

3. El crecimiento de 2017 será muy similar al del año anterior

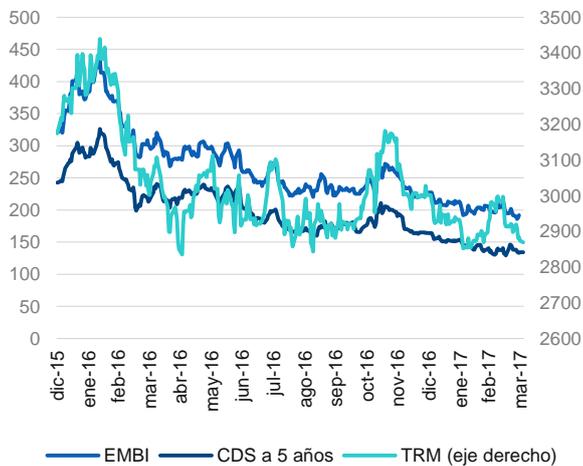
Mercados: dólar pierde fortaleza y el petróleo se mantiene por encima de los USD 50 con elevada volatilidad

Los precios de las materias primas relevantes para el país se mantuvieron durante lo corrido de 2017 en niveles superiores a sus promedios de 2016. En el caso del petróleo Brent, el precio del barril se ubicó en USD 53,6 en el primer trimestre de 2017, mayor al promedio en igual periodo de 2016 de USD 33,8. Por su parte, el precio de la tonelada de carbón en este mismo periodo estuvo alrededor de USD 30 por encima de su promedio en el primer trimestre de 2016. Este comportamiento se explica por el cumplimiento de los acuerdos de recorte en producción por parte de los miembros de la OPEP y de la materialización de un escenario de mayor crecimiento económico en China. Sin embargo, esta recuperación de los precios no estuvo exenta de una elevada volatilidad en sus cotizaciones internacionales. Los inventarios y la producción de crudo en Estados Unidos, la evaluación del cumplimiento de los acuerdos de la OPEP mes a mes y las probabilidades de su renovación para la segunda mitad del año (actualmente finaliza en junio) han implicado volatilidades importantes en el precio del petróleo. Así mismo, las decisiones de política monetaria en Estados Unidos y Europa y la fortaleza del dólar al inicio del año y su posterior devaluación impactaron igualmente el precio del petróleo, entre otros commodities.

De esta forma, si bien el tipo de cambio se ubica en general por debajo del cierre del año anterior también ha absorbido y replicado las volatilidades de los mercados monetarios y de las materias primas con impacto en el país. Así, la apreciación de la moneda respecto al cierre del año anterior se ubica en 4,3% y la apreciación promedio de los primeros 100 días del año respecto a los mismos días del año anterior es de 9,7%. No obstante, en lo que va del año la diferencia entre la máxima TRM (Tasa Representativa del Mercado) y la mínima TRM se ubica en 152 pesos, una franja equivalente al 5,3% del valor actual de la tasa, señalando una alta volatilidad del tipo de cambio.

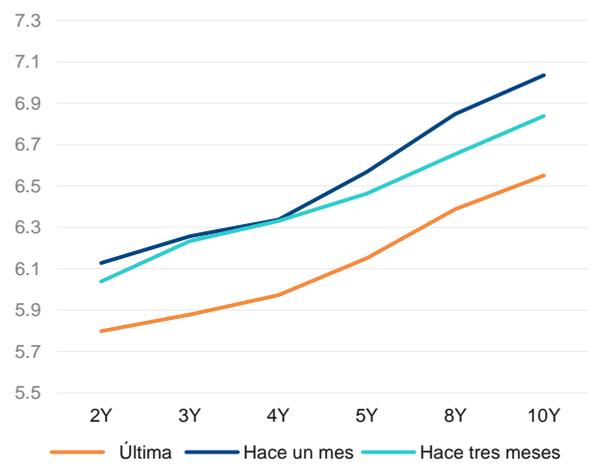
Otro factor que ha presionado la apreciación del tipo de cambio es la entrada de capitales foráneos. En el primer trimestre del año, la entrada neta de capitales de portafolio y de Inversión Extranjera Directa (IED) a marzo totalizaron USD 3.456 millones, lo cual significa un incremento del 20% con respecto al primer trimestre de 2016. Estas entradas de capital se correlacionaron, igualmente, con una reducción significativa de las primas de riesgo de la economía, tanto cuando las medimos a través del EMBI como con los CDS's (Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1 EMBI, CDS y TRM en Colombia (puntos básicos y pesos)



