

4. Crecimiento inercial: hacia un ciclo lento de recuperación

La desaceleración de la economía ha continuado a lo largo de 2017, logrando un crecimiento anual de 1,1% en el primer trimestre y con señales de un desempeño similar para el segundo trimestre

El choque de términos de intercambio produjo un fuerte ajuste al ingreso nacional, primero en las manos del sector petrolero y el gobierno. Lentamente, en la medida que la economía se acomodaba a la nueva dinámica, el efecto ingreso fue propagándose entre los agentes privados afectando primero a las empresas vía la inversión y posteriormente al consumidor. En esta vía el crecimiento se desaceleró significativamente alcanzando en 2016 una cifra de 2,0% y para el primer trimestre de 2017 un registro de 1,1%. En la actualidad la economía se encuentra en la etapa de transición hacia la recuperación pero no se identifican grandes motores de crecimiento que permitan augurar un ajuste acelerado en la actividad económica. Por el contrario, consideramos que el ciclo de recuperación será lento, con lo que se configura un ciclo en forma de **L**, con una recuperación inercial a la medida que el crecimiento poblacional y natural del gasto impulsen la actividad.

Tabla 4.1 PIB demanda y PIB oferta (%)

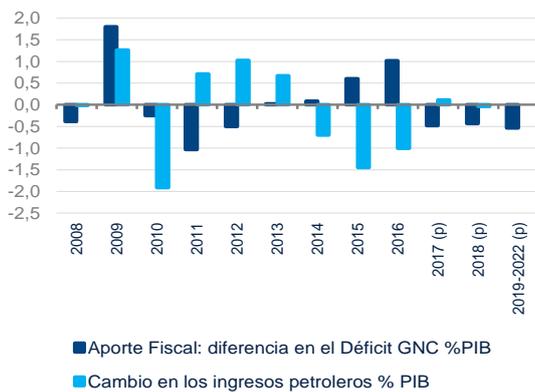
	2015	2016	I 2016	II 2016	III 2016	IV 2016	I 2017
PIB	3,1	2,0	2,7	2,5	1,1	1,6	1,1
Demanda							
Consumo Privado	3,2	2,1	2,8	2,1	1,1	2,3	1,1
Consumo Público	5,0	1,8	3,9	3,1	0,2	0,2	2,1
Inversión Fija	1,8	-3,6	-4,0	-4,0	-3,6	-2,9	-0,7
Exportaciones	1,2	-0,9	0,7	2,1	-3,0	-3,3	-3,6
Importaciones	1,4	-6,2	-5,8	-3,5	-10,9	-4,3	-0,4
Oferta							
Agricultura	2,5	0,5	0,0	0,4	-0,5	2,0	7,7
Minería	0,2	-6,5	-4,6	-6,8	-6,5	-8,3	-9,4
Industria	1,7	3,0	4,3	5,3	1,3	1,0	0,3
Electricidad, gas y agua	3,0	0,1	2,9	-0,7	-1,4	-0,6	-0,6
Construcción	3,7	4,1	5,5	0,7	6,8	3,4	-1,4
Comercio, restaurantes, hoteles	4,6	1,8	2,8	1,9	0,7	1,8	-0,5
Transporte y telecomunicaciones	2,6	-0,1	0,9	0,2	-1,4	-0,3	-0,3
SS financieros y empresariales	5,1	5,0	4,9	5,4	4,4	5,1	4,4
SS sociales y comunales	3,1	2,2	3,5	3,2	1,3	0,9	2,2
Impuestos	0,7	2,2	1,3	4,1	0,4	2,9	2,7

Fuente: DANE

Limitaciones desde la política fiscal y monetaria para darle estímulos robustos a la economía

