

La inversión será la clave para consolidar el proceso de recuperación y enfrentar los desafíos locales y externos

María Paula Castañeda, Fabián García, María Claudia Llanes, Mauricio Hernández, Alejandro Reyes, Juana Téllez
Primer trimestre 2019

La volatilidad global será un viento en contra para la recuperación de la economía colombiana y el comportamiento de los mercados de capitales

Durante 2018, el desempeño de la economía global fue retador para los países emergentes. En un primer momento, cuando los mercados incluyeron en sus valoraciones unas perspectivas de mayores aumentos de las tasas por parte de la FED, ya estimadas previamente por los analistas, los activos emergentes se depreciaron y se puso a prueba la resistencia de sus economías. Los flujos de capitales se redujeron y solo algunos países, entre ellos, Colombia, siguieron recibiendo capitales o, al menos, no presentaron grandes salidas de ellos. Estos países pudieron diferenciarse positivamente porque tuvieron alguna o varias de estas fortalezas: un déficit fiscal controlado y bajo, un déficit externo reduciéndose o bajo, y un aumento de sus exportaciones de materias primas, cuyos precios estuvieron al alza hasta el inicio del cuarto trimestre de 2018. Estas características positivas que compartió Colombia, además de una finalización a mediados de año de la incertidumbre electoral, hicieron que en el país los efectos no se sintieran tan fuertes como en otras geografías, manteniendo la prima de riesgo y el retorno de la deuda pública relativamente inalterados y concentrando su efecto especialmente en el tipo de cambio.

No obstante, más recientemente, la volatilidad global volvió a incrementarse, ya no a merced de la postura de la Fed, sino más bien por la incertidumbre sobre la capacidad de crecimiento global (Gráfico 1) y, en particular, sobre la permanencia, o no, de las elevadas tasas de crecimiento en Estados Unidos durante 2019 y 2020. Al mismo tiempo, se deterioró el precio de las materias primas, con un énfasis especial en el petróleo, y se proyectaron unos menores precios promedio de este combustible para los siguientes años. Y no son cosas menores. Mientras que Estados Unidos es el principal socio comercial de Colombia, y su desaceleración retardará la recuperación del comercio exterior del país, el petróleo sigue siendo el principal producto de envío al exterior. Además, el petróleo es una fuente de expansión económica que va más allá de su producción: por las inversiones asociadas a la exploración de este producto, que ya empezaban a repuntar en 2018, sus demandas por servicios desde otros sectores y debido a que tiene unos grandes efectos indirectos sobre el ingreso nacional.

La desaceleración de las economías desarrolladas y los menores precios del crudo son los principales retos internacionales que enfrenta la economía colombiana

Se estima que Estados Unidos pasará de crecer 2,9% en 2018 a 2,5% en 2019 y 2,0% en 2020, en torno a su crecimiento potencial. Además, que el precio del petróleo, que se ubicó en promedio en 72 dólares por barril en 2018, promediará los 63 dólares en 2019 y se reducirá a 56 dólares en 2020. Es decir, son dos choques negativos, ambos con efecto duradero a 2019 y 2020, los que están limitando desde ya la capacidad de crecimiento de Colombia, principalmente a través del canal de comercio exterior. También la escalada de medidas proteccionistas, que afectaron principalmente a Estados Unidos, China y Europa, puede tener efectos negativos sobre el comercio global y, por lo tanto, sobre la capacidad exportadora de Colombia, principalmente por la reducción generalizada del volumen de comercio.

Creando Oportunidades

De esta forma, seguirá siendo muy importante que Colombia aproveche el comercio regional con Latinoamérica, el cual se caracteriza por ser de mayor valor agregado y más industrializado que el efectuado con otras regiones desarrolladas, hacia donde las materias primas son más relevantes. De hecho, durante 2018 a noviembre, las exportaciones diferentes a combustibles crecieron 6,0% a Latinoamérica y cayeron 0,3% al resto de los países, mostrando el potencial que tiene la región para compensar el deterioro de las otras frentes de demanda externa.

A nivel local existen algunos factores que la economía tendrá que sobrellevar para consolidar la recuperación económica

Sin embargo, no solo los factores externos imponen un mayor reto a la economía colombiana. También algunos desarrollos locales afectaron sus expectativas de crecimiento a futuro y la capacidad de Colombia de responder a los choques externos.

