

3. En Colombia la aceleración económica leve dependerá de la inversión

Petróleo y eventos políticos mundiales mueven a los mercados

Los mercados emergentes, y en particular el colombiano, han recibido dos fuentes de volatilidad externas sobre los activos en los últimos meses. Por una parte, el repunte de los precios de las materias primas, no sólo el del petróleo, sino también el del carbón, implicó un mejor comportamiento del peso colombiano, del mercado de deuda pública y de las acciones relacionadas con el sector minero-energético (Gráficos 3.1 y 3.2). El repunte en los precios del petróleo se dio a lo largo de todo el año pasado gracias al cierre progresivo de la brecha entre oferta y demanda. Sin embargo, el envío más importante desde finales de noviembre lo significó el acuerdo de recorte de producción de los países miembros de la OPEP (acompañados de Rusia y otros países por fuera de la organización).

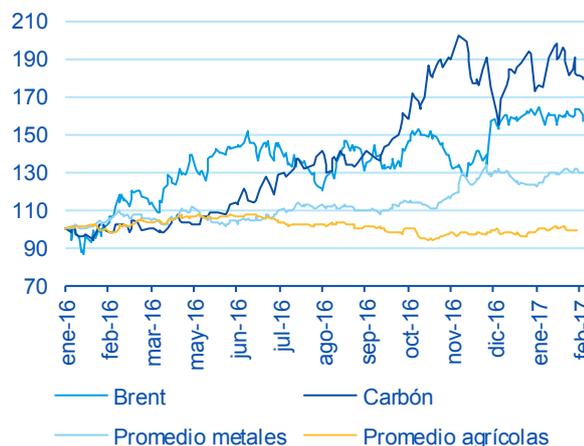
En enero, la producción se redujo en alrededor de un millón de barriles diarios con respecto a los niveles previos al acuerdo. Los recortes están pactados, por ahora, hasta mediados del año. Sin embargo, la probabilidad de su ampliación hasta diciembre no es nula, al menos dentro de los países miembros de la OPEP. Nuestras proyecciones del precio promedio del petróleo Brent se ubican en USD 57 por barril para 2017, 11 dólares por encima del promedio de 2016. A su vez, el precio del carbón subió por los recortes en producción de China.

Por otra parte, los factores políticos de Reino Unido y, especialmente, de Estados Unidos determinaron desvalorizaciones de la moneda y, en menor medida, de otros activos al inicio de los sucesos, pero se corrigieron rápidamente. Además, Colombia se diferenció positivamente en el universo de emergentes, a juzgar por el elevado influjo de capitales. Después de noviembre, posterior a las elecciones en Estados Unidos, mientras que los países emergentes registraron salidas de capital, en Colombia se dieron cifras históricamente altas de ingresos de capital de portafolio en las semanas siguientes. Como consecuencia, se fortaleció el efecto positivo que tiene el aumento del precio de las materias primas sobre los activos locales a través de las mayores inversiones externas.

Durante este año, los ingresos de capital seguirán siendo elevados, aunque por debajo de los flujos registrados en 2016. Los inversionistas internacionales valorarán las mejoras fiscales derivadas de la reforma tributaria aprobada en diciembre, el cierre progresivo del déficit de la cuenta corriente y la recuperación gradual del crecimiento económico. De este modo, Colombia es un mercado atractivo también para los capitales que emigran desde los países emergentes más afectados por el panorama político de Estados Unidos.

Gráfico 3.1

Gráfico de precios de diferentes materias primas en índice: petróleo, carbón, agrícolas, metales (enero 29 de 2016 = 100)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.2

Gráfico de índice de activos: dólar (TRM), bolsa (COLCAP), TES a 10 años y CDS a 5 años (enero 29 de 2016 = 100)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Crecimiento: en manos de la inversión

Al término del año 2016 se verificaron tres tendencias que marcarán el comportamiento de las principales variables de crecimiento en 2017. En primer lugar, el consumo de los hogares se moderó de forma más generalizada, más allá del gasto en bienes durables que se había deteriorado desde 2015. Esto, explicado posiblemente por la mayor desaceleración en la generación de empleo en 2016, cuando se crearon en promedio 41 mil empleos urbanos, frente a los 195 mil de 2015. En segundo lugar, la inversión privada no mostró claros signos de recuperación, tanto por un aumento en la incertidumbre económica asociada a factores globales y a la reforma tributaria, como por la reducción de la tasa de crecimiento de la producción industrial. Finalmente, las exportaciones no mineras continuaron con una senda de caída, a pesar de los altos niveles de la tasa de cambio, lo cual señala la existencia de una baja demanda externa desde nuestros principales socios comerciales.