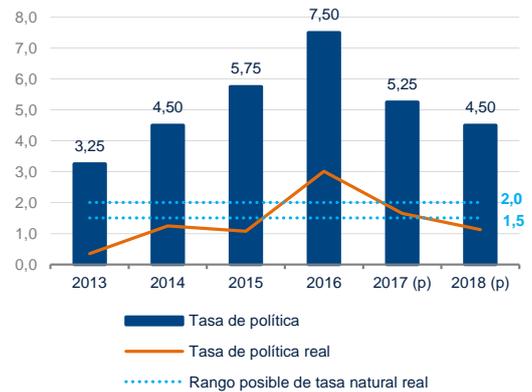
La política fiscal ha sido históricamente una de las fuentes más relevantes de crecimiento en el corto plazo para economías que han sufrido fuertes desaceleraciones y ven amenazado su crecimiento. En esta oportunidad, la política fiscal se encuentra atada de manos. El gobierno pasó de contar con 3,3% del PIB en ingresos asociados al sector petrolero en 2013 a 0,1% en 2016 por cuenta de la caída de los precios del crudo (excluyendo regalías). En igual periodo, el déficit fiscal aumentó de 2,3% a 4,0% por cuenta de la regla fiscal, sin embargo este no alcanzó a compensar el efecto negativo de pérdida de ingresos. Para poder cumplir con sus compromisos y mantener un ambiente positivo entre inversionistas el gobierno debió adicionalmente realizar una reducción en gasto y tramitó una reforma tributaria en 2014. Por lo que la huella del gobierno en el crecimiento en este ciclo es negativa (Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1 Aporte fiscal e ingresos petroleros (%)



Fuente: Minhacienda, cálculos BBVA Research
 Nota: los pronósticos del déficit fiscal son de Minhacienda; los de los ingresos petroleros son de BBVA Research

Gráfico 4.2 Tasa de política monetaria (%; fin de periodo)



Fuente: Banco de la República, cálculos BBVA Research

Sin embargo, en 2016 el Gobierno tramitó una nueva reforma tributaria que le permitió mantener su gasto como porcentaje del PIB para 2017 y cumplir con la regla fiscal. Para 2018 el cumplimiento de la regla fiscal requiere reducir el gasto del Gobierno Central en términos de PIB. Por otra parte, la comisión de la regla fiscal anunció un cambio en la metodología para el cálculo de la brecha del producto que permitió pasar de una meta de déficit no paramétrica, impuesta por el Comité de Regla Fiscal, a una limitada por la nueva metodología. En ésta, el Gobierno se le permitió asumir un mayor déficit para 2017 de 3,6% (3,3% previo) y para 2018 de 3,1% (2,7% previo), en buena medida por la corrección que ha presentado el déficit en la cuenta corriente.

Así las cosas, los ingresos de la reforma tributaria, en conjunto con el mayor espacio de déficit, permiten que el gasto en el Gobierno Central sea menos restrictivo que lo anticipado previamente aunque aún implique una reducción del mismo respecto al PIB, pese al ajuste del déficit fiscal desde 4,0% en 2016 a 3,6% del PIB en 2017. Al contrario, el comportamiento del gasto de los gobiernos regionales en 2017, que se encuentran en su segundo año de gobierno, se acelerará respecto a 2016 y significará un impulso al crecimiento. Aun así, por el momento las cifras de ejecución en inversión siguen siendo bajas mientras que el gasto sí ha repuntado. Esperamos para 2017 un crecimiento real

anual del consumo público de 2,6%, cifra mayor al crecimiento del PIB. Para 2018 esperamos un crecimiento real anual de 1,5%, apoyado en la dinámica regional, lo que los ubicaría por debajo de sus promédios históricos.