En primer lugar, el déficit de la cuenta corriente se incrementó en 2018 hasta un estimado de 3,5% del PIB, pese a que el precio promedio del petróleo durante el año fue 32% superior al registrado en 2017, cuando el déficit había sido 3,3% del PIB. El déficit se ampliará aún más en 2019 y 2020, hasta 4,1% y 3,8% del PIB, respectivamente, por cuenta de los menores precios del petróleo y el impulso a las importaciones dado por la mayor demanda interna esperada. En este último factor, ha sido decisiva la dinámica reciente y esperada de la inversión en maquinaria y equipo, la cual se había acelerado desde 2017, pero se consolidó en 2018 y se mantendrá con buen desempeño en adelante. Además, que sea la inversión, más que el consumo, el que impulse el déficit en la cuenta corriente matiza parcialmente las consecuencias de la ampliación del déficit externo (Gráfico 2).

Hay que tener en cuenta, eso sí, que el financiamiento del déficit externo no será suficiente a través de la inversión extranjera directa, como sí había pasado en 2017 y al inicio de 2018, obligando al país a conseguir financiamiento adicional a través de endeudamiento y/o flujos de capital de portafolio, por cerca de USD 1.000 millones en promedio en cada año (como referencia —y mitigante— sirve conocer que los flujos de capital de portafolio en 2018 alcanzaron USD 1.870 millones). Los riesgos asociados a este escenario también se mitigan con un saldo actual elevado de reservas internacionales (cerca del 15% del PIB), la línea de crédito flexible con el FMI por USD 11.400 millones y el programa actual del Banco de la República de compra de reservas internacionales.

En segundo lugar, desde septiembre, se discutió en Colombia una Ley de Financiamiento (reforma tributaria) que, aunque no afectó fuertemente la capacidad de pago de los hogares colombianos, sí redujo su confianza, lo cual podría extenderse hasta los primeros meses de 2019, ayudado por el efecto negativo que suele tener un nivel elevado del tipo de cambio sobre la confianza. Pero, no solo la confianza resultó afectada por la discusión tributaria. También los ingresos fiscales a mediano plazo, pues la Ley de Financiamiento solo garantizó mayores tributos para 2019, en unos 7,5 billones de pesos, un poco más del 50% de las necesidades estimadas por el Gobierno para este año según el Presupuesto General de la Nación aprobado el año pasado.

Desde 2020, el Gobierno Central tendrá que conseguir nuevos ingresos y/o hacer un nuevo ajuste del gasto, pues la Ley de Financiamiento no aportó estabilidad a los nuevos tributos aprobados para la vigencia actual (Gráfico 2). Esto se debe a las exenciones especiales que creó esta Ley a partir de 2019 y que se manifestarán en el recaudo a partir de 2020, estimadas en un valor similar al recaudo adicional que implican los nuevos impuestos, o incluso por encima de estos. Como consecuencia, las calificadoras de riesgo estarán alertas al desempeño de las cuentas fiscales, a los anuncios de ajustes de gasto público para 2019-2020 y a la estrategia de financiamiento a partir de 2020. Con todo esto, los inversionistas podrían ser más exigentes con las condiciones de entrada al país. Si bien, es posible que durante 2019 se de una mayor entrada de capitales de portafolio, concentrada durante el primer semestre del año, por la reducción de la tasa impositiva (de 14% a 5%) a los rendimientos de esta inversión externa, que se aprobó en la Ley de Financiamiento, y en ausencia de incertidumbre electoral este año.

En cualquier caso, el Gobierno deberá hacer un esfuerzo en mantener el cumplimiento de la regla fiscal si quiere que los efectos de la política fiscal sobre la calificación crediticia del país y el precio de los activos sean menores.

También deberá ser muy claro en su comunicación sobre cómo cerrará sus ejercicios de 2019 y 2020, explicando ampliamente sus cálculos de la regla fiscal. En particular debe aclarar si está pensando en los espacios que sobre la misma podrían abrirse por temas especiales, como la masiva migración desde Venezuela.

