

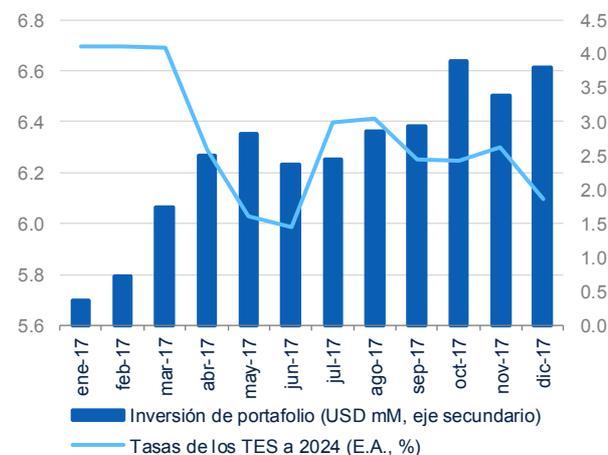
### 3. Un ciclo de recuperación lento en 2018 pero con menores desbalances macroeconómicos

#### En 2017 continuó el apetito por activos en economías emergentes

Los mercados emergentes, a lo largo de 2017, mostraron un desempeño positivo con valorizaciones generalizadas de activos y monedas. Este comportamiento se manifestó producto de un escenario político externo con retos más limitados para la región, un escenario de normalización de la política monetaria de las economías desarrolladas paulatino y ordenado y un contexto de valorización de los precios de *commodities*. Estas fuerzas permitieron un primer semestre de apreciaciones significativas y un segundo semestre de estabilidad con algunos sobresaltos muy puntuales.

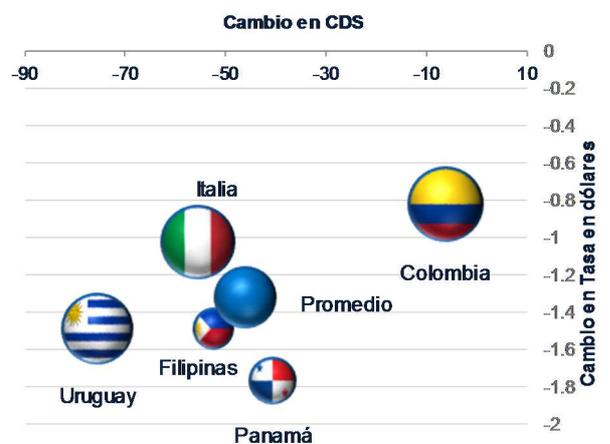
En el caso de Colombia, el primer semestre presentó un amplio apetito de extranjeros por deuda local, lo que se manifestó en entradas de capitales por 2.357 millones de dólares, cerca del 64% de todo lo que ingresó en el año, permitiendo una apreciación del tipo de cambio con un mínimo de 2.838 pesos por dólar el 19 de abril (Gráfico 3.1). Este buen comportamiento regional lo acompañó una valorización, aun cuando menor que la reportada en otros mercados similares, del mercado accionario colombiano que a junio alcanzó un 8,2% de valorización y una apreciación de 76pb en la referencia más líquida del mercado de deuda soberana (Gráfico 3.2). En contraprestación, el segundo semestre inició con algunos sobresaltos como los anuncios del programa de normalización de la Reserva Federal, la presentación de un marco fiscal en Colombia con menor crecimiento esperado y los anuncios de trámite de la reforma tributaria en EE.UU., todos factores que presionaron al alza el mercado local y en particular la divisa, impulsándola a su máximo del año de 3.093 pesos por dólar el 10 de julio.

**Gráfico 3.1** Inversión extranjera de portafolio, comportamiento TES 2024 (tasa)



Fuente: BanRep, Bloomberg, BBVA Research

**Gráfico 3.2** CDS y retorno deuda en dólares países BBB



Fuente: Bloomberg, BBVA Research  
El tamaño de cada esfera revela el tamaño relativo del CDS 5Y de cada país

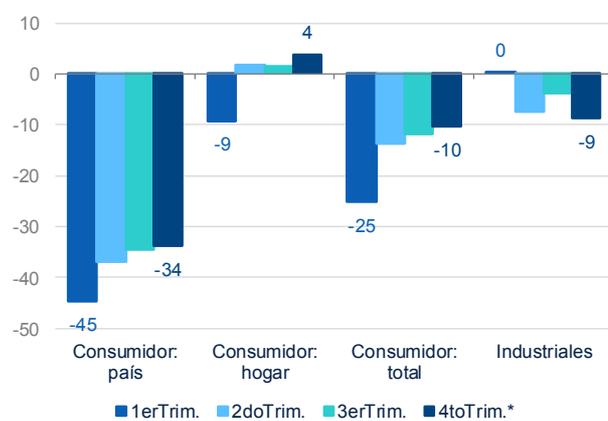
En los últimos meses del año se perdió parcialmente la correlación entre el precio del crudo, que alcanzó los 66 dólares barril Brent y el tipo de cambio, en parte por cuenta de los avances de la reforma tributaria en EE.UU. y por las decisiones finales de tasas de interés de la Reserva Federal. En el ámbito local, un factor que acompañó los movimientos de cierre de año fue la rebaja de calificación de la deuda soberana colombiana por parte de Standard & Poor's, de BBB a BBB-. Aun cuando en términos prácticos la rebaja no generó movimientos significativos de los activos locales, dado que en buena medida esta rebaja estaba descontada tanto en el CDS como en el retorno pagado en moneda extranjera por deuda soberana colombiana (Gráfico 3.2). Adicionalmente, la agencia estableció una perspectiva estable, lo que limita el riesgo a rebajas adicionales que la puedan llevar por debajo del grado de inversión. Sin embargo, consideramos posible que las otras dos calificadoras principales se pronuncien y rebajen un escalón la deuda soberana colombiana pero dejándola en cualquier caso en grado de inversión.

El cierre de año del mercado cambiario ha sido más positivo, con nuevas entradas significativas de capitales que han presionado la divisa a niveles inferiores a los anticipados por analistas, evento que se ha materializado en los títulos de deuda pública que a lo largo del año se han valorizado, con especial apreciación en la parte corta de la curva, gracias a las reducciones de tasas del Emisor. Sin embargo al cierre del año, la apreciación provino especialmente de la parte larga, a pesar del deterioro y aplanamiento de la curva de tesoros americanos.

