

BBVA | Research

Situación Colombia

3^{er} TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE COLOMBIA

Índice

1. Editorial	3
2. El entorno global positivo tiende a estabilizarse	4
3. En Colombia seguiremos experimentando los efectos de un choque sin precedentes recientes	5
4. Crecimiento inercial: hacia un ciclo lento de recuperación	9
5. Inflación cede, superando los choques de oferta	16
6. Balance estructural en el mediano plazo debe continuar la senda de mejoras	18
7. Tablas con pronósticos	20

Fecha de cierre: 11 de julio de 2017

1. Editorial

Las perspectivas de crecimiento mundial se mantienen para 2017 en 3,3% y 3,4% para 2018. Para EE.UU. esperamos un menor crecimiento debido a los débiles datos del primer trimestre y las dificultades para tramitar las políticas expansivas mientras que, por otra parte, las políticas económicas en China han permitido un mejor crecimiento revisando nuestra expectativa al alza, similar a lo que ocurre en Europa.

El choque de términos de intercambio vivido por Colombia entre 2015 y 2016 tiene pocas comparaciones históricas y hace de él un evento muy particular. En esta oportunidad la confianza sobre las instituciones colombianas permitió gozar de financiamiento externo que suavizó el ciclo de gasto, especialmente el de consumo, lo que impidió que se tradujera el choque en una recesión económica. Sin embargo, a diferencia de otros ciclos en el pasado, no se observan factores exógenos claros que apoyen la recuperación, por lo que el ciclo tendría una forma en **L** extendida con una muy lenta recuperación económica.

La desaceleración de la economía ha continuado a lo largo de 2017, logrando un crecimiento anual de 1,1% en el primer trimestre y con señales de un crecimiento similar, sino inferior para el segundo trimestre. En la etapa de recuperación, las condiciones están dadas para observar un crecimiento bajo. Vemos limitaciones desde la política fiscal y monetaria para darle estímulos robustos a la economía, en el primer caso por cuenta de la caída de ingresos y las limitaciones que impone la regla fiscal con un déficit que debe descender desde el 4,0% en 2016 hasta el 3,1% en 2018. En el segundo por cuenta de los riesgos de la persistencia inflacionaria y de los balances externos aun elevados, que permitirían reducir la tasa hasta el 5,25% en 2017 y a 4,50% en 2018, ubicándola en terreno entre ligeramente expansivo y neutral. En este contexto, la inflación cerraría 2017 en 4,3% y 2018 en 3,2%, en buena medida gracias a la reversión de los choques de oferta de 2016.

Las menores tasas de interés e inflación apoyarán la capacidad adquisitiva de los consumidores, quienes una vez se acomoden a las nuevas condiciones tributarias podrán normalizar paulatinamente su confianza y su gasto, con un crecimiento del consumo de los hogares de 1,6% en 2017 y 2,3% en 2018. En el lado de las empresas, la inversión comenzará a ajustarse en terreno positivo luego de dos años de contracción, sin embargo con una expansión moderada de 1,9% en 2017 y 3,1% en 2018 como respuesta a una demanda aun débil. Así las cosas, esperamos un crecimiento de 1,5% para la economía en 2017, marcando una desaceleración adicional frente el registro de 2,0% alcanzado en 2016. Para 2018 esperamos una leve recuperación en la dinámica de actividad, alcanzando nuevamente un crecimiento de 2,0%, ajustando un ciclo prolongado de bajos crecimientos, similar a lo observado en el periodo 2000 a 2003.

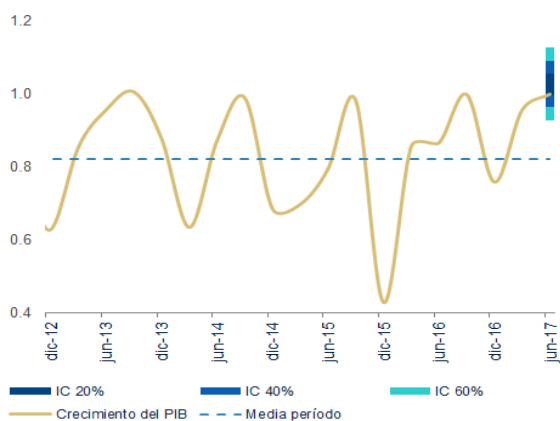
El principal riesgo sobre la economía se desprende de la duración, mayor a la anticipada, del ciclo actual. En ese contexto el mercado laboral podría presentar un deterioro mayor al anticipado ampliando el ciclo negativo de confianza de consumidores y empresarios y postergando los avances en actividad esperados. En el frente externo, el principal riesgo puede provenir de un ajuste inesperado en los flujos de capitales, ya sea por un ajuste más acelerado de la política monetaria en EE.UU o por motivaciones de rendimiento de los instrumentos financieros en economías que estén próximas a iniciar su ciclo bajista en tasas. Sin embargo, cabe resaltar que la vulnerabilidad de la economía colombiana se ha moderado significativamente con la reducción del déficit en cuenta corriente en cerca de 2 pp entre 2015 y 2016 y la expectativa de mejoras adicionales en 2017 y 2018.

2. El entorno global positivo tiende a estabilizarse

Crecimiento tiende a estabilizarse en economías desarrolladas, Latinoamérica presenta una salida más lenta de la desaceleración de lo anticipado.

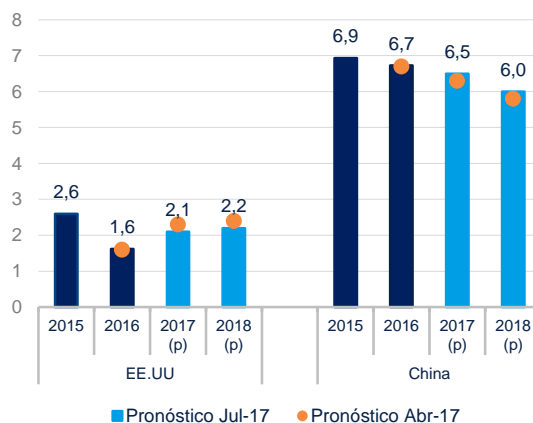
La economía global se ha estado acelerando en los últimos trimestres y se ha acercado a tasas de crecimiento del 1% trimestral (Gráfico 2.1), pero tiende a estabilizarse. Esta dinámica positiva responde, entre otras cosas, a los estímulos de política económica de la China que han impulsado su economía y han arrastrado con ello a otros países de Asia y la economía mundial. También se identifican otros soportes al buen comportamiento cíclico, como unas políticas monetarias ampliamente acomodaticias en la mayoría de los países avanzados, una política fiscal que ha sido neutral o expansiva recientemente, o los precios de las materias primas relativamente moderados, todo en un entorno de mercados financieros tranquilos. Las economías emergentes, por su parte, han tenido un comportamiento menos positivo, y más heterogéneo, con una salida de la desaceleración más lenta de lo previsto en Latinoamérica, y un comportamiento diferenciado en función de la dependencia de los ingresos por materias primas.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial, previsiones basadas en BBVA-Gain (t/t%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Crecimiento del PIB EE.UU. y China (%)



Fuente: BBVA Research, CEIC y BEA

El tono en los mercados financieros ha sido positivo, con volatilidades en mínimos históricos, a pesar de la persistente incertidumbre económica, política y geopolítica, y de las menores expectativas de impulso fiscal en Estados Unidos. Con ello, los tipos de interés de largo plazo se han mantenido anclados, corrigiendo parte de las subidas de los trimestres previos. Sin embargo, el tono de la política monetaria, a pesar de seguir siendo acomodaticio, se ha inclinado más en el último trimestre hacia los pasos requeridos en el proceso de normalización, situación que no parece afectar de manera significativa a los mercados.

