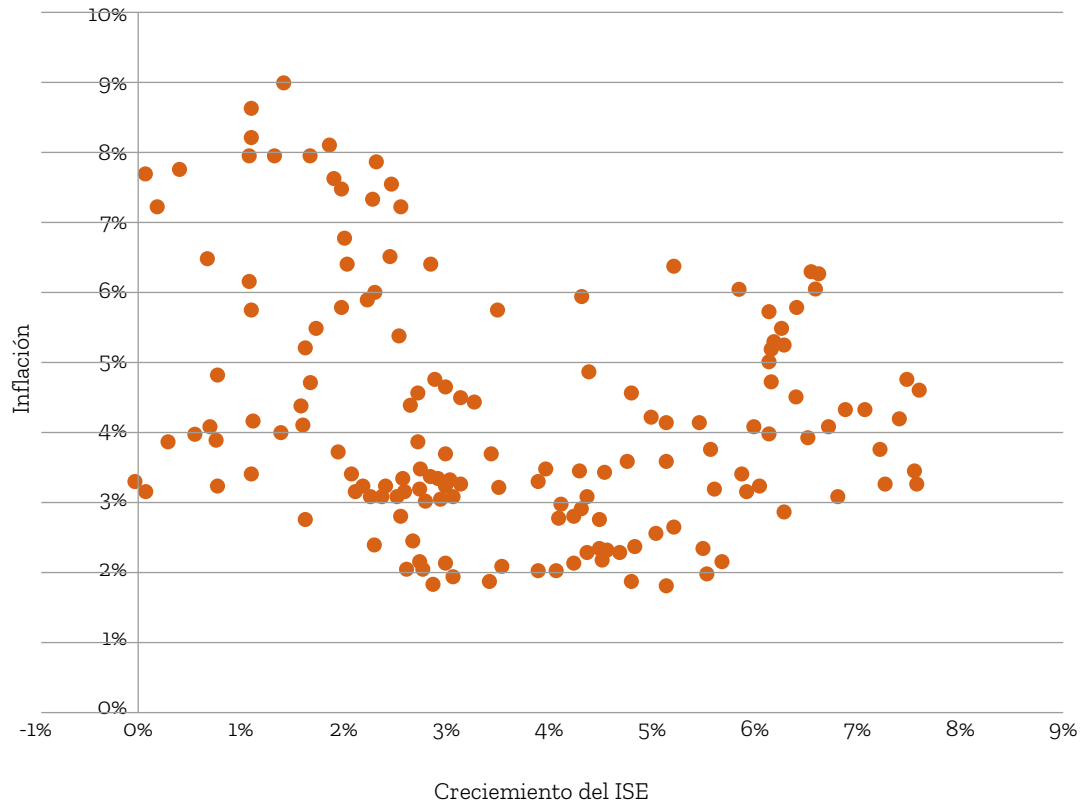


Tal propuesta descansa en una tesis corroborada por los hechos: si la autoridad monetaria eleva la tasa de interés de política, las tasas de interés de corto plazo del mercado -la interbancaria, y demás- tienden a subir; ante esto, los agentes en el mercado colombiano de moneda extranjera anticipan menor demanda de crédito en pesos y mayor demanda de crédito en dólares en el exterior -que da origen a mayor oferta de dólares en Colombia- y menor demanda doméstica de activos líquidos denominados en dólares gracias a la política propuesta, conducente a frenar las expectativas de devaluación del peso. Todo esto genera mayores ofertas de dólares y menor demanda por estos, y, por ende, la caída del precio local del dólar.

Así, al caer el precio del dólar frente al peso, la tasa de inflación empezará a bajar -dado un cierto comportamiento de otros factores de inflación- ¿Esta caída de la inflación tendrá algún costo para el conjunto de la sociedad, suponiendo que se origine en el aumento de la tasa de interés de política? A nuestro juicio el costo sería nulo o, a lo sumo, muy pequeño (en realidad, la evidencia empírica colombiana es desfavorable a la hipótesis de existencia de una curva de Phillips, incluso para el corto plazo: Gráfico 14)¹¹; en cambio, permitir que las expectativas de devaluación e inflación se alejen persistentemente de la meta de inflación tendría un costo muy grande en un futuro cercano.

Gráfico 14. Tasa de inflación (12 meses) versus tasa de crecimiento (12 meses) del indicador de seguimiento de la economía (ISE), diciembre de 2005 - julio de 2019

Fuente: Elaboración del autor con datos del DANE



11 Ver: "La curva de Phillips en Colombia" (Hurtado y Posada, 2019) en: <http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/cief/Documents/Informe-especial-2019-16-VF.pdf>

Capítulo 5

Balanza de Pagos colombiana durante el primer semestre de 2019: panorama sombrío

HUMBERTO FRANCO GONZÁLEZ¹²

Cuenta Corriente

Al finalizar el primer semestre del presente año, el comportamiento económico nacional en términos agregados se ve reflejado, de alguna manera, en las cifras que arrojó la cuenta corriente en el citado periodo. En efecto, la leve recuperación de la actividad productiva con un crecimiento del PIB semestral del orden del 3% durante los primeros seis meses del año, podría explicar el mayor deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos con un déficit cercano al 4,37%, ahondando el reinicio del incremento del déficit corriente del 3,74% del PIB en 2018 y, en consecuencia, revirtiendo la tendencia que en la materia se dio en 2016 y 2017 cuando se había reducido al 3,3% del PIB, luego de un periodo de ajuste del sector externo.

