

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 of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

**BBVA** Research

# Situación Colombia

Tercer trimestre 2018

Unidad de Colombia

Creando Oportunidades

## Índice

<b>1. Editorial</b>	<b>3</b>
<b>2. Crecimiento global robusto pero con ciertos signos de moderación e intensificación de los riesgos</b>	<b>4</b>
<b>3. Después del ajuste de la economía colombiana, llegó la recuperación</b>	<b>6</b>
<b>4. Tablas con pronósticos</b>	<b>16</b>

Fecha de cierre: **13 de julio de 2018**

## 1. Editorial

La economía global está siendo liderada por el impulso fiscal en EE.UU., que contrasta con ciertas señales de moderación en China y otras economías emergentes y, de manera más intensa, en la Eurozona. Además, persisten varios factores potencialmente negativos que, de momento, no han tenido reflejo directo en la actividad: el retiro de EE.UU. del acuerdo nuclear con Irán, las tensiones comerciales y las presiones de inflación por el mayor precio del petróleo. Este último factor llevó a que los miembros de la FED consideraran necesario mayores incrementos de la tasa de interés este y el próximo año. Con todo, la previsión del crecimiento mundial para los próximos dos años se mantiene sin cambios, en 3,8%, apoyadas en el sólido crecimiento de EE.UU.

Los mercados financieros en Colombia resistieron bien a la mayor volatilidad global, soportados en los mayores precios del petróleo. Las tasas de los TES, aunque se incrementaron, lo hicieron menos que en otros episodios de volatilidad global y de política monetaria restrictiva en Estados Unidos. Además, el tipo de cambio, si bien ha tenido mayor volatilidad en el pasado reciente, se ha mantenido en un estrecho margen de cotización. Finalmente, las primas de riesgo en este momento se ubican muy cerca de los puntos más bajos de este año.

El mejor comportamiento de los mercados financieros locales también estuvo apoyado por el ajuste saludable que hizo la economía doméstica después del choque de los términos de intercambio. El gasto se redujo más rápido que el ingreso y llevó a aumentar las tasas de ahorro en el país. Adicionalmente, las empresas tuvieron ganancias en eficiencia de costos que mejoraron la estructura financiera de sus operaciones. Como resultado, el déficit externo se redujo a niveles más sostenibles, financiado plenamente mediante la inversión extranjera directa, y la carga financiera de los hogares empezó a caer desde finales de 2017. Hacia delante, con este ajuste previo, los hogares y empresas tienen espacio para incrementar su gasto, adquirir créditos e impulsar la demanda interna.

En el período de ajuste fue esencial el Banco de la República, elevando sus tasas en el momento que lo requirió el choque externo, las presiones cambiarias y el aumento de la inflación. Con esto, también influyó en la reducción de la demanda doméstica y el desapalancamiento de las empresas y hogares. Ahora, gracias al ajuste de la economía, el Banco Central podrá mantener la tasa de interés en terreno ligeramente expansivo hasta 2021. A lo largo de esos tres años, la política monetaria ayudará a impulsar la recuperación económica, alentando la toma de decisiones de gasto de los agentes económicos. Pero, el gasto de los hogares no sólo aumentará gracias a las bajas tasas de interés, sino también por la menor tasa de inflación, que se mantendrá dentro del rango meta en los próximos años, y por el incremento paulatino del ingreso disponible real. El ingreso crecerá a un ritmo mayor por la aceleración del PIB, desde 1,8% en 2017 hasta 2,6% en 2018 y 3,3% en 2019, según nuestras estimaciones.

El consumo privado será uno de los pilares de la recuperación económica. Pasará de crecer 1,8% en 2017 a 2,8% en 2017 y 3,6% en 2018. Será importante el gasto en servicios y la mayor compra de bienes durables. También sobresaldrá el consumo público, el cual volverá a crecer por encima del PIB en 2018 por segundo año consecutivo. No así en 2019, cuando el consumo público crecerá por debajo del PIB por los ajustes fiscales que se le exigen al gobierno nacional. El sector público le dejará el papel de liderazgo en la economía al sector privado, pues el año entrante será el momento clave para la recuperación de la inversión. Esta última crecerá este año por debajo del PIB (en 0,3% anual) debido al aporte negativo del sector de la construcción, y dentro de esta, de las edificaciones. Luego, en 2019, con la construcción en terreno positivo, gracias a las obras de la cuarta generación de infraestructura y la reactivación de la vivienda, la inversión tendrá un crecimiento de 5,6% anual.

A mediano plazo, el crecimiento potencial de Colombia dependerá de las mejoras en competitividad y productividad. Es imperativo que se completen los programas de infraestructura, se profundice la formalidad y la digitalización y se diversifiquen las exportaciones a través de la potencialización del sector agro-industrial. Estimamos que el crecimiento potencial de Colombia se ubicará en 3,5% en promedio en los siguientes 10 años.

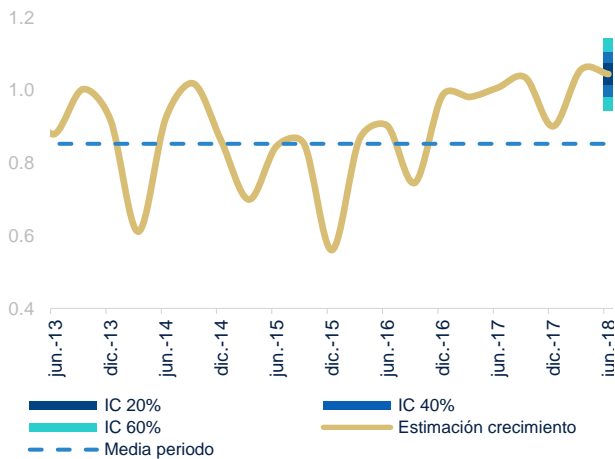
## 2. Crecimiento global robusto pero con ciertos signos de moderación e intensificación de los riesgos

La economía internacional sigue estando sometida a las tensiones de fuerzas dispares, entre el buen desempeño económico de los últimos trimestres, prolongado ahora por el estímulo fiscal de la economía estadounidense y la estabilidad de la economía china, y varios factores potencialmente negativos que se han ido generando en lo que va de año, pero que de momento no han tenido reflejo directo en la actividad.

El crecimiento mundial se habría desacelerado ligeramente en el segundo trimestre del año (Gráfico 2.1). Aunque el ritmo de expansión se mantiene sólido, lo está haciendo de una manera menos sincronizada, con una aceleración del crecimiento en EE.UU. que contrasta con ciertas señales de moderación en China y algunas economías emergentes y de manera más intensa en la Eurozona.