La recuperación del consumo privado en 2017 no se dará antes de la segunda mitad del año y será marginal en la medición del año completo respecto a 2016, en línea con una creación de empleo que continuará su proceso de ralentización. Pese a la menor inflación, las menores tasas de interés y la estabilidad del tipo de cambio, el incremento de los impuestos al consumo aprobados en la reforma tributaria lastrará la dinámica de los hogares durante la primera parte del año. Sin embargo, a largo plazo, la mayor tasa de formalidad que logró la economía desde 2012, y que aumentó incluso durante el periodo reciente de desaceleración en 2015 y 2016, servirá para apalancar la recuperación más rápida del consumo privado a partir de finales de este año y especialmente en 2018.

La inversión privada, aunque se mantiene como la variable del PIB con el mayor crecimiento de 2017 y con la aceleración más destacada respecto al año 2016, partirá desde niveles bajos en la senda de su

recuperación, teniendo una dinámica ligeramente inferior a la esperada hace tres meses. Además, la industria manufacturera tiene ahora menores perspectivas de crecimiento que lo estimado previamente, reduciendo un poco las demandas estimadas por nueva inversión productiva y ensanche de planta desde ese sector, pero manteniéndolas en terreno positivo. El comportamiento de mejora gradual continuará en 2018, pues la producción industrial y la inversión privada estarán impulsadas por la mayor demanda externa y la estabilidad del precio del petróleo alrededor de su nivel estructural de 60 dólares por barril.

Las exportaciones tendrán un ligero mejor comportamiento este año, ayudadas por el desempeño más positivo de Latinoamérica y el mundo desarrollado. Sin embargo, no será sino hasta 2018 cuando empiecen a crecer varios puntos por encima del PIB, convirtiéndose en un impulso destacado para la actividad.

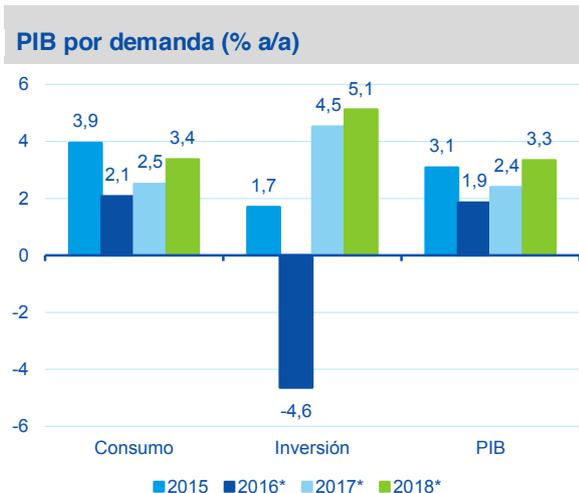
Finalmente, la perspectiva del gasto público y las cuentas fiscales es más optimista que hace tres meses con la aprobación de la reforma tributaria y evitará que el gasto del gobierno caiga fuertemente este año. Además, se mantiene la apuesta por las obras de infraestructura de cuarta generación, las cuales arrancaron su ejecución a finales de 2016 y su mayor aporte al crecimiento se sentirá desde mediados de 2018 y durante 2019, cuando varias obras simultáneamente tendrán avances.

De esta forma, el crecimiento de 2017 debería acelerarse con respecto a la tasa observada en 2016, cuando debió alcanzar el 1,9%, hasta 2,4%. Esta tasa de crecimiento es la misma que esperábamos hace tres meses, pero esta vez la demanda pública tendrá una mayor contribución positiva y el componente privado, aunque acelerándose respecto a 2016, aportará menos que lo esperado antes. En 2018 habría una aceleración adicional en la tasa de expansión del PIB hasta 3,3%, sustentada en unos mayores crecimientos de las exportaciones y la inversión en infraestructura (Gráfico 3.3).

