

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight sans-serif font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación Colombia

Segundo trimestre 2018

Unidad de Colombia

Creando Oportunidades

Índice

| | |
|--|-----------|
| 1. Editorial | 3 |
| 2. Economía global: se mantiene el ritmo de crecimiento, pero se intensifica el riesgo proteccionista | 4 |
| 3. Transitando hacia los equilibrios macroeconómicos de largo plazo | 8 |
| Recuadro: El campo y las ciudades pequeñas le dan la mano al empleo nacional | 14 |
| 4. La economía colombiana en el mediano plazo | 21 |
| 5. Tablas con pronósticos | 24 |

Fecha de cierre: 5 de abril de 2018

1. Editorial

El inicio de 2018, en línea con la expectativa trazada en las revistas previas, ha mostrado una consolidación de la actividad económica global, con un mundo desarrollado afianzando su buen momento y uno emergente mejorando su desempeño a partir de los mejores precios de materias primas. Sin embargo, también con el buen momento e impulso, en especial desde el frente fiscal en EE.UU., se elevan algunos cuestionamientos sobre la potencial vulnerabilidad que dicho mayor estímulo podría crear en las cuentas públicas americanas. Lo que unido al proceso de normalización de la política monetaria y la importante valorización alcanzada en los mercados de capitales, abre espacio para un entorno económico más volátil que en 2017, como se observó a finales de enero del presente año.

Con ello, los flujos de inversiones hacia economías emergentes han continuado, sobre la base de diferenciales aun favorables de retornos, pero se ha comenzado a elevar la volatilidad en algunas de las principales variables financieras y económicas, como la tasa de cambio. Sin embargo, en un contexto de incremento de tasas de la FED en 100pb en 2018 (de las cuales hemos observado apenas 25pb) y una moderación de los precios de materias primas por cuenta de la reacción en la oferta, el contexto de apetito por activos regionales hacia el segundo semestre del año será menor y con ello el reto de lograr mantener el *momentum* económico se hace más relevante.

En el caso de Colombia, la recuperación de la actividad económica, aun cuando lenta, se ha sustentado en una importante reducción del déficit en cuenta corriente, lo que a su vez ha sido facilitado por una moderación de la demanda interna privada que permite presuponer un balance de los hogares y empresas más robusto para afrontar el ciclo de recuperación. Así las cosas, a pesar que el crecimiento observado en 2017 fuera apenas del 1,8% y que anticipemos un 2,0% de crecimiento para 2018, las bases sobre las cuales se está logrando este mejor comportamiento económico (especialmente en la segunda parte de 2018) son más sólidas y permitirán un ciclo más estable y duradero de expansión. Con ello esperamos un 3,0% de crecimiento para 2019 y un crecimiento que se sitúe por encima del potencial (3,3% para Colombia) a partir de 2020. En este contexto, la inflación converge a la meta y se mantiene en torno a esta, habiendo superado los diferentes choques, la mayoría de oferta, en los últimos años que la desviaron por 3 años por fuera del rango meta, permitiendo que las tasas de interés nuevamente respondan a impulsar la actividad económica y a anclar las expectativas inflacionarias y evitar espirales inflacionarias no deseados.

Sin embargo, surge la pregunta si alcanzar un crecimiento potencial de 3,3%, a pesar que se haga de manera estable y sobre unas bases robustas, es la meta o el objetivo al que debe apuntar la economía colombiana. En esta consideración, los importantes avances en indicadores sociales alcanzados en medio del súper ciclo de precios de materias primas (entre 2004 y 2014) apuntan a que para continuar por ese camino se requiere de un crecimiento mayor al potencial estimado en medio de una inflación controlada. Este reto, significativo en medio de un globo reduciendo su potencial de crecimiento, impone la necesidad de reevaluar las fuentes de crecimiento de la economía colombiana. En los últimos años, el crecimiento potencial se ha logrado a partir de la inversión, alcanzando una tasa de inversión del 29% del PIB en el pico y por cuenta del bono demográfico. De cara a la nueva década, será difícil seguir presionando estos factores pues el bono demográfico, dado el crecimiento poblacional, se está agotando y la tasa de inversión ya es elevada si se compara con la media de la OCDE. Por lo que surge la necesidad de impulsar la productividad, que vale la pena mencionar, se ha quedado virtualmente inalterada en los últimos 30 años en Colombia a juzgar por métricas como el producto industrial por trabajador. Con ella impulsar el crecimiento con una inflación contenida y poder seguir avanzando en la reducción de la pobreza y el acceso a las oportunidades para los colombianos.

2. Economía global: se mantiene el ritmo de crecimiento, pero se intensifica el riesgo proteccionista

La economía global se encuentra sometida a fuerzas divergentes. Los nuevos estímulos fiscales aprobados por la administración estadounidense llevarán a prolongar el buen momento cíclico de la economía mundial, favorecido hasta ahora por niveles de confianza elevados y el tono positivo de la actividad industrial y del comercio internacional, que benefician también a China y Europa. Por otro lado, la mayor vulnerabilidad que ese mismo estímulo fiscal genera en las cuentas públicas americanas, unida a unos mercados financieros que previsiblemente estarán sometidos a un entorno de mayor volatilidad que en 2017, hacen que el escenario sea más incierto. A ello se une la aceleración de la retórica proteccionista en EE.UU., que ha empezado a materializarse en medidas concretas. Todo ello en un entorno de normalización de políticas monetarias tras años de estímulos extraordinarios, que también puede generar dudas adicionales.

El crecimiento global se ha mantenido estable a principios de 2018 (Gráfico 2.1), con mayor dinamismo en economías emergentes y algunos signos de moderación en países desarrollados. Los datos conocidos de los primeros dos meses del año sugieren que el crecimiento global del primer trimestre se ubicaría en niveles similares al promedio del 2017 (1% trimestral). Este crecimiento se ve favorecido, en primer lugar, por el buen desempeño del comercio mundial, que se aceleró significativamente, en especial las exportaciones de las economías emergentes, y en particular -en febrero- los países asiáticos (principalmente China e India). Un segundo factor es la sólida expansión de la producción industrial, también en especial en los países emergentes.

Probablemente la mayor novedad en los últimos tres meses en el entorno global ha sido el estímulo fiscal aprobado en EEUU en febrero. Este debería tener un efecto moderado en el crecimiento a corto plazo (ya que la economía estadounidense se encuentra ya muy cerca del pleno empleo) y podría ejercer una presión al alza sobre los tipos de interés (en plena normalización de la Fed). Por todo ello, estimamos que tendrá un efecto multiplicador pequeño sobre la actividad (de alrededor del 0,4), que supondría una revisión al alza en el PIB de alrededor de entre 0,2 y 0,3pp tanto en 2018 como en 2019.

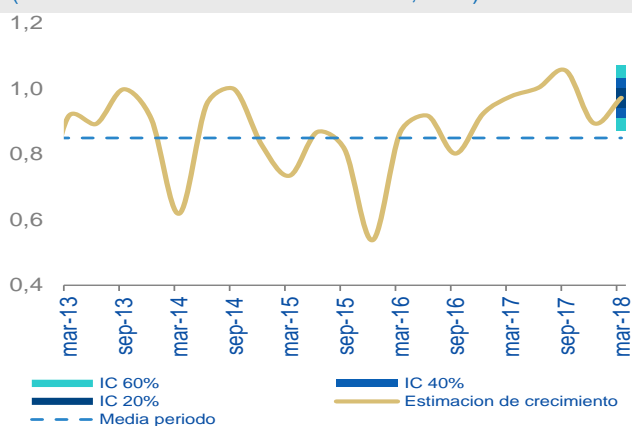
Dicho esto, en el corto plazo el impulso fiscal de EE.UU. puede prolongar el ciclo expansivo a nivel global, alargando la recuperación cíclica y redundando en un aumento de la demanda a nivel mundial. No obstante, dicho efecto se verá compensado en nuestro escenario por el aumento de la volatilidad a nivel global o por el resurgimiento una mayor incertidumbre política en algunas áreas, así como por el posible efecto negativo de la incertidumbre asociada a las medidas proteccionistas.

Tras un año 2017 dominado por el optimismo y la toma de riesgo en los mercados financieros, en el primer trimestre del año se aprecia un tono más cauto. Por un lado, las condiciones financieras, que han sido muy acomodaticias, han empezado a ajustarse. Y, sobre todo, el entorno de volatilidad, que ha sido inusualmente bajo, parece estar transitando hacia un régimen más "normal" (mayores y posiblemente más persistentes choques de volatilidad), al tiempo que la política monetaria se normaliza. En particular, para la Fed, esperamos que el proceso se acelere un poco (cuatro subidas de los tipos de referencia de 25 pb cada una en 2018, frente a las tres subidas previstas anteriormente) tras el impulso fiscal. Además, los tipos de interés de largo plazo están consolidándose en niveles más elevados, sobre todo en EE.UU. por el mayor crecimiento y el deterioro fiscal, que implica mayores necesidades de financiación y añade una prima de riesgo a la financiación del Tesoro norteamericano.

Por otro lado, el episodio de volatilidad de principios de febrero, que provocó una fuerte corrección de las bolsas en países desarrollados, ha tenido por ahora poco traslado a otro tipo de activos. Todo ello ha contribuido a elevar nuestro indicador de tensiones financieras tanto en economías desarrolladas como en emergentes (Gráfico 2.2).

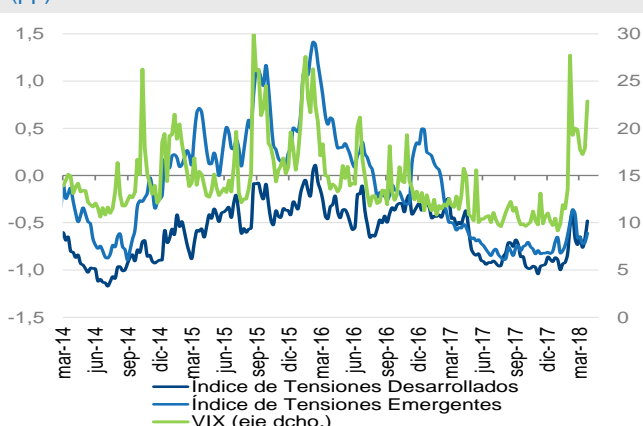
En este entorno, mantenemos las previsiones de crecimiento global en 3,8% para el periodo 2018-19. No obstante, esto supone una corrección al alza en las perspectivas de crecimiento tanto para EE.UU. como para la Eurozona, que son compensados por un leve menor impulso en economías emergentes, en especial Sudamérica.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Índice BBVA de tensiones financieras y VIX (pp)



Fuente: BBVA Research a partir de EPFR

En China mantenemos nuestras previsiones de crecimiento en 6,3% y 6,0% para 2018-19. La mayoría de los datos recientes muestran que se mantiene el impulso tanto de la demanda interna como de las exportaciones. La confirmación de la línea de política económica que combina una política monetaria prudente con una política fiscal expansiva, junto a la aprobación de medidas restrictivas de regulación financiera nos hacen ser algo más optimistas sobre los riesgos domésticos asociados a la economía china.

