

**BBVA** | Research

# Situación Colombia

4<sup>to</sup> TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE COLOMBIA

## Índice

<b>1. Editorial</b>	<b>3</b>
<b>2. Crecimiento global robusto, estable y más generalizado</b>	<b>4</b>
<b>3. La economía en 2017: buscando el punto de quiebre</b>	<b>6</b>
<b>4. ¿Quién va a prender los motores en 2018?</b>	<b>12</b>
<b>5. Principales riesgos para 2018</b>	<b>19</b>
<b>6. Tablas con Pronósticos</b>	<b>20</b>

Fecha de cierre: **11 de octubre de 2017**

# 1. Editorial

La economía mundial muestra un crecimiento robusto, impulsada por resultados mejores a los esperados en China y Europa y con registros positivos en EE.UU. A nivel de América Latina, la recuperación esperada se ha consolidado, pero lo hace a un ritmo más lento que el de la economía global. Para 2017 hemos elevado nuestra previsión de crecimiento mundial a 3,4% y mantenemos el mismo registro para 2018. Este comportamiento ha dado vía libre para que los principales Bancos Centrales de economías desarrolladas inicien sus estrategias de salida luego de varios años de amplios estímulos, a pesar de ello, los mercados han recibido con tranquilidad este ajuste en la política y se mantienen en terreno positivo y con una baja percepción del riesgo.

El buen impulso externo aún no se ha observado en la mayoría de cifras macro para la economía colombiana, en parte porque la desaceleración más reciente se ha fundamentado mayoritariamente en factores internos como la confianza de consumidores y empresarios, que en un impulso externo vía exportaciones o entradas de capitales. Sin embargo, ya se observan algunas señales positivas de cambio de tendencia y parece que la economía colombiana habría tocado fondo en el ciclo en el segundo trimestre del año en curso. Parte de la respuesta positiva de la economía se ha cimentado en la moderación de factores que limitaban el gasto privado como la elevada inflación, las altas tasas de interés y la reforma tributaria, abriendo algo de espacio a la recuperación de variables como la inversión. A este factor se suma el buen desempeño del consumo público.

Para 2018 el crecimiento seguirá siendo modesto, 2,0%. Aun cuando la mayoría de sectores económicos mostrarán alguna aceleración. Este comportamiento sectorial generalizado tendrá su reflejo en una recuperación del gasto de los hogares y un avance adicional de la inversión y exportaciones, sin embargo en 2018 el Gobierno podrá aportar menos a la expansión del PIB.

En este contexto, la inflación convergerá en 2018 a la meta puntual del Emisor y para el cierre de 2017 alcanzará un registro cercano al techo del rango meta. Estos factores permitirán que el Banco Central reinicie su ciclo bajista de tasas en 2018 con reducciones de al menos 75pb. Finalmente, el tipo de cambio se mantendrá alrededor de los 3000 pesos por dólar en promedio, pero podrá tener sobresaltos y volatilidad a comienzos de 2018 por cuenta de las decisiones de la FED, el precio del petróleo y del periodo electoral colombiano, después del cual se volverá a observar una calma en la cotización de la divisa y recobrará su tendencia a la apreciación acompañada de la valorización del petróleo.

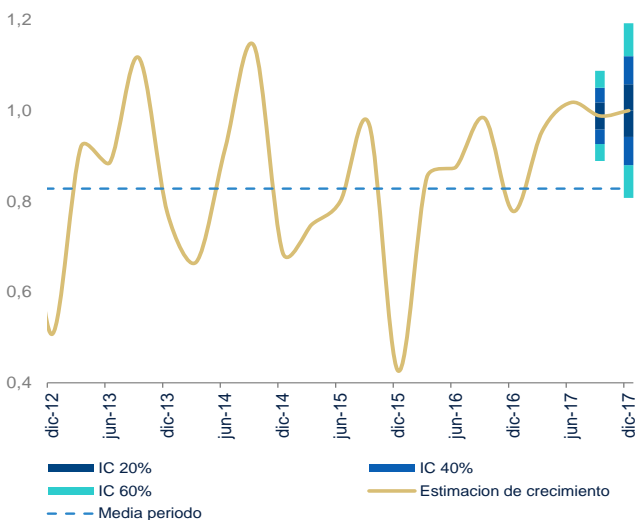
El principal riesgo sobre la economía estará asociado al proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU., podría ocasionar alguna migración de capitales, devaluación del tipo de cambio y algo de incremento en las primas de riesgo, todos factores que encarecen el costo de financiamiento. Si bien este riesgo se encuentra latente, los mercados mantienen un bajo nivel de percepción de riesgo. En el frente local el riesgo recae en que se aplacen los procesos de inversión y reactivación, ello podría ocurrir por un deterioro en la confianza.

## 2. Crecimiento global robusto, estable y generalizado

El crecimiento de la economía mundial se ha estabilizado a mediados de año alrededor del 1% t/t, y los indicadores disponibles hasta el momento sugieren que este avance se estaría manteniendo en la segunda parte del año (Gráfico 2.1). Esta dinámica positiva refleja un mejor desempeño económico en todas las áreas, lo que hace que la actual recuperación sea la más sincronizada desde la crisis financiera de 2008-9.

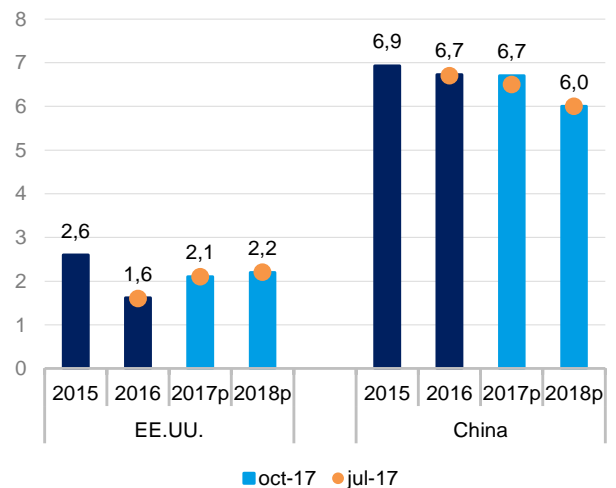
Este entorno de crecimiento positivo y más sincronizado viene acompañado hasta ahora de niveles de inflación moderados, también generalizados por áreas, a pesar de la abundancia de liquidez en los mercados, mientras que sigue sin haber señales claras de acumulación de presiones inflacionistas. Este contexto ayuda a que los bancos centrales en las economías emergentes tengan más margen de maniobra para seguir utilizando la política monetaria para apoyar el crecimiento, mientras que permite a las autoridades monetarias en las economías avanzadas seguir siendo cautas a la hora de implementar la normalización. En un entorno en el que el crecimiento sigue siendo dinámico y sin sorpresas a la baja en inflación, los bancos centrales continúan adelante con el proceso gradual de retirada de los estímulos monetarios. En particular, en la Reserva Federal (Fed) esperamos una subida de tasas de interés de política de 25 pbs en diciembre de este año y dos subidas adicionales hasta el 2% en 2018. Sin embargo, la incertidumbre sobre la senda de subidas ha aumentado no sólo porque la inflación se mantiene en niveles bajos, sino por los cambios de varios de los miembros de la Fed.