En esta oportunidad el Banco de la República ha realizado reducciones en su tasa de política pero han sido menores al ajuste en inflación. Mientras la tasa se ha reducido en 200 puntos básicos, la inflación ha corregido en casi 500 puntos básicos, incluso utilizando medidas de expectativas de inflación, la tasa real permanece por encima de la natural (Gráfico 4.2). La limitación de la política monetaria para apoyar la reactivación de la economía de manera más decidida recae en los temores de nuevos brotes inflacionarios por cuenta de la inercia o persistencia inflacionaria. Pero, también, en razón a que a la economía le podría aún faltar parte de su ajuste estructural hacia un equilibrio sostenible en el tiempo. Un ajuste que podría verse a través de la cuenta corriente con un déficit cercano al 2,0%-2,5% de equilibrio (según lo ha mencionado el Fondo Monetario Internacional en su más reciente revisión de la economía colombiana) frente a uno actual de 4,4% para 2016 y habiendo estado en 6,4% en 2015. Aun así, el Banco ha liberado parte de su presión sobre la demanda rebajando la tasa de interés de manera prácticamente continua desde diciembre de 2016. Este efecto ya comienza a verse en todas las tasas de mercado y en especial en las tasas para el sector corporativo. Sin embargo, el crecimiento del crédito corporativo sigue siendo bajo y posiblemente lo que han terminado realizando las empresas es una sustitución a pasivos más económicos antes que una ampliación de endeudamiento para impulsar la inversión o la producción.

Recuadro 4.1: PIB potencial y el ciclo

Una de las discusiones más complejas actualmente en la economía colombiana gira en torno a dónde se ubica el producto potencial. Usualmente, ante choques de oferta como el de “El Niño”, se daba por sentado que su impacto era de carácter transitorio y que no había afectación al producto potencial. Pero, en esta oportunidad, se presentó un choque de oferta de carácter permanente: la caída de los precios del petróleo. Además, sucedió en una economía que llevaba casi una década motivando la inversión en el sector petrolero y creando un ambiente de apalancamiento del crecimiento a través del sector de hidrocarburos.

La fuerte contracción de la inversión podría haber llevado a que el crecimiento potencial para 2017 se ubique por debajo del 3,0% y que para el lustro se ubique en 3,3%, muy por debajo de lo previsto antes del choque del petróleo para nuestra economía (de alrededor de 4,4%). Este ajuste, cercano a 1,5 puntos porcentuales menos en el crecimiento potencial (para 2017), hace que el espacio de reacción de la política monetaria sea menor, pues la diferencia entre el producto observado y el potencial, dado que ambos se desaceleraron, no sería tan alta como lo sugiere simplemente el comportamiento en el ciclo del PIB. Ahora bien, para aumentar la incertidumbre asociada a esta variable, se puede también poner en duda el impacto potencial de la inversión ya realizada en el sector de hidrocarburos, lo que podría bajar aún más el crecimiento potencial de la economía, al menos en la transición hacia la nueva senda de crecimiento.

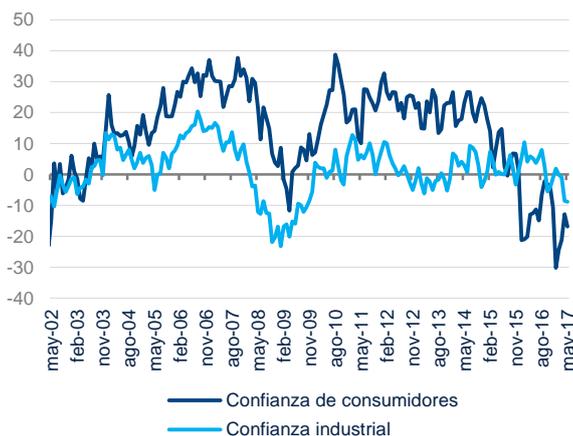
El escenario adverso de los consumidores se evidencia en su confianza

Las restricciones sobre la política no sólo tienen efectos sobre quienes las formulan sino también sobre los diferentes agentes en la economía que las viven. El incremento de las tasas de interés para contener las expectativas de inflación al alza por parte del Banco Central también tuvo un impacto significativo sobre los consumidores y empresarios. Los costos de sus deudas se incrementaron y su poder adquisitivo se drenó por cuenta de los elevados precios de alimentos.