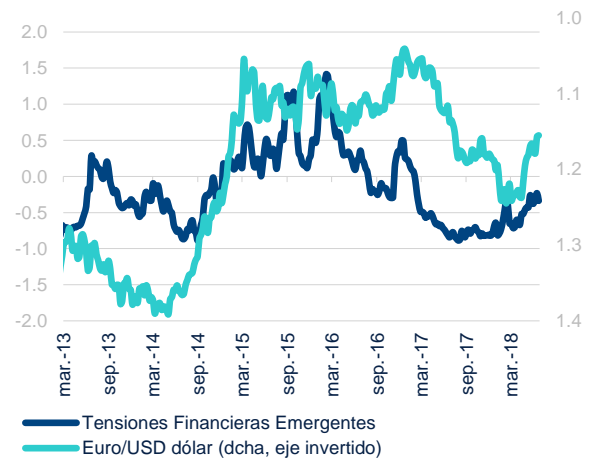
El mayor crecimiento de la economía estadounidense, impulsada por las medidas fiscales y la recuperación del comercio global a principios de año, siguen sustentando la fortaleza de la recuperación global. Sin embargo, se han ido desvaneciendo algunos de los apoyos al crecimiento recientemente, a la vez que ha aumentado la incertidumbre por diferentes factores.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial (t/t, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Tipo de cambio euro-dólar e índice BBVA de tensiones financieras en mercados emergentes



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Un primer factor proviene de la retirada de EE.UU. del acuerdo nuclear con Irán, que supuso un choque en la oferta en el mercado de crudo que ha aumentado el precio del petróleo en alrededor del 20% en lo que llevamos de año. Lo anterior presionará al alza la inflación de manera adicional y ha propiciado ya que los bancos centrales hayan dado un paso más en la normalización de la política monetaria. En particular la de la Fed, que en lo que va de año acumula una subida de 50 puntos básicos de sus tipos de referencia hasta el 2% y proyecta acelerarlos al 2,50% al cierre del año y al 3,25% a finales de 2019. El diferencial de tipo interés y de crecimiento favorable en EE.UU. frente al resto de geografías ha resultado en una apreciación generalizada del dólar.

Un factor adicional de incertidumbre durante los últimos meses viene asociado al aumento de las tensiones comerciales. Todavía es pronto para saber qué medidas prevalecerán finalmente de las ya aprobadas por la administración de EE.UU., de las preanunciadas y de las posibles contramedidas de los socios comerciales, y tampoco es fácil discernir su impacto en el comercio y la actividad. En principio, el efecto directo a través del canal comercial de las medidas anunciadas hasta ahora sería limitado. Sin embargo, en estos momentos está bajo discusión medidas adicionales por parte de EE.UU. y posibles represalias por parte de los países afectados, con un efecto que ya sería significativo sobre el crecimiento, a lo que habría que añadir potenciales efectos indirectos sobre la confianza de los mercados financieros y los agentes económicos en función de la magnitud del conflicto comercial.

Como consecuencia de estas incertidumbres, se ha producido ya un reajuste en la percepción de riesgo global, especialmente en los países emergentes. Las tensiones financieras en países emergentes han aumentado de forma generalizada (Gráfico 2.2), por la depreciación de las divisas y la ampliación de las primas de riesgo, aunque se han diferenciado negativamente los países con mayores necesidades de financiación externa.

Las previsiones de crecimiento globales para los próximos dos años se mantienen sin cambios, en 3,8%, apoyadas en el sólido crecimiento de EE.UU. No obstante, el menor grado de sincronización observado recientemente se refleja en una revisión a la baja en el crecimiento esperado para 2018-19 tanto para la Eurozona como Sudamérica (principalmente Argentina y Brasil), mientras que mantenemos las previsiones para los próximos años en EE.UU. y China, tras registrar un buen desempeño económico en la primera parte del año y con unos fundamentales aún sólidos para la demanda interna.

El escenario global sigue estando sujeto a riesgos mayoritariamente negativos, que en los últimos meses han aumentado. Por un lado, el riesgo de una guerra comercial se ha intensificado tras las últimas medidas adoptadas por EE.UU. y la respuesta por parte de China, principalmente, y en menor medida por el resto de países afectados. A esto se suman nuevas amenazas proteccionistas que involucrarían los intereses de sectores importantes en otras regiones, como el sector del automóvil en Europa, México, Canadá o Japón. Si bien el impacto directo de las medidas, comentado más arriba, sería limitado, el riesgo de una guerra comercial podría lastrar la confianza, aumentar la aversión al riesgo de los mercados y frenar los flujos globales de inversión directa, con el consecuente impacto en el potencial de crecimiento global.

Por otro lado, en un entorno financiero más volátil, se incrementaría el riesgo sistémico en economías emergentes. La combinación de un mayor riesgo proteccionista sumado a los de una normalización más acelerada de la política monetaria en EE.UU. y una posible desaceleración en la economía mundial podría disparar la percepción de riesgo en los mercados financieros emergentes, elevando la probabilidad de una disminución brusca o incluso reversión de los flujos de capital. En este contexto, el riesgo de un ajuste brusco de la economía China se mantiene, ya que algunas medidas para responder a una posible guerra comercial podrían limitar y retrasar el proceso de desapalancamiento y de reestructuración de esa economía.

### 3. Después del ajuste de la economía colombiana, llegó la recuperación

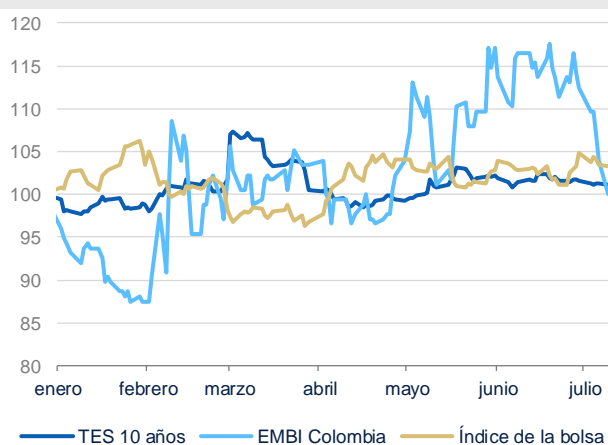
#### Comportamiento del petróleo ayudará a compensar las presiones externas

Durante los últimos tres meses el dólar se fortaleció significativamente como resultado del endurecimiento de las perspectivas de la política monetaria en Estados Unidos y por los incrementos en las primas de riesgo de los países emergentes. En Colombia, el EMBI país aumentó 10 puntos básicos desde su nivel más bajo en abril hasta el nivel observado recientemente (Gráfico 3.1). Al mismo tiempo, el precio del petróleo subió, no sólo por la mayor demanda mundial, tras la recuperación del crecimiento económico, sino también por los cuellos de botella en la oferta que implicaron algunas incidencias geo-políticas. Como consecuencia, el peso colombiano fue una de las monedas emergentes que menos se devaluó en el pasado reciente, gracias a la correlación positiva que aún mantiene con el precio del petróleo (Gráfico 3.2). Mientras que el peso chileno se devaluó 9,5% entre su mínimo de abril hasta ahora, el peso colombiano sólo se devaluó 6,5% en el mismo período. Además, en lo corrido del año el COP solo se devaluó un 3,4%.