En el caso de EE.UU., las cifras positivas de actividad y comercio exterior de los últimos meses se suman a los efectos mencionados de corto plazo de una política fiscal más expansiva, que combina tanto reducciones de impuestos aprobadas en diciembre (ya incorporadas en nuestras previsiones anteriores) como el nuevo estímulo fiscal. Con todo ello, el crecimiento para EE.UU. se estima en un 2,8% tanto en 2018 como en 2019 (lo que supone una revisión al alza de 0,2pp y 0,3pp, respectivamente). En Europa, las sólidas cifras de exportaciones e inversión fija en el último trimestre, sumado a un consumo privado resiliente, nos hacen mantener la previsión de crecimiento para la Eurozona (revisada ligeramente al alza hasta un 2,3% en 2018). Para 2019, seguimos proyectando una moderación de la actividad, con una expansión en torno al 1,8%, dado un cierto agotamiento en el impulso cíclico, ya anticipado por los indicadores adelantados.

Los riesgos globales en China se moderan, pero aumentan en EEUU, especialmente el proteccionismo

Los riesgos en torno a nuestro escenario global han crecido por las amenazas proteccionistas, materializadas en la subida de aranceles por parte de EEUU y la respuesta China. Aún cuando el impacto de las medidas adoptadas hasta el momento sobre la actividad global sea reducido se eleva la incertidumbre sobre una posible escalada de las restricciones comerciales entre las principales áreas económicas que termine retrayendo la inversión a nivel global. Otras fuentes de incertidumbre residen en la normalización de las políticas monetarias, en particular una salida más rápida de lo previsto por parte de la Fed que no vaya asociada a un mayor crecimiento sino a una aceleración inesperada de la inflación. Por otro lado, el riesgo ligado a un ajuste brusco de la economía china ha disminuido en cierto modo, tras las medidas aprobadas a raíz del congreso del PCCh en octubre y las señales de contención progresiva del endeudamiento.

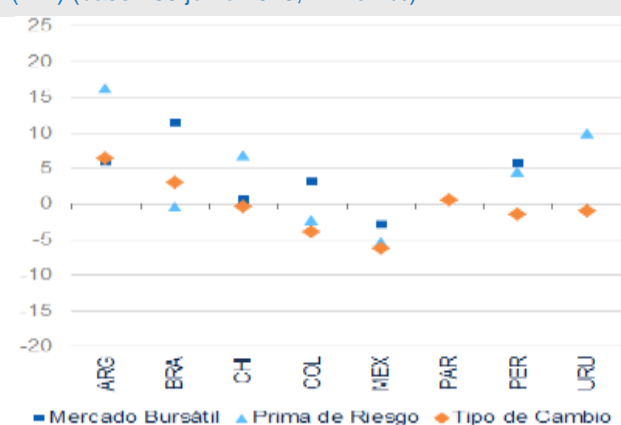
Mercados financieros latinoamericanos: resistencia frente al aumento de la volatilidad en los mercados desarrollados

A pesar del aumento de las tensiones financieras a nivel global destacado en la sección anterior y de factores locales como el ruido político generado en países como Perú, Colombia, México y Brasil y la preocupación sobre el efecto en México de la renegociación del Tratado de Libre Comercio de la América del Norte (TLCAN), el tono de los mercados financieros en América Latina no ha sido en especial negativo en lo que va de año (Gráfico 2.3).

En efecto, en muchos mercados se han registrado ganancias en los precios de los activos financieros en lo que va de año. Es el caso de la mayoría de los mercados bursátiles y cambiarios de la región. Con respecto a los primeros, la principal excepción es México, cuya bolsa de valores cayó casi 3% desde el inicio del año hasta ahora, borrando parte del aumento de 8% registrado en 2017. Con respecto a los tipos de cambio, contrastan con la dinámica en general positiva de las divisas de la región el peso argentino y el real brasileño. En un entorno de mayor volatilidad en los mercados globales y elevada necesidad de financiación externa, la divisa argentina acumula una depreciación de 6% en 2018 principalmente debido a la preocupación sobre una posible mayor tolerancia de las autoridades locales con respecto a la inflación tras el ajuste al alza de las metas de inflación en diciembre de 2017. En el caso del real brasileño, que se ha depreciado 3% en lo que va de año, han pesado negativamente el ruido político, en un entorno en que las elecciones presidenciales empiezan a dominar la agenda política, y la falta de medidas significativas para resolver el problema fiscal.

Asimismo, la relativa resistencia de los activos financieros de la región ha sido apoyada por factores como la progresiva consolidación de las perspectivas de recuperación de la actividad económica y los precios de las materias primas. Con respecto a este último factor, el precio del petróleo registra una subida de 2% en lo que va de año tras aumentar 18% en 2017, mientras que el de la soja acumula una expansión de 8% en 2018 que compensa la caída de 4% registrada el año pasado. El precio del cobre, otra de las materias primas particularmente importantes para los países de la región, presenta este año una corrección a la baja (-5%), pero se mantiene en niveles relativamente elevados después de haberse incrementado en más de 30% durante 2017 (Gráfico 2.4). De una manera general los precios de las materias primas se están apoyando en una demanda global relativamente robusta, así como en algunos factores de oferta (principalmente en el caso de la soja, por la perspectiva de fuerte caída de la producción en Argentina por efectos climáticos negativos) y financieros (reciente depreciación del dólar, que beneficia principalmente el precio del petróleo, y posicionamiento de los agentes no-comerciales en los mercados financieros en el caso del cobre).

Gráfico 2.3 Principales índices de bolsa y volatilidad* (VIX) (base 100 junio 2015, VIX en %)



* Variaciones entre el 31 de diciembre de 2017 y el 05 de abril de 2018.
 Tipo de cambio: moneda local/dólar. En este caso, aumentos indican depreciaciones. Prima de riesgo país: EMBI.
 Fuente: Haver Analytics, Datastream y BBVA Research

Gráfico 2.4 Precios de materias primas (base 100 = xcccc)



Fuente: BBVA Research

Hacia delante, lo más probable es que la volatilidad en los mercados financieros globales y la reducción gradual del apetito por activos de países emergentes en la medida que se vayan ajustando al alza los tipos de interés en los países desarrollados sigan limitando las ganancias en los mercados financieros de la región. Además, los precios de las materias primas probablemente no serán tan favorables en los próximos años como lo han sido en los primeros meses de 2018, aunque se mantendrán en niveles ligeramente superiores a los que anteriormente anticipábamos, al menos en el caso de soja y del cobre (el primero por un deterioro de las perspectivas sobre la oferta y el segundo principalmente por el mayor crecimiento global). Por fin, hay que destacar que en muchos países se realizarán elecciones presidenciales este año (Colombia en mayo, México en julio y Brasil en octubre), lo que debe aumentar la volatilidad de los mercados locales.

Hacia delante, los tipos de cambio se depreciarán gradualmente ante subida de tipos de interés en EEUU

Tomando en cuenta lo anterior, esperamos que en general las divisas de la región se deprecien en términos nominales hacia delante (gráfico 2.5 y tablas de previsiones en la sección 3). Sin embargo, principalmente debido a la revisión alcista en nuestras previsiones de las materias primas, ahora esperamos que los tipos de cambio de Chile, Colombia, Paraguay, Perú y Uruguay converjan a niveles menos depreciados que los anteriormente previstos (para detalles sobre nuestras proyecciones anteriores, véase nuestro [Situación Latinoamérica del primer trimestre](#)). En contraste, ahora esperamos que el peso argentino y el peso mexicano se mantengan en los próximos meses en niveles más depreciados de lo que preveíamos antes. En el primer caso, incorporamos a nuestra senda esperada el efecto de las mayores presiones inflacionarias y del mayor déficit en cuenta corriente. En el segundo caso, ahora vemos un peso más débil en 2018, lo que se explica por los riesgos políticos y de renegociación del TLCAN, pero mantenemos en nuestro escenario base la suposición de que dichos riesgos no se materializarán y que por lo tanto el tipo de cambio se apreciaría significativamente en 2019.

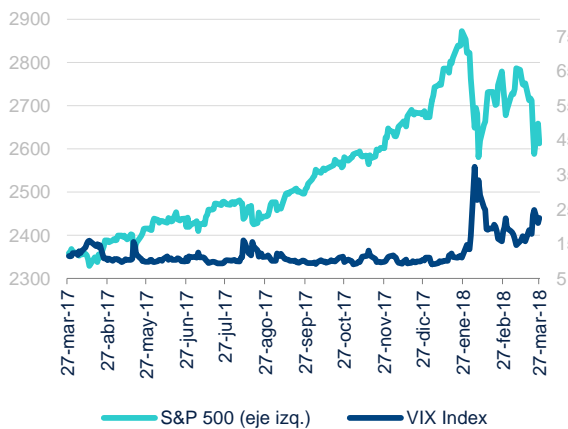
3. Transitando hacia los equilibrios macroeconómicos de largo plazo

La volatilidad da señales de vida en los mercados internacionales, aun cuando localmente el impacto ha sido limitado

En lo corrido del año, los mercados de capitales globales han mostrado fuertes movimientos, indecisos entre los beneficios del mayor crecimiento global y la política fiscal expansiva de Estados Unidos y los riesgos de los desbalances que estas políticas pueden crear y la respuesta en la política monetaria global. Así, las primeras semanas del año fueron muy positivas para los activos emergentes, centrados en la abundancia de la liquidez, una política gradual de retiro de estímulos y los mejores rendimientos con riesgos acotados que ofrecían estos mercados.

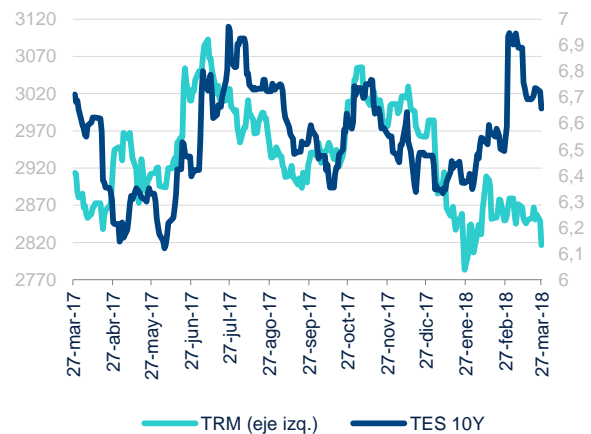
Rápidamente los mercados reconocieron los riesgos implícitos de este contexto, y ante la primera evidencia de un posible recalentamiento económico, procedieron a materializar una venta significativa. Este evento lo obtura un reporte de incremento salarial mayor a la media de los últimos años y su efecto sobre la expectativa de un incremento más acelerado de tasas en EE.UU. que se tradujo en un tesoro americano perdiendo rápidamente valor y una preferencia subsiguiente por activos refugio, en este caso en Japón y Europa, especialmente. A pesar de estos fuertes movimientos, los mercados han retornado a un estado más tranquilo, aun cuando no logran los niveles previos al evento de riesgo, quizás como una señal de la mayor sensibilidad actual ante este tipo de fluctuaciones (Gráfico 3.1.).