Por el lado comercial, no cabe duda que los menores precios y volúmenes despachados de varios de los productos básicos que exporta el país¹³, han terminado por agudizar el saldo negativo de las exportaciones netas. Este resultado parece ser altamente incidente en el grueso de la cuenta corriente, teniendo en cuenta la estrecha relación que existe entre la balanza comercial de bienes del país y la cuenta corriente. Lo anterior, se sustenta en que según los estudios sobre la estructura y la evolución de los ingresos y egresos de la cuenta corriente, durante los últimos quince años las exportaciones de mercancías representan la principal fuente de ingresos, participando con un rango entre el 70% y el 81% sobre el total de los ingresos externos, en tanto que las importaciones de bienes representan el 64% promedio del total de egresos del país¹⁴.

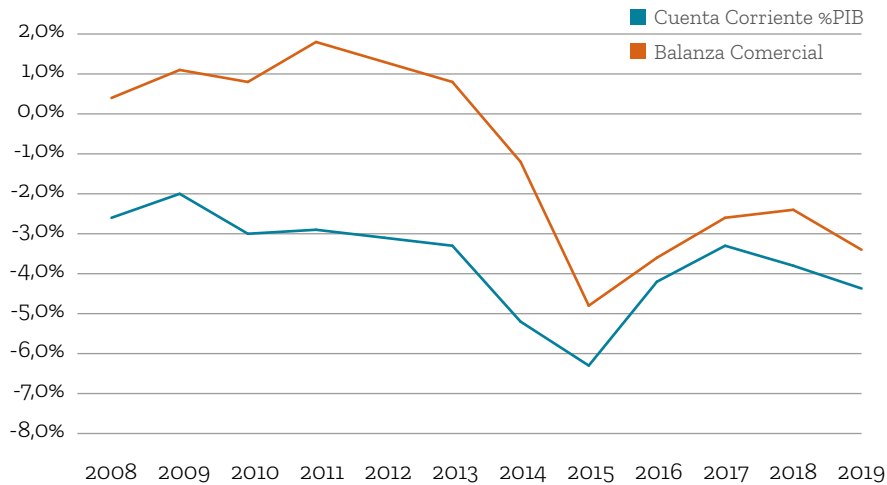
12 Profesor del departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. hfranco@eafit.edu.co

13 Esto ha implicado una reducción de las exportaciones tradicionales del orden de -1,7% y de las no tradicionales de -1,1%, lo que ha generado una reducción exportadora total del orden de -1,5%.

14 Banco de la República. Informe de la Junta Directiva al Congreso. Julio de 2019.

Gráfico 15. Balanza Comercial y Cuenta Corriente

Fuente: DANE y Banco de la República. Datos de 2019 a junio.



Así, el acumulado del déficit comercial de bienes y servicios durante los dos primeros trimestres de 2019 alcanzó los US\$5.328,94 millones (US\$ 26.353,37 millones por exportaciones, frente a US\$31.682,31 millones por importaciones en 2019, en relación con los US\$26.377,67 millones por exportaciones, frente a US\$30.047,22 en 2018), implicando una notoria consecuencia en el déficit de cuenta corriente semestral (US\$6.826,78 millones) que, como se anotó anteriormente, equivale al 4,37% del PIB. El siguiente cuadro permite soportar las cifras que se acaban de mencionar.

Cuadro 7. Cuenta Corriente (Millones de dólares corrientes)

Fuente: Banco de la República, 2019. Subgerencia de Estudios Económicos - Departamento Técnico y de Información Económica - Sector Externo.

RUBRO	2018 (preliminares)		2019 (provisionales)	
	I	II	I	II
Cuenta Corriente	-2.846,70	-3.266,64	-3.587,46	-3.239,32
Exportaciones	16.052,11	17.235,12	16.488,65	17.602,03
Importaciones	18.898,80	20.501,76	20.076,11	20.841,35
Bienes y servicios	-1.490,87	-2.179,41	-2.662,41	-2.666,54
Exportaciones	12.705,35	13.672,32	12.806,33	13.547,04
Importaciones	14.196,22	15.851,73	15.468,74	16.213,57
Bienes	-880,20	-1.087,46	-1.971,74	-1.609,51
exportaciones	10.260,55	11.478,40	10.281,02	11.346,55
Importaciones	11.140,75	12.565,87	12.252,76	12.956,06
Servicios	-610,67	-1.091,95	-690,67	-1.057,03
exportaciones	2.444,81	2.193,92	2.525,31	2.200,48
Importaciones	3.055,47	3.285,87	3.215,98	3.257,51

RUBRO	2018 (preliminares)		2019 (provisionales)	
	I	II	I	II
Renta factorial	-2.979,16	-2.899,14	-2.735,11	-2.727,44
Ingresos	1.486,11	1.502,68	1.641,49	1.676,25
Egresos	4.465,27	4.401,81	4.376,60	4.403,69
Transferencias	1.623,34	1.811,91	1.810,06	2.154,66
Ingresos	1.860,64	2.060,13	2.040,82	2.378,75
Egresos	237,30	248,22	230,77	224,09

El detalle de las cifras presentadas en el cuadro 7, muestra que la balanza comercial de bienes incrementó su déficit en US\$1.613,79 millones, al crecer de US\$1.967,66 millones en el primer semestre de 2018 a US\$3.581,25 millones en 2019, tendencia explicada por un monto exportador de US\$ 21.738,95 millones entre enero y junio de 2018, frente a US\$ 21.627,57 millones en el primer semestre de 2019, en relación con los egresos por importaciones que, en su orden, registraron saldos de US\$ 23.706,62 millones y US\$ 25.208,812 millones respectivamente. De igual manera, la balanza de servicios también incrementó su déficit en los primeros seis meses de 2019 (de US\$1.702,59 millones en 2018 a US\$1.747,7 millones en 2019), con incremento de US\$45,11 millones, crecimiento soportado, sobre todo, en los mayores egresos por gastos de viajes, y por las compras de servicios financieros, de transporte y de seguros.