Otros activos domésticos también tuvieron algunas desvalorizaciones. La curva de deuda pública interna se movió casi paralelamente hacia arriba (hacia mayores tasas de interés) entre abril y julio. En total, la tasa a 10 años hoy en día es cerca de 23 puntos básicos superior a la tasa mínima que se había presentado en abril (Gráfico 3.1). También, las tasas a corto plazo se incrementaron, pese a que el Banco de la República bajó su tasa en abril y a que la tasa de inflación se mantuvo relativamente estable desde entonces.

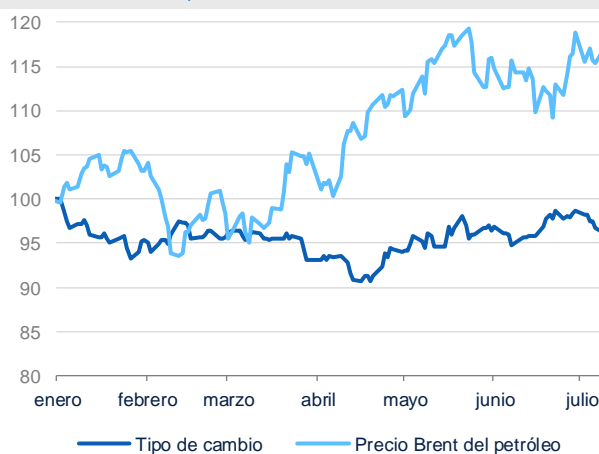
En adelante, el precio del petróleo, aunque corrigiéndose, se mantendrá en niveles más elevados que en los años anteriores. Así lo refleja nuestra nueva proyección de USD 72,1 y USD 70,3 en promedio para el barril de Brent en 2018 y 2019. Esto será un soporte para que los deterioros en la valoración de los activos locales sean moderados, pese a las nuevas condiciones externas, las cuales determinarán menor liquidez global (y menores ingresos de capital al país) y mayores tasas externas de interés.

Gráfico 3.1 Índices de activos internos (Índice Dic17=100)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfico 3.2 Índice tasa de cambio COP/USD y precio del petróleo (Índice Dic17=100)



Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

## **El consumo final, público y privado, impulsará un mayor crecimiento en 2018. En 2019 será el turno de la inversión**

Durante el primer trimestre de 2018 la economía colombiana creció 2,8 anual (serie ajustada por estacionalidad y días hábiles). El impulso a la actividad provino del gasto público, el cual creció 7,2%, y del ajuste de la demanda externa neta por la caída continuada de las importaciones reales. Sin embargo, también fue importante el arranque del consumo privado, especialmente de servicios, y el muy tímido crecimiento de la inversión diferente a la construcción. Sin embargo, las fuertes caídas en la inversión de obras civiles y edificaciones durante el primer trimestre del año son un motivo de preocupación.

Hacia adelante la demanda privada se acelerará gradualmente. En primer lugar, el consumo privado se favorecerá de la menor carga financiera de los hogares, la cual empezó a caer desde finales de 2017. Este comportamiento se nutrirá de la permanencia de tasas de interés e inflación bajas en los próximos años y del incremento progresivo que tendrá el ingreso disponible a lo largo de la recuperación económica. De hecho, el ingreso aún no ha sido un factor positivo para alivianar la carga financiera de los hogares, más que la caída en los costos financieros de su endeudamiento. El desapalancamiento de los hogares también les abrirá espacio para tomar nuevas decisiones de crédito, en particular desde 2019, y así impulsar un nuevo ciclo ascendente en el gasto en bienes durables, tales como vehículos y electrodomésticos, los cuales se caracterizan por ser mayormente financiados mediante crédito, apoyados en la estabilidad esperada de la tasa de cambio y las tasas de interés.

El mercado laboral, otro factor clave en la determinación del consumo, se mostró bastante resiliente en la desaceleración de la economía, y su fortalecimiento contribuirá al mayor impulso del consumo privado. Dadas las mejores perspectivas de crecimiento de la economía a partir de 2018, creemos que lo que le resta de deterioro a la tasa de desempleo es muy marginal. De hecho, en lo corrido de este año, la tasa de desempleo ha aumentado tan sólo dos décimas con respecto a igual período de 2017, aumento inferior a las 6 décimas observadas entre 2016 y 2017. En mayo, la tasa de desempleo se ubicó en 10,1% en las trece principales ciudades y en 9,7% en el promedio nacional. Con todo esto el consumo privado pasará de crecer 1,8 en 2017 a 2,8% en 2018 y 3,6% en 2019 (Gráfico 3.3).

Por otra parte, la construcción dejará de contribuir de forma negativa al crecimiento desde la segunda mitad de este año, con una aceleración más marcada en el componente de obras civiles, y una senda de recuperación gradual y moderada en las edificaciones. El resto de la inversión, asociada a maquinaria y equipo de transporte empresarial, también tendrá un repunte. Incluso, parcialmente, será ayudado por la baja base estadística que se ha presentado hasta el primer trimestre del año en curso. No obstante, la tasa de inversión como porcentaje del PIB no volverá a subir al 23,1% con el que cerró en 2017 hasta 2019 (Gráfico 3.4).

Además de la baja base estadística, varios factores apoyarán la recuperación de la inversión diferente a la construcción. La confianza de los empresarios, tanto de la industria como del comercio, ha mejorado en los recientes meses, mostrando una pendiente tan inclinada de mejoría que pocas veces se vio en toda la historia de publicación de estos indicadores. Asimismo, el incremento de la demanda de energía refleja un dinamismo que va más allá de la demanda residencial. En efecto, esta última presentó un crecimiento de 0,8% anual en mayo, mientras que el consumo del gran sector productor creció 4,6%, explicado especialmente por los sectores de minería, agro y transporte. Hay que tener en cuenta, no obstante, que los comportamientos al alza del consumo en bienes durables y de la inversión privada determinará una mayor expansión de las importaciones, reflejándose en una contribución negativa al crecimiento del PIB de la demanda externa neta en muchos de los próximos trimestres.