### Actividad Económica: sólo a partir del segundo semestre de 2018 se observará la aceleración del PIB hacia el crecimiento potencial

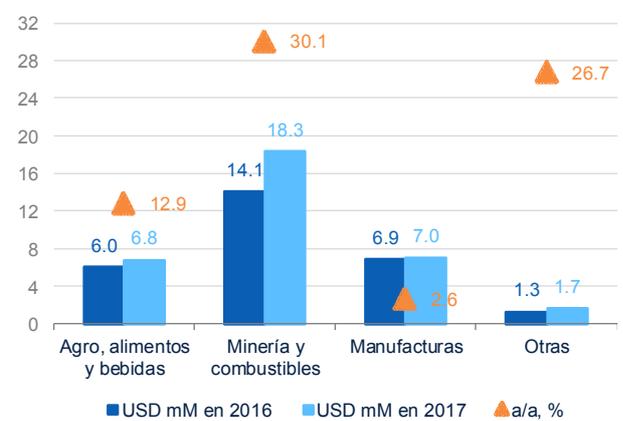
El crecimiento de 2017 se ubicó alrededor de 1,5%. La expansión de la actividad en el cuarto trimestre del año anterior debió ser inferior a la registrada entre julio y septiembre por la ausencia de efectos base (que sí había en julio por el paro de transporte de 2016), los bajos crecimientos en la producción cafetera y la continuación de resultados negativos en el sector edificador. Además, la debilidad de la confianza se ha prolongado más de lo anticipado, creando un ambiente de débil recuperación en el consumo y la inversión, que se mantendrá hasta comienzos de 2018.

**Gráfico 3.3** Confianza de Consumidores e Industriales (balance)



Fuente: Fedesarrollo

**Gráfico 3.4** Exportaciones totales y por sectores (datos acumulados a noviembre)

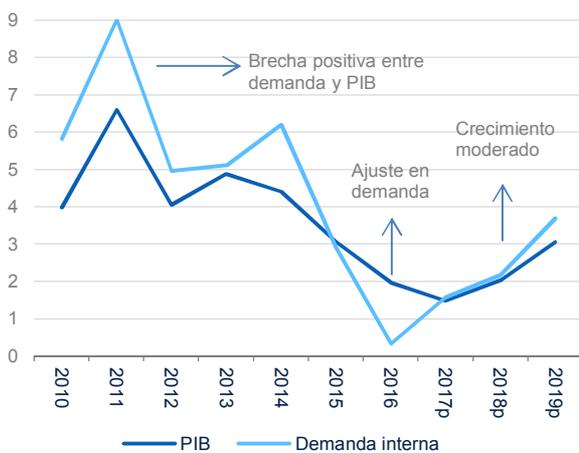


Fuente: DANE, BBVA Research

Aun así, se espera que se mantenga la recuperación progresiva de la inversión privada (diferente a edificaciones) y de las exportaciones no tradicionales. La confianza industrial limitará la recuperación de la inversión, pero sectores como el de obras civiles y el petrolero muestran señales positivas al cierre de 2017, que se consolidarían en 2018 y 2019. En contraposición, las edificaciones se encuentran débiles y marcarán nuevos números negativos al comienzo de 2018, lo cual evitará una aceleración marcada de la inversión (Ver Recuadro 1). Por su parte, las exportaciones muestran reacciones positivas a la mejor demanda internacional y al nivel favorable del tipo de cambio. Los sectores con mejor desempeño pertenecen a la agroindustria y se esperan mejoras en el sector minero con la recuperación en la producción y el precio del petróleo.

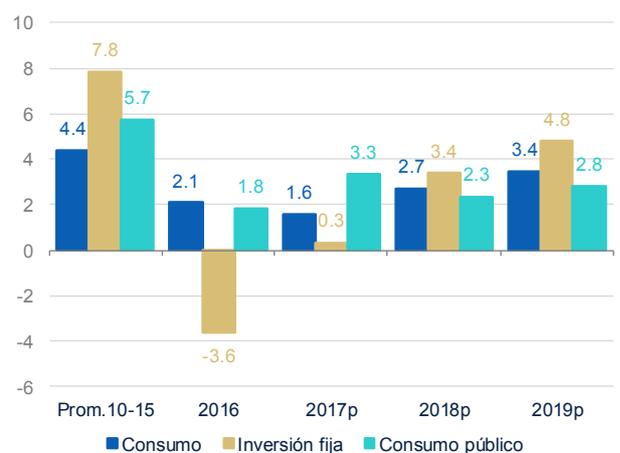
En total, en 2017, la demanda interna debió crecer ligeramente por encima del PIB en el año completo, a diferencia de 2015 y 2016 cuando creció por debajo, impulsada principalmente por el consumo público, pero también mostrando una recuperación gradual en la inversión no residencial. El gasto público fue muy importante para compensar la desaceleración adicional que tuvo la demanda privada durante el año pasado.

**Gráfico 3.5 PIB y demanda interna**  
Variación anual, %



Fuente: DANE, BBVA Research

**Gráfico 3.6 Consumo, inversión y exportaciones**  
Variación anual, %



Fuente: DANE, BBVA Research

En 2018, el crecimiento del PIB será superior al estimado para 2017. Varios factores siguen alimentando esta expectativa. En primer lugar, las menores tasas de interés, no sólo por los efectos rezagados de las reducciones del año pasado, sino también por las caídas adicionales que tendrán las tasas de interés este año. En segundo lugar, la caída de la inflación y los aumentos en los salarios atados al salario mínimo garantizan un mejor comportamiento de los ingresos reales de los hogares este año. Esto último estará impulsado también por la recuperación de los precios del petróleo y su efecto positivo sobre el ingreso nacional a través de los mayores términos de intercambio. En tercer lugar, el mejor entorno global, y en particular de nuestros socios comerciales, tendrá un efecto positivo sobre las exportaciones, las cuales ya mostraron desde mediados de 2017 una dinámica mejor. Por último, pero no menos importante, la inversión retomará una buena dinámica gracias a la continuación de las obras de infraestructura de cuarta generación, al mismo tiempo que se acelerará la inversión impulsada por la recuperación minera e industrial y la ejecución de los gobiernos regionales en su tercer año de gobierno.

En 2018 (y en 2019), el impulso del gasto público no será tan significativo como lo fue en 2017. De hecho, en 2019 crecerá por debajo del PIB por primera vez en tres años. Pese a que los gobiernos departamentales y municipales tendrán un incremento en la ejecución del gasto a medida que avanzan sus mandatos, y en línea con los característicos ciclos económico-políticos del país, el gobierno central deberá mantener un gasto austero para el cumplimiento de la regla fiscal.