A nivel sectorial, la agricultura, los servicios financieros y empresariales, y la construcción serán las actividades más dinámicas en 2017. Se espera que la producción de café crezca cerca de 8% en 2017 y que la oferta agrícola en general aumente en respuesta a los altos precios registrados en 2016 y al clima más favorable que se espera para este año. Respecto al segundo grupo, a pesar de que se pronostica una desaceleración en el PIB de intermediación financiera en 2017, creemos que las actividades empresariales se acelerarán a lo largo de este año incentivadas por la reforma tributaria, las menores tasas de interés y la mayor demanda externa. La construcción, gracias al arranque de las obras de infraestructura 4G, a la buena dinámica que se anticipa en la construcción de vivienda de estratos bajos y medios y a la mayor ejecución de los gobiernos regionales será el tercer sector con el mayor crecimiento en 2017. La minería, por su parte, será el sector con el crecimiento más bajo ya que la producción de petróleo y carbón será muy similar a la observada en 2016 (Gráfico 3.4).

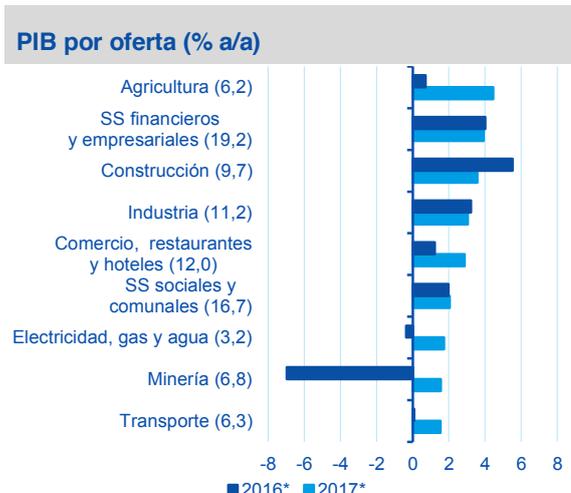
Por otra parte, siendo la inversión la variable más decisiva en los resultados de crecimiento de la economía, las proyecciones anteriores están condicionadas al cumplimiento de los proyectos tanto públicos como privados a llevarse a cabo durante los próximos años. Especialmente, el desarrollo de la infraestructura, incluyendo el avance de las obras de la cuarta generación de infraestructura, es determinante para la recuperación económica de corto y mediano plazo.

Gráfico 3.3



(*): pronóstico.
Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 3.4



(*): pronóstico.
Fuente: DANE y BBVA Research. Participaciones sectoriales en el PIB total de 2015 entre paréntesis

Se mantiene el ajuste gradual en el déficit de la cuenta corriente

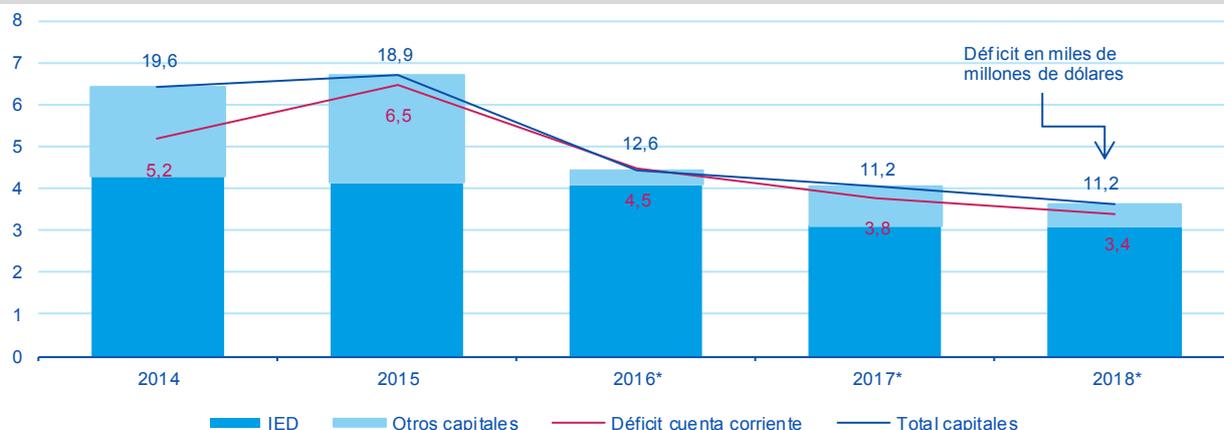
El balance de la cuenta corriente se favorecerá en 2017 y 2018 del bajo crecimiento de las importaciones que implica el crecimiento económico del país. Después de caer alrededor de 20% en 2016, las importaciones en dólares sólo crecerán un poco más de 5% anual este año y el próximo. Al contrario, las exportaciones, gracias a la recuperación del precio del petróleo y de la demanda externa, especialmente en 2018, crecerán en promedio 10% anual en su valor en dólares en 2017 y 2018. De esta forma, el déficit de la balanza comercial tendrá una corrección importante, si bien se mantendrá negativa.