Al igual que los consumidores, muchas empresas (principalmente minero-petroleras) han mejorado sus balances financieros y reducido la carga de la deuda, al tiempo que tuvieron avances en la eficiencia de costos durante el período de desaceleración económica. Como resultado, las ganancias que vengan de la recuperación económica

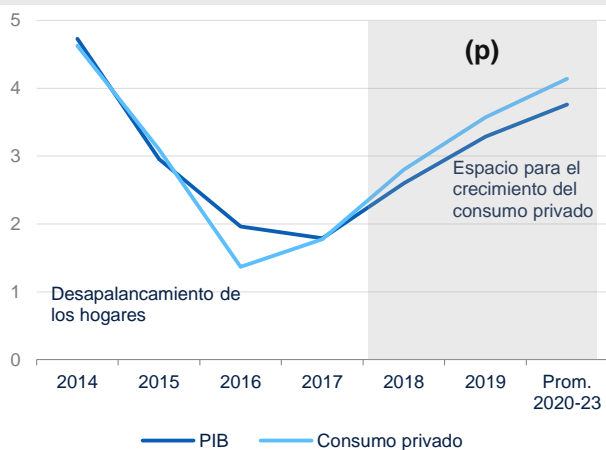
para estas empresas pueden ser sobresalientes en términos de utilidades, aunque también se verán limitadas sus decisiones de inversión porque aprendieron a mantener su actividad productiva con menores expansiones de la capacidad instalada. Es decir, es posible que los ciclos de inversión que tuvimos en la primera década de este siglo, cuando la inversión creció a doble dígito, a tasas que eran tres o cuatro veces las del PIB, y que llevó a aumentar rápidamente la tasa de inversión de la economía, no se repitan a la misma velocidad en el nuevo ciclo de aceleración económica de los próximos años. Esperamos un crecimiento de la inversión del 0,3% en 2018 y 5,6% en 2019 comparados con el 0,6% en 2017.

Esto no significa que no habrá algunas ganancias adicionales en la tasa de inversión y, con ello, en el PIB potencial. De hecho, nosotros esperamos que el crecimiento del PIB potencial se siga acelerando, desde una tasa inferior al 3% actual, hasta una cifra que se ubicará en 3,5% a mediano plazo. Aunque esta mejora estará condicionada a que se den algunas de las mejoras en competitividad y productividad que requiere el país.

Respecto a la demanda pública, aunque esperamos que siga creciendo de forma acelerada, no creemos que lo haga al mismo ritmo del primer trimestre de 2018 (7,2%). Los efectos positivos sobre la dinámica del gasto público que impone la aceleración del gasto de las alcaldías y gobernaciones en la segunda mitad de sus mandatos y la contratación laboral con ocasión del censo poblacional y la consulta anticorrupción serán compensados por las elevadas restricciones fiscales del Gobierno Nacional Central, como se detalla en la última parte de esta revista.

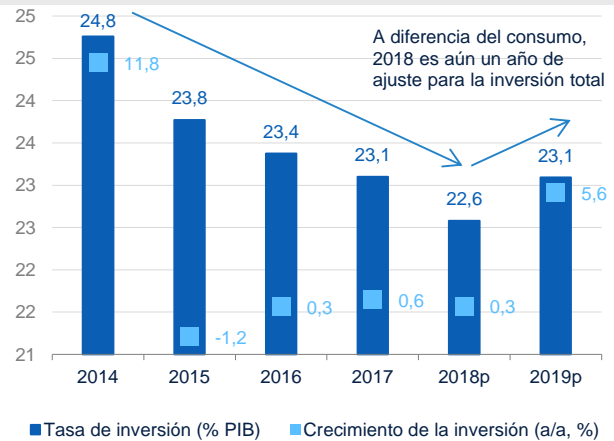
En conclusión, nuestras perspectivas de crecimiento del PIB para 2018 y 2019 son 2,6% y 3,3% anual, respectivamente (Gráfico 3.3). Son cifras superiores a las que estimamos hace tres meses (2,0% y 3,0%, en su orden). Incrementamos la proyección para los dos años por mejoras en el consumo privado, un incremento del aporte previsto del gasto público y una mayor inversión en 2019. Sin embargo, la mejora en la previsión de crecimiento fue limitada por un comportamiento menor al esperado en las obras civiles y las exportaciones. A mediano plazo, el crecimiento tenderá a ubicarse en 4,0%, por encima del nivel potencial de la economía, y determinará un cierre definitivo de la brecha negativa actual hacia los años 2022-2023.

Gráfico 3.3 Consumo privado y PIB  
(Variación anual, %)



Fuente: Proyecciones de BBVA Research y datos observados del DANE

Gráfico 3.4 Inversión bruta  
(Porcentaje del PIB y variación anual, %)



Fuente: Proyecciones de BBVA Research y datos observados del DANE

## Los sectores de servicios están prendiendo motores

A nivel sectorial, los servicios diferentes a la construcción son los sectores que están prendiendo motores. El comercio y los servicios de restaurantes y diversión, gracias a la recuperación del consumo privado, tenderán a



acelerarse hacia delante y seguirán reafirmando las buenas cifras de crecimiento que registraron a comienzos de este año (Tabla 3.1). Los servicios de transporte también tendrán un comportamiento favorable, soportado en el crecimiento de las exportaciones y en el mayor consumo interno. Los servicios de turismo, seguirán creciendo a pasos agigantados: el flujo de extranjeros seguirá en aumento y la tasa de cambio seguirá motivando el turismo nacional por encima del extranjero. Finalmente, los servicios de las telecomunicaciones, actividad que es muy procíclica, dejará atrás las cifras negativas que registró durante el proceso de desaceleración de la actividad y creemos que los ingresos operaciones de los diferentes actores de este sector crecerán hacia adelante.

En el sector industrial, tenemos dos historias. Por un lado los sectores que dependen del sector edificador, como la fabricación de minerales no metálicos y de productos de madera, seguirá reportando cifras negativas en buena parte de lo que queda de este año y parte del siguiente. Pero, por otro lado, la industria de alimentos, de algunos bienes durables (como los vehículos) y de algunos productos químicos (productos de belleza) tendrán cifras muy positivas que se sustentan en el mayor consumo privado y en la mayor demanda externa. Estos factores sumados dan como resultado una producción industrial que se acelerará en 2018 y 2019, pero que se expandirá por debajo del crecimiento de toda la economía (Tabla 3.1).

Tabla 3.1 Pronósticos sectoriales

	2017	2018p	2019p
Agricultura	5,7	2,5	3,0
Minería	-4,2	-2,1	1,7
Industria	-2,0	1,9	2,5
Servicios Públicos	0,8	1,4	3,0
Construcción	-2,0	-0,3	6,4
<i>Edificaciones</i>	-5,3	-3,4	6,0
<i>Obras civiles</i>	7,5	2,5	6,0
Comercio, transporte, alojamiento	1,2	3,2	3,7
Telecomunicaciones	-0,1	4,3	4,4
Actividades financieras	6,9	6,6	6,7
Actividades inmobiliarias	2,8	2,7	2,8
Actividades profesionales	3,5	3,7	4,1
Gobierno	3,8	4,2	2,5
Entretenimiento	4,0	3,2	3,6
<b>PIB</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>

Fuente: Proyecciones de BBVA Research con datos observados del DANE. p: proyecciones

## El déficit externo se mantiene controlado: noticia importante de cara a la menor liquidez global

Durante el primer trimestre de 2018, el déficit en la cuenta corriente se ubicó en 3,5% del PIB, reduciéndose 1,2 puntos porcentuales con respecto al déficit observado en el mismo período de 2017. En niveles, el déficit fue el menor para un primer trimestre desde 2012, cuando los precios del petróleo se ubicaban por encima de los 110 dólares por barril. Esto refleja el proceso de ajuste externo, saludable y necesario, que está teniendo Colombia.