En relación con los ingresos primarios o renta neta de factores productivos, cuenta que ha solido ser negativa para Colombia, pues allí se registran los pagos de dividendos a las compañías con capital externo y los intereses que corresponden a la deuda externa, se puede manifestar, como se evidencia en las cifras registradas en el cuadro 7, que en el periodo en consideración se presentó una reducción de los egresos netos del país por este concepto, dada la contracción en las utilidades de las compañías con inversión externa directa y, aunque en menor medida, el menor pago de los intereses generados por la deuda externa. En el primero de los casos, el hecho se explica por la lenta recuperación que evidencia la actividad productiva del país llevando a que la repatriación de las utilidades por parte de las empresas con capital foráneo haya sido menor. En efecto, el resultado para el primer semestre de 2019 fue menos negativo que el registrado para igual periodo de 2018 (de US\$5.878,3 millones en 2018 a US\$5.462,55 millones en 2019), lo cual significa una reducción de US\$415,75 millones en los egresos netos de la renta factorial.

De hecho, al tener en cuenta que la condición deficitaria de las exportaciones del país en el primer semestre de este año tuvo como epicentro la reducción en las ventas externas de productos como el carbón y las manufacturas -sectores en los que existe capital extranjero-, y que tal condición deficitaria de las exportaciones del país en el primer semestre de este año, solo fue levemente solventada por el petróleo, que es un producto donde también existe inversión extranjera, se entenderá el comportamiento de esta cuenta. Efectivamente, al agregarle a la repatriación de utilidades de las empresas extranjeras ubicadas en el sector extractivo, las que se generaron por el sector de comunicaciones, se puede manifestar que el monto en el que se redujo este flujo de capital hacia el exterior fue de US\$415,75 millones, en relación con dicho flujo al finalizar el primer semestre del año anterior.

Por su parte, la cuenta de transferencias -donde se ubican las remesas- mantuvo el signo positivo que la ha caracterizado a través de los años. En este contexto, el cuadro

expresa un saldo positivo de las transferencias corrientes de US\$3.964,72 millones en el primer semestre de 2019 en relación con los US\$3.435,25 millones en igual periodo del año anterior, lo que significa un crecimiento de US\$529,47 millones, equivalente a una variación positiva de este rubro de 15,41%. Esta situación puede ser el reflejo del desempeño de la economía mundial, en especial de países como Estados Unidos y la Eurozona en los que se encuentra radicada la mayor parte de los emigrantes colombianos, comportamiento que -a pesar de las recientes reducciones en sus expectativas de crecimiento para lo que resta del año, y las que se tenían para el 2020- puede ser calificado como aceptable.

Cuenta Financiera

El financiamiento del déficit corriente llegó a US\$6.893,85 millones en el primer semestre de 2019, frente a US\$5.409,25 millones en igual periodo de 2018, cifras que presenta el cuadro 8, en donde la buena noticia sigue siendo el mayor financiamiento por la vía de la inversión extranjera directa IED, destacándose como principales receptores de estos recursos, en su orden, los sectores de electricidad gas y agua, servicios financieros y servicios comunales, en tanto que la industria manufacturera y el sector petrolero fueron los sectores donde la IED se redujo. Efectivamente, los ingresos por este concepto le representaron al país US\$7.272,50 millones en lo que va corrido del año a junio (4,5% del PIB), frente a los US\$5.847,17 millones en igual periodo de 2018 (3,4% del PIB). Esto significa que, del total de las entradas netas de capital a Colombia durante este primer semestre, la inversión extranjera directa representó cerca del 85% de dichos capitales. Este hecho tranquiliza en cierta medida, pues la financiación del déficit de la cuenta corriente está soportada de la mejor manera cuando de pensar en el crecimiento sostenido de la economía se trata.

Cuadro 8. Cuenta Financiera (Millones de dólares corrientes)

Fuente: Banco de la República, 2019. Subgerencia de Estudios Económicos - Departamento Técnico y de Información Económica - Sector Externo.