Sin embargo, el déficit de la cuenta corriente, aunque se reduce, no se ajustará en su valor en dólares al mismo ritmo en que se disminuye el déficit de la balanza comercial. Esto sucede porque la balanza de la renta de factores se volverá un poco más deficitaria por el mayor envío de dividendos al exterior de las empresas minero-energéticas, las cuales tendrán mayores beneficios por los incrementos de los precios de las materias primas.

En total, el déficit de la cuenta corriente pasará de niveles de USD 13.000 millones en 2016 a niveles inferiores a USD 11.500 millones en 2017 y en 2018. Como porcentaje del PIB, en los mismos años, pasará de 4,5% del PIB a 3,8% y 3,4% del PIB, respectivamente (Gráfico 3.5). El financiamiento de este déficit se dará en un 86% por la inversión extranjera directa -IED-, la cual representa los flujos más estables dentro de la cuenta de capitales. Este año la IED será inferior a la reportada en 2016 porque no se tienen previstas nuevas privatizaciones estatales que reemplacen los recursos externos generados por la venta de ISAGEN. La calculamos en 9.000 millones de dólares frente a los 12.000 millones de dólares de 2016. Los principales sectores receptores de inversión serán la industria y el comercio (turismo, hotelería, etc. por tasa de cambio), además que se reactivará la llegada de capitales a la minería y el petróleo.

Gráfico 3.5

Déficit de la cuenta corriente (% del PIB)



(*) pronóstico.

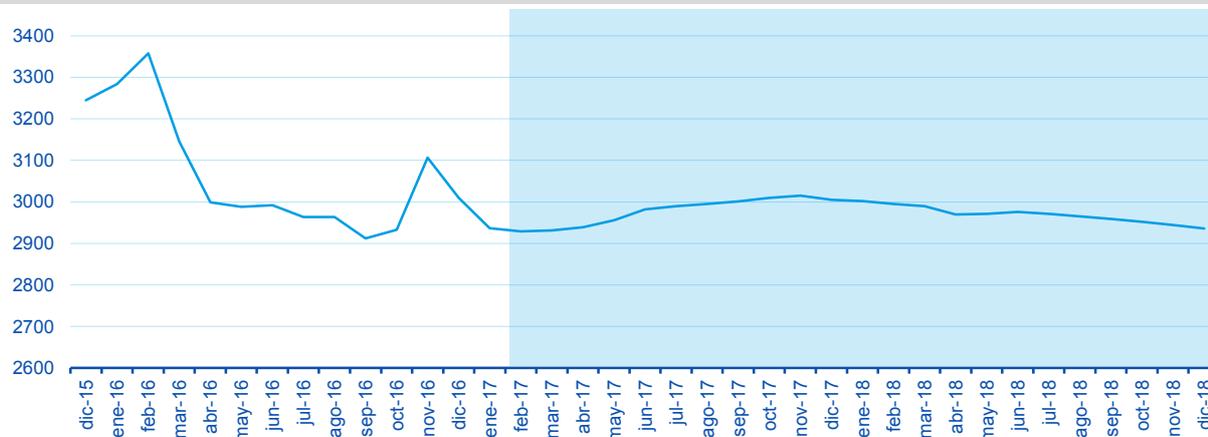
Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

Tasa de cambio se apreciará ligeramente en 2017

Para 2017 pronosticamos una ligera apreciación del 2,7% en el promedio del tipo de cambio comparado con el registrado en 2016 (Gráfico 3.6). A pesar de las presiones al alza del dólar provenientes de las mayores tasas de interés externas y de las menores tasas internas, los mayores precios del petróleo, el cierre del déficit de cuenta corriente, y el apetito que mantienen los capitales extranjeros por el país, harán que el promedio de la tasa de cambio se ubique alrededor de los 2.973 a lo largo del año, 81 pesos por debajo del promedio de 2016. En 2018 la tasa de cambio no tendría mayores cambios frente a los niveles previstos para 2017 ya que se espera que la aceleración del crecimiento económico, los altos precios del petróleo y la corrección adicional que se espera en el déficit en cuenta corriente, sirvan para contrarrestar las mayores tasas de interés externas que se esperan para ese año. Vale la pena resaltar que los pronósticos están sujetos a una alta incertidumbre sobre la dinámica que pueda tener el contexto externo, en especial, sobre las decisiones que el nuevo gobierno de Estados Unidos tome sobre política fiscal y comercial, las cuales podrían generar cambios bruscos sobre las tasas de interés de este país, afectando la dirección de los flujos de capital en el mundo.