Gráfico 3.1 VIX y S&P500 (índice)



Fuente: BBVA Research con datos Bloomberg

Gráfico 3.2 Tasa de cambio diaria y tasa de retorno de los TES a 10 años (pesos por dólar, %)



Fuente: BBVA Research con datos Bloomberg

En el caso de Colombia, como en la mayoría de mercados emergentes, los efectos se sintieron especialmente en la tasa de cambio, con una volatilidad para el primer trimestre entre 2783 y 2941 pesos por dólar (Gráfico 3.2.), y algo en el mercado accionario, que había logrado avances positivos en lo corrido del año de 5,8% (en el índice Colcap) hasta antes del evento de riesgo y retrocesos luego de ello de -8,9%. Aun así, el impacto fue contenido, en buena medida porque siguió habiendo un amplio apetito por bonos locales con entradas de inversionistas de portafolio por 1586 millones de dólares en los primeros dos meses del año y un movimiento menos marcado de las tasas locales, como en emergentes, que en las referencias internacionales, en parte también favorecido por unas

materias primas con precios favorables. Parte de la resistencia que mostraron los papeles locales se debió a la fuerte caída en la inflación que mejoró el retorno real de la deuda pública y aumentó el apetito por parte de los inversionistas locales.

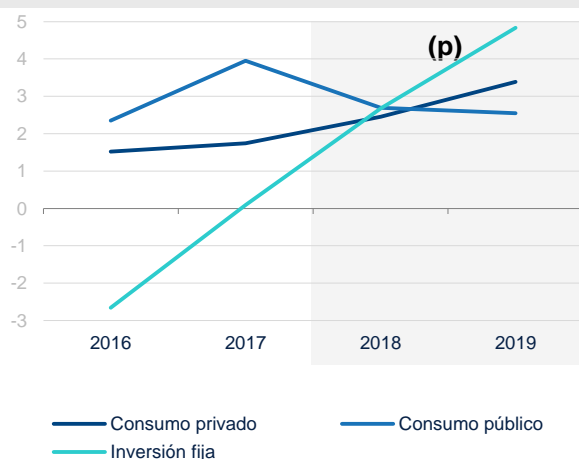
Hacia adelante, los mercados seguirán muy de cerca el comportamiento de la política monetaria en EE.UU. especialmente, con lo cual esperamos un menor apetito por la deuda local en la medida que las tasas de política y de la deuda americana continúen ascendiendo. Algo de este comportamiento debe evidenciarse en un incremento en la prima de riesgo y en el tipo de cambio.

Más gasto privado en 2018 y 2019

En 2017 la economía colombiana creció 1,8%, completando al menos dos años consecutivos por debajo del crecimiento potencial, pese a que éste último se redujo desde el choque petrolero. En la sección 4 de esta publicación analizaremos con más detalle el crecimiento potencial de la economía, sus implicaciones y exigencias de mejora. El año pasado se destacó el significativo aporte positivo del gasto público, el cual, por sí solo, contribuyó con medio punto porcentual al crecimiento. Los demás componentes de la demanda interna, en su mayor parte de procedencia privada, crecieron por debajo del PIB total, reflejando la debilidad del gasto privado en la primera mitad del año y la recuperación aún gradual y no consolidada del consumo de los hogares y la inversión de las empresas a lo largo del año (Gráfico 3.3).

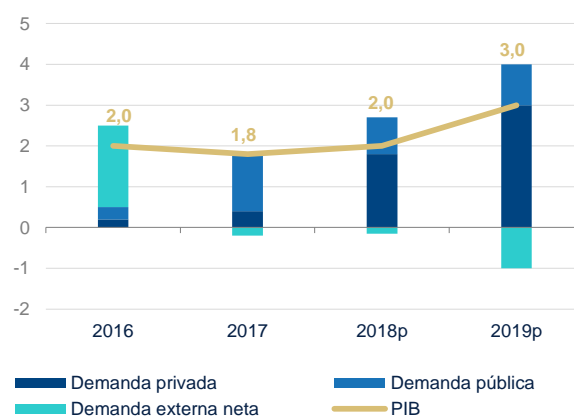
Este año, la actividad económica continuará con su proceso de recuperación, aunque lento en la primera mitad del año y dinamizándose con el avance del año. En total, el crecimiento se ubicará en 2,0%, una cifra que es marginalmente superior a la observada en 2017, pero con una diferencia fundamental. Esta vez, el crecimiento de la demanda privada sí se ubicará por encima de la expansión del PIB, impulsándolo, y el gasto público perderá dinamismo (Gráfico 3.4). Para 2019 esperamos una aceleración del crecimiento hasta el 3% (Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3 Componentes de la demanda interna (Variaciones anuales, %)



Fuente: BBVA Research con datos DANE

Gráfico 3.4 Previsiones de crecimiento y contribuciones por tipo de demanda (Contribución a la variación anual, %)



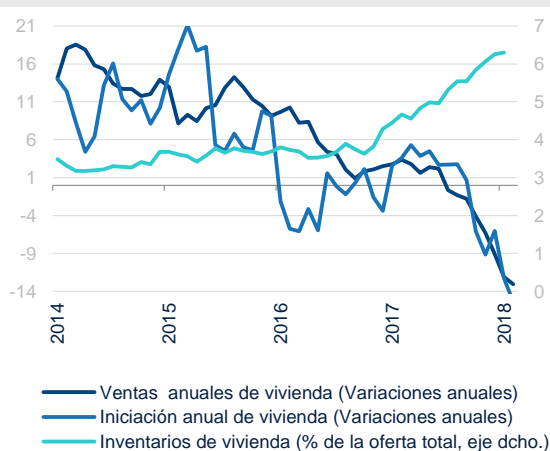
Fuente: BBVA Research con datos DANE

En cuanto a la dinámica durante el año 2018, la velocidad será diferencial. En el primer semestre habrá un ritmo más moderado y similar al de 2017. En la segunda mitad, una mayor expansión, gracias a un mejor comportamiento del sector de edificaciones y a una mejora más marcada en la confianza de la economía.

En primer lugar, la inversión en edificaciones caerá durante los dos primeros trimestres del año, tal como lo anticipan las menores iniciaciones de obras (en metros cuadrados) durante el año 2017. La recuperación en las ventas de vivienda que ya se evidencia al comienzo del año, aunque aún restringida a las viviendas de bajo valor, podrá ser satisfecha con los inventarios terminados y las obras que ya están en construcción. Sólo después de mitad de año, cuando las existencias vuelvan a sus niveles de equilibrio y las ventas de vivienda de medio y alto valor también crezcan, los constructores iniciarán nuevos proyectos de construcción de vivienda a una mayor velocidad y frecuencia. No obstante, la iniciación de obras no residenciales, como locales comerciales, oficinas y demás, seguirá lenta hasta el final del año y contribuirán en mayor medida al crecimiento después de 2019 (Gráfico 3.5).

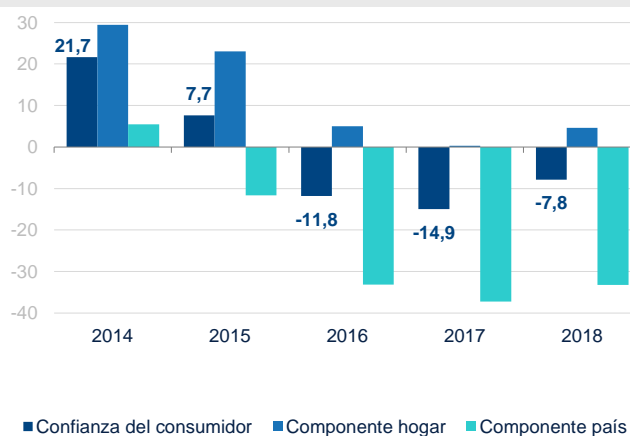
En segundo lugar, la confianza de los hogares y las empresas ha venido teniendo comportamientos muy erráticos, con una tendencia de mejora pero no definitiva. La negativa valoración actual y futura del comportamiento económico del país es el principal escollo en el caso de la confianza de los hogares. Aunque éstos tienen una mejor valoración de las condiciones específicas del hogar, que ya está en niveles positivos, no ha sido suficiente para compensar la desconfianza en las variables del país (Gráfico 3.6). Por otra parte, para los industriales, la baja demanda esperada y el bajo volumen de pedidos actuales parecen explicar su baja confianza que, aunque ligeramente positiva, se ubica por debajo de su promedio histórico desde que se mide en 1980.

Gráfico 3.5 Indicadores líderes del sector de construcción de vivienda (variaciones anuales del acumulado anual y % de la oferta)



*Datos observados a febrero del 2018.
Fuente: BBVA Research con datos DANE y CAMACOL.

Gráfico 3.6 Confianza de los hogares y sus dos principales componentes (Balance de respuestas, promedio anual para 2014-2017 y último dato para 2018)



*Datos observados a febrero del 2018.
Fuente: BBVA Research con datos Fedesarrollo

La inversión: el principal impulso de la demanda interna

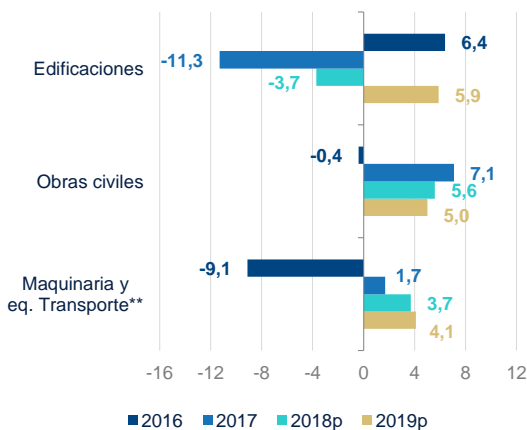
En 2017, el crecimiento de la inversión fue impulsado por el gasto en obras civiles y, en menor medida, en maquinaria y equipo. Al contrario, se presentaron sendas reducciones en el gasto en equipo de transporte y en edificaciones.