Como resultado, esperamos un crecimiento de 2,0% en el PIB de 2018. Por componentes de la demanda interna, el consumo privado (65% del PIB) se acelerará desde una tasa de 1,6% que registró en 2017 a una de 2,7% en 2018, mientras que la inversión fija pasará de crecer sólo 0,3% en 2017 a 3,4% este año. No obstante, la expansión de la economía en 2018 se dará a dos velocidades diferentes. El PIB del primer semestre del año tendrá un crecimiento muy similar al reportado, en promedio, en 2017. Sin embargo, en el segundo semestre, la aceleración será mayor, especialmente al cierre del año. Incluso, el PIB del último trimestre del año tendrá una expansión ligeramente inferior al 3%. La finalización de la incertidumbre electoral, a mediados de año, será definitiva para la recuperación más marcada en la confianza interna y en la demanda privada, especialmente a través del componente de la inversión.

El crecimiento de 2018 estará limitado por el comportamiento del sector de edificaciones, el cual creemos que tendrá una nueva contracción durante este año, aunque de magnitud mucho menor que la materializada en 2017. Parte del mejor pronóstico del consumo, la inversión y las exportaciones, por las menores tasas de interés y el mayor crecimiento global, es compensado negativamente por el deterioro del sector de edificaciones, rubro que hemos revisado a la baja por el comportamiento de los indicadores líderes más recientes.

En 2019, la recuperación económica seguirá su marcha. Tanto el consumo privado como la inversión fija tendrán aceleraciones adicionales. Las bajas tasas de interés continuarán impulsando la demanda interna. El mercado laboral mejorará su desempeño, estimulando el ingreso de los hogares. La construcción de vivienda volverá a crecer y se estará iniciando un nuevo ciclo de expansión de la construcción no residencial, de locales comerciales, una vez se reduzcan los inventarios actuales (estimado para mediados de 2019). El uso de la capacidad instalada de la industria se mantendrá por encima del promedio histórico, desembocando en mayores decisiones de inversión del empresariado colombiano. Finalmente, al ser el último año de los gobiernos regionales y locales, el gasto ejecutado en estas jurisdicciones será significativamente mayor al de los primeros años de gobierno. En particular, el gasto de las regalías en construcción de infraestructura deberá ser más dinámico ese año.

Nuestra expectativa de crecimiento del PIB de 2019 es 3,0%. El crecimiento de la inversión fija liderará el resultado, con un crecimiento de 4,8%. El consumo privado se favorecerá de un nuevo ciclo de expansión en los bienes durables, lo cual es característico en épocas de bajas tasas de interés, cuando se acompaña de mejoras en los ingresos reales de los hogares, tal como esperamos en 2019. Finalmente, el comercio exterior seguirá impulsando el crecimiento, gracias al mejor comportamiento relativo de nuestros principales socios comerciales en la región y de los países desarrollados.

A mediano plazo, a partir de 2020, el crecimiento del PIB se ubicará por encima del potencial del país, aunque por un estrecho margen. Esto servirá para cerrar muy lentamente la brecha negativa del producto que acumuló hasta ese

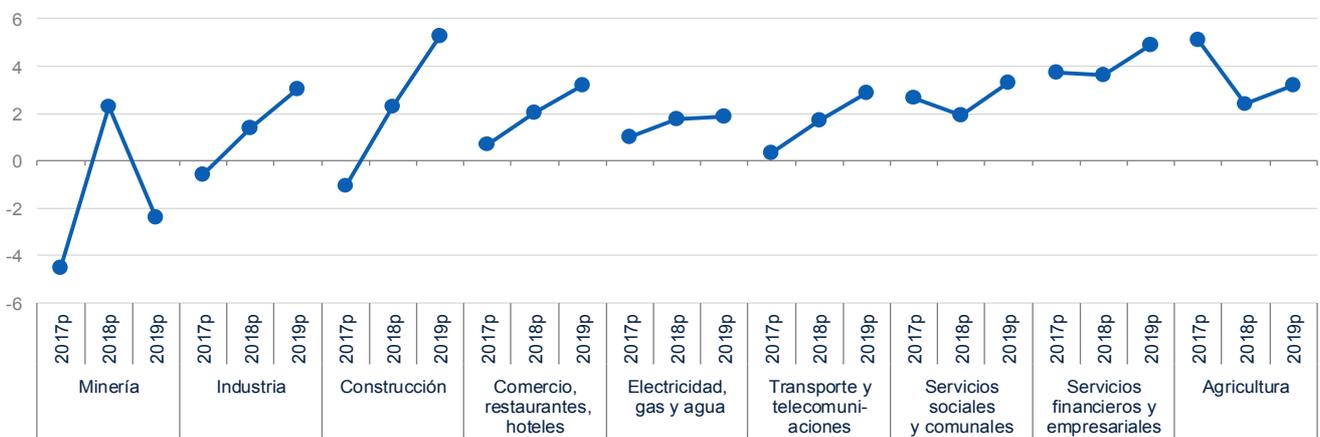
entonces la economía, tanto en el período de desaceleración como en la lenta recuperación hasta 2019. Sin embargo, las tasas de expansión del PIB se ubicarán por debajo del promedio de los últimos 20 años hasta al menos el año 2022, dejando claro que el choque petrolero implicó un nuevo estadio en el crecimiento del país.

### Producción sectorial: un panorama más uniforme de recuperación hacia 2018-2019

A nivel sectorial vemos un repunte en casi todos los sectores. Destacamos el sector de la minería, donde las sorpresas positivas en producción de petróleo junto con nuestra revisión al alza en los precios, nos han llevado a subir los pronósticos de producción a corto plazo: en total creemos que este sector pasará de crecer -4,5% en 2017 a crecer 2,3% en 2018 (Gráfico 3.7). A pesar de ello, el sector enfrenta dificultades en el mediano plazo derivadas de la baja inversión acumulada a la fecha y de los procesos de consultas populares, situación que crea inestabilidad jurídica y aumenta los riesgos sobre la inversión y expansión del sector. Así, esperamos que el sector registre de nuevo una caída en su producción de 2,4% en 2019.

La recuperación del consumo en 2018 y 2019 tendrá efectos positivos en varios sectores. El crecimiento de la industria deberá acelerarse en estos dos años, ayudado además por la mayor demanda externa, aunque su aceleración será algo tímida, con un crecimiento de 1,4% en 2018. Las ventas del comercio y los servicios de restaurantes y turismo también repuntarán, con crecimientos que se acelerarán gradualmente al 3,0% en 2019.