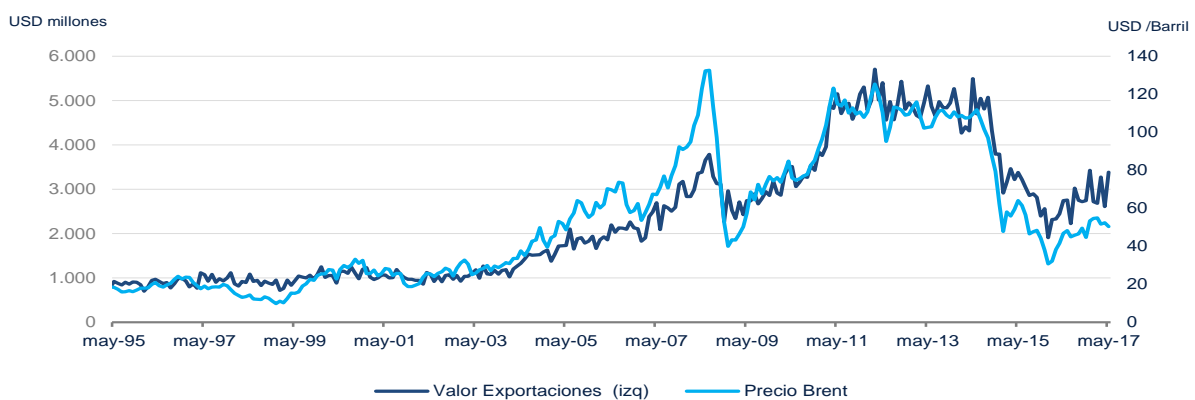
Nuestras nuevas previsiones mantienen el crecimiento a nivel global en el 3,3% para 2017 y el 3,4% para 2018. Sin embargo se presenta una revisión al alza en China y Europa, 0,2pp y 0,3pp respectivamente (Gráfico 2.2). Mientras que para EE.UU. realizamos una revisión a la baja hasta el 2,1% en 2017 y el 2,2% en 2018, por el bajo desempeño del primer trimestre y las dificultades en aprobar las medidas expansivas de campaña.

3. En Colombia seguiremos experimentando los efectos de un choque sin precedentes recientes

El choque de términos de intercambio experimentado por Colombia tiene pocas comparaciones históricas y hace de él un evento muy particular

Son muy pocos los choques en exportaciones que ha vivido la economía colombiana similares al actual en magnitud y significancia. Es necesario remontarse al siglo pasado para ver el más cercano, en el marco de la Gran Depresión, entre los años 1928 y 1932, con una contracción del 50% en el valor de las exportaciones. O ubicarse en épocas de guerra interna, como la de los *Mil Días*, para ver un efecto similar con una contracción del 45% en las exportaciones entre 1898 y 1902¹. Estos dos episodios, el primero habiendo dejado una marca indeleble para la humanidad y el segundo una herida profunda a nivel interno, son los únicos (desde que se cuentan con algún tipo de datos y registros) que se comparan con la evolución reciente entre 2012 y 2016 con una contracción en las exportaciones del 48% (Gráfico 3.1)

Gráfico 3.1 Precio petróleo y valor exportaciones Colombia



Fuente: Bloomberg, DANE

En esta oportunidad, la pronunciada caída de los precios del petróleo (Brent) de niveles promedio en 2013 de 108.76 dólares por barril a mínimos en febrero de 2016 de 33.52, ocasionó un significativo reacomodo de fuerzas en la economía colombiana, muchas de las cuales aún vivimos y siguen estando presentes en los resultados macroeconómicos a 2017 y posiblemente en lo que nos queda de la década. Un choque que en principio debería tener un impacto menor sobre la economía por el peso del sector petrolero en el PIB, que en su máximo alcanzó apenas el 5,5%, menor al de otras economías de la región como Chile y Perú. Pero es un sector que por sus aristas tiene gran relevancia para la operación de la economía colombiana, empezando por el sector externo representando el 55% de las exportaciones totales en su nivel máximo en 2013, o el 32% de la inversión extranjera directa en igual

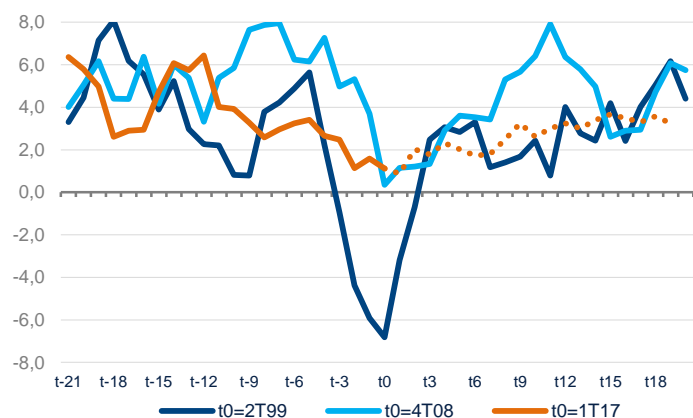
1: Tomado de la presentación "Logros Macro" del Ministro de Hacienda. Fuente original de Fedesarrollo.

año. Pero también fue fuente de importantes ingresos para el Estado, alcanzando los 23 billones de pesos, cerca del 20% de los ingresos del gobierno en 2013, sin incluir las regalías. Estos mismos datos hoy nos dejan con unas exportaciones petroleras que apenas alcanzan el 33% de las totales y una inversión extranjera directa del sector minero-energético que promedia 16% de la total en los últimos 2 años, mientras que en las finanzas públicas este sector no aportó en 2016.

Los últimos tres ciclos negativos de actividad económica: una historia de diferencias positivas y negativas

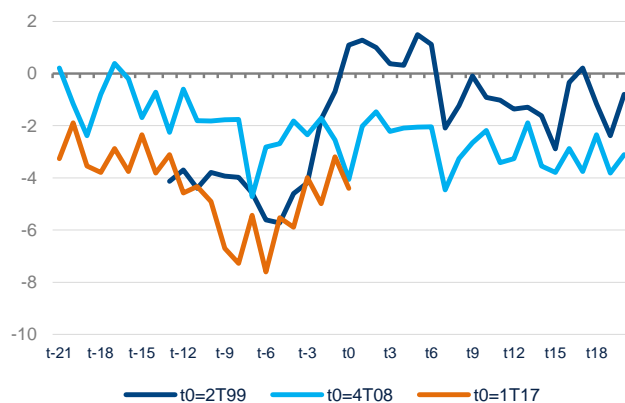
Registros de crecimiento económico inferior o cercano al 2,0% son muy escasos en la historia económica colombiana. El ciclo actual se puede contar entre estos episodios, con matices comparables con el ciclo de la crisis financiera internacional de 2009 que llevó a un crecimiento económico en igual año de 1,7%. O con similitudes en el ciclo de recuperación de la crisis de finales de siglo. Que si bien presentó una contracción económica que no esperamos se presente en esta oportunidad, su recuperación tomó varios años de bajo crecimiento, como se espera sea el comportamiento del ciclo actual (Gráfico 3.2). Una forma de caracterizar estas similitudes y diferencias es a través de la forma que esperamos tenga el ciclo. Consideramos que no hay fuentes exógenas o endógenas lo suficientemente robustas para lograr una recuperación rápida, por lo que el ciclo actual no tendrá la forma en **V** del periodo 2008-2010. Sin embargo, si consideramos que la recuperación compartirá muchos matices del ciclo de salida de la recesión de 1999, con un crecimiento bajo y con una pendiente positiva pero muy tenue producto en igual forma de una crisis de confianza. Así, visualmente, esperamos que el ciclo actual tenga una forma de **L** extendida.