Este año y en 2019, el impulso a la inversión será más extendido (Gráfico 3.3.). Dentro de la inversión privada, la recuperación será más relevante en la maquinaria y equipo, lo cual explicará la mayor parte de la aceleración de la inversión total. Será muy importante para ello el mayor gasto desde las empresas petroleras. Desde finales de 2017 habían acelerado sus procesos de inversión gracias al incremento del precio del petróleo y esperamos continúe por la misma razón. Asimismo, el mejor balance de la industria manufacturera y su progresivo cierre de la brecha de capacidad instalada incentivará más inversiones desde este sector. Así mismo, el buen comportamiento

de este sector y la recuperación del comercio exterior también impulsarán al alza, de nuevo, la inversión en equipo de transporte.

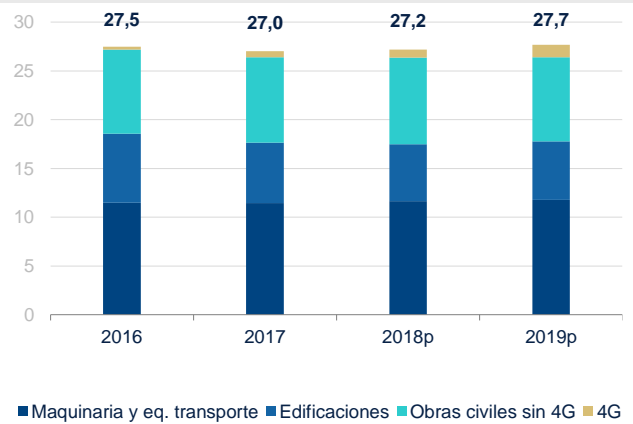
Por otra parte, seguirá siendo importante el aporte de la construcción de las obras civiles el cual, aunque desacelerará su tasa de expansión respecto a 2017, tanto en 2018 como en 2019, tendrá una cifra de crecimiento que superará ampliamente el resultado del PIB (Gráfico 3.7). Como en maquinaria y equipo, la inversión de las mineras y petroleras en infraestructura productiva será esencial para que esta inversión siga en cifras elevadas. También será importante el mayor gasto de los gobiernos regionales y locales de los recursos de las regalías y en carreteras de orden territorial, lo cual terminó 2017 con fuertes crecimientos y esperamos que se mantengan en 2018. Finalmente, la ejecución de las obras de infraestructura de cuarta generación seguirá creciendo en los próximos dos años, si bien mantenemos nuestra postura de que el ritmo de avance de las mismas será más lento que el esperado en el proyecto original, tanto en número de concesiones como en velocidad de ejecución, por los retrasos en los cierres financieros y los costos reputacionales de algunas investigaciones en marcha (Gráfico 3.8).

Gráfico 3.7 Crecimiento de los componentes de la inversión (variación anual, %)



** Incluye inversión en servicios y agricultura (3,2% del total de la inversión)
Fuente: BBVA Research con datos DANE

Gráfico 3.8 Tasa de inversión por tipo (% PIB)



Fuente: BBVA Research con datos DANE

El consumo de los hogares también se recuperará gradualmente y el gasto público se desacelerará.

La recuperación del consumo privado, especialmente en su componente de bienes durables y servicios, estará ayudado por la mejora en las condiciones financieras de los hogares (menores tasas de interés e inflación), la estabilización del ingreso promedio de los hogares después de su caída posterior al choque petrolero, la devaluación del tipo de cambio y su impulso al consumo de servicios domésticos y el repunte de la actividad económica en general.

Mientras tanto, el gasto público se desacelerará por los ajustes fiscales en el Gobierno Central, necesarios para cumplir la regla fiscal, y la vigencia de la Ley de Garantías Electorales hasta junio. Aun así, el gasto del gobierno aún se mantendrá con una expansión superior a la del PIB, pero ahora con una contribución menor. En parte, el impulso al gasto público vendrá de las regiones descentralizadas (municipios, gobernaciones), pues se encuentran

en el tercer año de sus gobiernos, el cual se caracteriza por tener una mayor ejecución con respecto a sus años previos, especialmente en la segunda parte del año.

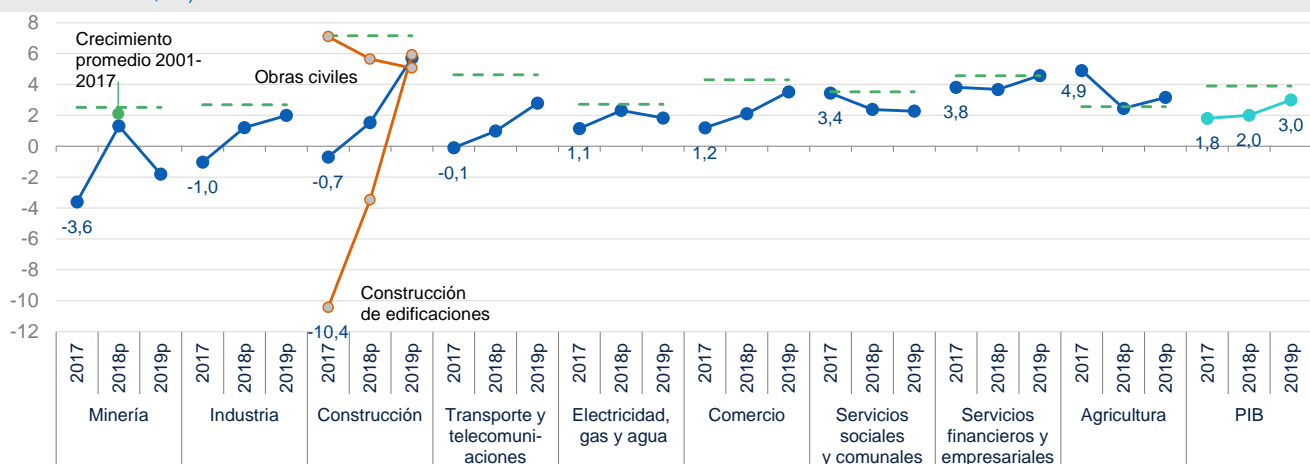
En 2019 el consumo de los hogares continuará con su recuperación y seguirá impulsado por el grupo de bienes durables y por el sector servicios. La inversión crecerá más homogéneamente entre sus componentes, incluyendo en ese momento al sector de edificaciones en el lado positivo. Finalmente, por primera vez desde 2011, el consumo público crecerá por debajo del PIB, haciendo que sea más marcado el liderazgo del PIB desde el lado de la demanda privada (Gráfico 3.4).

Finalmente, aunque el aporte de la demanda externa neta (exportaciones menos importaciones) seguirá siendo negativo al crecimiento (-0,1 puntos porcentuales), restará menos a la variación del PIB que en 2017 (-0,2 puntos). Esto se debe al repunte del crecimiento mundial y, en particular, de nuestros principales socios comerciales, que impulsará al alza las exportaciones y a la dinámica aún lenta de las importaciones.

La mayoría de sectores se acelera en 2018 y 2019

Por sectores, el mejor desempeño económico será casi generalizado en 2018 y 2019 gracias a la aceleración que esperamos de la demanda interna y al buen comportamiento del crecimiento global. Las excepciones serán el sector agropecuario, que viene de un excelente desempeño en 2017 gracias a una oferta fortalecida luego del fenómeno de “El Niño” de 2016 y a los programas para el sector del gobierno que llevaron a un incremento significativo de las siembras y record en algunos productos como el arroz y la palma; y a los servicios sociales y comunales que deben ajustar su tasa de crecimiento por el ciclo político nacional y la necesidad de austeridad por parte del gobierno central, y la construcción de edificaciones, que en 2018, como lo explicamos arriba, tendrá comportamiento un negativo (Gráfico 3.9.).

Gráfico 3.9 Comportamiento del PIB sectorial
(Variación anual, %)

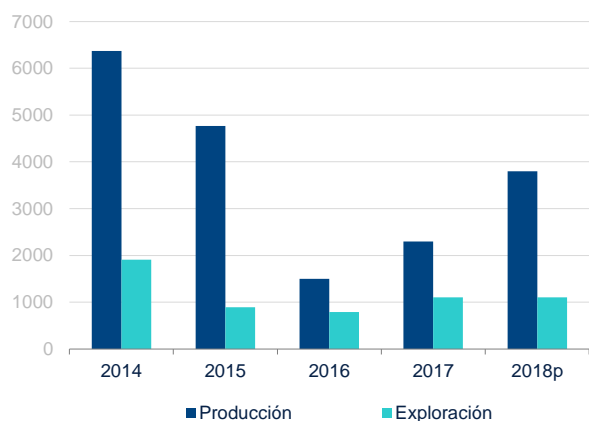


Fuente: BBVA Research con datos DANE

Queremos llamar la atención sobre la minería. Este sector tendrá la mayor aceleración entre todos los sectores en 2018, pasando de crecer -3,6% en 2017 a 1,4% en 2018. A pesar que el crecimiento del sector no será fuerte en 2018, dejará de ser el lastre de la economía, como lo fue en los últimos años, especialmente en 2016, cuando el sector se contrajo 7,0%. La inversión del sector viene en aumento desde 2016, sin embargo, sus niveles siguen bajos y a corto plazo no superarán a los de 2014. La caída en la inversión en Colombia fue muy fuerte si se le compara con la caída que hubo a nivel internacional y los esfuerzos en inversión que realiza el sector se están

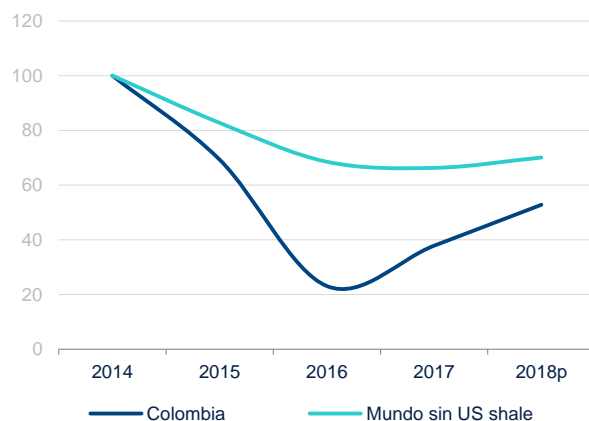
orientando en un porcentaje alto a mantener la producción y menos a nuevas exploraciones. Por esa razón, creemos que la producción de crudo tenderá a reducirse en el mediano plazo y en ese sentido vemos una caída en la producción de crudo de cerca de 1,8% en 2019.