**Gráfico 3.7 PIB Sectorial**  
Variación anual, %



Fuente: DANE, BBVA Research

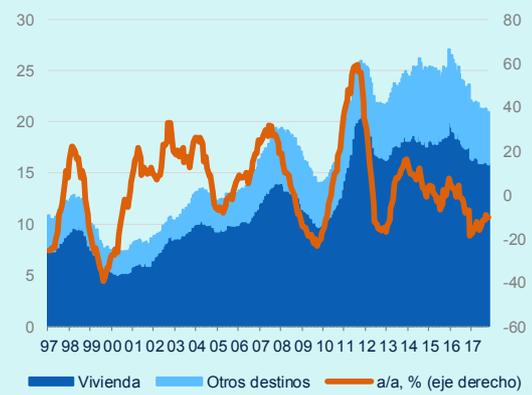
La construcción volvería a la punta a nivel sectorial en términos de crecimiento en 2019 producto de los avances en obras civiles: con el pico en aporte al PIB de las obras de 4G y el avance de las obras en el sector minero, pero también se verá favorecido del avance en obras de construcción de vivienda y no residenciales comerciales que logran para este año revertir la tendencia contractiva de los años previos. Finalmente, el sector agropecuario mantendrá una tasa de expansión mayor a su promedio histórico, aun cuando con un crecimiento más tímido que lo observado en 2017. Parte de la menor dinámica esperada para 2018 se asocia a la corrección a la baja observada en precios de varios productos en los últimos 18 meses, situación que desincentivará el cultivo de estos productos.

**El sector edificador:**

**Débiles indicadores líderes anticipan una contracción en 2018 y retrasan su recuperación a 2019**

En lo observado de 2017 y lo anticipado de 2018, el sector edificador restará al crecimiento, incluso más de lo que anticipamos inicialmente. De hecho, una de las razones para mantener nuestra estimación de crecimiento del PIB de 2018 en 2,0% anual, pese a las menores tasas de interés y el mayor crecimiento global, es el peor comportamiento de los indicadores líderes del sector vivienda y de las edificaciones no residenciales.

**Gráfico R1.1**  
Licencias de construcción  
Acum. 12 meses, mill. de metros y var. anual %



Fuente: DANE, BBVA Research

En este punto, de fuerte caída en las ventas y producción del sector, cabe preguntarse, ¿seguirán cayendo? Y la respuesta, aunque menos negativa, no es tan optimista: sí, pero no tanto y durante no mucho más tiempo.

El sector edificador deterioró su desempeño durante 2017 [Gráfica R1.1]. La desaceleración del sector parece tener tres explicaciones: la caída en el ingreso nacional por los menores precios del petróleo; la permanencia en niveles negativos de la disposición de compra de vivienda; y el poco (o inexistente) ajuste en los precios residenciales (Gráfico R1.2). El primero y tercero de los factores determinaron, conjuntamente, la menor capacidad de compra de los hogares. Al contrario, a pesar que la oferta residencial continúa creciendo, los precios de las viviendas se mantienen creciendo muy cerca de la tasa de inflación, lo que ha propiciado una menor rotación de las existencias.

**Gráfico R1.2**  
Precios de la vivienda nueva y usada  
Marzo 1997 = 100



Fuente: DANE, BanRep, BBVA Research

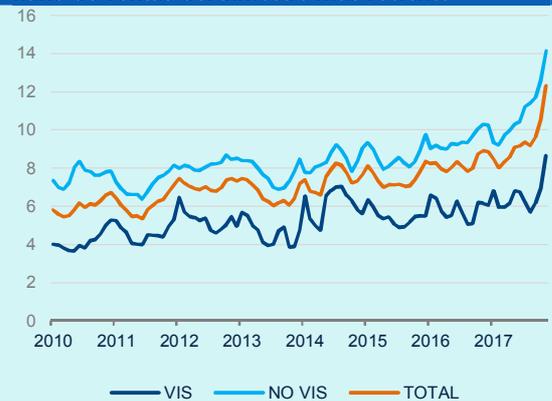
Varios indicadores líderes del sector anticipan este comportamiento. En primer lugar, los lanzamientos caen el 20% y las iniciaciones de obra retroceden 4,4% en los últimos 12 meses a octubre (datos de Camacol). Además, en el mismo período, las licencias de construcción (DANE) cayeron

**Recuadro1**

9,1%, siendo más intensa esta caída en las licencias para destinos diferentes a vivienda (-13,4%), tales como locales comerciales, oficinas, etc. Como consecuencia, el censo de edificaciones del DANE, que muestra la cantidad de obras en ejecución en este momento en Colombia, cayó en el tercer trimestre, pues las menores *obras nuevas* no logran compensar la culminación de *obras iniciadas* en el pasado.

Los indicadores anteriores sirven para prever entre 7 y 12 meses adelante el comportamiento de las edificaciones. Esto quiere decir que solamente desde el tercer trimestre de 2018, o incluso más adelante, podremos empezar a ver alguna recuperación del sector, siempre y cuando los indicadores de finales de 2017 e inicios de 2018 tengan alguna mejoría. La recuperación tendrá varios factores de impulso: en primer lugar, las reducciones en la tasa de interés han mejorado el cierre financiero de los hogares, lo cual, unido al mejor ingreso real esperado de los hogares, permite compensar el incremento de los precios de la vivienda; en segundo lugar, la política pública del gobierno mantiene, hasta 2019, los subsidios a la tasa de interés de los créditos hipotecarios pertenecientes a viviendas hasta 340 millones de pesos. A ello se suman los subsidios para las viviendas de menor valor, como son el subsidio familiar de vivienda, Mi Casa Ya y el subsidio a la tasa de interés para vivienda

**Gráfico R1.3**  
Rotación de inventarios  
Número de meses para vender la oferta vigente al ritmo de ventas del trimestre más reciente



Fuente: Camacol, BBVA Research

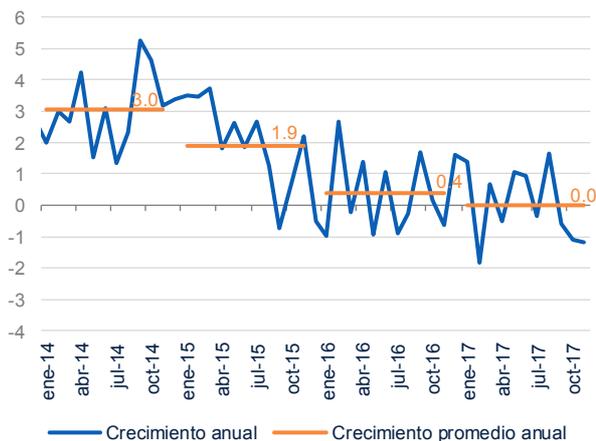
VIS. En tercer lugar, la recuperación de los precios del petróleo especialmente, pero el mejor comportamiento de la inversión anticipada en general, podría permitir una mejor dinámica empresarial que ayude a reducir la sobre-oferta de destinos no residenciales.