En tercer lugar, la gobernabilidad del presidente Duque no ha sido fácil y las mayorías en el Congreso, que se avizoraban suficientes por los partidos políticos que lo apoyaron en la segunda vuelta electoral, no se consolidaron durante el primer semestre legislativo de su gobierno. De esta forma, las dos grandes reformas que el Gobierno lideró, la Política y la de la Justicia, se aplazó en el primer caso y se suspendió en el segundo, al igual que otros proyectos que se archivaron o aplazaron como la ley de Telecomunicaciones. Hacia delante, el Gobierno tendrá que fortalecer sus mayorías para que terminen siendo aprobadas sus propuestas y/o para que se lleven a cabo las reformas estructurales que requiere el país.

En suma, el panorama externo e interno es bastante exigente para la economía colombiana y determinará que la recuperación del PIB, aunque se mantiene, sea lenta y muy gradual, con menor apoyo del comercio exterior, del gasto público, que reducirá progresivamente su tasa de crecimiento, y del precio del petróleo. Las fuentes de crecimiento para 2019 y 2020 serán mayoritariamente internas. El consumo privado seguirá siendo impulsado por la compra de bienes durables y, luego, por el gasto en servicios. Y volverá a crecer ligeramente por encima del PIB en 2019 y 2020. Los hogares se favorecerán de la inflación controlada dentro del rango meta, la permanencia de tasas de interés bajas y la mejora paulatina del mercado laboral.

La inversión, a partir de la construcción, será clave para la aceleración del crecimiento en 2019

Será la inversión la principal razón de la aceleración del PIB. La inversión pasará de crecer 1,8% anual en 2018 a 3,9% en 2019 y 4,8% en 2020. Varios elementos están detrás de este mejor dinamismo de la inversión (Gráfico 3).

Primero, la tasa de crecimiento de la construcción dejará de ubicarse en la vecindad del cero en 2019, después de tres años (2016-2018) de bajas cifras. La construcción tendrá un nuevo aire en 2019 gracias al mejor comportamiento de la vivienda de interés social. No obstante, al ser la vivienda de bajo valor agregado la que tendrá la mayor expansión, la tasa de crecimiento del sector de edificaciones como un todo será baja en relación a las elevadas tasas, de cerca de dos dígitos, que presentó el sector en el anterior ciclo expansivo entre 2011 y 2015. Esta vez, las viviendas de alto valor agregado y la construcción no residencial (con precios aún mayores cuando se dedican a oficinas y usos comerciales) solo acompañarán el resultado positivo del sector desde 2020.

Las obras civiles en 2019 también serán importantes para estimular el PIB. No tanto por las grandes obras de infraestructura de iniciativa nacional, como sí por la mayor ejecución de obras locales y regionales que suelen acelerarse en los últimos años de las alcaldías y las gobernaciones. Luego, en 2020, las obras civiles se desacelerarán por la baja ejecución en la iniciación de los gobiernos locales, porque la inversión en billones de pesos de las obras de cuarta generación de infraestructura será similar a lo visto en años previos y por las menores obras públicas directas por ser un año en que la situación fiscal del Gobierno Central es apretada.

La inversión diferente a la construcción tendrá un comportamiento en 2019 similar al de 2018, para luego acelerarse gradualmente en 2020. Su desempeño en 2019 estará determinado por dos fuerzas opuestas. Por una parte, la deducción del IVA pagado en activos fijos que se aprobó en la Ley de Financiamiento de 2018, podría impulsar la toma de decisiones de inversión. Pero, por otro lado, el menor precio del petróleo y el deterioro de las condiciones externas de algunos de nuestros socios comerciales llevarán a que las empresas con vocación exportadora tengan un menor gasto de inversión. Al final, estas dos fuerzas serán similares y la inversión en maquinaria y equipo no se acelerará en 2019 respecto al resultado de 2018, pero mantendrá una tasa de expansión superior a la del PIB. Luego, en 2020, con un mejor comportamiento de Latinoamérica, un cierre progresivo de la brecha de la capacidad instalada empresarial y una recuperación aún mayor de la demanda

interna, la industria colombiana tendría un proceso de inversión más robusto, independiente de que el precio del petróleo se reduce aún más (Gráfico 3)

Con estas consideraciones, esperamos que el crecimiento del PIB de 2019 y 2020 se ubique en 3,0% y 3,3%, respectivamente. Será levemente superior al resultado de 2018, que estimamos se ubicó entre 2,6% y 2,7%. A mediano plazo, la tasa de crecimiento seguirá acelerándose gradualmente, hasta ubicarse en alrededor de 4% en 2023 (Gráfico 4).