Hacia delante, los mayores precios del petróleo ayudarán a que se mantenga un bajo déficit externo, pese al mayor crecimiento esperado en el consumo de bienes durables y la inversión en maquinaria y equipo, ambos con

un componente importado importante. Pero, no sólo las exportaciones de combustibles serán crecientes. También lo serán las no tradicionales gracias al mejor comportamiento de los principales socios comerciales de Colombia. En efecto, en lo corrido del año a mayo, las exportaciones no tradicionales crecieron 8,6%. Finalmente, serán importantes los recursos por remesas, aunque con algunos riesgos aún no materializados en las cifras observadas y esperadas, por las restricciones a los inmigrantes en Estados Unidos.

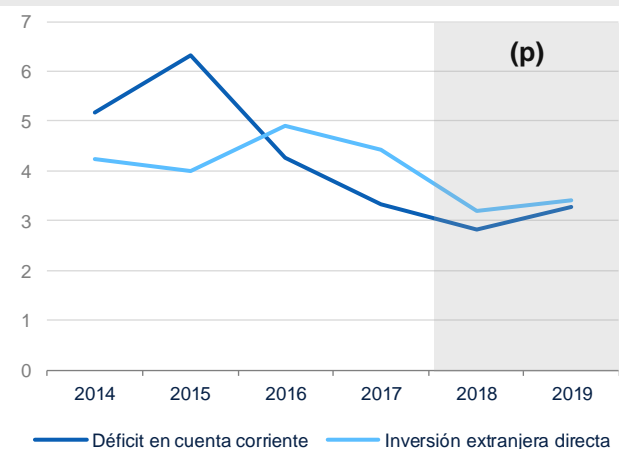
Al contrario, como en el pasado, la cuenta de renta de factores será la más deficitaria por los envíos de dividendos de las empresas extranjeras con presencia en Colombia. En segundo lugar se ubicará el déficit comercial, el cual se favorecerá del repunte de todos los tipos de exportaciones, pero no alcanzará a retomar cifras positivas, lo cual sucedió por última vez en 2013.

Nuestra perspectiva para el balance en la cuenta corriente es de un déficit relativamente estable en los próximos años: de 2,8% del PIB en 2018 y de 3,3% del PIB en 2019 frente al 3,3% de 2017 (Gráfico 3.5). El mayor déficit del próximo año se explica por la recuperación más fuerte de las importaciones, asociadas a la mayor aceleración de la demanda doméstica, y al menor precio del petróleo. El financiamiento del déficit externo se cubrirá por completo con la inversión extranjera directa, que este año podría ubicarse en USD 11.140 millones (3,2% del PIB) y en 2019 en USD 12.810 millones (3,6% del PIB). Es decir, aunque se esperan llegadas de capital de portafolio (entre USD 3.000 y 5.000 millones por año), la economía no dependerá de estos flujos para financiar el déficit en cuenta corriente. Ventaja que se refleja en las tasas de interés bajas que mantienen los bonos públicos emitidos en Colombia (en pesos colombianos) o en el exterior (en diferentes divisas), pese a la mayor turbulencia global.

Es de resaltar que si el déficit en la cuenta corriente no se hubiera ajustado a sus niveles previos a 2014, como efectivamente lo hizo luego de la caída de los precios del petróleo, la economía tendría mayores vulnerabilidades externas. Máxime, en un entorno de mayores tasas de interés externas previstas y menores flujos esperados de capital de portafolio, dadas las medidas menos expansionistas en los bancos centrales de los países desarrollados.

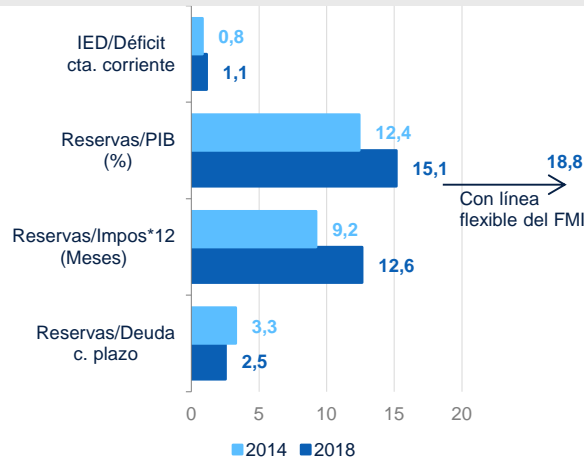
En este sentido, se destacan los indicadores externos de Colombia, todos relacionados con las reservas internacionales. Estas reservas ahora son mayores como porcentaje del PIB, financian una mayor cantidad de meses de importaciones y son suficientemente superiores a la deuda externa de corto plazo (Gráfico 3.6)

Gráfico 3.5 Déficit en cuenta corriente e inversión extranjera directa (Porcentaje del PIB)



Fuente: Proyecciones de BBVA Research con datos observados del Banco de la República

Gráfico 3.6 Indicadores externos (Índices)

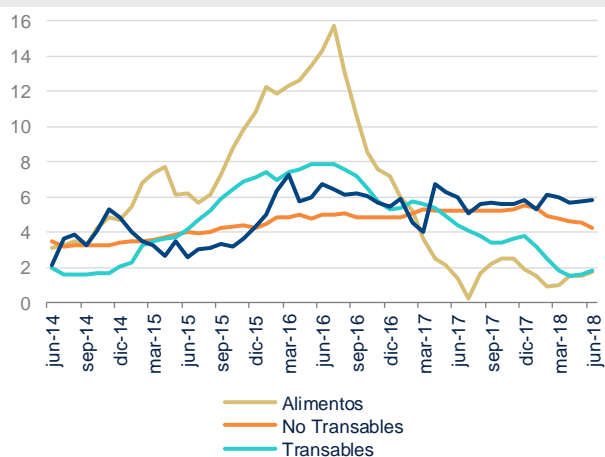


Fuente: BBVA Research con datos del Banco de la República

## La inflación se mantendrá baja en la vecindad de la meta

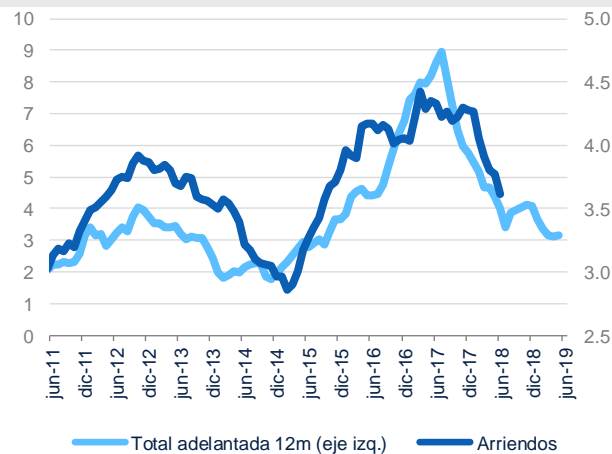
Las noticias en inflación han sido muy positivas. Los precios se encuentran creciendo a tasas muy cercanas al 3,0% (en junio la inflación fue de 3,2%). La baja inflación de los alimentos ha contribuido al enfriamiento de los precios, pero no es el único factor que explica este resultado. La inflación de los transables (1,8% a/a en junio), gracias a la estabilidad de la tasa de cambio, se ha desacelerado, alcanzando mínimos que no se veían desde 2014 (Gráfico 3.7). A lo anterior también se ha sumado la inflación del grupo no transable, donde vemos una dinámica de desaceleración en la inflación de arriendos y de algunos servicios como la educación y la salud (Gráfico 3.7 y 3.8).