Fuente: Bloomberg y Banco de la República

Gráfico 3.2 Curva de rendimientos de la deuda pública de Colombia (%)



Fuente: Bloomberg. Fecha última: 6 de octubre

Como consecuencia de lo anterior, la curva de tasas de interés de la deuda pública se ubica actualmente debajo de sus niveles de hace tres meses (Gráfico 3.2). En su reducción también ha contribuido el descenso de la inflación y las perspectivas de recortes de la tasas de interés del Banco de la República. Además, las rentabilidades a diez años en este momento se ubican 4,4 puntos porcentuales (pp) por encima de las observadas en Estados Unidos, cuando hace tres, seis y doce meses se ubicaban en 4,5, 5,3 y 6,4 pp por encima de las mismas.

La inversión seguirá siendo el soporte del crecimiento

Los datos de cierre del PIB para 2016 anticipan una recuperación lenta de la inversión privada y un arranque tímido y de baja velocidad de las obras de infraestructura de cuarta generación. De esta forma, el impulso que nosotros esperábamos desde la inversión para el crecimiento de 2017 y 2018, aunque se mantiene y seguirá siendo importante porque sus crecimientos superarán al del PIB total, será de menor intensidad y velocidad que el que nosotros pronosticábamos tres meses atrás.

Al mismo tiempo, los hogares y las empresas iniciaron el año 2017 con bajos niveles de confianza de acuerdo a las encuestas de Fedesarrollo. Para el caso del consumidor, su pesimismo en el arranque del año se ubicó en mínimos históricos. Los hogares asociaron, probablemente, el incremento en el IVA de 16% a 19% con fuertes incrementos en los precios de los bienes y decidieron ser muy cautos con sus decisiones. Sin embargo, este comportamiento del gasto de los hogares, aunque un poco más débil que lo anticipado, no fue considerablemente más profundo que lo estimado en nuestras anteriores previsiones económicas, las cuales ya incluían un arranque lento del consumo privado, especialmente durante el primer semestre. Del segundo semestre en adelante, el consumo privado se acelerará gradualmente conforme a la recuperación de la confianza, la reducción de la inflación y a la reducción de las tasas de interés. En este contexto, el consumo privado no será un impulso para la economía en 2017 y 2018, y su crecimiento seguirá muy de cerca al del PIB total, el cual tendrá una ligera aceleración entre estos dos años.

Por otro lado, en la confianza de los industriales aún pesa negativamente la percepción de una baja demanda interna (a través de su valoración de los pedidos corrientes), pese a que manifiestan una reducción generalizada de sus niveles de existencias. De este modo, pese a que la inversión, pública y privada, seguirá siendo el principal motor de crecimiento en 2017, su mayor dinámica sólo logrará mantener tasas de crecimiento del PIB en niveles similares a la observada en 2016, compensando además la ligera desaceleración que esperamos en el consumo privado para este año. Así, nuestra estimación para el crecimiento del PIB este año es de una tasa de 2,1%. La inversión fija crecerá a un ritmo de 2,4% y el consumo privado lo hará a una tasa de 2,0%. La tasa de inversión de la economía colombiana dejará de caer y se ubicará en 27,3% del PIB en 2017 comparado con 27,2% en 2016. En este componente, la inversión en obras civiles tendrá la mayor expansión, creciendo un 2,7%. Estimamos que el aporte de la construcción de obras civiles al crecimiento del PIB de 2017 es de 0,2 pp, impulsado principalmente por la ejecución de las obras de cuarta generación de infraestructuras y el incremento en los proyectos financiados a través de las regalías mineras.

El consumo público, gracias a la reforma tributaria y al déficit fiscal de 3,6% del PIB (que el comité de la regla fiscal elevó desde 3,3% del PIB) mantendrá un crecimiento cercano al de la economía. Las exportaciones, por su parte, se apoyarán en el mayor precio de las materias primas, en la continuación de un precio elevado del tipo de cambio y en la recuperación económica de los principales socios comerciales del país (Estados Unidos y Europa) para tener desde el segundo semestre un repunte importante. En total, las exportaciones crecerán un 2,9% en 2017.