**Gráfico 2.1** Crecimiento del PIB mundial  
Previsiones basadas en BBVA-GAIN, %



Fuente: BBVA Research

**Gráfico 2.2** Crecimiento del PIB EE.UU. y China  
(variación anual, %)



Fuente: BBVA Research

Como en el trimestre anterior, la combinación de baja volatilidad, bajas tasas de interés y debilidad del dólar han dibujado un entorno favorable para países emergentes. Las estrategias de búsqueda de rentabilidad han propiciado entradas de flujos en algunos emergentes, sobre todo en deuda, así como la apreciación de las divisas. En general, el panorama internacional ha sido acompañado por unos mercados financieros relativamente complacientes que no están sufriendo de manera persistente por las fuentes de estrés político o geopolítico.

Nuestras nuevas previsiones implican que el crecimiento global se acelera hasta el 3,4% en 2017-18, lo que supone una revisión al alza de alrededor de dos décimas este año y una aceleración desde el 3,2% del año pasado. Este cambio responde al mayor crecimiento previsto ahora tanto para China como para Europa en 2017 debido a las sorpresas positivas en ambas regiones desde el segundo trimestre. Así, anticipamos que China crezca 6,7% y 6% en 2017-18 (Gráfico 2.2), mientras Europa lo haría un 2,2% y 1,8%. Para EE.UU. se mantiene la proyección de un crecimiento sostenido algo por encima del 2% en el horizonte de previsión (Gráfico 2.2), mientras que el mayor avance esperado para las economías latinoamericanas se va confirmando. Por su parte, el crecimiento del resto de economías asiáticas seguirá siendo robusto, pero sentirá los efectos de la moderación prevista de la economía China en los próximos trimestres.

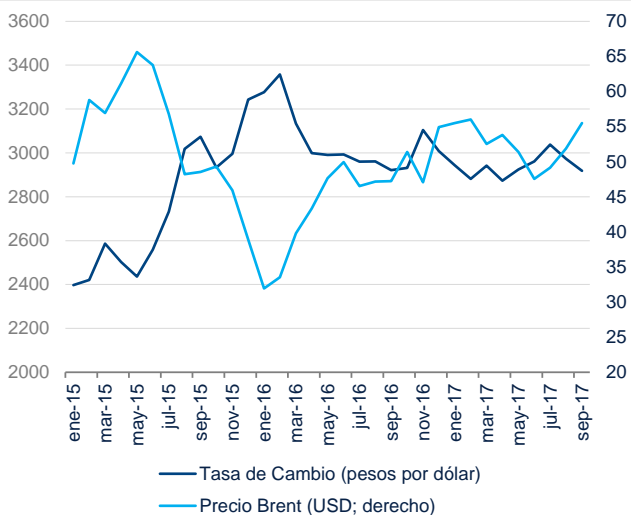
Los factores subyacentes que han ayudado a la aceleración y estabilización del crecimiento mundial seguirán estando presentes, si bien algunos podrían ir desvaneciéndose gradualmente en los próximos trimestres. El más inmediato será la normalización de la política monetaria por parte tanto de la Reserva Federal como del Banco Central Europeo, ya que supondrá una reducción paulatina de la liquidez global y un menor apoyo a los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Además, siguen existiendo múltiples riesgos de carácter político que pueden influir en la confianza económica y en el comportamiento de los mercados.

### 3. La economía en 2017: buscando el punto de quiebre

#### Mercados: dólar contenido por apreciación del crudo, activos indecisos en el trimestre

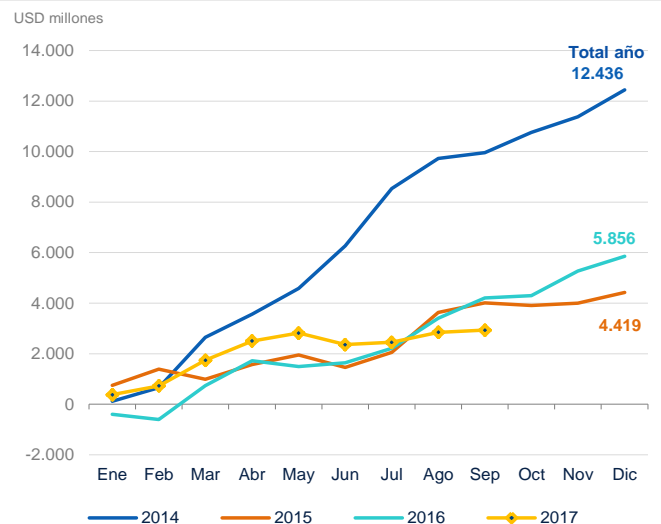
A lo largo del tercer trimestre el crudo retornó a una senda alcista producto de unas disrupciones en la oferta desde oriente medio y a la incertidumbre ocasionada por una de las más fuertes temporadas de huracanes en el Océano Atlántico. Sin embargo, en medio de la dinámica, también jugó un papel relevante el fortalecimiento de la demanda y la intención de varios países miembros de la OPEP, entre ellos Arabia Saudita, de extender los recortes de producción. Así, el crudo de referencia Brent alcanzó en el trimestre un valor de 52,2 dólares por barril, con un incremento de 2,7% frente a su promedio de segundo trimestre (Gráfico 3.1).

**Gráfico 3.1** Petróleo Brent y Tasa de Cambio



Fuente: Bloomberg

**Gráfico 3.2** Flujo neto de capitales de portafolio



Fuente: Banco de la República de Colombia

En este contexto, el peso colombiano presentó una importante apreciación en el trimestre, desde 3038,26 pesos por dólar al cierre de junio a 2941,07 pesos por dólar al cierre de septiembre, con un rango máximo de negociación de 199,47 pesos (Gráfico 3.2). Esta tendencia estuvo opacada al final del trimestre por los anuncios de la Reserva Federal de un potencial ajuste de su política monetaria, incrementando tasas y reduciendo su balance en el cuarto trimestre.

En el frente de los mercados de capitales, el trimestre tuvo tendencias encontradas, reflejando tanto la incertidumbre local como la externa. En el frente local, el trimestre inicia con una pérdida de valor de los tesoros colombianos causado por una combinación de: los anuncios del marco fiscal de mediano plazo del Gobierno Nacional, los anuncios de la FED de la reducción del balance y la volatilidad del precio del crudo en junio. A partir de estos niveles

se observó una fuerte recuperación en su valoración que luego fue nuevamente afectada por cuenta de los anuncios externos de la FED en la segunda parte de septiembre y los repuntes en la inflación a nivel local de la mano de una potencial pausa en el ciclo de reducciones de tasas del Emisor.

Las tendencias encontradas del trimestre se manifestaron a su vez en el comportamiento de los activos, por una parte el costo de reaseguramiento de la deuda colombiana medido a través de los CDS presentó una reducción de 13,89 puntos mientras que los tesoros colombianos de 2024 presentaron un incremento en tasa de interés de 18pb. Al mismo tiempo, el índice Colcap de acciones presentó una ligera valorización de 1,7% en el trimestre. En términos de inversiones, se redujeron significativamente los flujos extranjeros netos, alcanzando en el trimestre al 15 de septiembre los 577 millones de dólares, considerablemente menos que lo observado en el primer semestre del año con 2357 millones de dólares (Gráfico 3.2).

## Indicadores de actividad muestran señales de mejora, confirmando que la economía habría tocado fondo en 2T 2017

La economía colombiana creció 1,2% en el primer semestre de 2017. El resultado fue una continuación del proceso gradual, pero continuo, de desaceleración económica que se inició con la caída de los precios del petróleo en 2014. Más recientemente, al inicio del segundo semestre, los indicadores económicos están mostrando unas señales de mejora, que se pueden asociar a un punto de inflexión en la trayectoria de desaceleración y confirman el inicio de la recuperación de la actividad. La menor inflación y las reducciones en la tasa de interés también apuntan en el mismo sentido.