Gráfico 3.2 Ciclos económicos Colombia* (%)



Fuente: DANE y BBVA Research
* incluye para el ciclo t0=1T17 nuestras proyecciones de crecimiento

Gráfico 3.3 Cuenta corriente Colombia (%)



Fuente: Banco de la República, cálculos BBVA Research

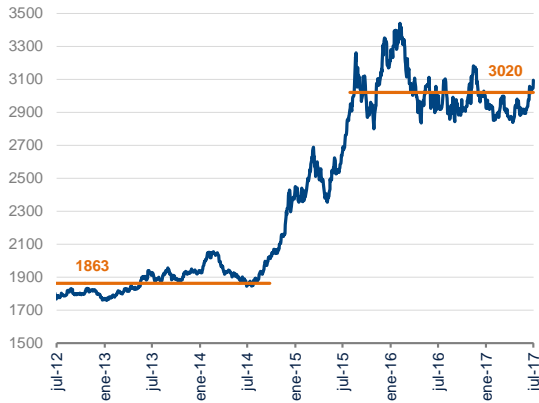
Hay diferencias positivas y negativas entre el ciclo actual y los dos precedentes que le imponen un matiz especial a la actualidad. Comenzando por las diferencias negativas, encontramos que en esta oportunidad, a diferencia de los dos ciclos previos, no contamos con un importante apoyo del impulso económico de nuestros socios comerciales. Cabe recordar que luego de la breve crisis de 2001 en EE.UU. su economía comenzó un fuerte ciclo de crecimiento, impulsado en el desarrollo de nuevas tecnologías y la apreciación de los precios de las viviendas. Ello permitió el

cierre del ciclo de estancamiento de Colombia hacia 2003. Para el año 2009 la situación fue más evidente, la rápida recuperación de la dinámica en China y por su vía del precio de materias primas, entre ellas el petróleo, llevó a que nuestra economía experimentara al igual una rápida recuperación, logrando en 2010 un crecimiento de 4,0%. En esta oportunidad, las economías desarrolladas enfrentan un largo periodo de crecimientos bajos producto de la crisis financiera y sus ramificaciones. Y las emergentes, sin un gran protagonismo de la China, enfrentan un panorama adverso. De hecho, se ha observado un ciclo de contracción en los socios regionales, los cuales apenas logran poner sus cifras ligeramente en positivo para 2017. Otra diferencia negativa, de la cual hablaremos con mayor detalle en el siguiente capítulo, fue la capacidad en 2009 de realizar política contra-cíclica, tanto por el Gobierno como por el Banco Central. Esta ventaja no se tuvo en 1999. La política fue, en el mejor de los casos, un freno para la economía, en la actualidad esta tendería a ser neutral, especialmente en el ciclo de recuperación. En 2009, el Banco Central se permitió reducir en pocos meses más de 700 puntos básicos (pb) las tasas de referencia. Al tiempo, el gobierno se permitió un avance del déficit fiscal por encima del 4% del PIB, manteniendo la dinámica del gasto público y aprovechando los buenos recursos por cuenta del sector petrolero.

Del lado de las diferencias positivas, en el ciclo actual, como en el de 2009, se contó con financiamiento externo (Gráfico 3.3) y una corrección muy rápida de las primas de riesgo hasta niveles normales. Contar con este financiamiento permitió en parte suavizar el ciclo de la demanda interna, especialmente en el consumo. Situación que no se presentó en 1999, donde los mercados cerraron puertas a economías emergentes y las llevaron a una situación límite de ajuste muy fuerte, con contracción de la inversión y el estancamiento del consumo por varios años.

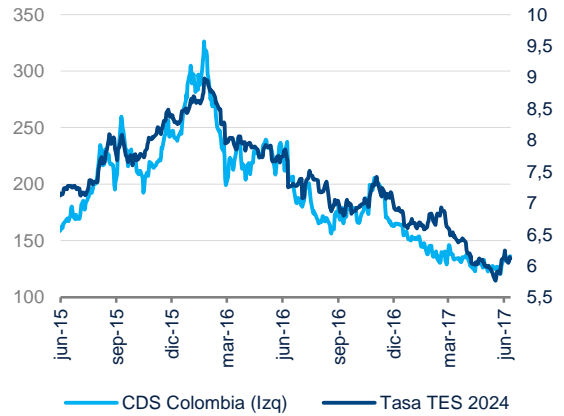
La flexibilidad de la tasa de cambio también fue clave para mitigar parte de los efectos negativos en ingresos locales de los sectores exportadores. Este factor también apoyó positivamente en el ciclo de 2009, permitiendo por su naturaleza una reversión relativamente rápida de la tasa de cambio. Ello no ocurrió en 1999. En ese momento se debió abandonar, en medio de la fuerte presión al Banco Central, la banda cambiaria por un régimen flexible que fue incipiente en los primeros años de la crisis de finales del siglo pasado (Gráfico 3.4). Finalmente, la responsabilidad de la política económica en los últimos años ha generado frutos en términos de su credibilidad y manejo prudencial, lo que ha permitido seguir contando con acceso a financiamiento en buenos términos y ha mantenido las expectativas ancladas. Se aumentó la capacidad de suavizar el ciclo y se logró un ajuste más gradual que en periodos previos como el de 1999.

Gráfico 3.4 Tasa de cambio Colombia (pesos por dólar)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 3.5 CDS 5 años y TES 2024 (%), Colombia



Fuente: Bloomberg

Los mercados de capitales y cambiario en medio de este contexto adverso siguen mostrando señales positivas y de resiliencia

Los mercados de capitales han seguido teniendo un comportamiento positivo en el trimestre, con una apreciación en la curva de deuda pública (Gráfico 3.5) y una participación creciente de inversionistas extranjeros en el mercado local. Estos últimos ya mantienen en su poder el 36% de la deuda pública interna en pesos y han llevado a que buena parte de la curva se ubicara por debajo de las tasas de política durante la mayor parte del último año y medio. El apetito se entiende por cuenta de la amplia liquidez global y el diferencial de tasas que aún favorece a Colombia frente alternativas similares o las opciones en economías desarrolladas. Además, la prima de riesgo se ha mantenido en niveles bajos y, junto con el tipo de cambio, con una volatilidad menor que la histórica, lo cual limitó los riesgos a los que se enfrentan los inversionistas extranjeros. A nivel local también favorecieron la desaceleración de la inflación y las reducciones de las tasas de política, que motivaron la valorización de los activos en renta fija.

Finalmente, el tipo de cambio ha sido la variable que ha asumido buena parte del ajuste en el choque actual, pasando de una tasa de cambio cercana a los 1800 pesos por dólar antes del choque a un nivel promedio en los últimos meses entre los 2850 y 3100 pesos por dólar. Este nivel ha estado fuertemente correlacionado con el comportamiento del precio del crudo, que en lo corrido del último trimestre presentó un escenario bajista que propició una devaluación del tipo de cambio frente a comienzos del trimestre. A este comportamiento se une la decisión de la Reserva Federal de incrementar tasas de interés en el mes de junio y anunciar el inicio a partir de octubre de su programa de reversión del relajamiento monetario, lo cual podría traer consigo un escenario de menor liquidez, con posibilidades de un nuevo *flight to quality* hacia los EE.UU. en los próximos años.

4. Crecimiento inercial: hacia un ciclo lento de recuperación

La desaceleración de la economía ha continuado a lo largo de 2017, logrando un crecimiento anual de 1,1% en el primer trimestre y con señales de un desempeño similar para el segundo trimestre

El choque de términos de intercambio produjo un fuerte ajuste al ingreso nacional, primero en las manos del sector petrolero y el gobierno. Lentamente, en la medida que la economía se acomodaba a la nueva dinámica, el efecto ingreso fue propagándose entre los agentes privados afectando primero a las empresas vía la inversión y posteriormente al consumidor. En esta vía el crecimiento se desaceleró significativamente alcanzando en 2016 una cifra de 2,0% y para el primer trimestre de 2017 un registro de 1,1%. En la actualidad la economía se encuentra en la etapa de transición hacia la recuperación pero no se identifican grandes motores de crecimiento que permitan augurar un ajuste acelerado en la actividad económica. Por el contrario, consideramos que el ciclo de recuperación será lento, con lo que se configura un ciclo en forma de **L**, con una recuperación inercial a la medida que el crecimiento poblacional y natural del gasto impulsen la actividad.