En definitiva, esperamos una caída de 2,7% en el sector de edificaciones en 2018, que se suma a la caída de más de 11% que debió presentar este rubro durante el año pasado. Luego, en 2019, el sector volverá a tasas positivas, con una expansión de 5,5%, convirtiéndose, de nuevo, en uno de los sectores clave para el crecimiento del PIB.

## Mercado Laboral: un débil comportamiento esperado producto del rezago con la actividad económica

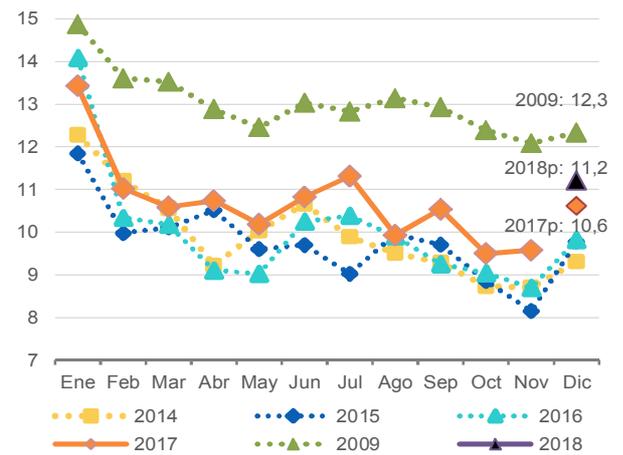
El mercado laboral ha mostrado un deterioro gradual desde la caída de los precios del petróleo. La creación de empleo en las 13 ciudades se ha deteriorado año a año, pasando de un crecimiento promedio del número de empleados de 3,0% a uno de 0,0% en lo corrido de 2017 a noviembre (Gráfico 3.8). A pesar de ello, la tasa de desempleo urbano no empezó a deteriorarse sino desde mediados de 2016, cuando el número de entrantes a la fuerza laboral empezó a crecer por encima del crecimiento de los ocupados. Según nuestros cálculos la tasa de desempleo seguirá deteriorándose en 2018 ya que la actividad económica continuará débil por un tiempo, por debajo del umbral a partir del cual estimamos se puedan presentar mejoras en el desempleo (2,5% de crecimiento del PIB, según una estimación de la ley de Okun con datos de la última década).

**Gráfico 3.8** Creación de empleo (13 ciudades)  
Variación anual, %



Fuente: DANE, BBVA Research

**Gráfico 3.9** Tasa de desempleo 13 ciudades  
% de la PEA



Fuente: DANE, BBVA Research

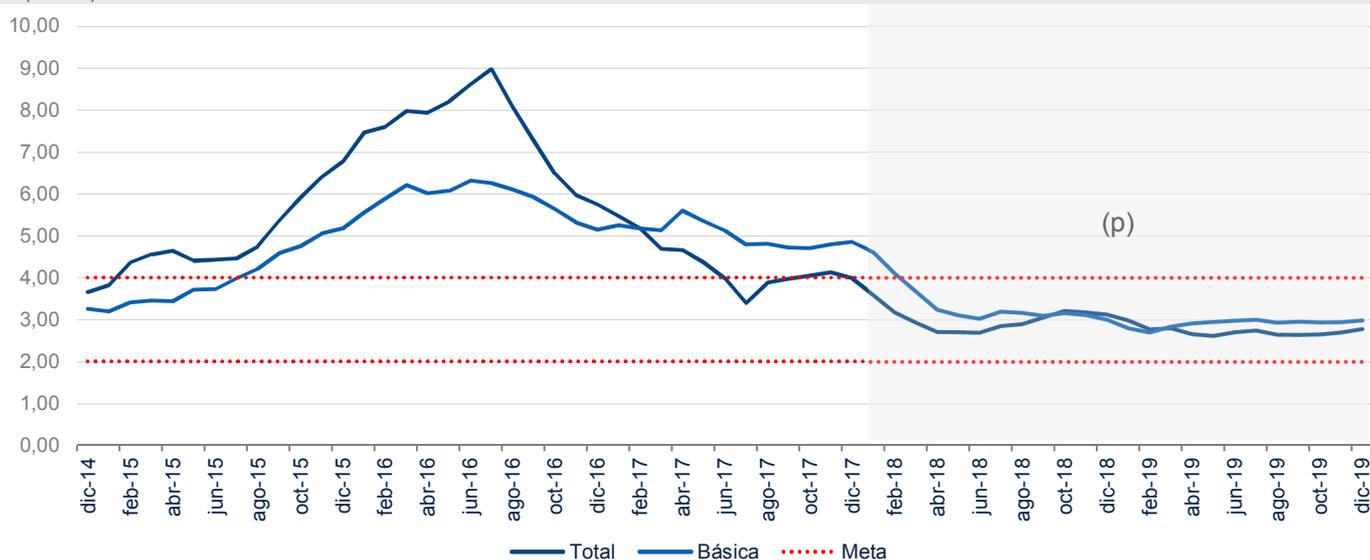
Proyectamos por lo tanto una tasa desempleo mayor en 2018 que en 2017, cerrando en 11,2% en 2018 frente al 10,6% de 2017 (Gráfico 3.9). A pesar del deterioro hay que mencionar que la tasa de desempleo en 2018, año en el que se ubicará en sus niveles más altos, será muy inferior a la de otros períodos de desaceleración (en 2009 la tasa de desempleo fue de 13%). En parte, la resiliencia del desempleo se puede deber a los logros en formalidad alcanzados en los últimos años. Para 2019 comenzaremos a observar algún alivio en el mercado laboral, pero su ajuste será paulatino.

## Inflación: En 2018, tanto la inflación total como básica convergerá a la meta, con una desaceleración pronunciada en el primer semestre de 2018

Las noticias de inflación seguirán siendo positivas en 2018. Esperamos que el descenso de la inflación que venimos viendo desde mediados de 2016 continúe en buena parte de este año. El efecto base que creó el incremento del IVA

en 3 puntos porcentuales en 2017 y que afectó la dinámica de los precios en los primeros meses de ese año, servirá para que la inflación tenga una fuerte corrección en estos primeros meses de 2018. A lo anterior se suma un comportamiento relativamente estable del tipo de cambio (relativo a lo observado entre 2014 y 2016), lo que limitaría el efecto sobre la inflación de transables y apoyaría su convergencia hacia la meta de inflación. El incremento del salario mínimo de 5,9%, por encima considerablemente de la inflación observada y esperada puede tener un efecto negativo en inflación, en especial por la relevancia en varios servicios y bienes que se ajustan con este indicador y los bienes y servicios que tienen un alto componente de costos laborales en su producción.