Gráfico 3.10 Inversión para producción y exploración en Colombia (millones de dólares)



Fuente: BBVA Research con datos de la Asociación Colombiana de Petróleos

Gráfico 3.11 Inversión en producción y Colombia vs. Mundo (índice)

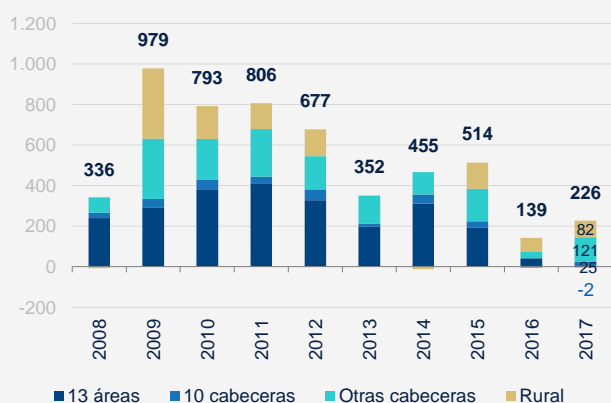


Fuente: BBVA Research: con datos de la Asociación Colombiana de Petróleos

Recuadro: El campo y las ciudades pequeñas le dan la mano al empleo nacional

Desde el inicio del milenio las 13 áreas metropolitanas habían liderado el crecimiento del empleo aportando, en la mayoría de años, al menos cerca de la mitad del empleo creado en el país. Esta regularidad se interrumpió en el ciclo reciente de desaceleración, finalizando en 2017 con una destrucción de empleo en las 13 áreas y una creación en el sector rural y las ciudades más pequeñas. A pesar de esta dinámica en las grandes ciudades, en 2017 se alcanzó un crecimiento en el empleo nacional de 226 mil personas, superior al registrado en 2016 de 139 mil empleos, uno de los más bajos desde 2007, cuando aumentó en 211 mil. En 2017 los municipios más pequeños¹ y las zonas rurales contribuyeron con el 90% del aumento de la ocupación nacional.

Gráfico R.1 Creación de empleo nacional según área (2008-2017, miles de empleos)



Fuente: BBVA Research con datos DANE

Gráfico R.2 Tasa de desempleo nacional y 13 ciudades (% de la fuerza laboral)



Fuente: BBVA Research, con datos DANE

Este comportamiento divergente en la creación de empleo, generó un distanciamiento en las tendencias del desempleo a nivel urbano y total nacional. La tasa de desempleo urbana o de 13 áreas se ubicó en 10,6% a finales de 2017 con un incremento de 0,6 pp., mientras que el desempleo nacional se ubicó en 9,4% incrementándose 0,2pp.

Cuadro R.1 Creación de empleo sectorial y por área (miles de empleos y % del empleo creado)

| | 13 ciudades | | 10 ciudades | | Pequeñas ciudades | | Rural | | Total | |
|---|-------------|----------------|-------------|----------------|-------------------|----------------|---------|----------------|---------|----------------|
| | empleos | % empleo total | empleos | % empleo total | empleos | % empleo total | empleos | % empleo total | empleos | % empleo total |
| Agropecuario | -4 | -2 | 1 | 0 | 24 | 11 | 138 | 61 | 159 | 70 |
| Industria | -20 | -9 | 9 | 4 | 57 | 25 | 40 | 18 | 86 | 38 |
| Actividades inmobiliarias | 55 | 24 | 4 | 2 | 33 | 14 | -7 | -3 | 85 | 37 |
| Transporte | 18 | 8 | 1 | 0 | 27 | 12 | 16 | -7 | 29 | 13 |
| Construcción | 2 | 1 | -2 | -1 | -19 | -8 | -9 | -4 | -28 | -12 |
| Comercio, hoteles y restaurantes | -51 | -22 | 3 | 1 | 5 | 2 | -56 | -25 | -98 | -43 |
| Otros | -2 | -1 | 10 | 4 | -7 | -3 | -8 | -3 | -7 | -3 |
| Total | -2 | -1 | 25 | 11 | 121 | 53 | 82 | 36 | 226 | 100 |

Fuente: BBVA Research con datos DANE

1: Hace referencia a las ciudades que el DANE denomina otras cabeceras.

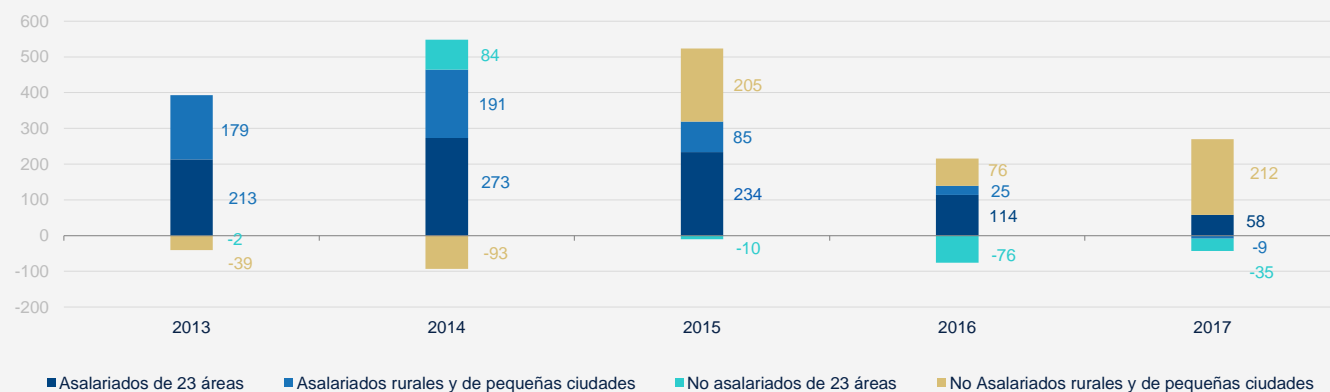
En buena medida, la divergencia entre el comportamiento del empleo urbano y nacional se sustentó en el fuerte impulso del agro, que representó el 70% del incremento del empleo nacional con 159 mil empleos (x%), concentrados en el sector rural y en pequeñas ciudades [Cuadro R.1]. Este fenómeno pudo haber estado explicado por el buen desempeño del sector en 2017, por los avances del post-conflicto y por las políticas públicas que incentivaron nuevas siembras. Un segundo sector significativo en la creación de empleo nacional fue la industria, participando con 86 mil empleados (38% del empleo creado).

A nivel urbano o de las 13 ciudades, la rama con mayor creación de empleo fue la de actividades inmobiliarias con 55 mil empleos (24% del total). Su buen desempeño, junto con el del sector transporte, permitió compensar la destrucción de empleo en el comercio (51 mil empleos) y en la industria (20 miles de empleos). Contribuyendo así la destrucción de 2 mil empleos durante el 2017.

La descomposición de la creación de empleo según posición ocupacional nos da más luces acerca del tipo de empleo que se está creando a nivel nacional. En 2017 el 94% del empleo creado fue no asalariado en el área rural y las pequeñas ciudades (212 mil de los 226 mil empleos creados). El dinamismo en la creación de este tipo de empleo inició recientemente en 2015 y genera cierta incertidumbre porque tradicionalmente tiene un componente informal muy alto (por ejemplo, en las 13 grandes ciudades más del 80% de estos empleos son informales)

Lo anterior puede enviar un mensaje de menor productividad del trabajo creado el año pasado. Por ejemplo, los trabajadores informales son menos educados que los formales (a nivel de 23 ciudades, sólo 72% de los informales cuenta con educación secundaria o superior frente al 90% de los formales a nivel de las 23 ciudades) y suelen trabajar en condiciones menos favorables (33% de los informales trabajan en un sitio fijo frente a 80% de los formales a nivel de las 23 ciudades).

Gráfico R.3 Creación de empleo nacional según área y tipo de dependencia laboral (miles de ocupados)



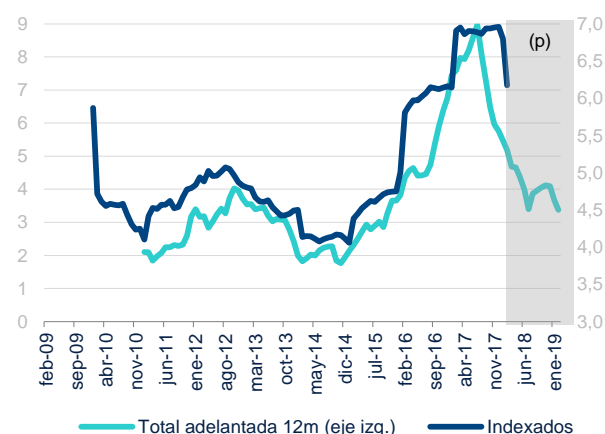
Fuente: BBVA Research con datos DANE

Así las cosas, la resiliencia del desempleo nacional en 2017, asociada a la creación de empleo en zonas rurales y pequeñas ciudades, es una muy buena noticia pero puede estar escondiendo un deterioro en la calidad del mismo que tenga impacto en la productividad. Sin embargo, en el tránsito actual del aparato productivo hacia nuevas oportunidades de crecimiento, centradas en buena medida en el agro, turismo y agroindustria resulta necesario acompañar estos crecimientos de mayor formalidad y mayor productividad.

La mayoría de choques que aceleraron la inflación se han diluido, con ello la inflación se aproxima a la meta

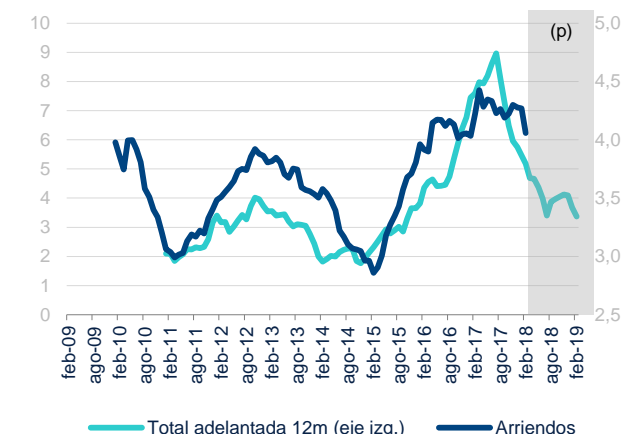
En el contexto de una demanda aún débil y habiéndose diluido los efectos del incremento del IVA sobre varios productos del IPC, la inflación en lo corrido de 2018 ha cedido significativamente. Esta reducción de la inflación se ha concentrado especialmente en la inflación de alimentos (1,0% a/a en marzo) y de bienes transables (1,8% a/a en marzo) ayudada en el bajo nivel del tipo de cambio en lo corrido del año. Hacia adelante, esperamos que la inflación de los no transables (4,8% a/a a marzo) se enfríe gracias al descenso en la inflación de arrendamientos y de algunos servicios indexados, cuyos precios se actualizarán con una inflación que viene en descenso desde 2016 (Gráficos 3.12 y 3.13). Los regulados (6,0% a/a a marzo) también ayudarán a disminuir la inflación: los precios de los combustibles no deberían subir a la misma velocidad del 2017, cuando el precio del petróleo registró un incremento mayor que el anticipado para 2018 y se mitigaría parcialmente con el menor tipo de cambio; así mismo se espera una disminución en la tarifa de aseo y alcantarillado en Bogotá que servirá para compensar los alzas en las tarifas de distribución de energía que se verán en algunas ciudades a lo largo de este año.