Sobresalen los datos de exportaciones y de inversión. En el primer caso, se destaca un aumento en el promedio mensual de los envíos agro-industriales desde mayo. En el caso de la inversión, la señal positiva se lee en el aumento de las importaciones con destino a bienes de capital. Es el componente de las compras externas que más crece en lo corrido del año. Además, su tasa se aceleró desde mediados del segundo trimestre, pese a que la primera parte del año estuvo impulsada fuertemente por unas importaciones de aeronaves, que se diluyeron casi por completo a partir de mayo.

De esta forma, la segunda mitad del año debería tener un crecimiento superior al del primer semestre. En el argumento para esta trayectoria coinciden los mejores datos discutidos antes, pero también algunos efectos base que favorecieron el comportamiento del tercer trimestre de 2017. Nos referimos al paro camionero de julio de 2016, el cual frustró una gran cantidad de transacciones económicas el año pasado e implicó una comparación baja para el desempeño de este año.

Sin embargo, también esperamos que se consoliden otros factores positivos (o menos negativos) que favorecerán la recuperación por venir, haciendo que el crecimiento del cuarto trimestre también sea superior al del primer semestre, pese a la inexistencia de factores de base estadística al final del año. Ellos son: la ejecución de las obras 4G, los mayores precios del petróleo, la inversión del sector minero-petrolero y del sector agropecuario, éste último por cuenta de los altos crecimientos recientes. Además, aunque en menor medida, se tendrá una aceleración de los

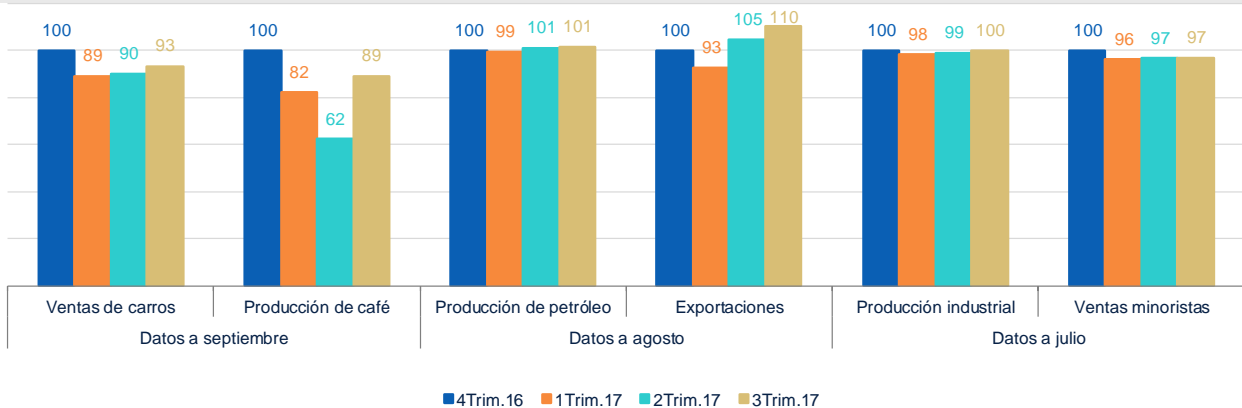
proyectos inmobiliarios que venían retrasados por un bajo crecimiento de las ventas antes de la implementación en septiembre del subsidio a la tasa de interés hipotecaria (aunque no compensará la fuerte caída que tuvieron las edificaciones hasta junio).

Un impulso adicional de la actividad económica ha sido el consumo público, el cual creció 3,4% anual en el primer semestre. Sin embargo, este impulso parece ser transitorio y se irá desvaneciendo lentamente desde finales de año. Como veremos en la sección fiscal, las condiciones presupuestarias del gobierno le exigen un ajuste del gasto público en 2018. Además, la ley de garantías electorales, que restringe la contratación directa de los estamentos públicos algunos meses antes de las elecciones (desde noviembre de 2017), podría impedir elevados crecimientos de este rubro, pese a que las entidades públicas ahora manejan de mejor forma los tiempos de restricción de gasto, a los anteriores factores se suma también un efecto base producto de un desempeño superior al registrado en los últimos años que limita la capacidad de expansión en 2018.

No obstante, la aceleración de la economía está siendo limitada por la confianza interna. Los consumidores son aún pesimistas sobre las condiciones actuales y futuras del país, si bien han mejorado la percepción sobre la economía del hogar (empleo, ingresos del hogar, etc.). Por su parte, los industriales ven todavía bajos volúmenes de pedidos, pero se están reduciendo lentamente sus existencias y el uso de la capacidad instalada se ubica ligeramente por encima del promedio histórico.

Esperamos que el crecimiento del PIB de 2017 sea de 1,5%, el crecimiento más bajo de la economía colombiana después de que cayeron los precios del petróleo. Este registro se logra con una expansión de 1,6% en el consumo de los hogares y 1,2% en la inversión, retornando a terreno positivo después de 2 años de contracción en esta última. El gran dinamizador será el consumo público con un crecimiento de 3,5% mientras que la demanda externa no jugará un papel determinante en 2017.

**Gráfico 3.3** Indicadores líderes  
4Trim.16 = 100



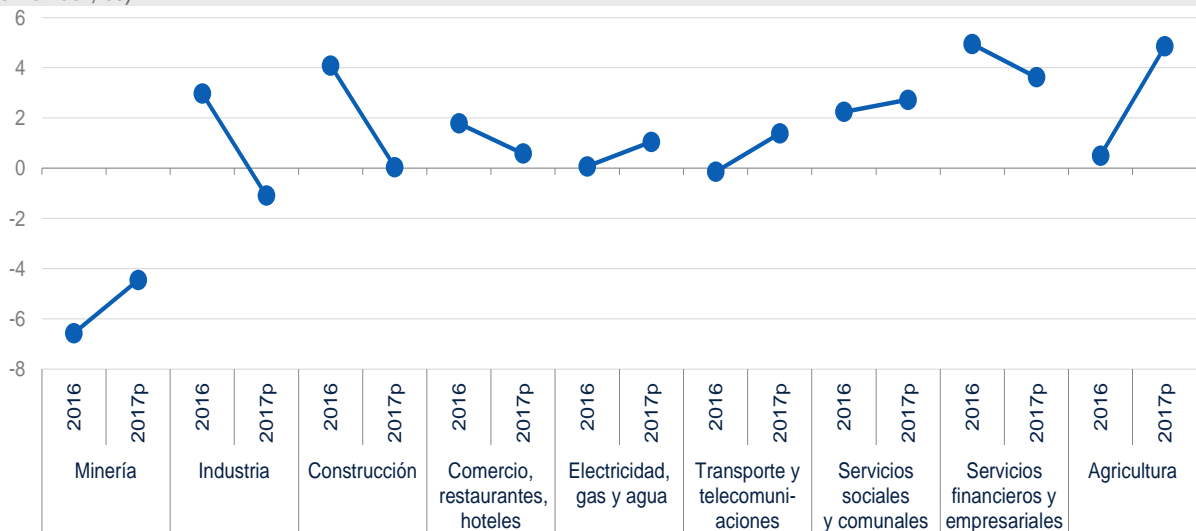
Fuente: DANE, Fenalco, ANH, Federación Nacional de Cafeteros, cálculos BBVA Research



## Pocos sectores impulsan la economía, evidenciando la debilidad en la demanda privada

La debilidad de la demanda privada ha tenido consecuencias negativas sobre varios sectores de la economía. El comercio se ha resentido del menor consumo y su crecimiento en 2017 va a ser apenas del 0,6%. La industria, además de afrontar una floja demanda interna, también se ha visto afectada por la debilidad de nuestros socios comerciales, y como resultado, tendrá una contracción del 1,0%. Sin embargo, no todos los sectores manufactureros están decreciendo: la fabricación de alimentos y productos químicos y papel están registrando un muy buen año, gracias a la mayor oferta agrícola y a que la demanda de estos productos no se ha resentido tanto. La construcción, por su parte, a pesar del repunte gradual de las obras civiles, en parte impulsadas por las obras 4G, tendrá un crecimiento nulo, debido a la contracción de la construcción de edificaciones. La minería, por otra parte, cerrará el año en rojo, por la menor producción de petróleo y de algunos minerales relacionados con la construcción.