Gráfico 3.6

Tasa de cambio (pesos por dólar)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Tasa de cambio, mejor clima y demanda débil llevarán la inflación al rango meta en 2017

Luego de haber permanecido por fuera del rango meta del Banco de la República por más de dos años, la inflación regresará a esta zona en el segundo trimestre de 2017. A pesar de que el IVA presionará al alza los precios en enero y febrero, la inflación en términos anuales seguirá descendiendo. Un fuerte efecto base (en el primer semestre de 2016 la inflación subió de 6,8% a 8,6%), una demanda interna débil, una tasa de cambio que ayudará a darle estabilidad al precio de los productos importados, y un clima favorable que aumentará la oferta agrícola y mantendrá en niveles bajos el precio de la energía, son los factores que explican el descenso en la inflación que se espera para el primer semestre del año. En este contexto se anticipa que la inflación de alimentos, la de regulados y la de los productos transables seguirán bajando en los próximos meses.

En el segundo semestre la inflación volverá a subir, saliéndose temporalmente del rango meta debido al efecto base creado por las inflaciones negativas, en variaciones mensuales, que se registraron entre agosto y octubre del año pasado. La inflación terminará así en tasas cercanas al 4,1% a finales de año (Gráfico 3.7). En 2018, debido a la inercia que traen los precios, especialmente el grupo de los no transables (el incremento de los arriendos se indexa a la inflación del año anterior), la inflación descenderá lentamente, aunque estará a lo largo de todo ese año dentro del rango meta. Creemos que la inflación se ubicará en 3,6% a finales de 2018 y en 2019 estará en 3,1%, ya muy cerca de la meta puntual del Banco de la República.

Gráfico 3.7

Inflación total y sin alimentos (% , crecimiento anual)



Fuente: DANE y BBVA Research

La política monetaria tendrá más espacio para reducciones

La convergencia de la inflación al rango meta en los próximos meses, junto con la debilidad de la demanda interna, abren espacio para que BanRep recorte sus tasas de interés. En total creemos que habrá un recorte de 150 puntos básicos en 2017 lo que dejará la tasa de intervención en 6,0% a finales de año. Creemos que BanRep hará una pausa en sus recortes, esperando a que la las expectativas de inflación en el mediano plazo se ubiquen más cerca al 3% (actualmente las expectativas a 24 meses están más cerca del 4%). De acuerdo a nuestros pronósticos, la inflación estará cerca al 3% a finales de 2019 lo que le permitiría al BanRep reducir un poco más su tasa hasta ubicarla en 4,75% durante el 2018. Nótese que a pesar de los recortes que esperamos en los próximos meses, la tasa de intervención real (tasa nominal descontando la inflación), se ubicará muy cerca de los niveles neutrales que ni estimulan ni contraen la actividad económica.

Un riesgo que se debe tener en cuenta es la incertidumbre que existe sobre los pronósticos de tasa de cambio. Cualquier cambio brusco sobre los flujos de capital externos podría devaluar el Peso, presionando al alza la inflación de los productos importados y reduciendo así el espacio que tiene el banco central para recortar la tasa de intervención.

Cuentas fiscales más holgadas con reforma tributaria

El balance fiscal del gobierno central en 2016 se ubicó en -4% del PIB. El recaudo en 2016 fue de 13,7% del PIB, menor al 14,5% del PIB observado en 2015. Los menores ingresos externos y petroleros explican esta reducción principalmente, aunque también el menor crecimiento económico afectó este resultado.