El Banco de la República incrementará gradualmente la tasa de interés en 2019 y 2020 en un marco de inflación controlada y actividad en recuperación

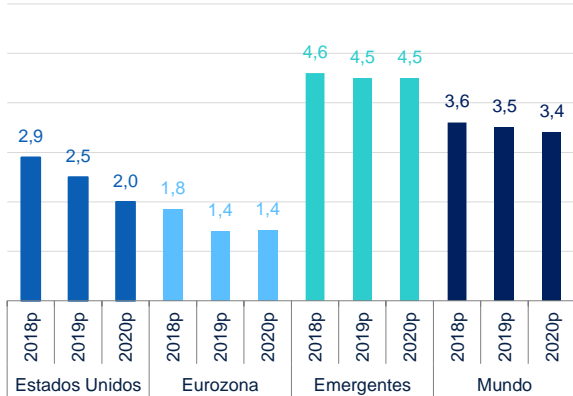
Las tasas de crecimiento esperadas, al no ser muy elevadas, no representarán una presión significativa sobre los precios. Es decir, esperamos que la inflación se mantenga muy cerca a la meta central del Banco de la República (3,0%) al final de 2019 y en 2020, pese a que en el primer semestre de 2019 podría mostrar transitoriamente tasas altas y cercanas al 4%. Entre enero y junio de 2019, la presencia del Fenómeno de El Niño, aunque moderado, determinará sequías y menores cosechas de alimentos, elevando su precio y presionando al alza la inflación al consumidor (Gráfico 5). También, los efectos rezagados de los incrementos del tipo de cambio de finales de 2018 podrían impedir que los precios de los bienes transables se sigan ajustando a la baja e, incluso, podrían implicar una pequeña tendencia al alza en los mismos a corto plazo.

No obstante, este efecto será disuelto gradualmente por el comportamiento esperado del tipo de cambio (Gráfico 6). En primer lugar, la devaluación promedio del tipo de cambio durante 2019 será del 6,2% respecto a 2018. Luego, en 2020, se apreciará 1,6% en promedio. En segundo lugar, respecto a los niveles de cierre de 2018, el tipo de cambio promedio de 2019 y 2020 será menor. Esto es, mientras que el cierre de 2018 se ubicó en 3.250, el tipo de cambio se ubicará en 3.137 y 3.088, en promedio, durante 2019 y 2020. En tercer lugar, los menores precios de los combustibles compensarán en parte la presión proveniente del tipo de cambio, no solo por los precios finales de venta (entre ellos, de la gasolina), sino también por la reducción de los costos de oferta y, por ende, del índice de precios al productor. De tal forma que, luego de la disipación de estos choques transitorios, la inflación volverá lentamente hacia 3,2% a final de 2019. En 2020, después de un primer semestre caracterizado por bajas inflaciones, por debajo de 3%, debido a un elevado efecto base estadístico, también la inflación terminará en 3,2% (Gráfico 5).

Pese a que la inflación estará controlada, que los choques que tendrá la inflación son de carácter transitorio y a que la actividad económica tendrá una recuperación muy gradual, el papel del banco central no será fácil (Gráfico 5). Los déficit fiscal y externo, el incremento de las tasas de interés externas y el menor flujo de capitales de portafolio a países emergentes durante los recientes meses y en la expectativa de 2019 y 2020 son factores que obligarán al banco central a ser cauteloso. A partir de esta cautela, el Banco incrementaría en dos ocasiones su tasa de interés durante 2019, las dos en el segundo semestre del año y de 25 puntos básicos cada una. Al final de 2019, la tasa se ubicaría en 4,75%. Luego, a finales de 2020, la tasa se ubicaría en 5,0%, que comparada con una inflación de 3,2% al cierre de ese año, significará una tasa real de 1,8%, en su nivel neutral (aquel nivel que ni restringe ni estimula la actividad económica que estimamos entre 1,5% y 2,0%).