Tabla 4.1 PIB demanda y PIB oferta (%)

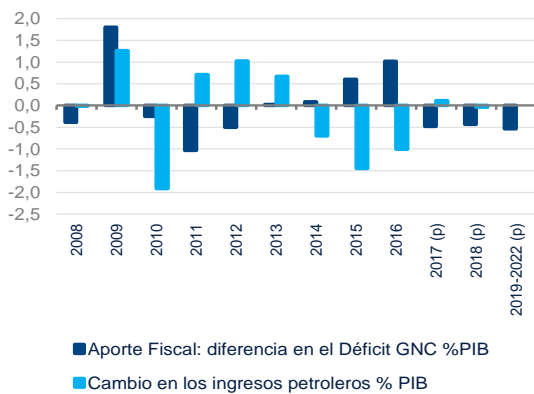
	2015	2016	I 2016	II 2016	III 2016	IV 2016	I 2017
PIB	3,1	2,0	2,7	2,5	1,1	1,6	1,1
Demanda							
Consumo Privado	3,2	2,1	2,8	2,1	1,1	2,3	1,1
Consumo Público	5,0	1,8	3,9	3,1	0,2	0,2	2,1
Inversión Fija	1,8	-3,6	-4,0	-4,0	-3,6	-2,9	-0,7
Exportaciones	1,2	-0,9	0,7	2,1	-3,0	-3,3	-3,6
Importaciones	1,4	-6,2	-5,8	-3,5	-10,9	-4,3	-0,4
Oferta							
Agricultura	2,5	0,5	0,0	0,4	-0,5	2,0	7,7
Minería	0,2	-6,5	-4,6	-6,8	-6,5	-8,3	-9,4
Industria	1,7	3,0	4,3	5,3	1,3	1,0	0,3
Electricidad, gas y agua	3,0	0,1	2,9	-0,7	-1,4	-0,6	-0,6
Construcción	3,7	4,1	5,5	0,7	6,8	3,4	-1,4
Comercio, restaurantes, hoteles	4,6	1,8	2,8	1,9	0,7	1,8	-0,5
Transporte y telecomunicaciones	2,6	-0,1	0,9	0,2	-1,4	-0,3	-0,3
SS financieros y empresariales	5,1	5,0	4,9	5,4	4,4	5,1	4,4
SS sociales y comunales	3,1	2,2	3,5	3,2	1,3	0,9	2,2
Impuestos	0,7	2,2	1,3	4,1	0,4	2,9	2,7

Fuente: DANE

Limitaciones desde la política fiscal y monetaria para darle estímulos robustos a la economía

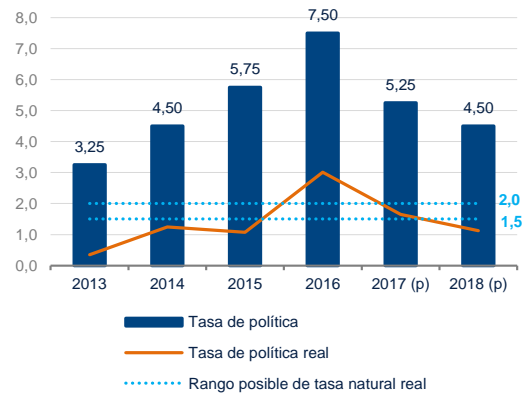
La política fiscal ha sido históricamente una de las fuentes más relevantes de crecimiento en el corto plazo para economías que han sufrido fuertes desaceleraciones y ven amenazado su crecimiento. En esta oportunidad, la política fiscal se encuentra atada de manos. El gobierno pasó de contar con 3,3% del PIB en ingresos asociados al sector petrolero en 2013 a 0,1% en 2016 por cuenta de la caída de los precios del crudo (excluyendo regalías). En igual periodo, el déficit fiscal aumentó de 2,3% a 4,0% por cuenta de la regla fiscal, sin embargo este no alcanzó a compensar el efecto negativo de pérdida de ingresos. Para poder cumplir con sus compromisos y mantener un ambiente positivo entre inversionistas el gobierno debió adicionalmente realizar una reducción en gasto y tramitó una reforma tributaria en 2014. Por lo que la huella del gobierno en el crecimiento en este ciclo es negativa (Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1 Aporte fiscal e ingresos petroleros (%)



Fuente: Minhacienda, cálculos BBVA Research
 Nota: los pronósticos del déficit fiscal son de Minhacienda; los de los ingresos petroleros son de BBVA Research

Gráfico 4.2 Tasa de política monetaria (% fin de periodo)



Fuente: Banco de la República, cálculos BBVA Research

Sin embargo, en 2016 el Gobierno tramitó una nueva reforma tributaria que le permitió mantener su gasto como porcentaje del PIB para 2017 y cumplir con la regla fiscal. Para 2018 el cumplimiento de la regla fiscal requiere reducir el gasto del Gobierno Central en términos de PIB. Por otra parte, la comisión de la regla fiscal anunció un cambio en la metodología para el cálculo de la brecha del producto que permitió pasar de una meta de déficit no paramétrica, impuesta por el Comité de Regla Fiscal, a una limitada por la nueva metodología. En ésta, el Gobierno se le permitió asumir un mayor déficit para 2017 de 3,6% (3,3% previo) y para 2018 de 3,1% (2,7% previo), en buena medida por la corrección que ha presentado el déficit en la cuenta corriente.

Así las cosas, los ingresos de la reforma tributaria, en conjunto con el mayor espacio de déficit, permiten que el gasto en el Gobierno Central sea menos restrictivo que lo anticipado previamente aunque aún implique una reducción del mismo respecto al PIB, pese al ajuste del déficit fiscal desde 4,0% en 2016 a 3,6% del PIB en 2017. Al contrario, el comportamiento del gasto de los gobiernos regionales en 2017, que se encuentran en su segundo año de gobierno, se acelerará respecto a 2016 y significará un impulso al crecimiento. Aun así, por el momento las cifras de ejecución en inversión siguen siendo bajas mientras que el gasto sí ha repuntado. Esperamos para 2017 un crecimiento real

anual del consumo público de 2,6%, cifra mayor al crecimiento del PIB. Para 2018 esperamos un crecimiento real anual de 1,5%, apoyado en la dinámica regional, lo que los ubicaría por debajo de sus promédios históricos.

En esta oportunidad el Banco de la República ha realizado reducciones en su tasa de política pero han sido menores al ajuste en inflación. Mientras la tasa se ha reducido en 200 puntos básicos, la inflación ha corregido en casi 500 puntos básicos, incluso utilizando medidas de expectativas de inflación, la tasa real permanece por encima de la natural (Gráfico 4.2). La limitación de la política monetaria para apoyar la reactivación de la economía de manera más decidida recae en los temores de nuevos brotes inflacionarios por cuenta de la inercia o persistencia inflacionaria. Pero, también, en razón a que a la economía le podría aún faltar parte de su ajuste estructural hacia un equilibrio sostenible en el tiempo. Un ajuste que podría verse a través de la cuenta corriente con un déficit cercano al 2,0%-2,5% de equilibrio (según lo ha mencionado el Fondo Monetario Internacional en su más reciente revisión de la economía colombiana) frente a uno actual de 4,4% para 2016 y habiendo estado en 6,4% en 2015. Aun así, el Banco ha liberado parte de su presión sobre la demanda rebajando la tasa de interés de manera prácticamente continua desde diciembre de 2016. Este efecto ya comienza a verse en todas las tasas de mercado y en especial en las tasas para el sector corporativo. Sin embargo, el crecimiento del crédito corporativo sigue siendo bajo y posiblemente lo que han terminado realizando las empresas es una sustitución a pasivos más económicos antes que una ampliación de endeudamiento para impulsar la inversión o la producción.