Gráfico 3.12 Inflación total y de indexados (variación anual, %)



Fuente: BBVA Research con datos DANE

Gráfico 3.13 Inflación total y de arriendos (variación anual, %)



Fuente: BBVA Research con datos DANE

En total, esperamos que la inflación siga descendiendo hasta unas tasas mínimas a mitad de este año cercanas al 2,9%. A partir de este momento la inflación se estabilizará y terminaría el 2018 en una tasa cercana al 3,1%. Para 2019, con una economía que seguirá creciendo por debajo de su potencial, y con la actualización del costo de algunos servicios (arriendos y educación) a unos niveles de inflación más bajos que seguirán la dinámica de los gráficos 3.12. y 3.13., creemos que la inflación terminaría el año en una tasa cercana a 2,8% a/a.

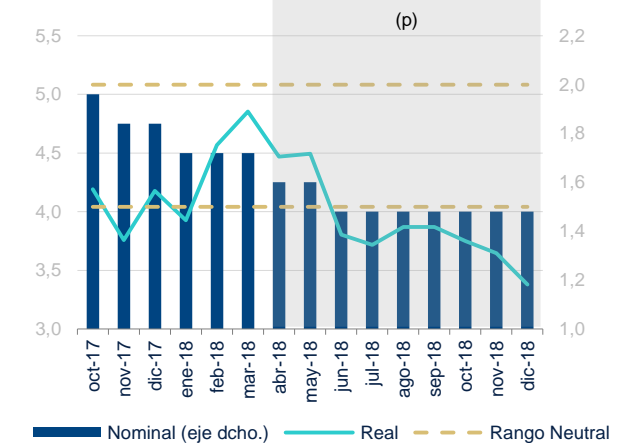
La tasa de política monetaria es ligeramente expansiva, habría algo de espacio para reducirla si la inflación continúa cediendo como se anticipa

El nivel actual de la tasa de política (4,5% al cierre de este informe) es ligeramente expansionista según el Emisor. En nuestros cálculos se encuentra en la parte alta del rango neutral debido a que tenemos una menor inflación esperada que el Emisor. Hacia adelante, gracias al buen comportamiento de la inflación, especialmente de la básica que desde comienzos del año ha mostrado una tendencia bajista significativa y esperamos converja en torno al 3,0% este año (ya se encuentra por debajo de lo anticipado por el Emisor), en conjunto con un débil cierre de actividad en 2017 y la perspectiva de una recuperación lenta en la primera mitad de 2018, consideramos que el Banco Central podría realizar alguna rebaja adicional de su tasa de política. En parte para evitar que su

postura ligeramente expansionista actual (según sus cálculos) se diluya sin haber logrado todo su aporte en la reactivación de la economía.

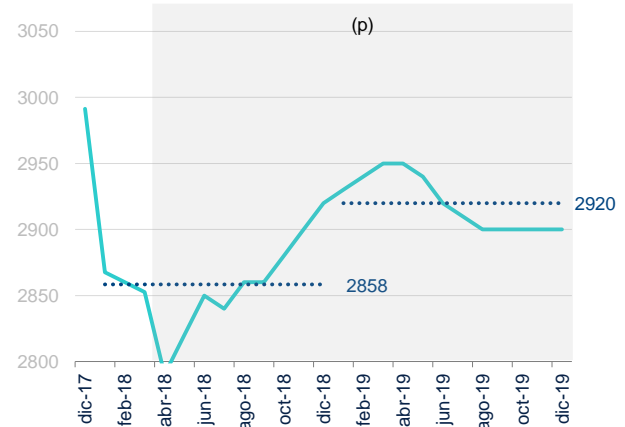
Ahora bien, el Banco Central en su comunicación en los últimos meses ha recalcado que el espacio para reducir tasas se está agotando y ha virado paulatinamente hacia un lenguaje que justifica el final en el ciclo bajista, con la información de que dispone. Esto se debe a algunas preocupaciones puntuales sobre la convergencia de la inflación del grupo de no transables a la meta y a las limitaciones que la política monetaria en EE.UU., con 100pb de incrementos de tasas de interés este año, podría imponer sobre la política local y sus efectos cambiarios y de flujos de capitales. En este orden de ideas, coincidimos con el Emisor en que el espacio de reducciones adicionales de tasas es limitado, pero vemos en la importante reducción del déficit en cuenta corriente, mayor a la anticipada por analistas y el Emisor, y la capacidad de financiar este desbalance en su gran mayoría con inversión extranjera directa, de la mano de los factores internos expuestos previamente, argumentos para poder reducir la tasa de política en 50pb en este segundo trimestre del año, alcanzando así un nivel de 4,0%.

Gráfico 3.14 Tasa de interés nominal y real de política (con la inflación esperada por BBVA a 12 meses, %)



Fuente: BBVA Research con datos BanRep y DANE

Gráfico 3.15 Tasa de cambio (pesos por dólar)



Fuente: BBVA Research con datos Bloomberg

Depreciación controlada del peso colombiano en lo que resta del año

El escenario de mejores precios de materias primas que se consolidó desde finales de 2017 en conjunto con una liquidez global aún amplia y con necesidad de retornos más elevados que los disponibles en sus mercados locales, permitieron una significativa apreciación del tipo de cambio en el comienzo de año. A pesar de ello, y teniendo en cuenta que el ciclo de ajuste de la política monetaria de los Estados Unidos a lo largo de 2018 y con un precio del crudo que se reduciría paulatinamente entre 2018 y 2020 hasta alcanzar los 60 dólares por barril Brent, esperamos una depreciación gradual del tipo de cambio a partir del segundo trimestre del año y que continuaría hasta mediados de 2019. Para 2018 esperamos que el tipo de cambio alcance al cierre un registro cercano a los 2920 pesos por dólar, aun cuando su promedio sería de 2859 pesos por dólar (en ambos casos apreciándose frente a 2017).

Para 2019, el mejor desempeño de la economía y la finalización del ajuste de política de los Estados Unidos permitirán un cambio de tendencia de la moneda que cerraría en torno a los 2900 pesos por dólar pero con un promedio ligeramente por encima, en 2920. En buena medida, la reducida volatilidad del tipo de cambio

provendrá de un déficit externo más reducido y la capacidad de financiarlo con recursos de largo plazo, como se explicará a continuación.

El déficit externo de la economía colombiana seguirá reduciéndose en 2018 y se financiará primordialmente a partir de inversión extranjera directa

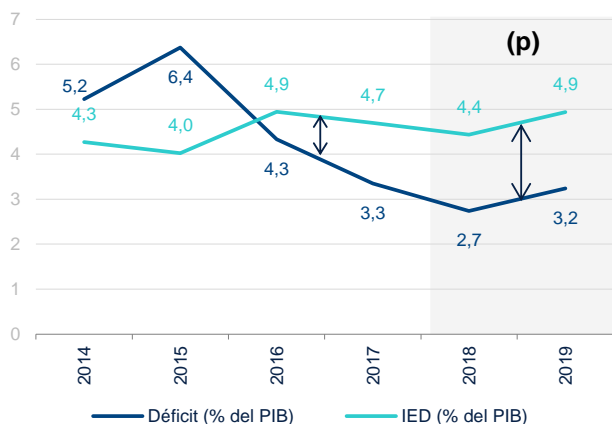
En 2017, el déficit en la cuenta corriente se ubicó en 3,3% del PIB (Gráfico 3.16.), lo cual equivale a 10.359 millones de dólares (Gráfico 3.17.). Fue un dato muy positivo, puesto que el déficit alcanzó a ser de 6,4% del PIB y de casi 20.000 millones de dólares en 2015. Desde entonces, el ajuste de la demanda interna fue progresivo y ordenado, permitiendo una reducción del déficit. Más recientemente, se profundizó la tendencia de corrección con el incremento sostenido del precio de las materias primas, especialmente del petróleo, y con una producción relativamente estable, desde finales de 2017. Pero no sólo aumentaron su valor exportado las materias primas, también los envíos de bienes no tradicionales, particularmente desde la agroindustria, mostraron una recuperación satisfactoria sobre todo en la segunda parte de 2017.

Este año, el mayor crecimiento de nuestros principales socios comerciales y la estabilidad de los precios de las materias primas, acompañados de una producción de petróleo similar a la observada en 2017, permitirían un nuevo crecimiento de las exportaciones. Éstas sobrepasarán, de nuevo, después de cuatro años, el nivel de 40.000 millones de dólares en el año 2018 y crecerán 6,9% anual. Para 2019 las exportaciones tendrán un crecimiento escaso (de 0,7%). Pese a la mayor demanda externa de otros productos no mineros, en buena parte desde Estados Unidos por su mayor crecimiento, anticipamos un menor valor exportado de petróleo por menores precios y cantidades.

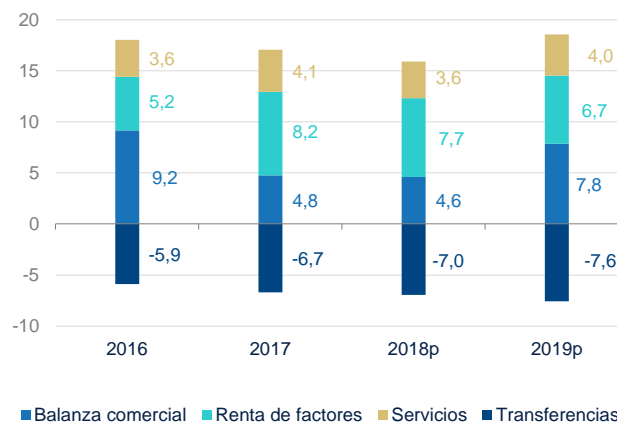
Las importaciones, por su parte, crecerán a un ritmo lento, aunque se acelerarán ligeramente respecto a los años previos, principalmente en 2019. Como resultado, este año, el déficit comercial será similar al que se presentó en 2017, sólo un poco superior. Pero, en 2019, dada la relativa estabilidad de las exportaciones, el déficit comercial volverá a aumentar significativamente desde 4.600 hasta 7.800 millones de dólares.

De esta forma, el déficit de la cuenta corriente este año podría ubicarse en 2,7% del PIB y en un valor en dólares casi idéntico al que se presentó en 2017, de 10.400 millones. A esto ayudará el nuevo incremento de las remesas, las cuales estarán impulsadas por el mejor comportamiento del mercado laboral en Estados Unidos, Chile y Europa. La mayor contribución al déficit durante 2018 y 2019, en promedio, provendrá, como en 2017, del desbalance en la cuenta de renta de factores. Esto es, por el mayor envío de dividendos al exterior que hacen las empresas extranjeras con presencia en Colombia con relación a las llegadas de dividendos desde las empresas colombianas con operación en el exterior.