RUBRO	2018 (preliminares)		2019 (provisionales)	
	I	II	I	II
Cuenta Financiera	-2.563,20	-2.846,05	-3.285,28	-3.608,57
Inversión directa	-936,51	-2.340,79	-2.752,57	-3.484,59
Adquisición neta de activos Fros.	1.070,69	1.499,17	664,76	370,58
Pasivos netos incurridos (IED)	2.007,20	3.839,97	3.417,33	3.855,17
Inversión de cartera	1.750,43	333,60	-1.306,36	-299,81
Derivados financieros	-370,83	140,99	-91,35	201,98
Otra inversión	-3.143,11	-1.129,44	-1.485,94	-552,62
Activos de reserva	136,81	149,58	2.350,94	526,46
Errores y Omisiones	283,49	420,58	302,18	-369,25

Por su parte, la inversión de cartera financió parte del déficit corriente del país con US\$1.606,17 millones en contraste con la salida de capital que se presentó el año anterior. Dicha financiación obedeció, sobre todo, a los desembolsos netos por títulos de deuda de largo plazo colocados en los mercados internacionales, las compras netas de TES en el mercado interno por parte de no residentes y por las liquidaciones de títulos de renta variable en el mercado local por no residentes en el país. Finalmente, las reservas internacionales se incrementaron US\$2.877,40 millones como resultado de las compras de divisas por valor de US\$2.478 millones, rendimientos de las reservas por valor de US\$476 millones e ingresos netos por otras operaciones del emisor por valor de US\$77 millones¹⁵.

Estos resultados no pueden estar al margen de los riesgos internacionales suscitados por factores tales como la agudización de la guerra comercial entre China y Estados Unidos y el endurecimiento de las condiciones financieras a países emergentes. Esto como resultado de la situación cambiaria en países como Turquía y Argentina, que podrían revertir el flujo de capitales necesario para el financiamiento del déficit corriente de países de economías emergentes. Lo más preocupante para el caso colombiano, y el problema estructural que ha caracterizado la incursión nacional en el mercado global, es la escasa diversificación de la canasta exportadora y el poco valor que se le agrega a los productos que vendemos en el exterior, prolongando la tendencia deficitaria de la balanza comercial y con ella, el saldo negativo de la cuenta corriente.

15 Banco de la República, 2019. Subgerencia de Estudios Económicos.

Capítulo 6

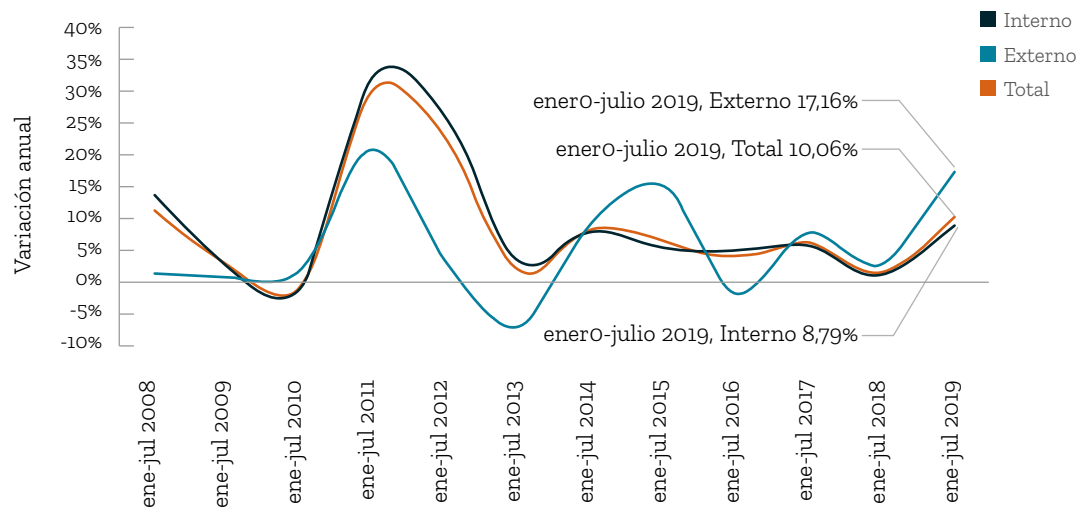
Presupuesto General de la Nación (PGN) 2020 y algunas discusiones a tener en cuenta

ALVARO HURTADO RENDÓN¹⁶

Las cuentas del Gobierno muestran una evolución positiva en los ingresos tributarios totales, representando un crecimiento en el periodo enero-julio de 2019 de aproximadamente el 10.6%, donde en igual periodo en los años 2015, 2016, 2017 y 2018 fue de 6.61%, 3.75%, 6.14% y 1.29%, respectivamente. En especial, el incremento de los ingresos tributarios se encuentra explicado por las cuentas externas que en el año 2019 han tenido un crecimiento del 17.16%, mientras que en el año 2018 presentaron un crecimiento del 2.76%. La variación de los ingresos tributarios internos, mostró en el periodo en mención para el año 2019 una cifra del 8.79%, mientras que para los años 2017 y 2018 fue de 5.90% y 1.08% (Gráfico 16).

Gráfico 16. Recaudo del Gobierno Nacional por Tipo de Impuesto - Año Corrido a Julio (Variación anual %)

Fuente: DIAN, cálculos de los autores



16 Profesor del departamento de Economía y miembro del grupo de Coyuntura Económica, adscritos a la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. ahurtad1@eafit.edu.co

De igual forma, los balances fiscales del Gobierno Nacional Central -de enero a junio de 2019-, muestran resultados positivos comparados con otras vigencias. Es así, como el balance fiscal como porcentaje del PIB, de enero a junio de 2019, ha presentado un déficit del 0.4%, hecho que muestra una mejor situación con respecto a los déficits de los años 2016, 2017 y 2018 del 1.1%, 1.3% y 1.1%, respectivamente. Con respecto al balance primario acumulado de enero a junio, como proporción del PIB en igual periodo, se ha presentado un superávit del 1.0% y, para el año 2018 este fue del 0.1%, mientras que 2016 y 2017 presentaron déficits del 0.1% y 0.2%, respectivamente.