En 2018 la inversión total seguirá acelerándose gracias al mejor desempeño de algunos sectores económicos y por la mayor cantidad de proyectos de cuarta generación que estarán en ejecución. La inversión seguirá incrementando su participación en la economía y se ubicará en 27,6% del PIB; la construcción de obras civiles aportará 0,5 pp al crecimiento del PIB, de los cuales 0,3 puntos serán exclusivamente aportados por las obras de la cuarta generación de concesiones, contribución que es menor a la que estimábamos en nuestro escenario anterior. Además, las exportaciones y el consumo privado también mejorarán su desempeño, gracias a la mayor demanda externa, la menor inflación y las tasas de interés más bajas. Así, el crecimiento del próximo año se ubicará en 2,7%. La inversión fija crecerá 3,8%, el consumo privado a una tasa de 2,6% y las exportaciones ganarán dinámica hasta crecer 4,6%.

Sectorialmente la economía tendrá un crecimiento más balanceado. La agricultura será el sector líder en 2017 gracias a la mayor oferta agrícola que se espera para este año que se sustenta en las mejores condiciones climáticas (Cuadro 3.2). Le sigue la construcción que se beneficiará de la buena dinámica de vivienda en estratos medios y de la ejecución de las obras 4G y la mayor contratación de los gobiernos regionales y locales. El sector de servicios financieros y empresariales tendrá también un buen desempeño gracias al mayor crecimiento que anticipamos para el sector industrial (diferente de refinación). Los sectores con el menor crecimiento serán el de transporte y telecomunicaciones, y el de comercio, restaurantes y hoteles, ambos afectados por el bajo crecimiento que esperamos en el consumo privado. Para 2018, todos los sectores, exceptuando el de minería, tendrán un mayor crecimiento que el que esperamos para 2017, gracias a la mayor demanda interna (alzas en consumo e inversión) y al mayor crecimiento de nuestros socios comerciales.

Cuadro 3.1 Crecimiento del PIB por componentes de demanda (%)

	2016	2017(p)	2018(p)
PIB	2,0	2,1	2,7
Consumo privado	2,1	2,0	2,6
Consumo público	1,8	1,8	2,1
Inversión total	-3,6	2,4	3,8
Exportaciones	-0,9	2,9	4,6
Importaciones	-6,2	-1,0	4,6

Fuente: DANE y BBVA Research

Cuadro 3.2 Crecimiento del PIB por componentes de oferta (%)

	2016	2017(p)	2018(p)
Agricultura	0,5	3,5	2,7
Construcción	4,1	3,4	4,4
Servicios financieros y empresariales	5,0	3,2	4,1
Servicios sociales y comunales	2,2	1,9	2,6
Electricidad, gas y agua	0,1	1,7	2,6
Industria	3,0	1,6	2,3
Minería	-6,5	1,6	-2,2
Comercio, restaurantes y hoteles	1,8	1,5	3,2
Transporte	-0,1	1,4	2,9

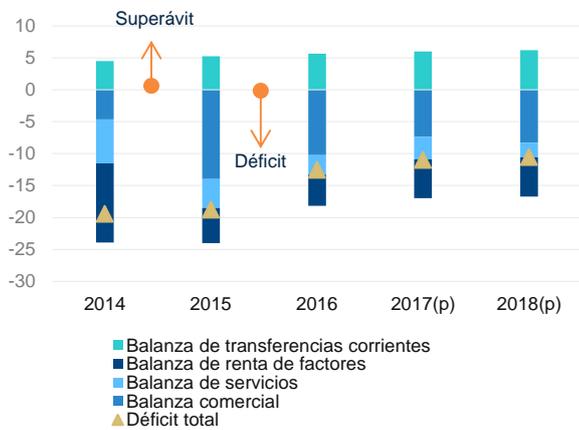
Fuente: DANE y BBVA Research

Seguirá reduciéndose el déficit externo de la economía colombiana

El déficit de la cuenta corriente de 2016 se ubicó en 4,4% del PIB, confirmando el ajuste en el déficit externo que saludablemente realizó la economía colombiana desde el año pasado. Este año y en 2018 la corrección continuará. Por una parte, el déficit de la balanza comercial se reducirá en casi tres mil millones de dólares respecto al nivel observado en 2016, como consecuencia de un repunte de las exportaciones, lo cual equivale a un ajuste de 0,8 pp del PIB (Gráfico 3.3). Al mismo tiempo, las remesas de los trabajadores colombianos seguirán aumentando por el mejor balance económico y laboral que se presenta en Estados Unidos y España. Sin embargo, el ajuste del déficit externo será limitado por el aumento en el envío de dividendos al exterior que se dará este año y particularmente en 2018 ante el mayor precio de las materias primas que impulsa las utilidades de las empresas extranjeras con sede en Colombia.