Gráfico 3.7 Inflación por grupos de gasto (variación anual, %)



Fuente: BBVA Research con datos observados del DANE

Gráfico 3.8 Inflación total y de arriendos (variación anual, %)

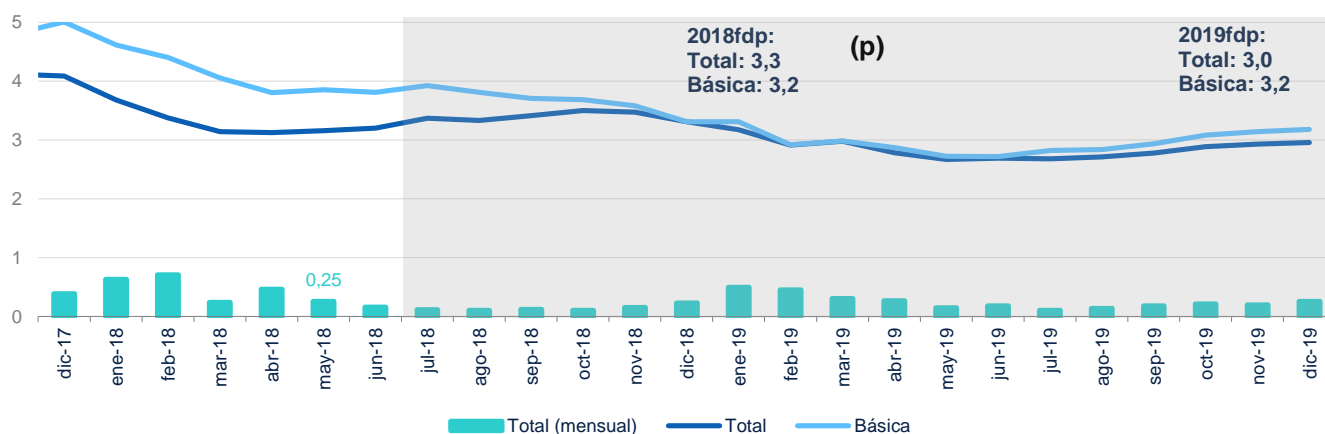


Fuente: Proyecciones de BBVA Research con datos observados del DANE

La inflación hubiera bajado más en lo corrido del año si no hubiera sido por la dinámica alcista que vienen trayendo algunos precios de la canasta de regulados (Gráfico 3.7). El alza en los precios del petróleo ha presionado hacia arriba el precio de los combustibles, y estas alzas no se han visto compensadas por una apreciación del tipo de cambio, como había ocurrido en el pasado. Además hemos tenido tarifas de energía por encima de lo esperado y los retrasos en Hidroituango se traducirán en una energía un poco más costosa en el futuro. El precio de los contratos que las empresas comercializadoras renovararán en los próximos meses estará presionada al alza.

Lo anterior, sumado al alza en nuestro pronóstico de crecimiento en 2018 y 2019, nos lleva a subir ligeramente nuestro pronóstico de inflación. Para 2018 esperamos que la inflación se ubique en 3,3% (antes 3,1%) y en 2019 en 3,0% (antes 2,8%). Creemos que los alimentos presionarán la inflación al alza, especialmente en el tercer trimestre, y que, desde finales de año, la inflación retomará una senda decreciente. La dinámica a la baja que muestra la inflación de los arriendos, aunado a que la inflación de 2018 será menor a la de 2017, lo cual determinará una menor inflación indexada en 2019 (aumento de precios de bienes y servicios vinculado a la inflación pasada), ayudará a que la inflación total y básica se enfríen un poco más (Gráfico 3.9)

Gráfico 3.9 Senda de inflación a 2019



Fuente: Proyecciones de BBVA Research con datos observados del DANE

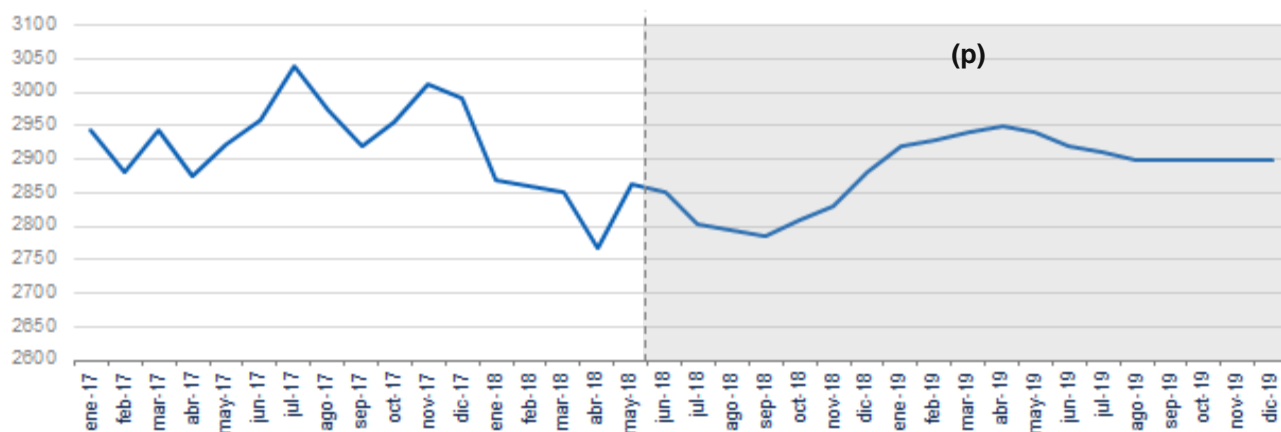
## Tasas estables en 2018 y 50 puntos básicos de alza entre finales de 2019 y comienzos de 2020

Los ajustes al alza que hemos hecho a nuestros pronósticos de PIB e inflación y el inicio de un ciclo de aceleración de la actividad configuran un escenario de estabilidad en la tasa de intervención del Banco de la República en 4,25% para lo que resta del año. Luego, el mayor crecimiento de la economía colombiana a mediano plazo y las mayores tasas de interés externas que percibimos en 2019 y 2020 presionarán al alza la tasa de interés real neutral de la economía colombiana (la tasa de interés que descontando la inflación, ni empuja ni afecta el crecimiento de la economía). De esta manera, vemos que BanRep podría subir su tasa de intervención en 50 puntos básicos entre finales de 2019 y comienzos de 2020 pero mantendrá una política monetaria ligeramente expansiva hasta 2021.