Para el Gobierno, existen varias preocupaciones: una de ellas es que el ejercicio presupuestal del año 2019, parece mostrar una diferencia de \$10 billones, aún sin financiar. De otra parte, en el ejercicio del año 2020 no está proyectado el total de ingresos del PGN (\$271 billones) y el faltante asciende más o menos al 0,8% del PIB.

De acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), el proyecto de Presupuesto General de la Nación (PGN) para el año 2020 (Cuadro 9), representará una variación con respecto al año 2019 de aproximadamente del 9%, al pasar de 249.234 mm a 271.714 mm. Uno de los elementos de gran importancia es el incremento de los gastos en pensiones de Colpensiones, que representa una variación del 29% con respecto a 2019 al pasar de 11.5 mm a 14.9 m.m en 2020, mostrando que estos gastos representan una de las variaciones más elevadas en el PGN del 2020 con respecto al 2019. Las demás pensiones varían, por su parte, un 5.1% con respecto a 2019. Otro de los rubros importantes en cuanto a su variación es la deuda que tiene un orden de variación del 14.2%, donde el pago del principal pasa de 22.089 mm a 28.355 mm, representando una variación del 28.2% con respecto a 2019.

Por otra parte, la inversión estatal ha tenido una variación negativa del 0.9%, al pasar de 40.7 mm en 2019 a 40.3 mm en 2020. Lo anterior es una señal clara de alerta, esto si se tiene en cuenta que -de acuerdo con los datos de la Conference Board- la contribución de la productividad total de los factores al crecimiento económico en Colombia ha sido negativa en un 0.6% anual en el periodo 1990-2018, mientras que en igual periodo la contribución del capital ha sido del 2.0%. La relación entre el aumento del gasto y la reducción en la inversión, es un elemento que debería ser replanteado en futuros ejercicios del PGN, como por ejemplo en la elaboración del presupuesto respectivo para el año 2021.

Ahora, al tener en cuenta el PGN como porcentaje del PIB, encontramos que los gastos de funcionamiento han pasado de representar el 15% en el año 2019 a ser el 15.4% en 2020, donde las transferencias representan el 11.3% en el 2020, siendo en el año 2019 el 10.8% como porcentaje del PIB. El pago de Mesadas pensionales pasa del 3.7% en el año 2019 al 3.9% en el año 2020. Sin embargo, en este rubro cabe resaltar que las pensiones sin Colpensiones representan el 2.5% del PIB y, Colpensiones representa únicamente el 1.3%. Por otro lado, el servicio de la deuda como porcentaje del PIB pasa de representar el 5% en 2019 a 5.3% en 2020, donde los intereses pasan de representar el 2.8% en el 2019 a 2.7% en el 2020. De nuevo, la inversión como porcentaje del PIB ha pasado de representar el 3.9% en 2019 a 3.6% en 2019, mostrando una reducción como porcentaje del PIB del 0.3%.

Cuadro 9. Composición del Presupuesto General de la Nación (PGN) 2020.

Fuente: Dirección General del Presupuesto Público Nacional.

Miles de Millones de Pesos

Concepto	2019*	2020 Proyecto	Variación %	% del PIB	
			20/19	2019	2020
Funcionamiento	156.558	172.063	9,9	15,0	15,4
Gastos de Personal	31.828	33.433	5,0	3,0	3,0
Adquisición de Bienes y Servicios	9.183	8.739	-4,8	0,9	0,8
Transferencias	112.942	126.158	11,7	10,8	11,3
SGP	41.257	43.847	6,3	4,0	3,9
Pago de Mesadas Pensionales	38.524	43.290	12,4	3,7	3,9
Pensiones sin Colpensiones	26.980	28.348	5,1	2,6	2,5
Pensiones Colpensiones	11.545	14.942	29,4	1,1	1,3
Aseguramiento en Salud	16.913	19.343	14,4	1,6	1,7
Instituciones de Educación Superior Públicas sin Pensiones	3.354	3.605	7,5	0,3	0,3
Fondo Prestaciones Magisterio sin Pensiones	2.131	2.391	12,2	0,2	0,2
Resto de Transferencias	10.763	13.680	27,1	1,0	1,2
Gastos de Comercialización y Producción	1.513	2.531	67,3	0,1	0,2
Adquisición de Activos Financieros	322	378	17,4	0,0	0,0
Disminución de Pasivos	238	235	-1,3	0,0	0,0
Gastos por Tributos, Multas, Sanciones e Intereses de Mora	532	590	10,9	0,1	0,1
Deuda	51.935	59.296	14,2	5,0	5,3
Principal	22.089	28.355	28,4	2,1	2,5
Intereses	29.099	29.907	2,8	2,8	2,7
Comisiones y Otros Gastos	253	262	3,6	0,0	0,0
Fondo de Contingencias	493	773	56,8	0,0	0,1
Inversión	40.741	40.354	-0,9	3,9	3,6
Total	249.234	271.714	9,0	23,9	24,3
Total sin Deuda	197.299	212.418	7,7	18,9	19,0

Sin embargo, existen algunos aspectos importantes que se deben discutir, debido a que tienen efectos sobre el desempeño fiscal: en primer lugar, nos referimos al bono del crecimiento económico y su efecto en las cuentas fiscales. En segundo lugar, el efecto que pueden tener estrategias como las de cambiar los pasivos de alto costo por deuda y la recomendación de la misión del mercado de capitales sobre la creación de un holding financiero. Por último, el efecto de la TRM sobre las cuentas fiscales. Así, entonces, se tiene que:

El crecimiento y las cuentas fiscales

Un mayor crecimiento es compatible con un menor superávit primario, con el fin de conseguir un nivel sostenible de la deuda como porcentaje del PIB. Esta discusión cobra especial relevancia en las actuales condiciones de la economía colombiana, donde se discute cuál es el nivel potencial de crecimiento de la economía colombiana y la presentación del PGN 2020. Es así, como las brechas negativas tendrán efectos adicionales a los ya estimados por el Comité Consultivo de la Regla Fiscal (CCRF), además de darle una mayor relevancia a la caída en el crecimiento del PIB potencial como se ha mostrado en anteriores informes del grupo de coyuntura de la Universidad EAFIT (Ver vistazo de la economía¹⁷). Esta es una discusión que tendrá efectos sobre el cumplimiento de los objetivos de la política fiscal, obligándonos a repensar cómo generar mayores crecimientos con el fin de que el bono de crecimiento nos permita mejorar las cuentas fiscales, hecho que en las actuales condiciones de la economía nacional y mundial se convierte en un reto mayor. En este aspecto parece ser que el Gobierno realiza una gran apuesta a los efectos de la reducción en las tasas efectivas de tributación de las empresas, donde se tiene que se espera que La Ley de Financiamiento disminuirá el costo del capital en 27% entre 2019 y 2022 y, esto, contribuirá a un aumento de la inversión, que para 2019 se espera sea del 3.4%, generando los efectos positivos sobre el crecimiento económico. Esperemos que las expectativas de inversión de los empresarios no se vean afectadas por el contexto internacional.

La estrategia del cambio de pasivos de alto costo por deuda

El Gobierno anunció una estrategia de cambio de pasivos de alto costo, lo que pasaría de un pago de intereses efectivos anuales del orden del 28.9% para ser reemplazados con TES, sobre los que se pagarían una tasa del orden del 5.7% efectivo anual, con lo cual se lograrían ahorros del orden del 1.1% del PIB. Se debe advertir que este cambio de pasivos tiene un efecto sobre el aumento del nivel de endeudamiento, en este caso, el Gobierno estaría obligado a realizar mayores esfuerzos en su ajuste. La estrategia es interesante, sin embargo, se debe tener en cuenta una estrategia adicional, con el fin de conseguir los recursos para cubrir el costo que nos ocasiona el deteriorar el nivel de deuda actual que tiene la economía colombiana en el 2019, y permitir lograr la senda proyectada para el 2030 en el Marco Fiscal de Mediano Plazo.

17 Ver: <http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/coyuntura-economica/Paginas/vistazo-economico.aspx>

La recomendación de la Misión del Mercado de Capitales y el holding de inversiones del Estado

Lo más indicado para equilibrar las cuentas fiscales es reducir el gasto público. Sin embargo, si se reconoce la alta inflexibilidad del gasto público en Colombia, se debe acudir a estrategias que generen ingresos diferentes. Este es un caso en el cual la estrategia permite recibir ingresos de capital y no renunciar completamente a los flujos futuros de ingresos por parte del Gobierno. Este hecho permitiría realizar una serie de gastos prioritarios, en especial los referidos a infraestructura, con el fin de aumentar la competitividad del país sin afectar ostensiblemente las cuentas fiscales. En este caso, el primer paso sería la venta del 8.5% de Ecopetrol, autorizada por Ley 1118 de 2006, que le generaría al Estado un ingreso adicional, sin embargo, los ingresos solo llegarían vía dividendos futuros. En este sentido, solo existe una restricción: los recursos deben ser utilizados únicamente en inversión productiva, y evitar que se desvíen a gastos corrientes.

El tipo de cambio y su efecto en la deuda y su costo

La guerra Comercial entre Estados Unidos y China ha aumentado el riesgo global, generando depreciación en las monedas de economías emergentes, en especial para Colombia el efecto ha sido adverso. Se espera que estos efectos sean coyunturales, sin embargo, la disputa ha sido más amplia de lo esperado por los analistas económicos. Este hecho eleva el costo de la deuda que está sujeta a las variaciones del tipo de cambio, es así como hoy podríamos valorar este costo, desde el 1 enero de 2019 a septiembre 2 de 2019¹⁸, en un 0.7% del PIB, hecho que nos puede significar necesidades de ingresos superiores dentro del PGN del 2020. Todo dependerá de las negociaciones entre China y Estados Unidos, del contexto de desaceleración de la economía mundial y de la evolución del petróleo.

Los anteriores elementos tendrán efectos sobre el desempeño fiscal de los próximos años. Sin embargo, se han dejado de mencionar el efecto del costo pensional futuro, el efecto de los anuncios de las FARC y, la Modernización y eficiencia de la Administración Pública debido a que estas son discusiones más amplias que necesariamente sobrepasan el alcance de este informe¹⁹.