La inversión extranjera directa -IED- será la principal fuente de financiamiento para el déficit externo. Lo cual es positivo, al tener estos capitales una permanencia con mayor duración, en promedio, que la observada en capitales de portafolio y de otro tipo. Durante 2018 y 2019, la IED equivaldrá al 138% del valor del déficit externo. Esto difiere profundamente de la estrechez que se presentaba en 2014 y 2015, cuando la IED sólo significó el 72% de las necesidades externas de financiamiento (Gráfico 3.16.). Por lo tanto, este año y, en menor medida, en 2019, a diferencia de los cuatro años anteriores, se volverá a acumular reservas internacionales de forma significativa, un dato positivo para la estabilidad de largo plazo de la economía colombiana.

Gráfico 3.16 Déficit en cuenta corriente y su financiamiento (% del PIB)


Fuente: BBVA Research con datos BanRep

Gráfico 3.17 Componentes del déficit de la cuenta corriente (Miles de millones de dólares)


Fuente: BBVA Research con datos BanRep

La mejora de los ingresos petroleros ayuda a lograr el ajuste fiscal en 2018

En el balance fiscal, para 2018 esperamos que el gobierno alcance un déficit de 3,1% del PIB, reduciéndose frente al 3,6% de 2017 y al máximo reciente de 4% de 2016. Esta reducción, de medio punto porcentual del PIB, en línea con la regla fiscal, depende especialmente del esfuerzo de austeridad contemplado en el presupuesto aprobado para este año con una reducción esperada del gasto del gobierno de 19,3% del PIB en 2017 a 18,5% del PIB en 2018. Este importante esfuerzo en gasto responde en parte a que los ingresos del gobierno en 2018 se ubicarán en 15,4% del PIB, por debajo de lo alcanzado en 2017 de 15,7%. Esto en la medida en que los mayores ingresos por rentas petroleras derivados de la mejor utilidad de Ecopetrol el año pasado solo compensan parcialmente el hecho de que no se anticipan eventos singulares como los del laudo arbitral pagado por las empresas de telecomunicaciones en 2017.

Para 2019 la regla fiscal exige que el déficit sea de 2,2% del PIB, inferior en 0,9 puntos porcentuales al de 2018. En 2019 el reto es complejo por el calendario de reducción de la renta corporativa para las grandes empresas que se debe aplicar ese año (desmonte de la sobretasa de renta del 4% y la renta para grandes empresas quedaría en 33% frente a 40% en 2017, 40% en 2016 y 39% en 2015). En el escenario oficial, el Gobierno estima aumentar los ingresos en 0,6 puntos del PIB en 2019 por mejor gestión de la DIAN y mayor formalización de la economía para compensar los menores ingresos por el desmonte de la sobretasa de renta. Por las dificultades e incertidumbre tradicionales en la mejora de la gestión tributaria nuestro escenario contempla un déficit de 2,5% del PIB. Con lo cual se requeriría de una política fiscal activa para lograr el déficit que establece la regla fiscal.

El principal reto a la recuperación económica es la baja confianza

El crecimiento de 2018 parece ser neutral a los riesgos de mayor y menor crecimiento, pues se anularían entre sí. Al alza consideramos una aceleración más rápida de lo esperado del sector de edificaciones. La mayor disposición a comprar vivienda en los datos recientes de la encuesta de confianza del consumidor le da más probabilidad a este mejor escenario. También, se podría materializar un efecto más positivo del mayor crecimiento de Estados Unidos sobre nuestras exportaciones, lo cual está incluido parcialmente, pero podría acelerarse por la combinación de tipo de cambio elevado y altos crecimientos de aquel país, un cóctel positivo que pocas veces en

la historia ha tenido Colombia. Finalmente, durante 2017 sorprendió considerablemente al alza el gasto público, incluso al final del año cuando algunos gobiernos regionales y locales ya estaban bajo la Ley de Garantías Electorales. Para este año, no se descarta que suceda una sorpresa en el mismo sentido.

Y los factores a la baja, que compensarán los anteriores, son la continuación de la baja confianza (con efectos en consumo e inversión) y una más lenta ejecución de las obras de infraestructura.

Para 2019, sí parece haber un sesgo a la baja en la proyección, si bien se mantiene con una probabilidad baja de ocurrencia. Los factores que condicionarán el crecimiento son los mismos de 2018, además de un ajuste muy fuerte en el déficit fiscal si no se materializan los aumentos esperados en los ingresos tributarios y de capital.

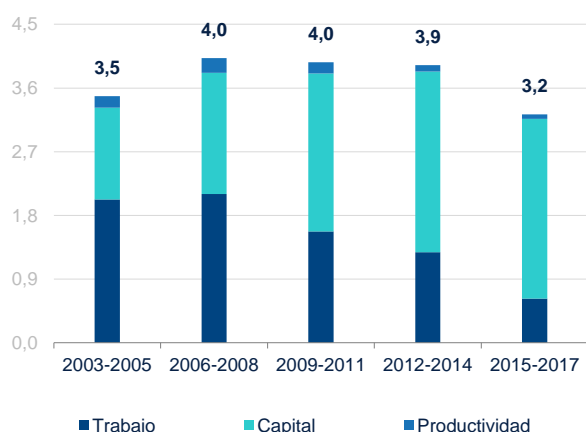
La buena noticia es que hay dos riesgos que estuvieron siendo monitoreados en el pasado y se han ido diluyendo hacia muy bajas probabilidades de ocurrencia. Estos son: una inflación elevada e inercial a la baja, con política monetaria contractiva, y un déficit externo amplio y mal financiado. Como se ve en los datos más recientes, la inflación mostró una clara tendencia a la baja y le da espacio a la política monetaria para ubicar la tasa de interés en un terreno expansivo o ligeramente expansivo. Además, el déficit de la cuenta corriente se redujo en 2017 y fue financiado holgadamente por la inversión extranjera directa.

4. La economía colombiana en el mediano plazo

Se reducen las opciones para mejorar el crecimiento potencial: hay que pensar en productividad

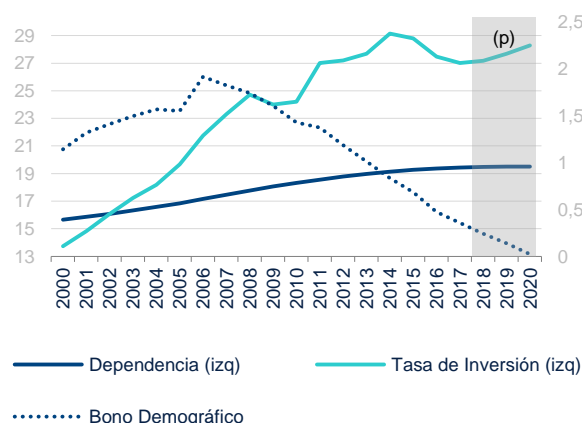
El crecimiento de largo plazo de la economía colombiana (o nivel potencial de crecimiento) se redujo desde la caída de los precios del petróleo (Gráfico 4.1.). ¿Por qué sabemos esto? Una forma sencilla de calcular el potencial de una economía es a través de la contribución de sus principales factores: capital, trabajo y productividad. Las dos primeras fuentes se logran aumentar a través de la inversión, en el caso del capital, o con la ampliación de la población, en el caso del trabajo. El crecimiento de la tercera fuente, la productividad, es más difícil de lograr que en los dos primeros, y depende principalmente de cambios estructurales en las economías. Cambios que busquen eliminar los principales cuellos de botella que actualmente se tienen: en infraestructura, formalidad laboral, educación, capital humano, entre muchos otros.

Gráfico 4.1 Determinantes del crecimiento potencial (Contribuciones a la variación anual, %)



Fuente: BBVA Research con datos DANE

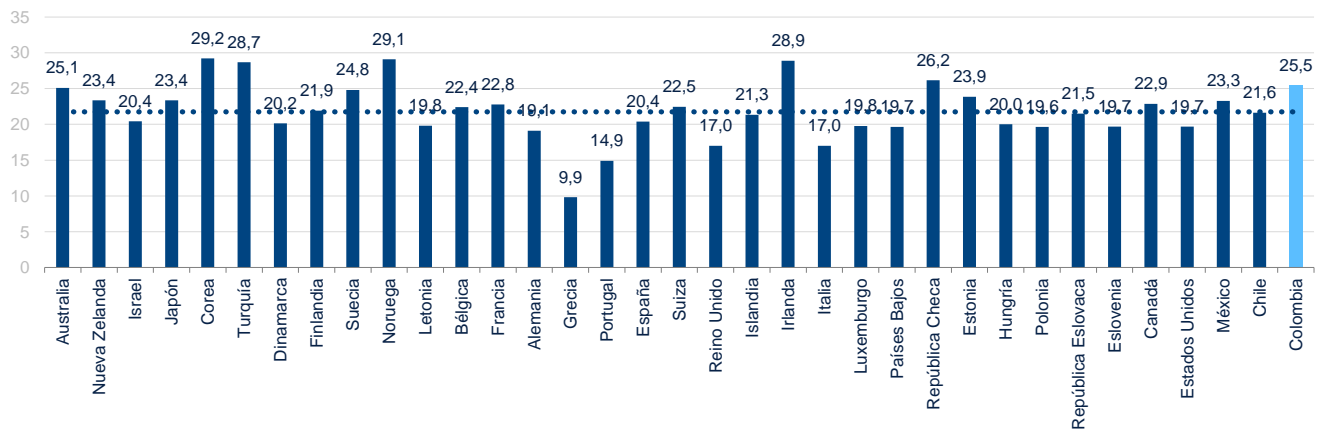
Gráfico 4.2 Tasa de inversión y Bono demográfico (% del PIB y variación anual, %)



Fuente: BBVA Research con datos DANE

Adicionalmente, el aporte de la tasa de inversión al crecimiento ya es limitado y se está agotando. De hecho, la tasa de inversión colombiana (que incluye edificaciones, obras civiles, maquinaria y equipo de transporte) es más alta que la tasa promedio que se observa hoy en día en los países de la OCDE (Gráfico 4.3.). A menos que se logre una transformación radical de la inversión, desde temas menos productivos (como edificaciones o en tecnología no transferible desde la minería a otros sectores), el capital reducirá progresivamente su aporte al potencial. Asimismo, el aporte del trabajo será moderado porque la población crece a tasas menores, la tasa de desempleo se reducirá lentamente y pocos factores hacen esperar una caída fuerte de la tasa de informalidad. Y el aporte del bono demográfico es menor hacia adelante.