**Gráfico 3.4** Crecimiento del PIB por Oferta (2016-2017p)  
(variación anual, %)



Fuente: DANE, BBVA Research

Del lado positivo resaltamos el crecimiento cercano al 5% que tendrá la agricultura, impulsado por la mayor producción de café y de un espectro grande de cultivos, los cuales se han visto beneficiados por la normalización del clima y por el impulso de precios que tuvimos el año pasado. Finalmente, los servicios sociales tendrán un desempeño positivo, alcanzando un crecimiento cercano al 3,0%.

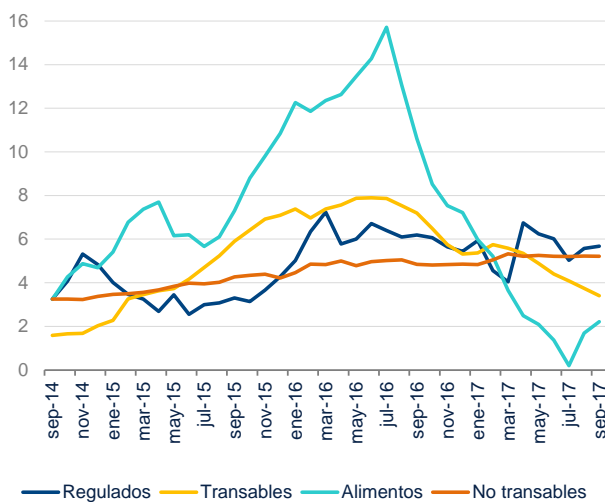
## Inflación converge hacia la meta gracias a los alimentos y transables, aún pendientes de mejoras en los no transables.

Las noticias en el frente inflacionario siguen siendo positivas en el grupo de alimentos y de transables. La producción agrícola sigue en aumento gracias al buen clima y a los altos precios registrados el año pasado. Por su parte, la estabilidad de la tasa de cambio ha permitido que el costo de los productos importados se haya estabilizado,

restándole dinamismo a la inflación de los transables. Como resultado de lo anterior, la inflación de los alimentos y los transables se ha reducido en cerca de 11 y 4 puntos porcentuales en el último año respectivamente, ayudando a que la inflación total también haya descendido a los niveles de 4% al cierre de esta edición.

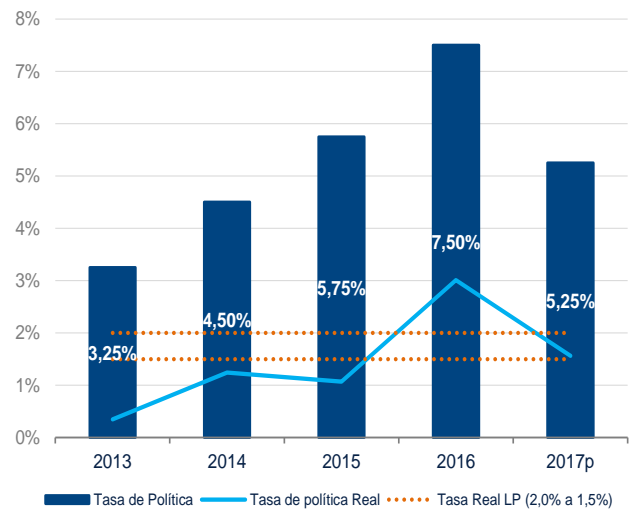
Gracias a la desaceleración de los transables y a la débil demanda de la economía la inflación básica también ha descendido. Sin embargo, su descenso ha sido más lento que el de la inflación total, debido a que la inflación del grupo no transable ha permanecido relativamente estable en una tasa alrededor del 5,2% a lo largo de este año; la alta persistencia que exhibe este indicador sigue preocupando a algunos miembros de la Junta del Banco de la República, generándoles dudas sobre la velocidad a la cual la inflación total va a llegar a la meta del 3%, factor que jugó un papel significativo en la decisión del Emisor de mantener la tasa de referencia estable en septiembre. En este contexto, seguimos esperando que la inflación total cierre el año en una tasa cercana al 4,2%, con una inflación básica que se ubicará alrededor del 4,7%.

**Gráfico 3.5** Inflación, principales grupos (variación anual, %)



Fuente: DANE

**Gráfico 3.6** Tasa de política nominal y real (fin de periodo, e.a. %)



Fuente: Banco de la República de Colombia, cálculos BBVA Research

## El Emisor mantendría su política actual hasta recibir señales de alivios adicionales en la inflación

A lo largo del año el Banco Central ha reducido su tasa de referencia en 225 puntos básicos de manera continua a partir del mes de febrero y 250 pb desde el pico en tasas a partir de diciembre de 2016. Este ajuste de política ha respondido en buena medida a la desaceleración de la inflación y sus expectativas y a una actividad económica débil. Sin embargo, algunos componentes de la inflación aún elevados como los no transables pueden llevar al Emisor a cuestionarse si ello responde a la indexación y persistencia de la inflación, en cuyo caso su efecto sería transitorio y le brindaría vía libre para realizar ajustes adicionales en tasa, o si por el contrario, el reflejo que la inflación no transable, aquella más cercana a la demanda, no haya cedido puede ser el reflejo de un menor exceso de capacidad

de producción, una brecha del producto más estrecha y por ende una reducción mayor de la tasa de política podría despertar nuevamente el fenómeno inflacionario.

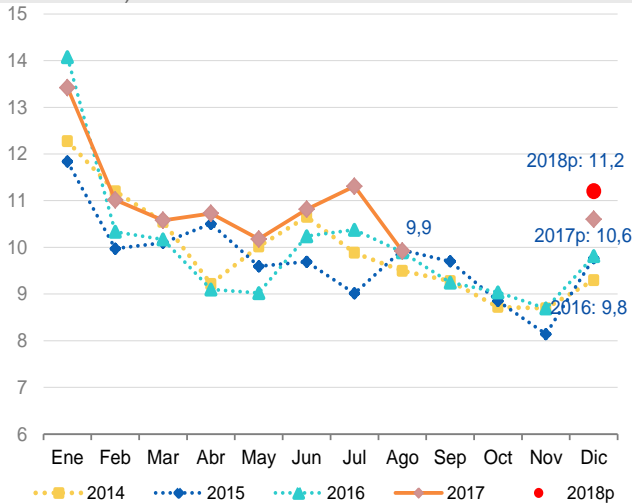
Ante esta disyuntiva, el Banco Central optó por dejar inalterada la tasa de política en su reunión de septiembre y en el contexto alcista de la inflación hasta finales de año consideramos que preferirá mantener inalterada su postura a la espera de confirmar, muy posiblemente a comienzos de 2018, si la elevada inflación básica y de no transables se diluye cuando se marchite el efecto de la persistencia inflacionaria o si su presión persiste por cuenta de una brecha del producto menor que la anticipada.