Recuadro 4.1: PIB potencial y el ciclo

Una de las discusiones más complejas actualmente en la economía colombiana gira en torno a dónde se ubica el producto potencial. Usualmente, ante choques de oferta como el de “El Niño”, se daba por sentado que su impacto era de carácter transitorio y que no había afectación al producto potencial. Pero, en esta oportunidad, se presentó un choque de oferta de carácter permanente: la caída de los precios del petróleo. Además, sucedió en una economía que llevaba casi una década motivando la inversión en el sector petrolero y creando un ambiente de apalancamiento del crecimiento a través del sector de hidrocarburos.

La fuerte contracción de la inversión podría haber llevado a que el crecimiento potencial para 2017 se ubique por debajo del 3,0% y que para el lustro se ubique en 3,3%, muy por debajo de lo previsto antes del choque del petróleo para nuestra economía (de alrededor de 4,4%). Este ajuste, cercano a 1,5 puntos porcentuales menos en el crecimiento potencial (para 2017), hace que el espacio de reacción de la política monetaria sea menor, pues la diferencia entre el producto observado y el potencial, dado que ambos se desaceleraron, no sería tan alta como lo sugiere simplemente el comportamiento en el ciclo del PIB. Ahora bien, para aumentar la incertidumbre asociada a esta variable, se puede también poner en duda el impacto potencial de la inversión ya realizada en el sector de hidrocarburos, lo que podría bajar aún más el crecimiento potencial de la economía, al menos en la transición hacia la nueva senda de crecimiento.

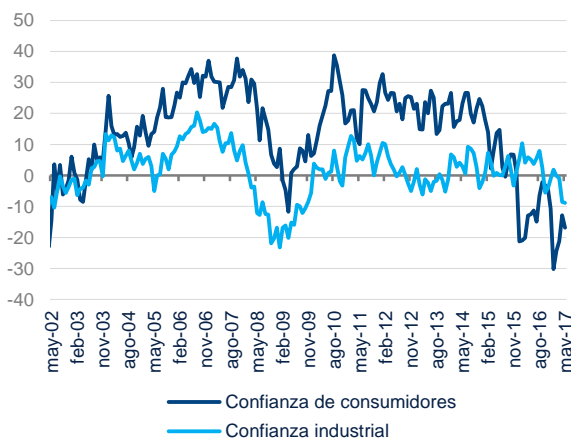
El escenario adverso de los consumidores se evidencia en su confianza

Las restricciones sobre la política no sólo tienen efectos sobre quienes las formulan sino también sobre los diferentes agentes en la economía que las viven. El incremento de las tasas de interés para contener las expectativas de inflación al alza por parte del Banco Central también tuvo un impacto significativo sobre los consumidores y empresarios. Los costos de sus deudas se incrementaron y su poder adquisitivo se drenó por cuenta de los elevados precios de alimentos.

Por otra parte, la necesidad del gobierno de balancear sus ingresos a través de una reforma tributaria también afectó la confianza de los hogares. La reforma elevó el IVA general de 16% a 19% y redujo algunas de las deducciones vigentes para el impuesto de renta de personas. Esta iniciativa del Gobierno, en conjunto con una serie de impactos negativos que enfrentaron los hogares en los últimos 2 años, creó una importante disminución en la confianza del consumidor (Gráfico 4.3). Como consecuencia, se aumentó el ahorro precautelativo y se desaceleró el gasto privado. Así el consumo de los hogares pasó de crecer anualmente 2,8% en el primer semestre de 2016 a 1,1% en el primer trimestre de 2017 (Tabla 4.1).

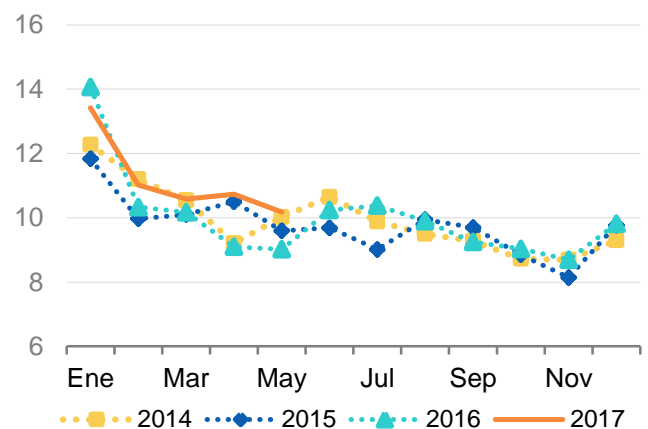
La confianza y la capacidad de gasto de los hogares también resultó limitada por un deterioro en el mercado laboral, si bien muy concentrado en las zonas urbanas, especialmente Bogotá donde se completan 7 meses consecutivos con destrucciones de empleos. La tasa de desempleo urbana alcanzó registros de 10,2% a mayo de 2017, lo cual significó un aumento de 1,2 puntos porcentuales respecto a 2016 y 2015 (Gráfico 4.4). Por lo tanto, el mercado laboral tendrá una injerencia negativa en el desempeño futuro del consumo. Contrarrestará parcialmente los efectos positivos de la reducción de tasas de interés y de la menor inflación que se han comenzado a observar en 2017.

Gráfico 4.3 Confianza consumidores e industrial



Fuente: Fedesarrollo

Gráfico 4.4 Tasa de desempleo 13 ciudades (%)

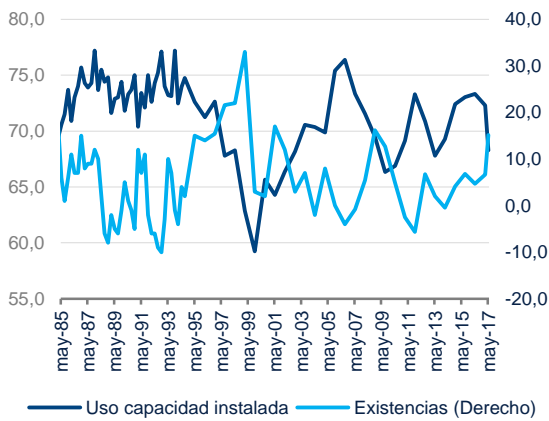


Fuente: DANE

La confianza de las empresas también ha mostrado fuertes deterioros asociados a la debilidad del ciclo y la ausencia de demanda (Gráfico 4.3). Esto ha llevado a que posterguen planes de expansión de su capacidad de producción, reduciendo la dinámica de la inversión. En los registros más recientes, se observa una caída en la utilización de la

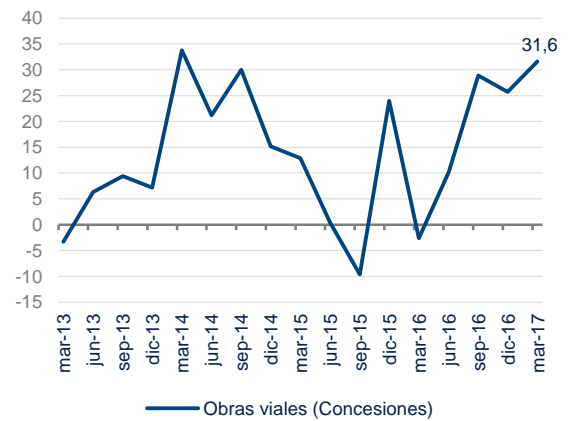
capacidad instalada y un incremento en las existencias o inventarios (Gráfico 4.5), factores que demuestran la debilidad de demanda actual y permiten aprovechar las circunstancias actuales de reducción en tasas de interés para mejorar su costo de deuda antes que expandir su capacidad de producción. Los registros de inversión al primer trimestre muestran aún un bajo desempeño con una contracción anual de 0,7%, mejorando frente al registro de 2016 de -3,6%, pero haciéndolo más lentamente de lo anticipado.