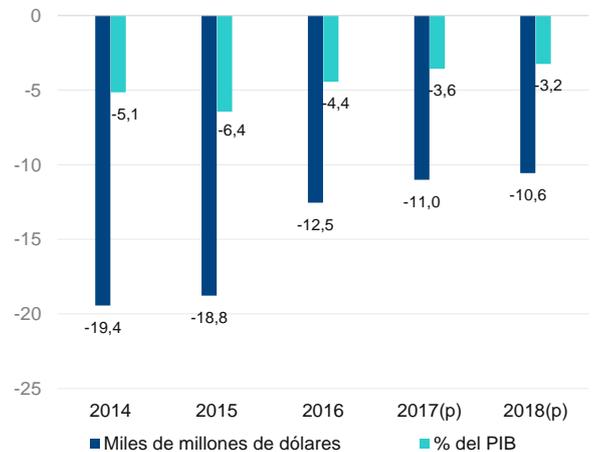
En total, el déficit externo deberá cerrar este año en 3,6% del PIB y en 2018 se deberá ubicar en 3,2% del PIB. En dólares, el déficit será equivalente a 11 mil millones de dólares en 2017 y a 10,6 mil millones de dólares el próximo año (Gráfico 3.4). El financiamiento del déficit se hará a través de la inversión extranjera directa en su mayor parte, la cual cubrirá el 88% del desbalance de la cuenta corriente promedio de los dos años. El financiamiento restante se hará a través de la inversión de portafolio, la cual registra entradas importantes, y a través de endeudamiento. En este último ítem, el gobierno nacional ya emitió 2.000 millones de dólares en los mercados externos y mantiene una línea de crédito flexible con el FMI por 5.000 millones. En total, las reservas internacionales deberán crecer marginalmente en 2017 y en 2018, porque el financiamiento deberá exceder a las necesidades externas fijadas por el déficit en la cuenta corriente.

Gráfico 3.3 Componentes del déficit en cuenta corriente (en miles de millones de dólares)



Fuente: Banco de la República y BBVA Reserach

Gráfico 3.4 Déficit en cuenta corriente (en miles de millones de dólares y como % del PIB)



Fuente: Banco de la República y BBVA Reserach

Mayor holgura de gasto e inversión en los gobiernos central y territorial en 2017

El balance fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) en 2016 se ubicó en -4,0% del PIB con un gasto con interés de 19% del PIB y unos ingresos de 15% del PIB. Es importante destacar la reducción que se dio del gasto sin intereses entre 2015 y 2016 que fue de 0,6 pp, siguiendo la tendencia de rebaja iniciada en el año 2014 y que en 2016 consolida un ajuste acumulado de 0,9 pp.

Creemos que para 2017 el gasto como porcentaje del PIB se mantendrá en niveles similares a los observados en 2016 y los ingresos serán del 15,3% del PIB. Este nivel de ingresos ya incluye los recursos adicionales generados por la reforma tributaria de finales del año pasado. También incluye unos ingresos adicionales de recursos de capital por 0,3% PIB que el Gobierno reportó en sus últimas cifras y con los que no se contaba anteriormente (entre estos, dividendos de Ecopetrol por 0,1% del PIB). Una noticia que contribuye a darle más holgura a las cuentas fiscales este año es la decisión del Comité Consultivo para la Regla Fiscal (CCRF) que en su reunión de marzo determinó que los riesgos, en particular el alto déficit en cuenta corriente, que conllevaron hace un año a fijar una meta puntual de déficit fiscal del GNC de 3,3% para 2017 se han reducido significativamente. En este contexto, el CCRF consideró que el déficit máximo permitido de acuerdo con los cálculos de la regla fiscal será de 3,6% del PIB para 2017.

Bajo la misma lógica consideramos que la meta puntual de déficit fiscal que fijó el CCRG para 2018 será revisada, abriéndole un poco de espacio a la senda de gasto del GNC. En ese sentido creemos que el déficit en 2018 se ubicaría en 2,9% del PIB y no en el 2,7% del PIB exigido inicialmente por el CCRF. Entre 2017 y 2018 el déficit debe reducirse, por lo tanto, en 0,7 p.p. del PIB. Dado que los ingresos en 2018 serán similares en términos de PIB a los de 2017, el gasto deberá crecer a una tasa algo menor a la del PIB.