## 4. ¿Quién va a prender los motores en 2018?

Sin los fantasmas de la inflación, devaluación, impuestos y altas tasas de interés, el gasto privado mejoraría

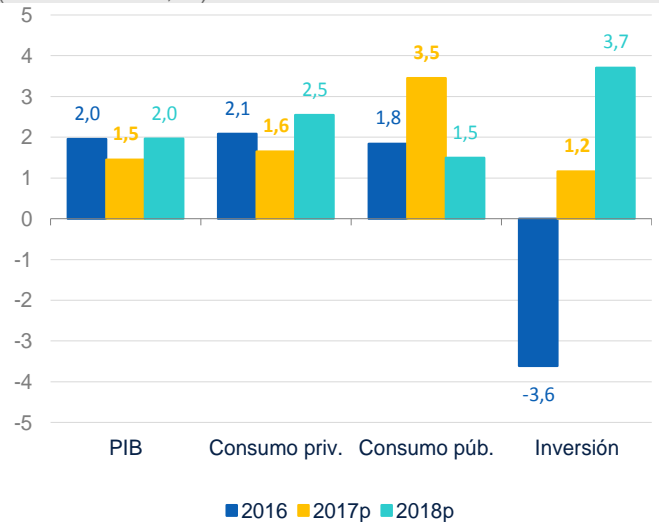
La inflación en 2018 arrancará con una fuerte corrección a la baja. Los efectos base creados por la reforma tributaria en 2017, junto con el ajuste a la baja que mostrarán algunos servicios indexados, como los arriendos y algunos costos de educación, llevarán a que la inflación descienda rápidamente al 3,0% en el segundo trimestre del año. Gracias en buena medida al descenso de la inflación y la estabilidad en el último año del tipo de cambio, el Emisor ha podido realizar una reducción importante de tasas en 2017 que podría continuar en 2018. Esta reducción será la antesala para que el consumo privado siga su recuperación. Sin embargo, a pesar de las noticias positivas en el frente inflacionario, el crecimiento del consumo se verá limitado por los desarrollos del mercado laboral, donde esperamos un leve empeoramiento respecto a los resultados de 2017, fruto de la prolongada desaceleración que ha tenido la economía. En efecto, si bien la desaceleración económica inició desde 2014 el aumento en la tasa de desempleo no se observó sino desde mediados de 2016. El deterioro del desempleo urbano ha continuado en lo corrido de 2017. Proyectamos un deterioro aún mayor en 2018, ya que a pesar de que la economía se empieza a recuperar los efectos rezagado sobre el desempleo persisten. Estimamos una tasa de desempleo para 13 ciudades de 11,2% al final de 2018, por encima del cierre estimado de 2017 de 10,6%.

**Gráfico 4.1** Tasa de Desempleo 13 Ciudades (% de la PEA)



Fuente: DANE, cálculos BBVA Research

**Gráfico 4.2** Crecimiento esperado por la demanda (variación anual, %)



Fuente: DANE, cálculos BBVA Research

La inversión seguirá su proceso de recuperación iniciado a mediados de 2017, especialmente aquella de origen privado: industria manufacturera, agricultura, edificaciones y sector minero-petrolero. La estabilidad del tipo de cambio permitirá un proceso de inversión gradual, basado en un porcentaje alto en bienes importados, que responderá al mejor comportamiento del consumo de los hogares y el mayor uso de la capacidad instalada en la industria. Además, la ejecución de las obras de cuarta generación de infraestructura seguirá contribuyendo positivamente.

En 2018, las exportaciones reales crecerán, por primera vez desde 2013, por encima del PIB. La recuperación será impulsada por el mayor crecimiento global, en donde se destacan Latinoamérica y, en menor medida, Estados Unidos. Los socios de Colombia en América Latina demandan principalmente productos agroindustriales, los cuales apoyarán la recuperación en marcha del sector manufacturero.

No obstante, la demanda externa neta seguirá contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB, puesto que las importaciones (bienes de inversión en maquinaria y equipo, materias primas y bienes de consumo durable) tendrán una expansión ligeramente mayor a las exportaciones y, principalmente, porque el peso de las importaciones es mayor que el peso de las exportaciones dentro del PIB.

## Diferencias sectoriales comenzarán a impulsar la inversión: infraestructura y petróleo a la cabeza

Los sectores que se vieron afectados por la baja demanda interna empezarán a mostrar una mejor dinámica en 2018. El sector de comercio crecerá a un ritmo del 2,8%, con un sector de restaurantes y hoteles creciendo por encima del 3,0%, y que será uno de los motores de la economía a futuro. La industria, que también será impulsada por una mayor demanda externa que aprovechará especialmente el sector de químicos, crecerá a una tasa del 1,8%. Este sector además se verá impulsado por la reactivación de la construcción de edificaciones, lo cual generará resultados positivos en otros sectores como el metalmecánico y el que fabrica materiales de construcción. La fabricación de bienes durables y semidurables (muebles y vehículos) también se reactivará, aunque lo hará a un ritmo lento debido a la recuperación gradual que esperamos en el consumo de este tipo de bienes.

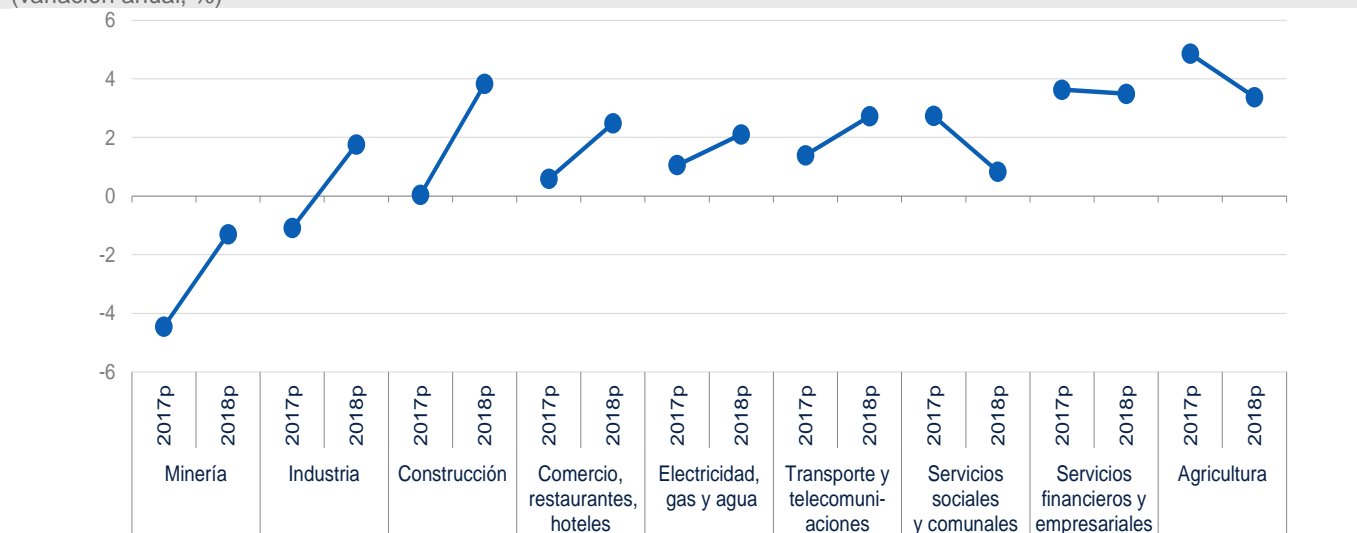
La construcción será el principal motor de la economía en 2018. Las obras civiles continuarán expandiéndose de las manos de la ejecución de las obras de cuarta generación. A lo anterior se le sumará la recuperación del sector de edificaciones, que luego de tener una contracción del 5,8% en 2017, crecerá a un ritmo de 3,7%, impulsado por el sector residencial que se beneficiará de los subsidios para la compra de vivienda nueva que no supere 435 salarios mínimos mensuales (320 millones en 2017).