18 Con una depreciación del 5.48%.

19 Tampoco se discute la Ley de Financiamiento, debido a que fue objeto de discusión en el informe de coyuntura pasado.

Capítulo 7

Desempeño reciente del precio del petróleo y perspectivas 2019 - 2020

RAMIRO ANDRÉS ADARVE PAZ²⁰

El comportamiento del precio del petróleo es de suma importancia en el análisis de la coyuntura económica colombiana dada su relación con las cuentas externas y fiscales del país. En el frente externo afecta principalmente la cuenta corriente dada su alta participación en las exportaciones; asimismo, tiene influencia en el tipo de cambio nominal pues constituye parte de la oferta de dólares en el mercado cambiario. El efecto externo del dólar puede extenderse al frente de la política monetaria cuando esta tiene que responder a los efectos inflacionarios de la depreciación del tipo de cambio.

Por su parte, en materia fiscal, las utilidades del sector constituyen una importante fuente de financiamiento para el sector público, no solo por las utilidades de Ecopetrol, sino por los impuestos y regalías asociadas a la explotación de recursos naturales. Así, unos buenos precios del petróleo otorgan al Gobierno capacidad de gasto en el corto plazo, pero cuando los precios caen empieza la necesidad de buscar fuentes de financiación alternas, generalmente, mayores impuestos. A continuación, se realiza un análisis del desempeño reciente y las expectativas sobre el precio del petróleo para 2019-2020.

Principales determinantes del precio del petróleo

El precio del petróleo depende de factores de oferta, demanda, expectativas y eventos sociopolíticos alrededor del mundo. Desde el lado de la oferta se debe diferenciar entre la producción OPEP y NO-OPEP puesto que se rigen por factores diferentes: la oferta NO-OPEP depende principalmente de las condiciones del mercado, es decir, de los precios; además, da cuenta de cerca del 60% de la producción mundial de petróleo e incluye a los EEUU que es el primer productor a nivel mundial. Mientras que la oferta OPEP depende principalmente del acuerdo de cuotas de producción de los países miembros que son liderados por Arabia Saudita²¹.

Por otro lado, la demanda de petróleo está determinada por el crecimiento económico. Así, los países NO-OCDE, de alto crecimiento, son los que más contribuyen al

20 Miembro del Grupo de Coyuntura Económica. Universidad EAFIT.

21 El 10 de diciembre de 2016 se firmó la Declaración de Cooperación entre la OPEP y once países productores de petróleo (OPEP+) en la que se acuerdan cuotas de producción en aras de mantener la estabilidad del mercado, la rentabilidad de la inversión y la provisión adecuada para los consumidores

estímulo de la demanda, principalmente, por el efecto de China, Rusia e India; por su parte, los países OCDE tienen bajas tasas de crecimiento, por lo que tienden a reducir el consumo de petróleo.

El 2019 inició con una tendencia alcista en el precio del petróleo durante los primeros 5 meses del año (38%): enero inició con un precio por barril -de referencia Brent- de 54,23 dólares, aumentó de manera sostenida hasta el 17 mayo alcanzando los 74,7 dólares. No obstante, dichas ganancias en precio desaparecieron entre la segunda mitad de mayo y la primera semana de agosto²² (-35%) al caer hasta los 55 dólares por barril. Al 26 de agosto se dio una recuperación que alcanzó los 58,6 dólares. El promedio de precio ha sido cercano a los 65 dólares, muy cerca de la expectativa de la EIA²³ para 2019 y 2020²⁴. El precio reciente y sus expectativas están fundamentados en factores de oferta y demanda que se describen a continuación.

Desempeño reciente y expectativas de la demanda

El desempeño reciente y las expectativas del consumo de petróleo muestran estabilidad para lo que resta del 2019 y una leve mejora para 2020. Lo anterior, asociado a la reducción del crecimiento esperado en relación a 2018 y el repunte esperado para 2020. En este sentido, el World Economic Outlook²⁵ de julio de 2019, afianza las expectativas de desaceleración 2018-2019 y la recuperación 2019-2020. Para 2019 revisa algunos pronósticos al alza, como el caso de Estados Unidos (+0,3), Reino Unido (+0,1), Arabia Saudita (+0,1) y Nigeria (+0,2), pero en general, para el mundo, lo reduce en -0,1. Para 2020, por el contrario, aumenta el crecimiento esperado para Alemania (+0,3), Eurozona (+0,1), Rusia (+0,2), Arabia Saudita (+0,9) y Nigeria (+0,1). Finalmente, preocupa la revisión a la baja del crecimiento esperado de China (6,0% menor en 0,1) e India (7,2% menor en 0,3) para 2020. Estos pronósticos están sujetos a riesgos como la intensificación en el conflicto comercial EEUU-China, el incremento en la aversión al riesgo, la baja inflación y el menor espacio de la política monetaria para tomar medidas contra-cíclicas.

Otro indicador que refleja las preocupaciones en cuanto a la demanda mundial de petróleo son los ratio del precio del petróleo sobre el precio del oro, y el precio del cobre sobre el precio del oro. Este indicador puede reflejar las expectativas de crecimiento mundial puesto que asume el petróleo y el cobre como bienes intermedios en los procesos de producción industriales, y al oro como un activo de bajo riesgo al cual acudir en circunstancias de riesgo económico mundial. De esta manera, la reducción que ha presentado el ratio recientemente, refleja la baja demanda de petróleo como consecuencia de menores expectativas de demanda energética y de producción industrial en el caso del cobre y, a su vez, la preferencia por activos libres de riesgo en el escenario de bajo crecimiento económico mundial. Adicionalmente, el spread del yield

22 El 7 de agosto el precio del petróleo cayó 7%, día siguiente al anuncio de mayores aranceles sobre las importaciones chinas, lo que refleja la sensibilidad del precio a las expectativas de crecimiento económico.