**Gráfico 3.10** Inflación total y básica  
% (anual)



Fuente: DANE, BBVA Research

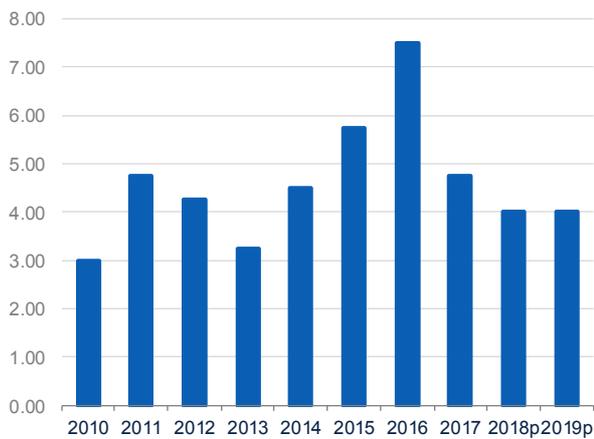
En total estimamos que la inflación se acercará rápidamente al 3% en el primer semestre y que el crecimiento de los precios no se alejará de esta tasa para el cierre del año alcanzando un registro de 3,1% para diciembre de este año (Gráfico 3.10). En 2019, dado que la economía seguirá creciendo por debajo del potencial, el ritmo de la inflación tendrá un espacio adicional de desaceleración, cerrando en una tasa cercana al 2,7%.

### Tasas de Interés: Banco Central tendría espacio de reducir tasas de interés para ajustar la menor inflación esperada

A lo largo de 2017, el Banco de la República redujo en 275pb la tasa de política monetaria (Gráfico 3.11) llevándola al 4,75% desde el 7,50% de inicio de año (300pb desde el inicio del ciclo bajista en diciembre de 2016). Esta importante reducción en el tipo de interés fue posible gracias a un marcado y en algún grado inesperado retroceso de la inflación en conjunto con un mejor desempeño del balance externo de la economía. Estos factores permitieron un discurso más agresivo del Emisor en favor al crecimiento y mitigaron algunos temores que fueron expuestos durante el año por la Junta en torno a la persistencia e inercia en la inflación.

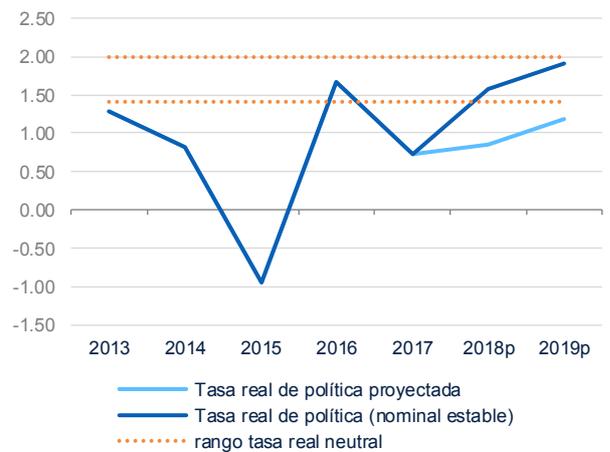
Este discurso menos arraigado en los riesgos y más proclive a el apoyo al ciclo económico, en conjunto con nuestra expectativa de crecimiento aún bajo y recuperándose lentamente, permite anticipar mayores reducciones en el tipo de interés en 2018. En particular, y debido al fuerte descenso que anticipamos en la inflación total en los primeros meses de 2018 (con una marcada corrección en la inflación básica), consideramos que la tasa de política podría llegar en el primer semestre al 4,0%, manteniendo la tasa real similar a la actual (Gráfico 3.12).

**Gráfico 3.11** Tasa de política monetaria  
% e.a. fin de periodo



Fuente: BanRep, BBVA Research

**Gráfico 3.12** Tasa de interés de política real  
% e.a. fin de periodo



Fuente: BanRep, DANE, BBVA Research  
Utiliza la inflación observada hasta 2017 y los pronósticos de BBVA para 2018 y 2019. Se asume la tasa de política en 4,75% para la senda de tasa nominal estable

Como se mencionó en el apartado de actividad económica, consideramos un crecimiento que se recupera paulatinamente hasta superar marginalmente el crecimiento potencial posteriormente al 2019, ello implica que la brecha del producto que estimamos se comienza a cerrar sólo hasta después de 2019 y a una velocidad lenta. Así las cosas, consideramos que el Emisor mantendrá las tasas de interés en niveles bajos por un tiempo considerable, siempre y cuando el panorama externo y los balances macroeconómicos se lo permitan.

En esta oportunidad, cabe resaltar que el Banco Central realizó un ajuste significativo en su cronograma de reuniones de política monetaria, con lo cual se pasa de contar con 12 reuniones conducentes a decisiones de tasas a sólo 8 en el año (sin embargo, y en caso de ser necesario, el Banco podría utilizar las otras 4 reuniones de política o citar a una reunión extraordinaria para realizar ajustes de política). Las reuniones en las que inicialmente se tomarán decisiones de política serán las de los meses extremo del trimestre, es decir, en el primer trimestre los meses de enero y marzo, para el segundo trimestre los meses de abril y junio. En las reuniones intermedias se presentará el informe de inflación. Este cambio supone un ciclo más lento de ajuste en tasas del anticipado previamente.

## Tasa de Cambio: En medio de fuerzas encontradas, se mantiene una tendencia de estabilidad

A lo largo de los últimos años se han manifestado con especial importancia dos fuerzas que han dominado sobre el comportamiento del tipo de cambio en Colombia: por una parte la política de normalización monetaria en los Estados Unidos y por otra el comportamiento del precio del crudo. En buena medida, en los años que ambas fuerzas se inclinaron al mismo bando, la tasa de cambio presentó una marcada depreciación, sin embargo, desde 2016 estas presiones han tomado caminos separados. La política de normalización sigue su curso, a una velocidad ligeramente mayor que la anticipada previamente por mercados pero todavía a una velocidad baja comparada con otras referencias históricas. El precio del crudo, por el contrario ha virado en su tendencia y se consolida una recuperación un poco más acelerada de la anticipada, propiciada por el buen crecimiento global, la ausencia de inversión en el sector y algunos factores geopolíticos. Así las cosas, el tipo de cambio, aun cuando volátil, ha reducido significativamente su rango de desplazamiento y ha perdido su tendencia a la depreciación que se observó en años previos.