## Incertidumbre global le imprimen volatilidad a la tasa de cambio

Despejado el panorama electoral y dado que los precios del petróleo se mantendrán por encima de los 70 dólares en 2018 y 2019 (Promedios. 2018: US 72,1; 2019: US 70,3), anticipamos que la tasa de cambio caerá un poco a corto plazo, a unos niveles que incluso podrían ubicarse por debajo de los 2.800 pesos. Sin embargo, dado que las tasas de interés externas seguirán al alza y los niveles de liquidez global bajarán en el mediano plazo, vemos presiones devaluacionistas sobre el peso colombiano a mediano plazo. La tasa de cambio terminaría este año en unos niveles cercanos a los 2.880 pesos y alcanzará unos máximos de 2.950 a comienzos de 2019, para luego buscar sus niveles de largo plazo de 2.900. No descartamos, sin embargo, una alta volatilidad de la tasa de cambio por los posibles desenlaces de la guerra comercial y la presión sobre los países emergentes que ejercen los procesos de normalización de la política monetaria en los países desarrollados. Nuestro pronóstico, en este escenario, tiene un componente importante de incertidumbre (Gráfico 3.10).

Gráfico 3.10 Senda de tasa de cambio a 2019

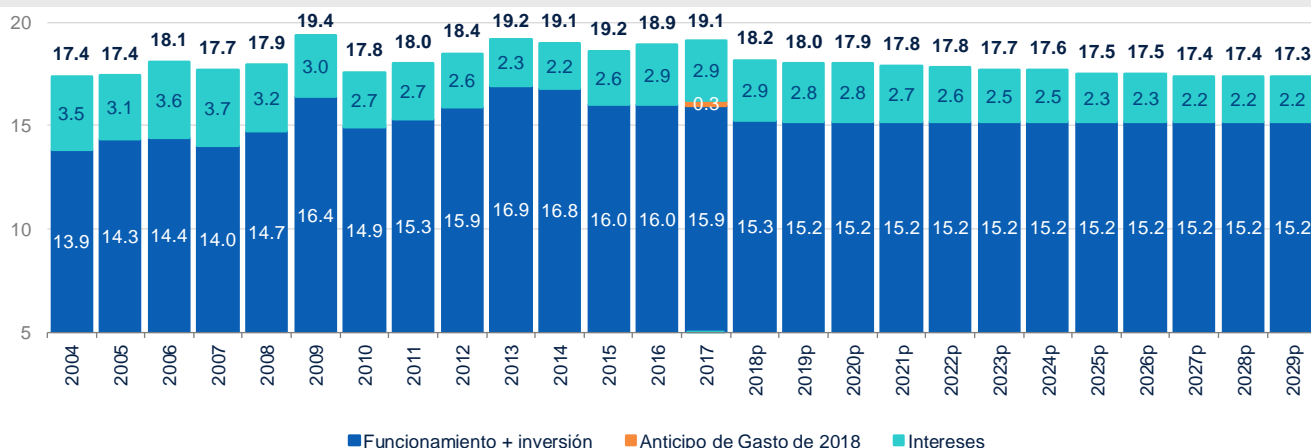


Fuente: Proyecciones de BBVA Research con datos observados del Banco de la República

## La situación fiscal luce apretada y exige una reducción importante del gasto y/o aumentos de ingresos para cumplir la regla fiscal

En junio pasado fue publicado el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), la hoja de ruta por 10 años de las finanzas públicas nacionales, y en el mismo se explicita cómo será el ajuste de las cuentas del Gobierno Nacional Central para lograr la reducción de déficit del 3,6% en 2017, al 3,1% en 2018, al 2,4% en 2019 y al 1% a partir de 2027, como lo pide la regla fiscal (Gráfico 3.11).

Gráfico 3.11 Gastos del GNC (% del PIB)

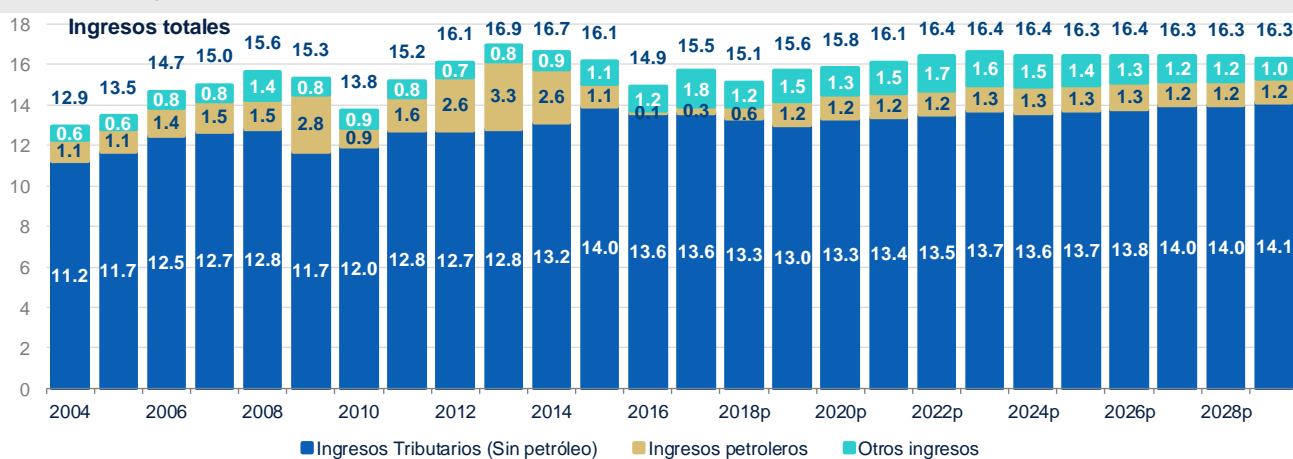


Fuente: BBVA Research con datos del Ministerio de Hacienda

Según el MFMP, la reducción del déficit se debe lograr con una combinación de menor gasto y mayores ingresos. Los gastos deben caer desde el 19,1% del PIB en 2017 al 17,4% en 2027, con una meta volante muy importante en 2018 y 2019 (18,2 y 18,0% del PIB) (Gráfico 3.11). Los ingresos totales deben representar el 15,6 % del PIB, cercano al 15,5% de 2017, luego de reducirse en 2018 al 15,1% por el desmonte total del impuesto a la riqueza y de parte de la sobretasa de renta, y deben aumentar hasta el 16,4% en 2022. El gasto sin intereses se ajusta del 16,2% en 2017 al 15,3% en 2018 y al 15,2% en 2019, manteniéndose con este fuerte ajuste hasta 2029.