Para 2017 el impulso de las regalías será importante ya que se trata del segundo año de los gobiernos locales (alcaldías y gobernaciones) y por lo tanto los niveles de ejecución serán mayores a los observados en 2016, su

primer año de gobierno. Para el bienio 2017-2018 se cuenta adicionalmente con recursos no ejecutados de vigencias anteriores por COP 4,4 billones y que se sumarán a los recursos disponibles que se aprobaron en el presupuesto para este periodo.

Adicionalmente, en el Congreso cursa un proyecto que reforma el Sistema General de Regalías -SGR-, el cual aumentaría los recursos para proyectos de inversión en un valor cercano a los COP 18 billones (2,0% del PIB de 2017) para los próximos 20 años. En síntesis, el 2017 es un año en que los recursos del Gobierno serán superiores a los esperados por nosotros hace 3 meses y en el que el espacio de déficit será también mayor. Esto permite mantener el gasto del Gobierno en inversión y en consumo como porcentaje del PIB en niveles similares a los observados en 2016, lo que ayudará a que estos rubros crezcan a tasas similares a las de toda la economía. De igual forma, se espera que la ejecución de los gobiernos regionales y locales aumente, no solo por efecto de ciclo político, sino también por la disposición de nuevos recursos provenientes de los saldos no ejecutados del bienio anterior y de la reforma al SGR que esperamos que sea aprobada en el Congreso. En este sentido, la ejecución de los gobiernos regionales y locales apoyará la expansión de la inversión que esperamos en los próximos años.

Inflación continúa descendiendo de la mano del buen clima y de la tasa de cambio

La inflación en los primeros meses del año siguió descendiendo. A marzo de 2017, la inflación anual se ubicó en 4,69%, inferior a la tasa del cierre de 2016 de 5,75%. La desaceleración de la inflación de alimentos, gracias a las mejores condiciones climáticas, ha sido clave en este proceso (Gráfico 3.5). El clima también ha permitido una corrección en las tarifas de energía eléctrica, vía mayor producción con fuentes hídricas, desde una tasa de crecimiento del 6,0% anual en diciembre pasado a una de -0,1% en marzo, ayudando así a que la inflación de todo el grupo de regulados también se haya corregido.

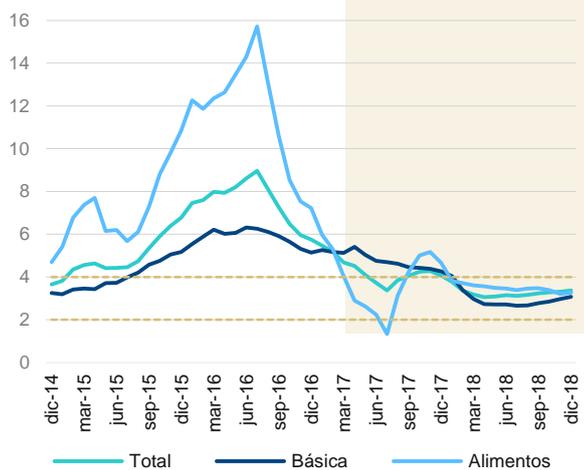
Para los próximos meses esperamos correcciones adicionales en los precios de los alimentos, cuya inflación en términos anuales debería alcanzar un valor cercano al 1,0% en julio de este año. La inflación del grupo transables, por su parte, continuará el descenso que se interrumpió temporalmente por el aumento del IVA que impactó el precio de estos productos en los primeros meses del año. La tasa de cambio seguirá ayudando en este proceso ya que anticipamos una apreciación del 3% en promedio para este año y una devaluación de 1% para 2018 (Gráfico 3.6). Esta relativa estabilidad que tendrá el dólar en 2017 y 2018 ayudará a que la inflación de los productos e insumos importados continúe desacelerándose.

La debilidad de la demanda interna ayudará a que en general el crecimiento de los precios se modere. En 2017 esperamos que por tercer año consecutivo la demanda interna crezca por debajo del PIB lo que ayudará a que el componente subyacente de la inflación siga descendiendo. En total, en este contexto, esperamos que la inflación termine este año en una tasa cercana al 4,1%.