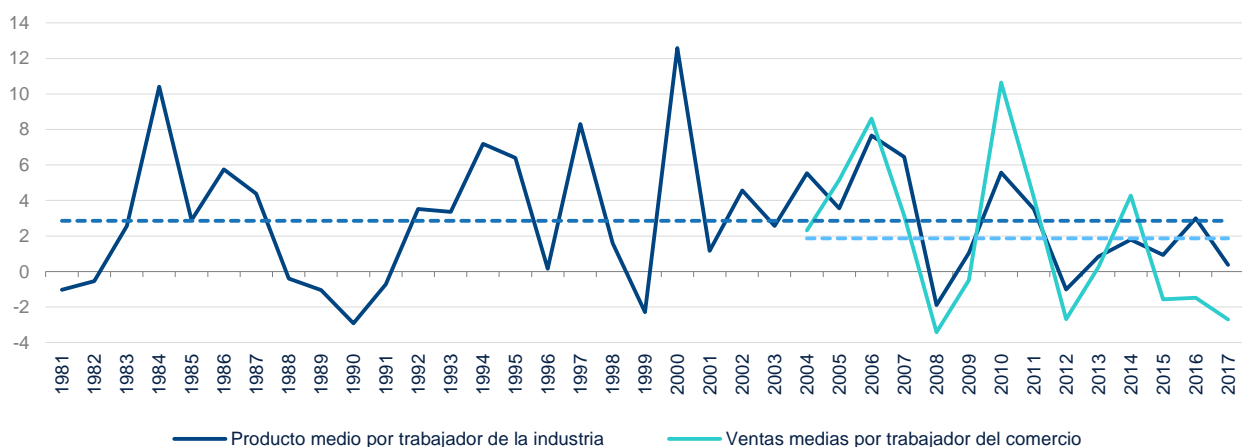
Gráfico 4.3 Tasa de inversión comparada OCDE (% PIB, 2016)



Fuente: BBVA Research con datos OCDE

Como resultado, la economía colombiana alcanzaría un crecimiento potencial próximo al 3,3% entre 2018 y 2022, menor a lo que se registró en el periodo de altos precios de las materias primas (entre 4,0% y 4,5%). Así las cosas, la época de alto crecimiento a partir de las fuentes tradicionales, y quizás las más simples, se está agotando. Por lo tanto, si lograr un mejor crecimiento de la economía en el largo plazo es un objetivo, resulta necesario promover cambios estructurales que aumenten la productividad de la economía colombiana, alineando tanto los incentivos privados como la política pública con este mismo norte.

Gráfico 4.4 Producto industrial / ventas del comercio



Fuente: BBVA Research con datos DANE

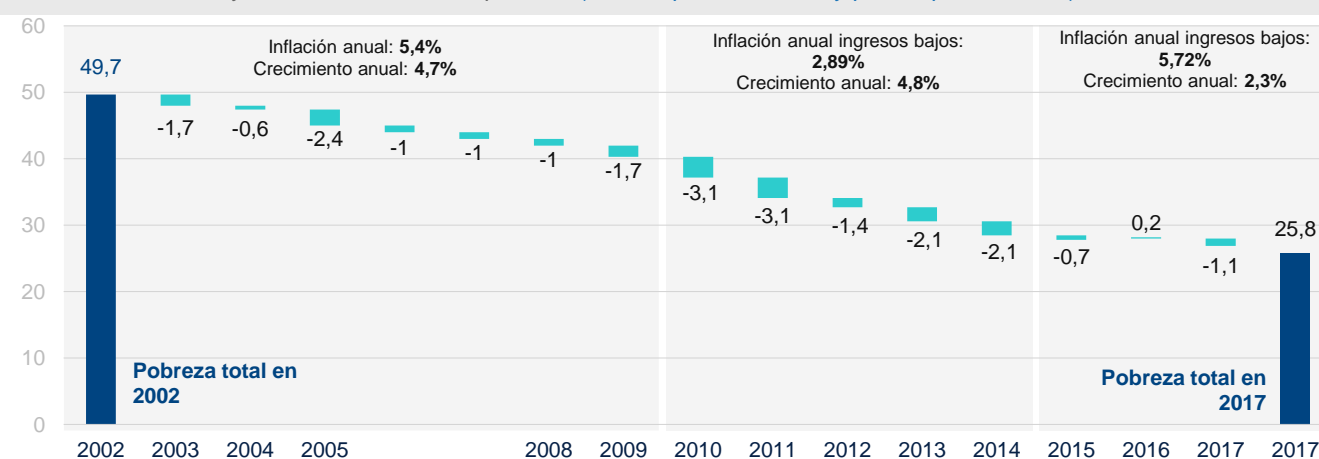
¿Por qué necesitamos crecer más?

Para citar un ejemplo, los avances tan importantes que Colombia ha experimentado en sus indicadores de pobreza en los últimos quince años no serán fáciles de repetir en un contexto en que no se logre dinamizar la economía. Hace quince años el 49,7% de la población colombiana era pobre y a finales de 2017 el 26,9%. Esto es, 7,1 millones de personas salieron de la pobreza en estos quince años. Sin embargo, a pesar de estos grandes

avances aún muchos colombianos son pobres. La tarea de reducción de la pobreza aún es titánica y para eso la economía colombiana debe crecer más y mejor.

Para destacar la importancia del crecimiento bueno, es importante destacar que dentro de los factores que más contribuyeron a este descenso de la pobreza entre 2002 y 2017 se encuentran el control de la inflación y la aceleración del crecimiento. En el periodo entre 2010-2014, cuando la inflación promedio se estabilizó en niveles bajos (2,89% anual para ingresos bajos) y el crecimiento se ubicó en niveles elevados (4,8% en promedio) producto del buen momento de las materias primas se alcanzaron las reducciones más significativas en pobreza con 2,4 pp promedio por año, cifra mejor que la del periodo entre 2003 y 2009 con una reducción de 1,3 pp promedio por año. Por su parte, entre 2015 y 2017, la pobreza sólo alcanzó a reducirse en promedio en medio punto porcentual por año (0,5 pp) como consecuencia, entre otros, de la desaceleración del crecimiento y el aumento en la inflación. En particular, en 2016 con una combinación de bajo crecimiento (2,0%) y alta inflación media (8,0% para ingresos bajos) la pobreza se incrementó en 2 décimas.

Gráfico 4.5 Pobreza y reducción anual de la pobreza (% de la población total y puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research

Continuar con estos y otros avances sociales que se han logrado en los últimos años es un reto significativo, no sólo por no perder el camino recorrido sino por seguir tejiendo oportunidades de calidad para los colombianos. En adelante, estos avances serán posiblemente más difíciles de consolidar pues la economía apunta a una recuperación lenta y un crecimiento potencial más bajo que el alcanzado en los años de mayores mejoras en los diferentes indicadores. Así las cosas, resulta central en la discusión económica y política cómo se van a materializar nuevos avances sociales y sin lugar a dudas en el centro de la discusión estará la capacidad de mejorar el crecimiento potencial de la economía colombiana.

Un crecimiento a partir de mayor productividad implica mayor inclusión, reduciendo la informalidad que es una de las principales fuentes de pobreza e inequidad en Colombia; implica mayor educación, contribuyendo de manera definitiva a la consolidación del capital humano y la capacidad de aprovechar las oportunidades del nuevo entorno económico y social. Para alcanzar este objetivo se requiere de un Estado que sume al aparato privado y una infraestructura que permita reducir los costos de incluir a la sociedad y la producción dentro de Colombia y con el mundo.

5. Tablas con pronósticos

Tabla 5.1 Previsiones Macroeconómicas

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PIB (% a/a) | 4,4 | 3,1 | 2,0 | 1,8 | 2,0 | 3,0 |
| Consumo Privado (% a/a) | 4,3 | 3,2 | 1,5 | 1,7 | 2,5 | 3,4 |
| Consumo Público (% a/a) | 4,7 | 5,0 | 2,4 | 4,0 | 2,7 | 2,5 |
| Inversión (% a/a) | 9,8 | 1,8 | -2,7 | 0,1 | 2,7 | 4,8 |
| Inflación (% a/a, fdp) | 3,7 | 6,8 | 5,7 | 4,1 | 3,1 | 2,8 |
| Inflación (% a/a, promedio) | 2,9 | 5,0 | 7,5 | 4,3 | 3,1 | 2,7 |
| Tasa de cambio (fdp) | 2.392 | 3.149 | 3.001 | 2.984 | 2.920 | 2.900 |
| Devaluación (% fdp) | 24,2 | 31,6 | -4,7 | -0,6 | -2,1 | -0,7 |
| Tasa de cambio (promedio) | 2.001 | 2.742 | 3.055 | 2.951 | 2.858 | 2.920 |
| Devaluación (% fdp) | 7,1 | 37,0 | 11,4 | -3,4 | -3,2 | 2,2 |
| Tasa BanRep (% fdp) | 4,50 | 5,75 | 7,50 | 4,75 | 4,00 | 4,00 |
| Tasa DTF (% fdp) | 4,3 | 5,2 | 6,9 | 5,3 | 4,4 | 4,4 |
| Balance Fiscal GNC (% PIB) | -2,4 | -3,0 | -4,0 | -3,6 | -3,1 | -2,5 |
| Cuenta Corriente (% PIB) | -5,2 | -6,5 | -4,4 | -3,3 | -2,7 | -3,2 |
| Tasa de desempleo urbano (% fdp) | 9,3 | 9,8 | 9,8 | 9,8 | 10,8 | 10,6 |

Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

Tabla 5.2 Previsiones Macroeconómicas Trimestrales

| | PIB (% a/a) | Inflación (% a/a, fdp) | Tipo de cambio (vs. USD, fdp) | Tasa BanRep (% fdp) |
|--------------|----------------|---------------------------|----------------------------------|------------------------|
| 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 | 2,5 | 8,0 | 3.022 | 6,50 |
| T2 16 | 2,2 | 8,6 | 2.916 | 7,50 |
| T3 16 | 1,5 | 7,3 | 2.880 | 7,75 |
| T4 16 | 1,8 | 5,7 | 3.001 | 7,50 |
| T1 17 | 1,5 | 4,7 | 2.880 | 7,00 |
| T2 17 | 1,7 | 4,0 | 3.038 | 6,25 |
| T3 17 | 2,3 | 4,0 | 2.937 | 5,25 |
| T4 17 | 1,6 | 4,1 | 2.984 | 4,75 |
| T1 18 | 1,8 | 3,1 | 2.780 | 4,50 |
| T2 18 | 1,7 | 2,8 | 2.850 | 4,00 |
| T3 18 | 2,1 | 3,1 | 2.860 | 4,00 |
| T4 18 | 2,7 | 3,1 | 2.920 | 4,00 |
| T1 19 | 3,1 | 2,7 | 2.950 | 4,00 |
| T2 19 | 3,1 | 2,7 | 2.920 | 4,00 |
| T3 19 | 2,8 | 2,6 | 2.900 | 4,00 |
| T4 19 | 2,9 | 2,8 | 2.900 | 4,00 |

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

Diego Suárez
diegofelipe.suarez@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA
Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Economía Digital
Alejandro Neut
robertoalejandro.neut@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**
Julían 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

**Regulación Digital y
Tendencias**
Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Sistemas Financieros
Olga Cerqueira
olga.gouveia@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

Turquía, China y Big Data
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 www.bbvaresearch.com