Gráfico 4.5 Utilización capacidad (%) y existencias



Fuente: ANDI

Gráfico 4.6 Otras obras civiles–concesiones- (%)



Fuente: DANE, cálculos BBVA Research

Fuentes de recuperación: del corto al mediano plazo

Uno de los principales motores, que por el momento ha prendido tan solo una de sus cuatro turbinas, es el programa de Infraestructura 4G. Con cifras a marzo, se cuenta con 6 proyectos con avances por encima del 10% y algunos que ajustan ya cerca del 30% de progresión. Este grupo de proyectos fue el responsable del impulso observado en la inversión pública en el primer trimestre de 2017, con un crecimiento real de 31,6%. El avance de los proyectos mencionados, en conjunto con otros 2 que ya cuentan con cierres financieros sustenta parte de la expansión del PIB entre 2017 y 2018. Sin embargo, aún quedan otras 3 turbinas por poner a impulsar la economía: las olas 2 y 3 de las obras 4G y los proyectos de iniciativa privada. De este grupo no se han logrado nuevos cierres financieros a la fecha y consideramos que podrían tener algún retraso. Sin embargo, consideramos que el programa propuesto por el gobierno de 48,8 billones de pesos no se logrará completar en el tiempo propuesto y se extenderá en el tiempo. Hemos decidido incluir en nuestras estimaciones una dilación en su ejecución entre 2016 y 2022, siendo el 2019 el año pico en gasto y aporte del programa al PIB.

Por otra parte, el Gobierno anunció la reactivación del programa Frech de subsidio a la tasa de interés para la compra de vivienda: 2,5 puntos porcentuales sobre créditos hipotecarios para inmuebles hasta un valor de 320 millones de pesos (antes hasta 250 millones). Este programa, en conjunto con la iniciativa de la mayoría de bancos comerciales de reducir las tasas de interés de créditos hipotecarios, debería impulsar al sector constructor. Habrá una primera etapa de reducción de inventarios actuales y, luego, se abrirá la puerta al desarrollo de nuevos proyectos entre 2018

y 2019. Si bien los efectos de este programa se observan en el mediano plazo, las versiones previas han tenido un impacto considerable en el crecimiento sectorial y en el mercado laboral.

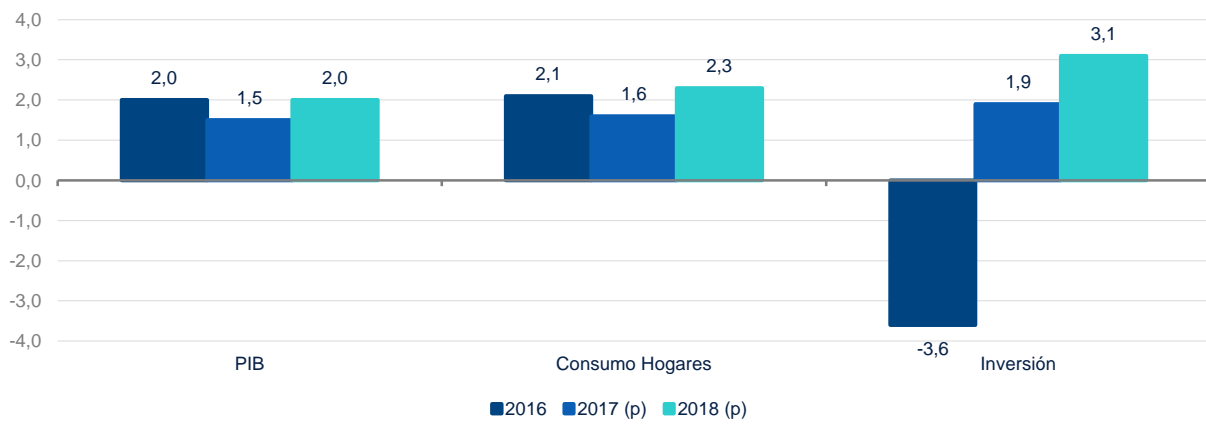
Con la recuperación reciente de los precios del petróleo a niveles entre los 45 y 55 dólares por barril Brent, el sector en Colombia ha tomado un nuevo aire hacia ampliar la inversión tanto en extracción como en exploración. Ello ha implicado anuncios por parte de varias empresas de un incremento en sus gastos de inversión que se comenzarían a ejecutar en 2017. Sin embargo a la fecha no se han observado grandes movimientos en bienes de capital importados ni inversiones en infraestructura del sector. Deberían darse en la segunda parte del año, posiblemente después que el gobierno reglamente las condiciones especiales otorgadas al sector en temas tributarios, adicionales al descuento del IVA a los bienes de capital que incluye la reforma tributaria. Entre estas medidas especiales se destacan los descuentos de IVA por gastos en exploración en *off-shore*; un porcentaje aún por definir de los gastos en los que incurren las empresas en exploraciones exitosas y poder descontar la depreciación de activos intangibles requeridos en el proceso de exploración en procesos exitosos. Como se puede ver, los incentivos tributarios están alineados hacia el éxito en la exploración y la inversión en este rubro.

Finalmente, uno de los sectores que esperamos muestre un mejor desempeño, especialmente en 2018, es el exportador, que se favorecería de la consolidación del tipo de cambio en un rango más estable y en niveles significativamente más competitivos, así como de las ganancias en términos de competitividad relativa derivada de la depreciación de la tasa de cambio real frente a socios comerciales. Esperamos para 2017 un crecimiento de las exportaciones de 0,4%, aún bajo debido a factores de oferta puntuales en el sector petrolero y en algunos bienes agrícolas, mientras que para 2018 esperamos un crecimiento de 3,1%. Para el sector importador, la recuperación paulatina y lenta de la demanda interna, especialmente de la inversión llevará a su vez a un mejor comportamiento de las importaciones, sin embargo estas crecerán a tasas considerablemente menores a las registradas en lo corrido del siglo. Para 2017 esperamos un crecimiento de 0,3% mientras que para 2018 alcanzarían una variación de 3,6%. Este comportamiento de la demanda externa implica una mejora más lenta de la cuenta corriente, con un déficit estimado para 2017 de 3,9% y para 2018 de 3,5%.

A la espera de un ciclo lento de recuperación

Para 2017 esperamos que el crecimiento del PIB se ubique en 1,5% y en 2018 en 2,0% (Gráfico 4.7). El bajo crecimiento esperado tiene en cuenta los retrasos en la reactivación de la inversión y el gasto de los hogares, así como una prolongación del ciclo adverso en la confianza de los consumidores y empresarios. De esta forma, esperamos que la inversión presente mejoras paulatinas pasando de una contracción en 2016 de 3,6% a una expansión de 1,9% en 2017 y de 3,1% en 2018. En este rubro se destaca el comportamiento de la inversión pública con un desempeño uniforme positivo gracias a los proyectos de 4G, una recuperación en 2018 de la inversión residencial y un ajuste lento a terreno positivo de la inversión en equipo. Para el lado del consumo de los hogares se espera un crecimiento de 1,6% para 2017 y una recuperación ligeramente por encima del crecimiento del PIB a 2,3% en 2018. El balance arroja que el piso de la desaceleración del consumo se ubicará en 2017, pero la recuperación será paulatina.