La agricultura seguirá expandiéndose en 2018 (Gráfico 4.3). La producción de café alcanzará una cifra récord de cerca de 15 millones de sacos, superando en 10% la producción de 2017. El crecimiento de algunos cultivos como el de arroz y otros cereales tendrá una ligera moderación, luego de las altas cosechas que se vieron en 2016, y que se explica por la corrección en el precio de algunos de estos productos. Los productos que mantendrán o que incluso tendrán una mayor dinámica son los que se exportan, como es el caso de las flores, los bananos y algunas frutas

como el cacao y el aguacate, y el sector pecuario, especialmente el ganadero, impulsados por el crecimiento del precio de la carne. En este contexto, esperamos que agricultura crezca a una tasa de 3,4%, consolidándose como uno de los sectores que serán los más dinámicos de la economía.

La minería tendrá una caída marginal de 0,7% (Gráfico 4.3) ya que en nuestro escenario la producción de petróleo seguirá cayendo en 2018 y 2019, producto de la baja inversión entre 2015 y 2016 y de la resaca que dejaron los bajos precios del petróleo. Sin embargo, vale la pena resaltar que su aporte negativo al crecimiento de la economía se moderará, luego de la caída de 6,6% en 2016 y del 4,5% que estimamos para 2017. A pesar de que la producción no crezca, sí lo hará la inversión, lo cual le imprimirá un poco más de dinámica a los números de las obras civiles.

**Gráfico 4.3** Crecimiento del PIB por Oferta (2017p-2018p)  
(variación anual, %)



Fuente: DANE, cálculos BBVA Research

## La tasa de cambio real ha permitido un ajuste en competitividad, sin embargo es menor que el implícito en la tasa de cambio nominal

La tasa de cambio real a la fecha de esta publicación se ha devaluado 30% desde mediados de 2014. Mientras que en igual periodo, la tasa nominal se ha devaluado 65%. Por lo tanto, el impulso a las exportaciones no tuvo el alcance de la devaluación nominal, entre otras cosas, porque en el mismo período la inflación de Colombia se ubicó por encima de sus principales socios comerciales. Sin embargo, la depreciación real sí ha sido rentable en el proceso de sustitución de importaciones, sobre todo en algunos sectores de consumo. Al contrario, los sectores de materias primas y bienes de capital no tuvieron una sustitución tan importante porque la estructura de producción interna aún depende de las importaciones en una elevada proporción.

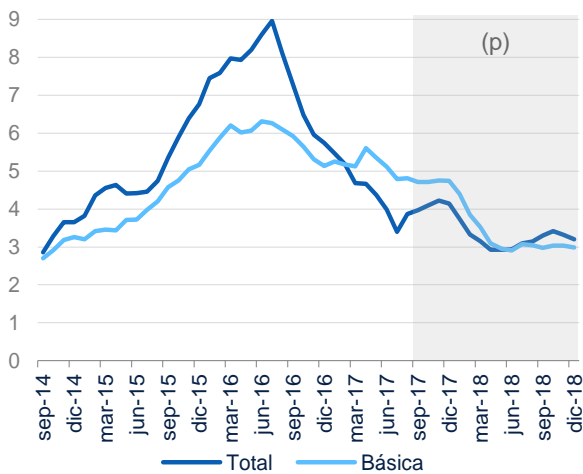
Los efectos positivos de la ganancia en competitividad han tardado en observarse desde el lado de las exportaciones, sin embargo algunos productos no tradicionales ya evidencian las mejoras y se espera que la frontera

de productos exportables no convencionales crezca para 2018, especialmente desde el campo agrícola y en algún grado desde el industrial. Sin embargo, el ajuste de un sistema acostumbrado a un ciclo prolongado de apreciación vía la sustitución de producción por comercialización, le toma tiempo restablecer los canales de ventas, comercio y producción, etapas que parecen estar superándose en las cifras observadas. Esta dinámica también ha jugado un papel significativo en la evolución de la actividad a nivel regional, con un mejor comportamiento que el promedio en zonas exportadoras como el occidente y norte del país.

### La política monetaria podría aportar a la actividad en 2018

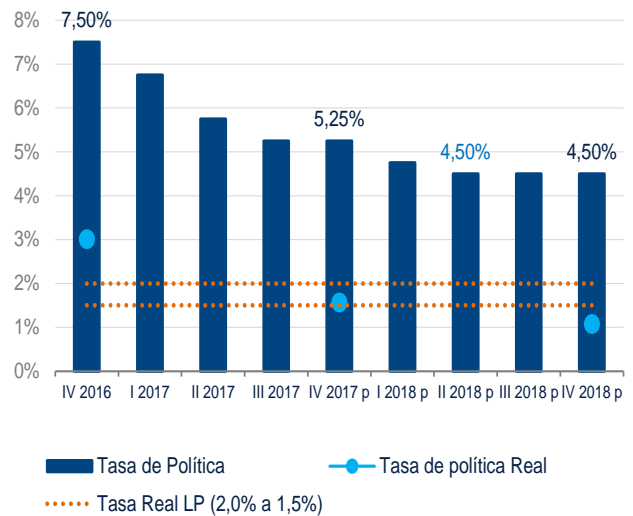
Para 2018, en especial a comienzos de año, se espera que la presión alcista en la inflación básica haya cedido, confirmando que su alto registro a lo largo de 2017 se debió en buena medida a la persistencia de la inflación y a los efectos de la reforma tributaria sobre el IVA (Gráfico 4.4). Las menores presiones inflacionarias y la aún débil respuesta de la actividad económica pueden abrir el espacio para un nuevo ciclo de reducción de tasas que podrían llevarla por debajo del terreno neutral (Gráfico 4.5). Consideramos que en el primer semestre habría espacio para observar una reducción de al menos 75pb en la tasa, llevándola a 4,5%.

**Gráfico 4.4** Inflación Total y Básica (variación anual, %)



Fuente: DANE, BBVA Research

**Gráfico 4.5** Tasa de Interés de Política (tasa fin de trimestre, e.a. %)



Fuente: Banco de la República, BBVA Research

La tasa real, utilizando las expectativas a 24 meses de la más reciente encuesta del Banco de la República (3,36%), sería de 1,1%, por debajo del rango que consideramos para la tasa real de interés natural: de 1,4% a 2,0%. Así esta sería ligeramente expansiva y aportaría al desempeño económico de finales de 2018 y en especial de 2019.

**Así, en 2018 el PIB logrará una aceleración marginal frente a 2017 con un 2,0% de expansión, aún baja en el mapa de registros de crecimiento**

Para 2018 esperamos un crecimiento de 2,0%, una cifra superior a la estimada para 2017 (1,5%). Todos los componentes de la demanda, excepto el consumo público, tendrán un mayor crecimiento que el registrado por ellos en 2017. La transmisión de la política monetaria será clave en el proceso de recuperación del consumo y la inversión.

Desde una perspectiva histórica, en los últimos 70 años de registros de actividad, solamente en nueve oportunidades se ha observado un crecimiento anual igual o inferior al 2%. De ellos, tres se habrían dado de manera consecutiva en este periodo post choque petrolero. Ello confirma que el escenario al que se enfrenta la economía es diferente a lo observado en periodos previos y en especial representa el reto de entender una recuperación lenta y como la economía se ajusta a dicho ciclo.