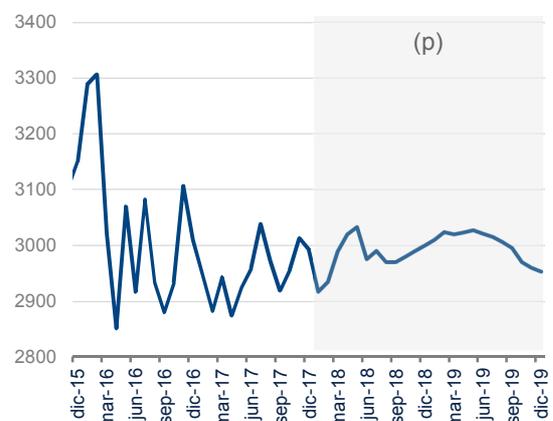
Para 2018 esperamos continúe la política de normalización monetaria, con 3 incrementos de tasas de interés y una reducción paulatina del balance de la Reserva Federal de Estados Unidos en conjunto con una inyección más limitada de recursos desde Europa. Su canal de transmisión a la tasa de cambio sería a través de los flujos de inversiones de portafolio, que podrían verse disminuidos en 2018 en favor de otras economías emergentes con mejores rendimientos o a favor de economías desarrolladas con mejor prospecto de crecimiento. Por otra parte, el precio del crudo se ha incrementado por encima de los 65 dólares el barril Brent por primera vez en más de 2 años. Para 2018 esperamos que este nivel se mantenga, lo que implica una mejora significativa en el retorno por cada barril exportado, a ello se suma la mejora en la producción, factores que impulsarán a una reducción adicional del déficit en cuenta corriente. Este menor balance a financiar permitirá un ajuste estructural adicional en el tipo de cambio hacia una ligera apreciación.

**Gráfico 3.13** Tipo de Cambio (rango operación) Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg, BBVA Research. \*\*: No es un pronóstico formal del rango de operación del tipo de cambio

**Gráfico 3.14** Tipo de cambio (senda) Pesos por dólar



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Por estas motivaciones, consideramos que el tipo de cambio continuará sin marcar una tendencia clara en 2018. Para la primera parte del año, el buen apetito por activos emergentes y un panorama tranquilo podría implicar una estabilidad en niveles próximos a los 2900 en el tipo de cambio, dicha estabilidad se fracturaría en el segundo trimestre producto del ciclo electoral y el primer incremento de tasas de la Fed. Para el segundo semestre, se vería algo de tranquilidad una vez finalizada la incertidumbre electoral, sin embargo el cierre de año, especialmente a partir de septiembre, podríamos observar una nueva senda de depreciación del tipo de cambio, buscando un cierre próximo a los 3000 pesos por dólar, tendencia que continuaría en el primer semestre de 2019 antes de resumir una tendencia bajista hacia su nivel de largo plazo de 2900 pesos por dólar (Gráfico 3.14).

El principal riesgo sobre el escenario cambiario recae en una mayor sensibilidad de los flujos de capitales a los ajustes de política monetaria en EE.UU. que hasta la fecha han impactado tan solo parcialmente el retorno de activos emergentes, en especial los colombianos. Este riesgo se materializaría en un contexto de mayor velocidad en la normalización monetaria que podría ser causada por un crecimiento más elevado del anticipado por la Reserva Federal o un repunte inflacionario o una mayor sensibilidad de los inversionistas a los ajustes de política. En dicho caso, la primera amenaza sería la menor entrada de inversiones de portafolio, que representan, al tercer trimestre de 2017, el 28% de la financiación de la cuenta corriente. Un segundo nivel de dicha amenaza comprometería los capitales ya posicionados en el mercado colombiano, con una posición de 20 mil millones de dólares en inversiones de extranjeros en el mercado de deuda pública local, un escenario de ventas de estos activos el deterioro cambiario y a la valoración de la deuda local sería mayor, con un potencial de mayor depreciación.

## **Balances Macroeconómicos: avances significativos en el balance externo y retos en el balance fiscal**

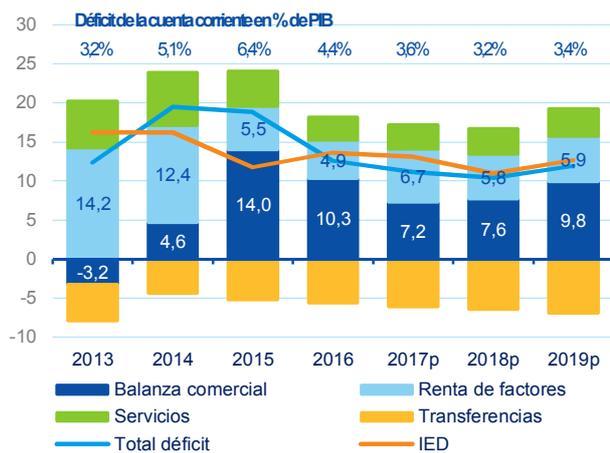
El déficit de la cuenta corriente debió cerrar 2017 en alrededor de 3,6% del PIB. Esta cifra representa una reducción significativa del déficit externo frente al 4,4% del PIB que se observó en 2016. Pese a que en el primer trimestre de 2017 el déficit se ubicó en 4,9% del PIB, los datos de los subsiguientes trimestres fueron muy favorables para el balance externo, tanto por la caída en las importaciones, como por la recuperación de los precios del petróleo en la parte final del año. Además, la producción de petróleo, que venía cayendo periódicamente desde 2015, se estabilizó recientemente.

Estas tendencias en los precios del petróleo y en la producción se extenderán a 2018, cuando el aporte de las exportaciones de este combustible será más importante en el total de los envíos al exterior (36% del total frente a 31% en 2017). Además, se tendrá una recuperación adicional de las exportaciones no tradicionales y en las remesas de los trabajadores en el exterior, las cuales se favorecerán del mayor crecimiento de nuestros principales socios comerciales y de los países donde laboran los emigrantes colombianos. No obstante, las importaciones, impulsadas por la mayor demanda interna, también crecerán en 2018, al igual que los envíos de dividendos de las empresas extranjeras con presencia en Colombia, limitando la mejora en el balance exterior que implica el mejor resultado de las exportaciones y las remesas.

Para 2018 estimamos que siga reduciéndose el déficit exterior a 3,2% del PIB (10,4 miles de millones de dólares) y que vuelva a 3,4% del PIB en 2019 (Gráfico 3.15). Para 2019, esperamos una caída en la producción petrolera, dados los bajos volúmenes de inversión en exploración que estuvieron vigentes en el período 2015-2017 y su implicación en las reservas comprobadas, y una caída en los precios del petróleo hacia los 60 dólares por barril promedio Brent (desde 66 dólares en 2018). Además, se dará una recuperación adicional de las importaciones, que acompañará la aceleración de la demanda interna y la apreciación del tipo de cambio.