En este escenario, el aumento de los ingresos depende algo más de los mayores ingresos petroleros y de “otros ingresos”. En el escenario anterior, primaban las mejoras en gestión y anti-evasión (Gráfico 3.12). Los esfuerzos de consecución adicional de “otros ingresos” son importantes. Se espera que contabilicen cerca de medio punto del PIB más entre 2019 y 2029 de lo que significaron entre 2004-2017, cuando se situaron en 0,9% del PIB en promedio. Por otra parte, el Gobierno proyecta unos precios del petróleo conservadores (bajos), pero exige unas ganancias en eficiencia importantes en Ecopetrol que se materializan en elevadas utilidades esperadas desde esta empresa, lo cual incrementará la participación de los ingresos petroleros en el recaudo total del gobierno. En promedio, los ingresos petroleros alcanzarán el 1,2%-1,3% del PIB entre 2019 y 2029, con una producción petrolera que alcanza los 936 barriles por día en el año 2020.

Gráfico 3.12 Ingresos del GNC (% del PIB)



Fuente: BBVA Research con datos del Ministerio de Hacienda

## Riesgos al crecimiento

Pese a que Colombia ha mejorado notablemente su balance externo, sigue teniendo un déficit en la cuenta corriente que está más que financiado mediante recursos de la inversión extranjera directa —IED— (la IED será el 108% del déficit en la cuenta corriente, en promedio, hasta 2022, según nuestras estimaciones). Por lo tanto, una destorcida generalizada de los flujos de capital hacia los países emergentes, que alcance a la inversión directa, podría limitar el crecimiento de la demanda interna como única vía para ajustar las cuentas externas. Este escenario se puede dar en un contexto de una salida desordenada de las políticas monetarias en los países desarrollados o si aumentan generalizadamente las primas de riesgo de los países emergentes ante una nueva caída abrupta y muy fuerte de los precios de las materias primas. Si bien el impacto de un escenario de esta magnitud es fuerte, su probabilidad aún es baja porque los bancos centrales han venido anunciando ordenadamente su política monetaria y los precios del petróleo se ubican en niveles altos de nuevo.

También existen ciertos riesgos domésticos de la economía colombiana. En primer lugar, si se mantienen los retrasos en las obras de infraestructura más importantes del país, y adquieren un carácter de rezago permanente, no sólo se afectarían los crecimientos del PIB de los próximos dos años, sino también la competitividad, la productividad y el potencial de crecimiento a mediano y largo plazo. Los retrasos en las obras podrían ser explicados por una profundización de los cuellos de botella actuales. Estos son: escándalos de corrupción, inadecuado planeamiento y diseño de planos y restricciones de trabajo por parte de las comunidades afectadas.

Existen otros riesgos que, aunque pueden tener un menor impacto en la cifra de crecimiento del PIB a corto y

largo plazo, también deben estar en el radar del análisis. En primer lugar, no se descarta que el crecimiento del consumo final (privado y del gobierno), la menor oferta hidroeléctrica (por retrasos en Hidroituango) y el mayor precio de los combustibles lleven a que haya presiones de inflación más allá de lo previsto y a que el Banco de la República decida incrementar sus tasas de interés antes y más rápido de lo esperado. En segundo lugar, si el Gobierno Nacional Central no logra hacer un ajuste fiscal como el exigido por la regla fiscal, se aumentarían los costos de endeudamiento del gobierno y, con ello, del sector privado, ralentizando el proceso de recuperación económica. Finalmente, pero no menos importante, habrá que estar pendientes de los efectos en confianza y decisiones de gasto de la agenda de reformas que planea el nuevo gobierno. Entre ellas, habrá que estar atentos a las propuestas de reforma fiscal y las modificaciones al sistema de seguridad social, temas clave en la formación de expectativas de los agentes económicos.

## Tablas con pronósticos

**Tabla 4.1** Previsiones Macroeconómicas

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a)	4,7	3,0	2,0	1,8	2,6	3,3
Consumo Privado (% a/a)	4,6	3,1	1,4	1,8	2,8	3,6
Consumo Público (% a/a)	4,7	4,9	1,8	4,0	4,4	2,4
Inversión (% a/a)	11,8	-1,2	0,3	0,6	0,3	5,6
Inflación (% a/a, fdp)	3,7	6,8	5,7	4,1	3,3	3,0
Inflación (% a/a, promedio)	2,9	5,0	7,5	4,3	3,3	2,8
Tasa de cambio (fdp)	2.392	3.149	3.001	2.984	2.880	2.900
Devaluación (% fdp)	24,2	31,6	-4,7	-0,6	-3,5	0,7
Tasa de cambio (promedio)	2.001	2.742	3.055	2.951	2.834	2.918
Devaluación (% fdp)	7,1	37,0	11,4	-3,4	-4,0	3,0
Tasa BanRep (% fdp)	4,50	5,75	7,50	4,75	4,25	4,50
Tasa DTF (% fdp)	4,3	5,2	6,9	5,3	4,6	4,8
Balance Fiscal GNC (% PIB)	-2,4	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,4
Cuenta Corriente (% PIB)	-5,2	-6,5	-4,4	-3,3	-2,8	-3,3
Tasa de desempleo urbano (% fdp)	9,3	9,8	9,8	9,8	10,0	9,5

Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

**Tabla 4.2** Previsiones Macroeconómicas Trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa BanRep (% fdp)
T1 15	3,0	4,6	2.576	4,50
T2 15	3,3	4,4	2.585	4,50
T3 15	3,8	5,4	3.122	4,75
T4 15	1,8	6,8	3.149	5,75
T1 16	3,7	8,0	3.022	6,50
T2 16	2,6	8,6	2.916	7,50
T3 16	0,2	7,3	2.880	7,75
T4 16	1,4	5,7	3.001	7,50
T1 17	0,8	4,7	2.880	7,00
T2 17	1,9	4,0	3.038	6,25
T3 17	3,0	4,0	2.937	5,25
T4 17	1,4	4,1	2.984	4,75
T1 18	2,8	3,1	2.780	4,50
T2 18	2,0	3,2	2.931	4,25
T3 18	2,7	3,4	2.785	4,25
T4 18	2,9	3,3	2.880	4,25
T1 19	3,2	3,0	2.940	4,25
T2 19	3,4	2,7	2.920	4,25
T3 19	3,0	2,8	2.900	4,25
T4 19	3,5	3,0	2.900	4,50

Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research



## AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

## Este informe ha sido elaborado por la unidad de Colombia

Economista Jefe de Colombia  
Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

Fabián García  
fabianmauricio.garcia@bbva.com

Mauricio Hernández  
mauricio.hernandez@bbva.com

María Llanes  
maria.llanes@bbva.com

Alejandro Reyes  
alejandro.reyes.gonzalez@bbva.com

María Paula Castañeda  
mariapaula.castaneda@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

Colombia  
Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

Perú  
Francisco Grippa  
fgrippa@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