Por otra parte, la necesidad del gobierno de balancear sus ingresos a través de una reforma tributaria también afectó la confianza de los hogares. La reforma elevó el IVA general de 16% a 19% y redujo algunas de las deducciones vigentes para el impuesto de renta de personas. Esta iniciativa del Gobierno, en conjunto con una serie de impactos negativos que enfrentaron los hogares en los últimos 2 años, creó una importante disminución en la confianza del consumidor (Gráfico 4.3). Como consecuencia, se aumentó el ahorro precautelativo y se desaceleró el gasto privado. Así el consumo de los hogares pasó de crecer anualmente 2,8% en el primer semestre de 2016 a 1,1% en el primer trimestre de 2017 (Tabla 4.1).

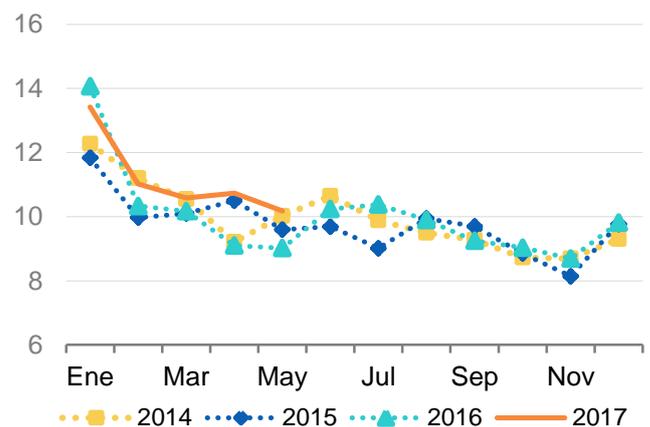
La confianza y la capacidad de gasto de los hogares también resultó limitada por un deterioro en el mercado laboral, si bien muy concentrado en las zonas urbanas, especialmente Bogotá donde se completan 7 meses consecutivos con destrucciones de empleos. La tasa de desempleo urbana alcanzó registros de 10,2% a mayo de 2017, lo cual significó un aumento de 1,2 puntos porcentuales respecto a 2016 y 2015 (Gráfico 4.4). Por lo tanto, el mercado laboral tendrá una injerencia negativa en el desempeño futuro del consumo. Contrarrestará parcialmente los efectos positivos de la reducción de tasas de interés y de la menor inflación que se han comenzado a observar en 2017.

Gráfico 4.3 Confianza consumidores e industrial



Fuente: Fedesarrollo

Gráfico 4.4 Tasa de desempleo 13 ciudades (%)

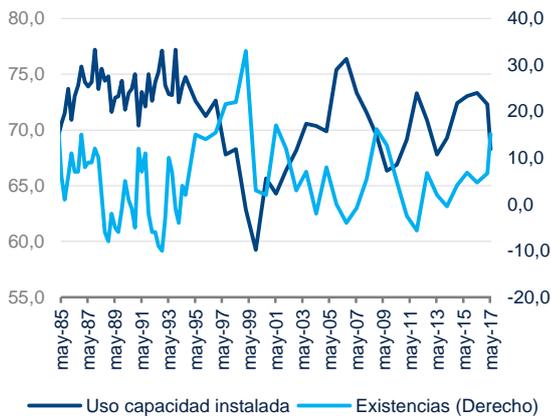


Fuente: DANE

La confianza de las empresas también ha mostrado fuertes deterioros asociados a la debilidad del ciclo y la ausencia de demanda (Gráfico 4.3). Esto ha llevado a que posterguen planes de expansión de su capacidad de producción, reduciendo la dinámica de la inversión. En los registros más recientes, se observa una caída en la utilización de la

capacidad instalada y un incremento en las existencias o inventarios (Gráfico 4.5), factores que demuestran la debilidad de demanda actual y permiten aprovechar las circunstancias actuales de reducción en tasas de interés para mejorar su costo de deuda antes que expandir su capacidad de producción. Los registros de inversión al primer trimestre muestran aún un bajo desempeño con una contracción anual de 0,7%, mejorando frente al registro de 2016 de -3,6%, pero haciéndolo más lentamente de lo anticipado.