El financiamiento de la cuenta corriente seguirá estando concentrado en los recursos de la inversión extranjera directa y no se esperan acumulaciones significativas de reservas internacionales. Esto quiere decir que el financiamiento exterior no será holgado y que sesgos al alza en el déficit de la cuenta corriente sólo podrán materializarse si las condiciones de liquidez externas son más amplias.

**Gráfico 3.15** Cuenta corriente (por componentes)  
USD miles de millones



Fuente: BanRep, BBVA Research

**Gráfico 3.16** Senda de gasto, ingresos y déficit del Gobierno Central  
% del PIB



Fuente: Minhacienda

Nota: en 2017 se realizó una reserva proveniente del laudo arbitral con las empresas de telecomunicaciones por 0,3% del PIB, sin él, el déficit se habría ubicado en 3,3% del PIB.

Respecto al balance del sector público, el déficit del gobierno nacional central de 2017 y 2018 se ubicará en 3,6% y 3,1% del PIB, respectivamente (Gráfico 3.16), en línea con la regla fiscal. Para 2017, las cuentas publicadas en la actualización del Plan Financiero a finales de 2017, muestran que el recaudo alcanzará niveles inferiores a los esperados por el Gobierno (de \$126,6 bn. frente a los \$130,4 bn. del Marco Fiscal de Mediano Plazo, creciendo 7,9% respecto a 2016) lo que se verá más que compensado con el aumento de los ingresos no tributarios que pasarán del 1,1% esperado a 1,9% del PIB. El ingreso adicional lo explica el laudo arbitral pagado por las empresas de telecomunicaciones y mayores ingresos de capital. Sin embargo, es necesario destacar que los ingresos no tributarios (diferentes a los petroleros) de 2017 de 1,3% del PIB (quitando el laudo de 0,5% del PIB) son superiores al promedio de 0,9% del PIB observado en la última década.

Para 2018, el gobierno espera recaudar por ingresos tributarios \$135,5 bn. con un crecimiento de 7,0% frente a 2017. Esta cifra incluye una menor expectativa de crecimiento económico que la de mediados del año pasado (2,7% frente

a 3,0%). Para cumplir con la regla fiscal que exige un déficit del 3.1% del PIB se debe lograr un nivel de gasto de 18.3% del PIB frente al 19% de 2017. Esto significa un ajuste importante desde el pico de 19.2% en 2013. Dicho ajuste representa una reducción de la inversión al 1,4% del PIB en 2018 frente al 3,3% en 2013 (su pico de los últimos años) y al 2,0% en 2017. Cabe resaltar que si bien el gasto en funcionamiento entre 2013 y 2018 habría aumentado 0,4 puntos porcentuales del PIB, este incremento es menor al del pago de salud, ICBF y SENA que el Gobierno asumió y que antes se financiaba con contribuciones a la nómina del empleador (el incremento en la carga de dichos parafiscales sería de 0,8 p.p. del PIB entre 2013 y 2018). Esto muestra un esfuerzo importante del gobierno por ajustar su gasto.

En 2019 el gasto contenido en las cuentas fiscales del Gobierno consistente con la regla fiscal (2,2% del PIB de déficit fiscal) es de 17,8% del PIB, medio punto del PIB menos que en 2018 y los ingresos serían del 15,6% del PIB superiores a los 15,3% del 2018. En esa línea, el cumplimiento de la regla depende sensiblemente de una decisión de política que reduzca el ya recortado gasto del gobierno y aumente los ingresos por una gestión tributaria más exigente. Este reto recaerá en el nuevo Gobierno, que deberá establecer un plan de acción en sus primeros meses después de la posesión. En esa línea se acaba de pronunciar la Comisión del Gasto haciendo énfasis en los problemas de inflexibilidad del gasto público en Colombia, ante la cual el esfuerzo, según la Comisión, se debe dar en mayor eficiencia, eficacia y equidad del gasto.

### *Principales riesgos para 2018*

Dentro de los factores idiosincráticos con mayor relevancia en el desempeño económico actual se encuentra el espiral negativo en la confianza, tanto de consumidores como de empresarios. La prolongación del estado pesimista en consumidores y empresarios sería el principal riesgo sobre la actividad económica en 2018, pues ha causado un lento crecimiento del gasto de los hogares, enfocado especialmente en factores no durables y necesidades básicas mientras que la lenta demanda ha causado un efecto de parálisis en la producción, desacumulación de inventarios creados a inicios de año y una utilización considerablemente baja de la capacidad instalada. En buena medida, la tesis de recuperación de la economía yace en un segundo semestre del año con mayor impulso desde el gasto de los hogares y de la inversión sectorial focalizada especialmente en minería y obras civiles. Factores como la corrupción, el ciclo electoral, el desempeño económico y los riesgos sobre el mercado laboral podrían aumentar dicha percepción de incertidumbre y pesimismo de los hogares y empresas afectando de dicha forma la recuperación.

Otro factor que ha creado un ambiente de incertidumbre en Colombia y la región es el escándalo de corrupción en torno a las obras públicas y de infraestructura asociadas al caso Odebrecht. En este frente, si bien se ha materializado en buena medida un avance en los procesos judiciales y de responsabilidad de los culpables, aún se mantiene un manto de incertidumbre sobre los proyectos de infraestructura que en la región representaban una cuota significativa de la recuperación económica prevista en los próximos años. Para el caso de Colombia, uno de los factores más relevantes de este riesgo, materializado parcialmente, es la demora en los procesos de contratación y cierres de financiación de las obras de 4G. Si bien se ha avanzado en este frente y consideramos un aporte positivo de dichas obras a la actividad en los próximos años, el riesgo de una nueva parálisis en el sector no es despreciable y podría tener un impacto en el desempeño económico.

## 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

**Diego Suarez**  
diegofelipe.suarez@bbva.com  
Estudiante en práctica profesional

**Mauricio Hernández**  
mauricio.hernandez@bbva.com

**María Llanes**  
maria.llanes@bbva.com

**Alejandro Reyes**  
alejandro.reyes.gonzalez@bbva.com

**BBVA Research****Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Análisis Macroeconómico**

Rafael Doménech  
r.domenech@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**  
Julián 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

**Coordinación entre Países**

Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

**Regulación Digital**

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Regulación**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio  
arubiog@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

**Oriente Medio, Asia y Geopolítica**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Turquía**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**América del Sur**

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research Colombia Carrera 9 No 72-21 piso 10. Bogotá, (Colombia). Tel.: 3471600 ext 11448 -  
bbvaresearch@bbva.com y www.bbvaresearch.com