Para 2018 hemos ajustado a la baja nuestro pronóstico de inflación, desde una tasa de 3,6% a una tasa de 3,4% para el cierre de ese año. A pesar de que hemos materializado una presión al alza en la inflación de alimentos por un posible fenómeno de El Niño, la menor dinámica de la demanda interna permitirá que la inflación básica tenga un

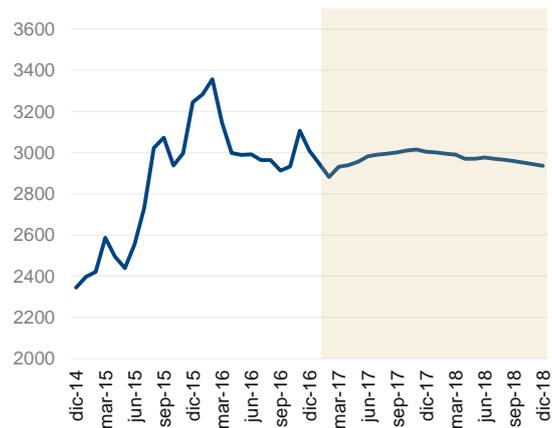
ajuste a la baja más rápido que el que estimábamos en nuestra anterior publicación, lo que hará que la inflación total descienda a un ritmo más acelerado.

Gráfico 3.5 Inflación total, básica y de alimentos (% variación anual)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 3.6 Tasa de cambio (pesos por 1 dólar)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Debilidad de la demanda interna y mayor confianza sobre el descenso de inflación abren espacio para que BanRep recorte más sus tasas de interés

Los débiles datos de actividad (consumo, inversión, producción industrial) de comienzos de 2017 junto con el descenso en las expectativas de inflación que muestran las encuestas desde marzo pasado han permitido a BanRep reducir su tasa de referencia en las reuniones de febrero y marzo hasta ubicarla en un 7,0%.

Aunque todos los miembros de la junta directiva del Banco de la República (JDBR) concuerdan en la necesidad de reducir las tasas, aún persisten discrepancias sobre su ritmo. En la reunión de marzo, se mostróa claramente esta división, con la mayoría de sus miembros apoyando una reducción de 25 pbs, un miembro votando por una reducción de 50 pbs y otro votando por estabilidad. Entre algunos miembros de la JDBR aún existe incertidumbre sobre la velocidad de la convergencia de la inflación, especialmente la básica, hacia la meta y sobre el hecho de que las expectativas de inflación, aunque han cedido en las últimas encuestas, se ubican en la parte alta de la meta. Esperamos que la JDBR siga recortando su tasa en los próximos meses, pero ahora llevándola hasta 5,5%, en vez de 6,0% de nuestro escenario anterior. El recorte de crecimiento que hemos hecho para el 2017 y 2018 abre espacio para estos recortes adicionales. En 2018, el banco central haría dos recortes adicionales una vez tenga certeza de que la inflación en su horizonte de política esté más cerca de la meta puntal de 3,0%, lo cual ocurrirá, según nuestros cálculos, en 2019.

El principal riesgo de la economía colombiana es el retraso o la no ejecución de los grandes programas de infraestructura

El principal riesgo de la economía colombiana en este momento es de origen idiosincrásico, relacionado con un retraso más fuerte de lo esperado en las decisiones y la ejecución de la inversión, tanto pública como privada. En este contexto, se materializaría un menor impacto positivo sobre el PIB de 2017 y 2018 de las obras de infraestructura, algunas de las cuales se encuentran actualmente en etapa de construcción y/o cierre financiero. En este escenario, la inversión privada no se recuperaría este año y tendría un bajo crecimiento en 2018, reduciendo la tasa de inversión de la economía y su producto potencial de largo plazo.

Este escenario de menor crecimiento tiene una probabilidad baja y llevaría a la economía a crecer a un ritmo más lento, con un menor crecimiento del consumo y efectos negativos sobre el mercado laboral. Además, parte de los retrasos más probables en las obras de infraestructura ya están incluidos en nuestro escenario base que explicamos antes.

Los demás riesgos de la economía colombiana son principalmente de origen externo. Entre ellos, cambios sustanciales en las políticas comerciales y fiscales en Estados Unidos, elecciones en Europa que amenacen la integridad de la Unión Europea y un aterrizaje fuerte de China, con sus efectos negativos sobre el precio de las materias primas, son los más relevantes. La probabilidad de estos episodios también es baja, pero sus efectos podrían ser importantes sobre el comercio externo del país y los flujos de capitales.