Gráfico 4.5 Utilización capacidad (%) y existencias



Fuente: ANDI

Gráfico 4.6 Otras obras civiles—concesiones- (%)



Fuente: DANE, cálculos BBVA Research

Fuentes de recuperación: del corto al mediano plazo

Uno de los principales motores, que por el momento ha prendido tan solo una de sus cuatro turbinas, es el programa de Infraestructura 4G. Con cifras a marzo, se cuenta con 6 proyectos con avances por encima del 10% y algunos que ajustan ya cerca del 30% de progresión. Este grupo de proyectos fue el responsable del impulso observado en la inversión pública en el primer trimestre de 2017, con un crecimiento real de 31,6%. El avance de los proyectos mencionados, en conjunto con otros 2 que ya cuentan con cierres financieros sustenta parte de la expansión del PIB entre 2017 y 2018. Sin embargo, aún quedan otras 3 turbinas por poner a impulsar la economía: las olas 2 y 3 de las obras 4G y los proyectos de iniciativa privada. De este grupo no se han logrado nuevos cierres financieros a la fecha y consideramos que podrían tener algún retraso. Sin embargo, consideramos que el programa propuesto por el gobierno de 48,8 billones de pesos no se logrará completar en el tiempo propuesto y se extenderá en el tiempo. Hemos decidido incluir en nuestras estimaciones una dilación en su ejecución entre 2016 y 2022, siendo el 2019 el año pico en gasto y aporte del programa al PIB.

Por otra parte, el Gobierno anunció la reactivación del programa Frech de subsidio a la tasa de interés para la compra de vivienda: 2,5 puntos porcentuales sobre créditos hipotecarios para inmuebles hasta un valor de 320 millones de pesos (antes hasta 250 millones). Este programa, en conjunto con la iniciativa de la mayoría de bancos comerciales de reducir las tasas de interés de créditos hipotecarios, debería impulsar al sector constructor. Habrá una primera etapa de reducción de inventarios actuales y, luego, se abrirá la puerta al desarrollo de nuevos proyectos entre 2018

y 2019. Si bien los efectos de este programa se observan en el mediano plazo, las versiones previas han tenido un impacto considerable en el crecimiento sectorial y en el mercado laboral.