Un registro como el anticipado para 2017 y 2018 muestra que resulta más saludable crecer poco pero bien cimentado que hacerlo rápido pero efímeramente. Parte de la razón por la cual el crecimiento será bajo en este ciclo se debe a que estamos dejando atrás un fuerte efecto ingreso y es necesario que la economía se rescale a su nivel apropiado buscando la moderación en el gasto privado que permita reducir el déficit en cuenta corriente a un nivel sostenible y la moderación en el gasto público para llevar el déficit fiscal hacia su meta de largo plazo. Trazar estos objetivos de estabilidad macroeconómica supone reconocer que la demanda no será tan dinámica en el corto plazo pues se están dando procesos de desapalancamiento, que en este caso son necesarios para poder cimentar las bases para un crecimiento más próspero y sostenible en el futuro.

Sin embargo, entender que el gasto privado representará una fuerza limitada de expansión no implica que desde el lado de la oferta no se deban exigir esfuerzos mayores y una dinámica más fuerte. Al contrario, se deben enfocar todos los esfuerzos posibles a definir, promover y alimentar a los sectores que puedan acompañar el siguiente ciclo de expansión, aquellos que puedan reemplazar o acompañar al sector petrolero.

## Déficit en cuenta corriente tiende a niveles aceptables, más no ideales aún

El déficit de la cuenta corriente se ubicará en 4,0% y en 3,6% del PIB en 2017 y 2018, respectivamente. Estos niveles son todavía elevados con respecto a la historia de Colombia y son exigentes en términos de financiamiento externo, en un entorno en el cual las tasas de interés de los países desarrollados empiezan a incrementarse y las expansiones monetarias de la FED y del BCE empiezan a recortarse o a reducirse paulatinamente.

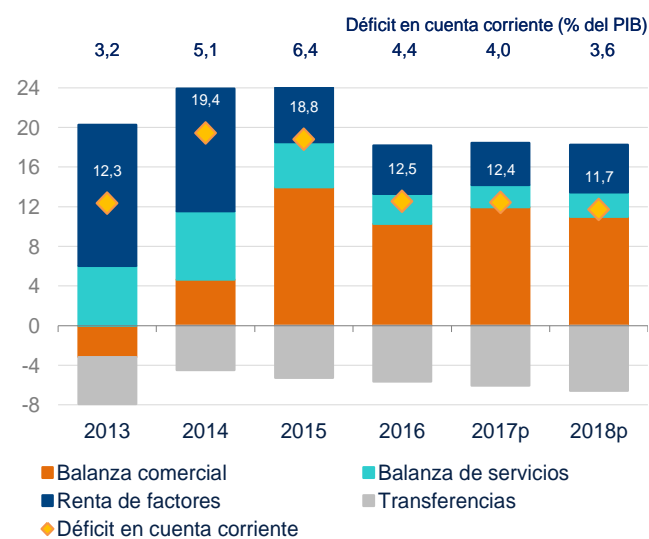
El déficit de la balanza comercial seguirá siendo el componente más deficitario de la balanza de pagos. Ascenderá a 3,9% y 3,4% del PIB en 2017 y 2018, respectivamente (Gráfico 4.6). Al contrario, la cuenta de la renta de factores (que incluye el envío de dividendos al extranjero) se ha ajustado (con alguna volatilidad) muy fuertemente hacia un menor déficit. El déficit de la renta de factores continuará estable en niveles bajos porque las exportaciones de petróleo y carbón no tendrán crecimientos destacables en los próximos años. En el lado positivo, las remesas seguirán creciendo, en línea con los mejores comportamientos de los mercados laborales en el mundo desarrollado.

El financiamiento de la cuenta corriente será muy justo, casi sin excedentes de capitales externos sobre las necesidades de financiación de la cuenta corriente. Esto limitará la acumulación adicional de reservas internacionales



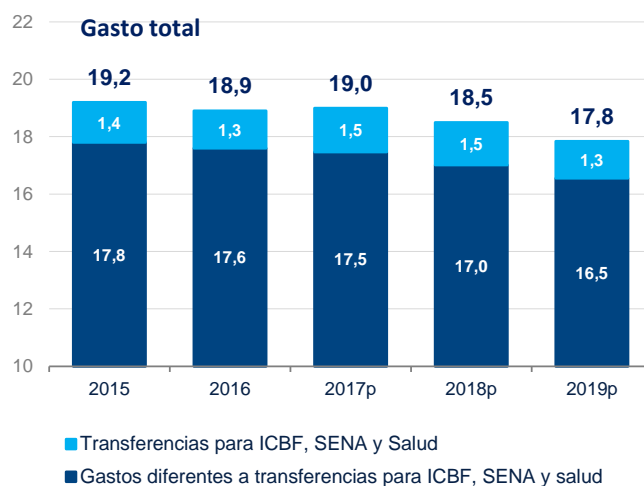
en los próximos años. La mayor proporción del financiamiento proviene de la inversión extranjera directa, reduciendo los riesgos de financiación ante menores entradas de capital de portafolio para 2017 y 2018 (como efectivamente lo esperamos).

**Gráfico 4.6** Déficit en cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: Banco de la República, cálculos BBVA Research

**Gráfico 4.7** Gasto del Gobierno Nacional Central (% PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda, cálculos BBVA Research

## Políticas del Gobierno deben apuntar a mejoras en el ingreso y reducciones en el gasto de conformidad con el objetivo fiscal

El gobierno ha mantenido un cumplimiento de la regla fiscal desde su implementación, realizando esfuerzos considerables en sustitución de ingresos con las reformas tributarias de 2014 y 2016 y con la reducción del gasto entre 2015 y 2016 (como porcentaje del PIB). Para 2018, la regla fiscal impone la necesidad de reducir el déficit fiscal del Gobierno Central en medio punto, de 3,6% a 3,1% del PIB. Para lograr este objetivo el Ministerio de Hacienda presentó al Congreso un proyecto de Ley de Presupuesto 2018 consistente con una reducción en los gastos del Gobierno Central de medio punto del PIB, pasando de 19,0% a 18,5% del PIB (Gráfico 4.7).

Como lo anotamos arriba, la intención de austeridad del Gobierno Central se refleja en nuestra expectativa del que el gasto público del gobierno nacional central aporte menos al PIB en 2018 que en 2017. Ese aporte menor será compensado sólo parcialmente por un incremento adicional, respecto al 2017, del gasto de los gobiernos regionales y locales que entran en su tercer año de gobierno.

Con una visión más de mediano plazo, el gobierno nacional tendrá poco espacio para hacer un impulso fiscal, más aún, en algunos casos como el de 2018 le dará un menor impulso relativo a la economía del que fue capaz de darle en el año 2017. Para 2019, el ajuste adicional que exige la regla fiscal, de más de medio porcentual, no permitirá

nuevamente a la política fiscal contribuir positivamente al crecimiento. Para lograr dicho objetivo de reducción tanto en 2019 como hacia adelante requiere un esfuerzo en reducción del gasto como porcentaje del PIB o de aumento de ingresos. Estamos a la espera de recibir las propuestas de la Comisión para el Gasto que podrían delinear algunas estrategias para reducir la carga al Estado de manera estructural. Sin embargo, existe incertidumbre sobre el papel fiscal en la recuperación de mediano plazo y las necesidades de ajuste que conlleva el cumplimiento de la regla fiscal.