Según las cifras del Gobierno, la reforma tributaria recientemente aprobada logra generar recursos tributarios adicionales por 0,7 puntos del PIB en 2017. Con esto, los ingresos tributarios del año se ubicarán nuevamente en el 14,5% del PIB observado en 2015. En 2017, el gasto como porcentaje del PIB se mantendría en niveles ligeramente inferiores a los observados en 2016, con un sesgo a la baja teniendo en

cuenta unos recursos de capital que podrán ser inferiores a los estimados. A partir de 2018 el gasto en términos de PIB requerirá de un mayor ajuste. Lo anterior, debido a que la meta de déficit como porcentaje del PIB es decreciente (el déficit pasa de 3,3% a 2,7% entre 2017 y 2018) y los ingresos adicionales obtenidos por la reforma entre 2017 y 2018 permanecen constantes alrededor del 0,7 % del PIB en estos dos años.

Reforma aprobada avanza hacia un mejor sistema tributario

La reforma tributaria contemplada en la Ley 1819 de 2016 representó un avance hacia un mejor sistema tributario. Uno de los objetivos de la reforma era permitir la sostenibilidad de las finanzas públicas, reemplazando parte de los recursos que se perdieron del sector petrolero. En ese sentido, el principal logro de la reforma fue aumentar el recaudo y volver permanentes recursos que eran transitorios. La Ley 1819 incrementó la tarifa general de IVA en tres puntos desde 2017 (pasando de 16% a 19%). La medida representa recursos adicionales por 0,7 puntos del PIB en 2017. El aumento del IVA conjuntamente con la no eliminación del Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF) logran un recaudo que aumenta gradualmente desde 0,7% del PIB en 2017 hasta 1,8% del PIB en 2022¹. Las dos medidas antes mencionadas se pueden considerar como el mejor logro de la reforma. En lo concerniente al IVA, sobre todo, los intentos anteriores por aumentar la tarifa habían fracasado y ésta había permanecido en 16% desde el 2001. En el caso del GMF se debe entender que el mantenerlo de forma permanente no representa un mayor recaudo con respecto a hoy (cierre 2016), sino que garantiza de forma permanente recursos que se iban a dejar de percibir paulatinamente desde 2019 y que desaparecían totalmente en 2022.

Otro de los objetivos de la reforma era equilibrar la carga tributaria entre las empresas y las personas, ya que se estima que el 83% de los impuestos directos en Colombia los pagan las empresas (OCDE, 2015; CET, 2016). En ese sentido la reforma propendió por reducir la carga de las empresas y por ampliar su base de tributación al tomar como referencia las Normas Internacionales de Información Financiera - NIIF. La reducción de la carga de las empresas se da vía la disminución gradual de la tarifa de renta corporativa (Gráficos 3.8 y 3.9) y vía la reducción del costo del capital. Con la reforma, las empresas podrán deducir del impuesto de renta el IVA pagado sobre la compra de bienes de capital. Además, la reforma ratificó la eliminación del impuesto a la riqueza en los plazos previstos. Sin embargo, a pesar de estos avances, el alcance respecto a la eliminación de las exenciones a las empresas fue limitado. La disminución gradual de la sobretasa para las empresas con utilidades mayores a 800 millones al año presionarán las finanzas públicas, especialmente a partir del 2019 cuando esta sobretasa se habrá eliminado.

¹ El gravamen a los movimientos financieros antes de la reforma se iba a desmontar gradualmente pasando de una tarifa del 0,4% en 2018 a una de 0% en 2022, con un desmonte de 0,1% por año.

Gráfico 3.8

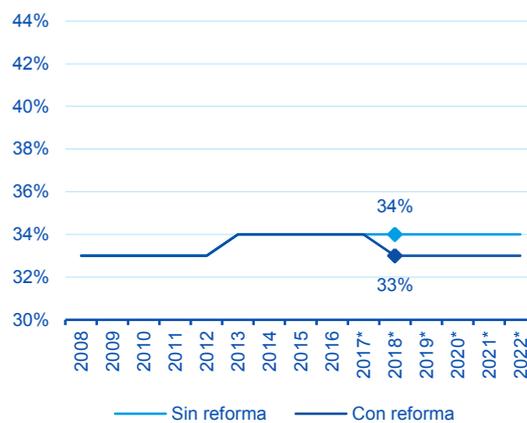
Tarifa del impuesto de renta a las empresas con y sin reforma (empresas con utilidades anuales mayores a 800 millones)



(*): estimación.
Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 3.9

Tarifa del impuesto de renta a las empresas con y sin reforma (empresas con utilidades anuales menores a 800 millones)



(*): estimación.
Fuente: Ministerio de Hacienda

Otra medida importante y que promueve la eficiencia es el aumento de la tarifa de renta presuntiva de 3% a 3,5% del patrimonio, incentivando a que los agentes busquen una mayor rentabilidad de los patrimonios.