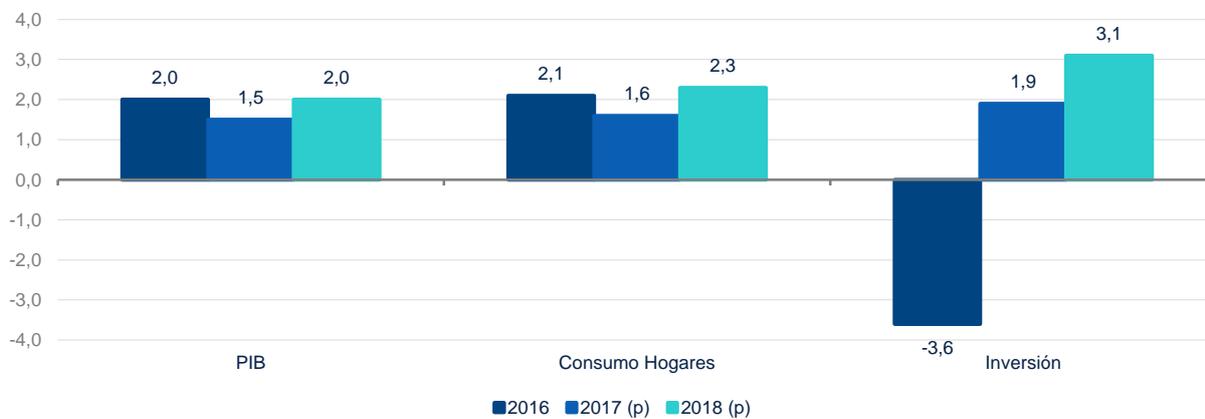
Con la recuperación reciente de los precios del petróleo a niveles entre los 45 y 55 dólares por barril Brent, el sector en Colombia ha tomado un nuevo aire hacia ampliar la inversión tanto en extracción como en exploración. Ello ha implicado anuncios por parte de varias empresas de un incremento en sus gastos de inversión que se comenzarían a ejecutar en 2017. Sin embargo a la fecha no se han observado grandes movimientos en bienes de capital importados ni inversiones en infraestructura del sector. Deberían darse en la segunda parte del año, posiblemente después que el gobierno reglamente las condiciones especiales otorgadas al sector en temas tributarios, adicionales al descuento del IVA a los bienes de capital que incluye la reforma tributaria. Entre estas medidas especiales se destacan los descuentos de IVA por gastos en exploración en *off-shore*; un porcentaje aún por definir de los gastos en los que incurren las empresas en exploraciones exitosas y poder descontar la depreciación de activos intangibles requeridos en el proceso de exploración en procesos exitosos. Como se puede ver, los incentivos tributarios están alineados hacia el éxito en la exploración y la inversión en este rubro.

Finalmente, uno de los sectores que esperamos muestre un mejor desempeño, especialmente en 2018, es el exportador, que se favorecería de la consolidación del tipo de cambio en un rango más estable y en niveles significativamente más competitivos, así como de las ganancias en términos de competitividad relativa derivada de la depreciación de la tasa de cambio real frente a socios comerciales. Esperamos para 2017 un crecimiento de las exportaciones de 0,4%, aún bajo debido a factores de oferta puntuales en el sector petrolero y en algunos bienes agrícolas, mientras que para 2018 esperamos un crecimiento de 3,1%. Para el sector importador, la recuperación paulatina y lenta de la demanda interna, especialmente de la inversión llevará a su vez a un mejor comportamiento de las importaciones, sin embargo estas crecerán a tasas considerablemente menores a las registradas en lo corrido del siglo. Para 2017 esperamos un crecimiento de 0,3% mientras que para 2018 alcanzarían una variación de 3,6%. Este comportamiento de la demanda externa implica una mejora más lenta de la cuenta corriente, con un déficit estimado para 2017 de 3,9% y para 2018 de 3,5%.

A la espera de un ciclo lento de recuperación

Para 2017 esperamos que el crecimiento del PIB se ubique en 1,5% y en 2018 en 2,0% (Gráfico 4.7). El bajo crecimiento esperado tiene en cuenta los retrasos en la reactivación de la inversión y el gasto de los hogares, así como una prolongación del ciclo adverso en la confianza de los consumidores y empresarios. De esta forma, esperamos que la inversión presente mejoras paulatinas pasando de una contracción en 2016 de 3,6% a una expansión de 1,9% en 2017 y de 3,1% en 2018. En este rubro se destaca el comportamiento de la inversión pública con un desempeño uniforme positivo gracias a los proyectos de 4G, una recuperación en 2018 de la inversión residencial y un ajuste lento a terreno positivo de la inversión en equipo. Para el lado del consumo de los hogares se espera un crecimiento de 1,6% para 2017 y una recuperación ligeramente por encima del crecimiento del PIB a 2,3% en 2018. El balance arroja que el piso de la desaceleración del consumo se ubicará en 2017, pero la recuperación será paulatina.

Gráfico 4.7 Proyecciones de crecimiento PIB, consumo privado e inversión (%)



Fuente: DANE, BBVA Research