## La tendencia del tipo de cambio seguirá dominada por la puja entre precios del crudo y normalización de la FED, su volatilidad podría gestarse a nivel local

El tercer trimestre de 2017 se convirtió en una síntesis de la expectativa para 2018 en términos del comportamiento de la moneda y los flujos de capitales. En principio, la tasa de cambio tendería a ubicarse la primera parte del año levemente por encima de los 3000 pesos, alcanzando guarismos cercanos a los 3030 a 3050 pesos por dólar. Ello estaría sustentado inicialmente en el proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. que vendría acompañada de una pérdida marginal de valor del petróleo, una correlación fuerte histórica.

Sin embargo, la volatilidad en el primer semestre del año provendría también del proceso electoral que de la puja entre FED y Brent. No es una novedad que previo a un proceso electoral presidencial se manifieste algo de tensión en algunas variables financieras, especialmente el tipo de cambio, esto ha ocurrido en el pasado en Colombia y ocurre en otras latitudes. El segundo semestre de 2018 vendría acompañado de un contexto más tranquilo en el frente local, con un resultado electoral que consideramos mantiene el eje central del manejo económico y con un potencial incremento esperado del precio del crudo. Así, el tipo de cambio volvería a apreciarse, liberando la presión acumulada desde finales de 2017 y se situaría nuevamente por debajo de los 3000 pesos por dólar, con un cierre en torno a los 2970 para 2018 y eventualmente una convergencia de mediano plazo a los 2900 pesos por dólar.

## 5. Principales riesgos para 2018

### Una reversión del apetito inversionista hacia economías desarrolladas podría tener un impacto significativo en economías emergentes

En el contexto de recuperación de la actividad a nivel global y las propuestas, aún en borrador, de una política tributaria más competitiva y favorable para las empresas en EE.UU., se identifica la necesidad de un ajuste en política monetaria más rápido que el anticipado por los mercados y por algunos analistas. Así, la continuación de los incrementos de tasas de interés de la mano de una estrategia gradual de reducción del balance de la Reserva Federal comienzan a acumular presión sobre los importantes flujos de capitales que han llegado desde economías desarrolladas a emergentes. Si bien esperamos que en el escenario central no se presente un ajuste desordenado de tipos de interés ni de flujos esquizofrénicos buscando activos refugio o activos líquidos, este escenario no es descartable y se constituye en nuestro principal riesgo externo sobre el desempeño de la economía colombiana.

En su eje central, un alza considerable de tipos en la curva soberana en EE.UU. puede llevar a un ajuste similar en los mercados emergentes, entre los que Colombia ha sido un importante receptor de inversionistas, con el 25,7% de las tenencias de deuda soberana. Así, una salida de estos recursos o incluso la ausencia de entradas de los mismos podrían poner presión en el financiamiento de la cuenta corriente y ello, a su vez, en el comportamiento de la divisa. Este escenario de depreciación transitoria y una disminución de confianza tendrán impacto en inflación, limitando las decisiones futuras de reducción de tasas por el Banco Central en Colombia, y un encarecimiento del servicio de la deuda, generando más presión sobre las finanzas públicas. El efecto sobre actividad de este contexto es un poco más complejo de determinar. La depreciación del tipo de cambio podría favorecer al sector exportador y estaría enmarcado en un contexto de mejor demanda externa. Mientras tanto, el efecto inflacionario y el incremento consecuente en tasas puedan limitar ganancias desde el lado de consumidores e inversión.

Dentro de los riesgos idiosincrásicos seguimos considerando una espiral de crisis de confianza como uno de los riesgos. que podría terminar desencadenando un escenario de actividad más débil, sin repuntes significativas en el gasto de los hogares, y en las decisiones de inversión de las empresas en 2018-2019.

Al margen de este riesgo, y de la mano de lo que hemos observado como un riesgo transversal para América Latina, existe también un riesgo significativo de retrasos en los procesos de inversión regionales. Para el caso de Colombia derivados del factor común regional asociado al escándalo de corrupción de Odebrecht, pero no sólo contenido al mismo. También podría estar vinculado con el proceso electoral y el potencial de un gobierno fuera del *status quo*, o de la dificultad para financiar los proyectos de 4G en infraestructura sobre los cuales se apalanca una parte importante de la reactivación económica.

## 6. Tablas con Pronósticos

**Tabla 6.1** Previsiones Macroeconómicas

	2013	2014	2015	2016	2017p	2018p
<b>PIB (% a/a)</b>	4,9	4,4	3,1	2,0	1,5	2,0
<b>Consumo Privado (% a/a)</b>	3,4	4,3	3,2	2,1	1,6	2,5
<b>Consumo Público (% a/a)</b>	9,2	4,7	5,0	1,8	3,5	1,5
<b>Inversión (% a/a)</b>	6,8	9,8	1,8	-3,6	1,2	3,7
<b>Inflación (% a/a, fdp)</b>	1,9	3,7	6,8	5,7	4,2	3,2
<b>Inflación (% a/a, promedio)</b>	2,0	2,9	5,0	7,5	4,3	3,2
<b>Tasa de cambio (fdp)</b>	1.927	2.392	3.149	3.001	3.030	2.970
<b>Devaluación (% fdp)</b>	9,0	24,1	31,6	-4,7	1,0	-2,0
<b>Tasa de cambio (promedio)</b>	1.869	2.001	2.742	3.055	2.944	3.000
<b>Devaluación (% fdp)</b>	3,9	7,1	37,0	11,4	-3,6	1,9
<b>Tasa BanRep (% fdp)</b>	3,25	4,50	5,75	7,50	5,25	4,50
<b>Tasa DTF (% fdp)</b>	4,1	4,3	5,2	6,9	5,5	4,8
<b>Balance Fiscal GNC (% PIB)</b>	-2,3	-2,4	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	-3,2	-5,2	-6,5	-4,4	-4,0	-3,6
<b>Tasa de desempleo urbano</b>	9,7	9,3	9,8	9,8	10,6	11,2

Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

**Tabla 6.2** Previsiones Macroeconómicas Trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa BanRep (%, fdp)
<b>T1 14</b>	6,5	2,5	1.965	3,25
<b>T2 14</b>	4,0	2,8	1.881	4,00
<b>T3 14</b>	3,9	2,8	2.028	4,50
<b>T4 14</b>	3,2	3,7	2.392	4,50
<b>T1 15</b>	2,6	4,6	2.576	4,50
<b>T2 15</b>	3,0	4,4	2.585	4,50
<b>T3 15</b>	3,2	5,4	3.122	4,75
<b>T4 15</b>	3,4	6,8	3.149	5,75
<b>T1 16</b>	2,5	8,0	3.022	6,50
<b>T2 16</b>	2,5	8,6	2.916	7,50
<b>T3 16</b>	1,2	7,3	2.880	7,75
<b>T4 16</b>	1,6	5,7	3.001	7,50
<b>T1 17</b>	1,2	4,7	2.880	7,00
<b>T2 17</b>	1,3	4,0	3.038	5,75
<b>T3 17p</b>	1,6	4,0	2.938	5,25
<b>T4 17p</b>	1,7	4,2	3.030	5,25
<b>T1 18p</b>	2,1	3,5	3.015	4,75
<b>T2 18p</b>	1,7	3,2	3.000	4,50
<b>T3 18p</b>	2,0	3,3	2.985	4,50
<b>T4 18p</b>	2,0	3,2	2.970	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

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

Mauricio Hernández  
mauricio.hernandez@bbva.com

María Llanes  
maria.llanes@bbva.com

Alejandro Reyes  
alejandro.reyes.gonzalez@bbva.com

## 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