23 Energy Information Administration.

24 La expectativa puntual es de 64 dólares para 2019 y 65 dólares para 2020.

25 Este informe de expectativas y panorama económico internacional es producido por el Fondo Monetario Internacional.

de bonos de compañías petroleras en relación a los bonos de Estados Unidos refleja el endurecimiento de las condiciones financieras para las empresas petroleras, dada la percepción de mayor riesgo en dicho sector.

Desempeño reciente y expectativas de oferta

En relación con la oferta de petróleo cabe resaltar un hecho que le dará estabilidad al sector durante al menos un año: el 2 de julio la OPEP y once países productores (OPEP+) ratificaron la Declaración de Cooperación en la que establecen cuotas de producción. Lo anterior, permite que la expectativa de 30,2²⁶ millones de barriles diarios sea relativamente estable. Sin embargo, el crecimiento de la producción puede esperarse del lado NO-OPEP, producción que se espera aumente 2,3 millones de barriles diarios en 2019 y 2,1 en 2020. Este crecimiento es liderado por los EEUU con 2 millones de barriles diarios adicionales y Brasil con 0,2 en 2019; y para 2020 EEUU aportará 1,4 millones de barriles diarios adicionales, Brasil 0,3 y Noruega 0,2. Nuevos factores exógenos podrían afectar el suministro, como, por ejemplo, la retención del buque británico en el Estrecho de Ormuz en julio pasado, que generó tensiones y riesgo de interrupción del suministro.

En el marco de la OPEP algunos países disminuirán su producción, como es el caso de Irán y Venezuela. En el caso de Irán, su contribución al mercado mundial estará menguada debido a las sanciones impuestas por los EEUU a sus exportaciones; así, sus inventarios se verán aumentados mientras recompone su demanda interna y sustituye fuentes energéticas. El caso de Venezuela es de mayor gravedad, pues enfrenta una crisis económica, sanciones a funcionarios gubernamentales, cortes eléctricos que afectan los procesos de extracción y refinación, y sanciones que afectan el desempeño de los Petroleros de Venezuela S.A (PDVSA) en los mercados internacionales. En relación a este último punto, el crudo extrapesado que produce Venezuela debe ser diluido para poder transportarse a las refinerías y puertos de exportación, sin embargo, el proveedor de dicho diluyente es precisamente EEUU, país con el que las relaciones económicas y diplomáticas son cada vez más difíciles. A pesar de esto, otros países como Nigeria compensarán la producción OPEP de manera que esta permanezca estable.

Implicaciones para Colombia

La coyuntura actual y las perspectivas del mercado mundial del petróleo han sido adecuadamente incorporadas en las proyecciones fiscales colombianas. El Comité Técnico Minero Energético propone un precio por barril de Brent de 65-65,5 dólares para 2019 y 65-67,5 para 2020. Dichas expectativas fueron incluidas por el Comité Consultivo de la Regla Fiscal, donde también se incorporó un diferencial de 7 dólares para la canasta colombiana en la elaboración de las proyecciones del componente energético del balance fiscal. Cabe resaltar, que en 2018 los precios superaron las expectativas de precios del petróleo incluidas en el MFMP, lo que, junto con las mejoras operativas de

26 Esto implica 1,8 millones de barriles diarios menos que en 2018.

Ecopetrol, generaron para 2019 un incremento importante en los dividendos girados a la nación (+153%), lo que llevará dicho rubro de un 0,3% a un 0,8% del PIB. No obstante, para el periodo 2019-2020, puede ocurrir lo contrario, es decir, precios menores a los proyectados, dado que se perciben mayores riesgos a la baja de cuenta de la incertidumbre sobre el crecimiento económico mundial.

Conclusión

Sobre el precio del petróleo hay relativa estabilidad en las estimaciones 2019-2020, no obstante, dicha estabilidad puede ser producto de la incertidumbre que hay sobre el crecimiento económico mundial que es el principal determinante de la demanda de crudo. Dicha incertidumbre radica, principalmente, en el futuro de la disputa comercial entre EEUU y China que tiene un efecto sobre la economía mundial al reducir los flujos comerciales y las cadenas de suministro asociadas. Además, los cambios en los mercados financieros mundiales, fruto de la incertidumbre y mayor aversión al riesgo, también pueden inducir distorsiones en el precio del petróleo vía mercado de futuros, al generar reasignaciones en los portafolios de los inversionistas. Una reducción inesperada del precio del petróleo afectaría a Colombia reduciendo los ingresos fiscales del Gobierno y empeorando el reciente escenario de depreciación del tipo de cambio. Respecto a esto último, el Banco de La República podría responder con incrementos de la tasa de interés para contener la transmisión de la depreciación a la inflación, lo que afectaría paralelamente los componentes de consumo e inversión y el crecimiento de corto plazo.



Consulta informes y análisis semanales, mensuales
y semestrales, a propósito de la coyuntura
económica nacional e internacional.
www.eafit.edu.co//coyuntura-economica/



Escuela de Economía y Finanzas
Centro de Investigación Económicas y Financieras (Cief)
Grupo de estudios en Economía y Empresa

Carrera 49 # 7 Sur - 50, Medellín - Colombia
Teléfono: +57 4 261 95 00 ext. 9532 - 261 95 32
cief@eafit.edu.co