Gráfico 4.7 Proyecciones de crecimiento PIB, consumo privado e inversión (%)



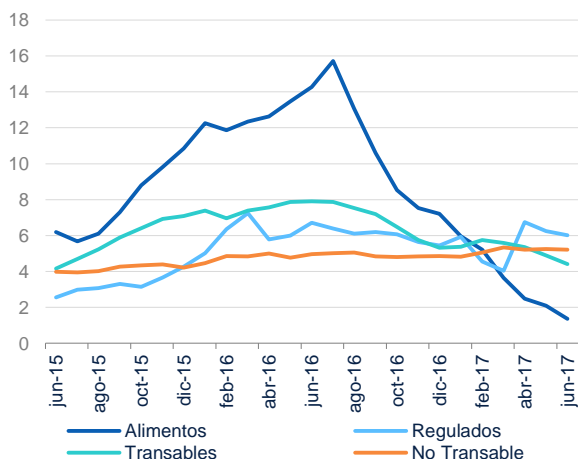
Fuente: DANE, BBVA Research

5. Inflación cede, superando los choques de oferta

Se diluyen los choques de oferta y la inflación total se desacelera; la inflación básica se mantiene ligeramente elevada

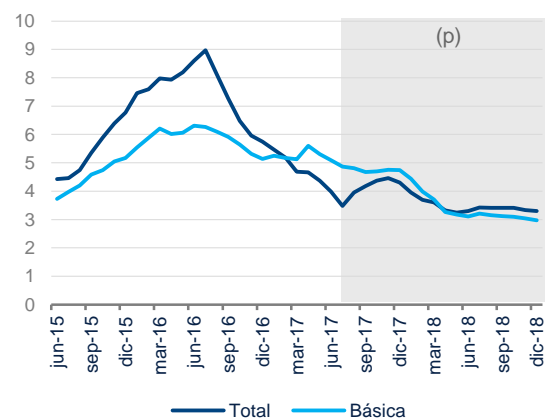
Los dos principales choques que elevaron la inflación en 2015 y 2016: el fenómeno de “El Niño” y la depreciación del tipo de cambio, este último producto del choque de términos de intercambio, continúan diluyéndose. El buen régimen de lluvias que ha tenido el país en 2017 ha permitido que la inflación de alimentos se haya corregido desde una tasa de 14,2% a una de 1,4% en el último año (Gráfico 5.1). El tipo de cambio en 2017, por su parte, se ha ubicado por debajo del promedio de 2016, reduciendo el costo de los productos importados y permitiendo así que la inflación de los productos transables también se haya desacelerado desde 7,9% a 4,4% en los últimos 12 meses. Es importante resaltar que esta desaceleración ha sido algo lenta debido al incremento del IVA de principios de año, tributo que recae principalmente en los productos transables.

Gráfico 5.1 Inflación por tipo de producto (%)



Fuente: DANE

Gráfico 5.2 Inflación total y básica (%)



Fuente: DANE, BBVA Research

Aunque la inflación total ha descendido cerca de 500pb desde su máximo del año pasado, existen algunos lunares que preocupan al Emisor sobre el comportamiento de algunos precios. El más importante está relacionado con la dinámica de la inflación del grupo no transable, la cual en un contexto de enfriamiento de la demanda debería desacelerarse. Sin embargo, la inflación de este grupo se ha acelerado a lo largo del año como consecuencia del alza en el precio que registran algunos servicios relacionados con la salud, la educación y en menor medida con los arriendos. Este comportamiento ha evitado un descenso más rápido de la inflación básica (Gráfico 5.2) y de acuerdo al Banco de la República puede representar un riesgo para la convergencia de la inflación a su meta de largo plazo. Sin embargo, en este frente se pueden esconder dos presiones muy diferentes. Por una parte, la economía colombiana aún enfrenta importantes sesgos de persistencia en la inflación, algunos incluso por construcción regulatoria como el ajuste permitido de los arriendos atado a la inflación causada, sólo para nombrar algunos. Pero

por otra, puede ser evidencia que la desaceleración de la actividad también afectó el crecimiento potencial y en esa línea los excesos de demanda esperados pueden ser menores a pesar del bajo (Recuadro 4.1). La respuesta de política en ambos casos sería diferente, mientras que la persistencia debería ser transitoria, eventualmente la desaceleración de la inflación ayudaría a la convergencia pero lo haría en un plazo más extendido. Para el segundo caso, la respuesta de política no podría ser laxa porque se corre el riesgo de inducir inflación por lo que el Banco Central se vería a actuar de manera cauta, buscando evidencias que la demanda en efecto se ha debilitado.

La inflación apoyada en la estabilidad del tipo de cambio convergería al rango meta en 2018 dando espacio para bajar tasas hasta el 4,5%

Esperamos que la tendencia a la baja en inflación continúe en 2017 y 2018 y se ubique al finalizar estos dos años en 4,3% y 3,2% respectivamente. En 2017, la inflación total seguirá retrocediendo a un ritmo más rápido que el de la básica, al menos hasta el registro de julio y en 2018 la inflación básica acelerará su descenso (Gráfico 5.2). Detrás de esta tendencia el tipo de cambio jugará un papel clave; en promedio, la divisa en 2017 y 2018 permanecerá relativamente estable en valores cercanos a 2980 pesos por dólar, asegurando que la variación del costo de los productos importados continúe disminuyendo. Esta tendencia se verá reforzada además por la debilidad de la demanda que esperamos para estos dos años.

Las sorpresas a la baja de la actividad del primer trimestre (el Banco de la República esperaba un crecimiento de 1,3%), una actividad económica que al igual que en 2016 seguirá creciendo en 2017 y 2018 por debajo de su potencial, y la tendencia a la baja que muestra la inflación, parecerían inclinar la balanza hacia una política monetaria más agresiva. Sin embargo, el lento descenso de la inflación básica y el comportamiento que muestra la inflación de la cesta no transable son contrapesos suficientes para que el emisor actúe cautelosamente. Su estrategia se centrará en seguir reduciendo su tasa, conforme retrocede la inflación, pero sin pasar la línea de la tasa neutral que en Colombia estimamos se ubica entre 1,5% y 2,0% real. En este contexto, el emisor bajaría su tasa hasta 5,25% en 2017 y hasta 4,50% en 2018. La pausa en las reducciones se justifica en el lento descenso de la inflación básica en 2017 que solo hasta los primeros meses de 2018 mostrará una corrección importante.

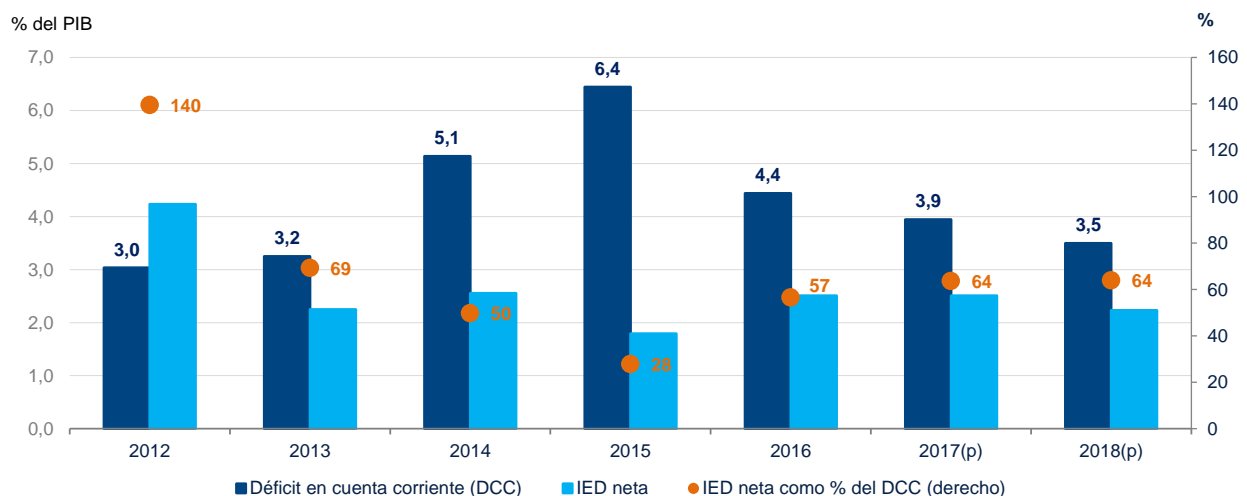
6. Balance estructural en el mediano plazo debe continuar la senda de mejoras