Otro cambio que equilibró las cargas fue el aumento de la base de tributación de renta de las personas naturales, propendiendo por la progresividad del impuesto. El articulado presentado inicialmente al Congreso contemplaba reducir el umbral por debajo del cual no pagan renta las personas (menos del 10% de la población que percibe ingresos en Colombia paga renta) y limitar las exenciones y deducciones permitidas en la declaración de renta. El Congreso solo aprobó la introducción del límite a las deducciones y exenciones, limitando el alcance de la propuesta inicial. De otra parte, la reforma grava los dividendos, pero de forma limitada, ya que no incluye aquellos percibidos por sociedades locales. Tampoco grava las acciones y participaciones en sociedades con la renta presuntiva. Además una falencia importante de la reforma es que no grava las pensiones altas. Es bien conocido que las pensiones son una fuente importante de regresividad en Colombia. En conclusión, la reforma no aumentó la base como hubiera sido deseable porque dejó sin gravar una cantidad importante de rentas, incluyendo las mesadas pensionales altas, una parte importante de los dividendos y de la rentas de capital, y porque se abstuvo de incluir más rentas al mantener alto el umbral sobre el cual se declara el impuesto de renta. En este contexto, aunque hubo avances con las exenciones y deducciones, los cambios introducidos logran un avance limitado en el aumento de tributación de las personas naturales y en el rebalanceo de las cargas entre éstas y las empresas.

En términos de informalidad, la reforma redujo, como se comentó antes, la carga tributaria de las empresas, creó el monotributo, mantuvo la exención del pago de parafiscales del empleador por sus trabajadores de menos de 10 salarios mínimos e impuso límites a los pagos en efectivo que se reconocen fiscalmente, entre otros. Estos cambios en el mediano plazo deberían aumentar la formalidad y el crecimiento potencial de la economía. La reforma también representó avances importantes en términos de la simplicidad del sistema

tributario con la unificación (en el impuesto de renta) del impuesto de renta y el CREE y con la eliminación de los sistemas alternativos de tributación de renta de personas naturales, entre otros. Sin embargo, se pudo quedar corta en lo referente a la eliminación de beneficios tributarios cuya existencia complica la administración y facilita la evasión. De otra parte, los cambios introducidos para controlar las entidades sin ánimo de lucro pueden representar una carga administrativa importante.

En conclusión, la reforma tributaria era indispensable para lograr la sostenibilidad de las finanzas públicas, como lo han reconocido las autoridades, las calificadoras y los analistas económicos en general y logró su cometido. En su última revisión la calificadora Standard and Poor's mantuvo la calificación y la perspectiva de Colombia recalcando que el paquete fiscal aprobado por el Congreso a finales de 2016 fue muestra de un importante compromiso político para reforzar la base imponible en los próximos años, y de esta forma reducir el déficit del sector público. La calificadora queda atenta, sin embargo, del desenvolvimiento de la deuda pública y el desequilibrio externo.

Balance de riesgos sesgados a la baja

Existen dos conjuntos de choques que podría enfrentar la economía colombiana en los próximos años. En primer lugar, de origen externo (véase sección 2), los riesgos bajistas provienen de las políticas de Estados Unidos y Europa, el incremento más rápido de la inflación y las tasas de interés en el mundo desarrollado y los desequilibrios de China. Estos factores podrían restringir y encarecer el financiamiento externo de la economía colombiana, rezagar por varios años la recuperación del comercio exterior y devolver la recuperación de los precios de las materias primas. A lo anterior habría que agregar la probabilidad de un deterioro adicional en la economía de China que afecte el precio de las materias primas y el mayor proteccionismo en el mundo.

En segundo lugar, de origen interno, el riesgo más importante se relaciona con el avance de los grandes proyectos de infraestructura. Recientemente, se supo que dos contratos de infraestructura firmados con la firma brasileña Odebrecht pueden tener problemas jurídicos por corrupción. Si este hecho llegara a afectar la oferta de recursos de liquidez a otros proyectos de inversión o si se deben hacer nuevas licitaciones, el crecimiento de 2017 y 2018 tendrá un sesgo a la baja. Un riesgo adicional, aunque con menor probabilidad, es el deterioro más fuerte de la confianza de los consumidores, lo cual lastraría la recuperación esperada en el consumo privado.