La tarea de ajustar el balance externo debe seguir, sin embargo es probable que lo haga a una velocidad menor

Parte del bajo crecimiento esperado para 2017 y 2018 se explica por una perspectiva moderada del comercio exterior. La devaluación real del tipo de cambio elevó el optimismo sobre la dinámica que iban a tener las ventas de los productos diferentes de las materias primas (y de la industria). Sin embargo, el valor exportado de los productos no tradicionales en 2016 (USD 13.600 millones) se ubicó por debajo del de 2014 (USD 15.400 millones), año donde empezó la depreciación del tipo de cambio. Y en 2017, sólo en el mes de mayo mostraron un incremento significativo. El bajo crecimiento de algunos socios comerciales de la región explican parte de este pobre desempeño, aunque tampoco se debe ocultar los problemas de competitividad que aún padece la industria nacional.

Adicionalmente, la producción de petróleo esperada es inferior a la registrada en los años anteriores. Seguirá reduciéndose hasta llegar a los 790 mil barriles día en 2020, contrarrestando parte de las ganancias que traerá el mayor precio del barril que esperamos para ese entonces. En este contexto, esperamos que las exportaciones repunten, aunque ahora más despacio, con la aceleración del PIB de nuestros socios de la región y con los mayores precios del petróleo. Estos ajustes harán un poco más lento el ajuste externo de la economía Colombiana. El déficit en cuenta corriente se ubicará así en 3,9% del PIB en 2017 y en 3,5% del PIB en 2018 y su financiamiento seguirá garantizado en un porcentaje alto por la inversión extranjera directa (Gráfico 6.1).

Gráfico 6.1 Déficit en cuenta corriente e inversión extranjera directa neta (%)



Fuente: Banco de la República, BBVA Research

Un mayor efecto negativo sobre el mercado laboral y por espiral pesimista desde los consumidores son los principales riesgos sobre la economía en los próximos trimestres

Los principales riesgos de la economía siguen siendo de índole interna. Un deterioro del mercado laboral más fuerte del que anticipamos podría mantener la confianza del consumidor por más tiempo en el terreno del pesimismo, afectando el crecimiento del consumo de la economía. Igualmente, un deterioro persistente de la confianza industrial podría retrasar aún más las decisiones de inversión. Adicionalmente, si bien hemos sido bastante conservadores con la ejecución que se espera del programa de infraestructura 4G, podría haber retrasos adicionales que vuelvan un poco más lento su avance.

En el frente internacional, uno de los principales riesgos, aún distante, pero que se debe comenzar a evaluar es la alta participación de inversionistas extranjeros sobre la deuda pública local. Su decisión de inversión en un país como Colombia puede responder a un sin número de explicaciones, pero entre las más destacadas se encuentra el atractivo valor relativo que la deuda local les representa frente a sus alternativas en otras economías emergentes o en algunas desarrolladas. Dicho valor relativo para tenedores de largo plazo se mantiene a través del mejor interés de compra que lo que podrían recibir en otras alternativas. Pero algún número de estos inversionistas responden al valor relativo en la medida que exista potencial de valorización de la inversión en el mercado local, es decir en la medida que haya fuerzas que aprecien la deuda. En la circunstancia actual, la reducción de la inflación y de las tasas del Emisor han proporcionado dicha valorización de la deuda pero no nos encontramos lejos los límites a esas valorizaciones y en dicho escenario a una potencial venta de un grupo de inversionistas extranjeros. Este tema se hace relevante dado entre otras cosas el anuncio reciente de la Reserva Federal de iniciar a partir de octubre el desmonte gradual de su balance, lo que implica una fuerza compradora menos en los mercados de capitales que terminaría ocasionando en el mediano plazo una menor percepción de liquidez global y una depreciación de la deuda, motivando las salidas de los inversionistas del segundo tipo de economías como la colombiana. Ello podría provocar algún riesgo cambiario transitorio y una depreciación de la deuda local en conjunto con un encarecimiento del fondeo del Gobierno.

7. Tablas con pronósticos

Tabla 7.1 Previsiones Macroeconómicas

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a)	4,9	4,4	3,1	2,0	1,5	2,0
Consumo Privado (% a/a)	3,4	4,3	3,2	2,1	1,6	2,3
Consumo Público (% a/a)	9,2	4,7	5,0	1,8	2,6	1,5
Inversión (% a/a)	6,8	9,8	1,8	-3,6	1,9	3,1
Inflación (% a/a, fdp)	1,9	3,7	6,8	5,7	4,3	3,2
Inflación (% a/a, promedio)	2,0	2,9	5,0	7,5	4,4	3,4
Tasa de cambio (fdp)	1.927	2.392	3.149	3.001	3.047	2.950
Devaluación (% fdp)	9,0	24,1	31,6	-4,7	1,5	-1,4
Tasa de cambio (promedio)	1.869	2.001	2.742	3.055	2.977	2.985
Devaluación (% fdp)	3,9	7,1	37,0	11,4	-2,5	0,3
Tasa BanRep (% fdp)	3,25	4,50	5,75	7,50	5,25	4,50
Tasa DTF (% fdp)	4,1	4,3	5,2	6,9	5,3	4,8
Balance Fiscal GNC (% PIB)	-2,3	-2,4	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,2	-5,2	-6,5	-4,4	-3,9	-3,5
Tasa de desempleo urbano	9,7	9,3	9,8	9,8	10,6	11,2

Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

Tabla 7.2 Previsiones Macroeconómicas Trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa BanRep (% fdp)
T1 14	6,4	2,5	1.965	3,25
T2 14	4,0	2,8	1.881	4,00
T3 14	3,9	2,8	2.028	4,50
T4 14	3,3	3,7	2.392	4,50
T1 15	2,6	4,6	2.576	4,50
T2 15	3,0	4,4	2.585	4,50
T3 15	3,2	5,4	3.122	4,75
T4 15	3,4	6,8	3.149	5,75
T1 16	2,7	8,0	3.022	6,50
T2 16	2,5	8,6	2.916	7,50
T3 16	1,1	7,3	2.880	7,75
T4 16	1,6	5,7	3.001	7,50
T1 17	1,1	4,7	2.880	7,00
T2 17	0,9	4,0	3.038	5,75
T3 17	2,0	4,2	3.050	5,25
T4 17	1,8	4,3	3.047	5,25
T1 18	2,3	3,5	3.013	4,75
T2 18	2,0	3,2	2.991	4,50
T3 18	1,7	3,3	2.952	4,50
T4 18	1,8	3,2	2.950	4,50

Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Colombia

Economista Jefe de Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Fabián García
fabianmauricio.garcia@bbva.com

Mauricio Hernández
mauricio.hernandez@bbva.com

María Llanes
maria.llanes@bbva.com

Alejandro Reyes
alejandro.reyes.gonzalez@bbva.com

Natalia Roa
angienatalia.roa@bbva.com
Estudiante en práctica profesional

Diego Suarez
Diegofelipe.suarez@bbva.com
Estudiante en práctica profesional

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Oriente Medio, Asia y

Geopolítica
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research Colombia Carrera 9 No 72-21 piso 10. Bogotá, (Colombia). Tel.: 3471600 ext 11448 -
bbvaresearch@bbva.com y www.bbvaresearch.com