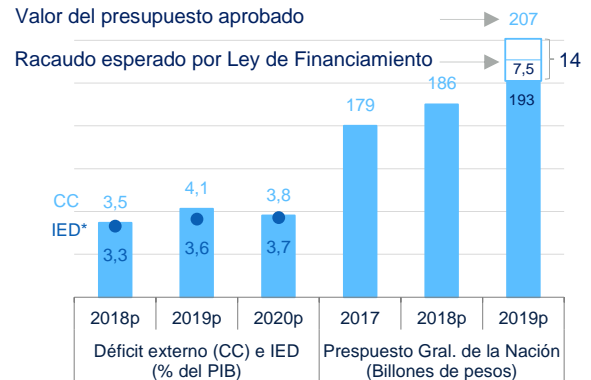
Es necesario tener en cuenta que solo una reducción de los déficit de la economía y unas condiciones de liquidez externa más favorables que las que esperamos en nuestro escenario base darían espacio al banco central para tener una política de estabilidad de sus tasas de interés. Es decir, el crecimiento económico esperado, aunque apenas igualará el nivel potencial en 2020 y, por lo tanto, determinará una brecha negativa del PIB hasta al menos 2023, no es una única razón para tener en cuenta en las discusiones de política monetaria. Los otros elementos de discusión son tan importantes como el PIB porque garantizan una mayor estabilidad estructural de la economía, una capacidad de crecimiento a largo plazo y reduce las vulnerabilidades a las que está expuesta.

Gráfico 1 Crecimiento global
(Variación anual %)



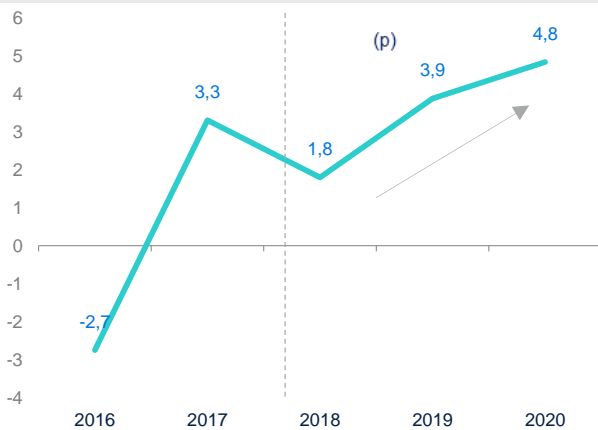
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2 Déficit externo y Presupuesto de la Nación
(% del PIB y billones de pesos)



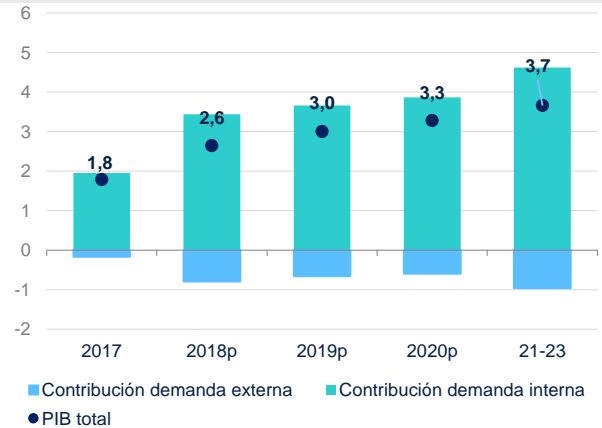
Fuente: BBVA Research con datos Minhacienda y Banco de la República
*Inversión Extranjera Directa (IED)

Gráfico 3 Inversión fija
(Variación anual, %)



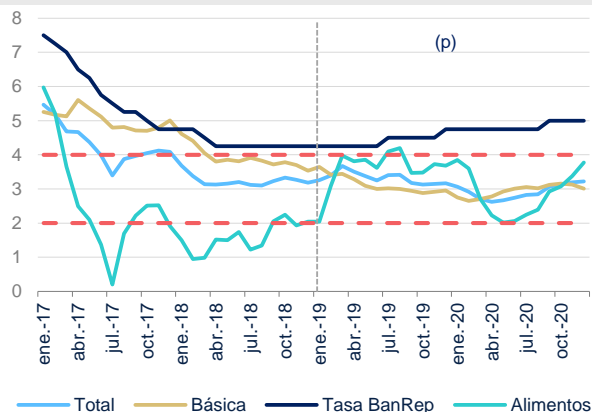
Fuente: BBVA Research con datos del DANE

Gráfico 4 PIB total y contribución por demanda*
(Variación anual, %)



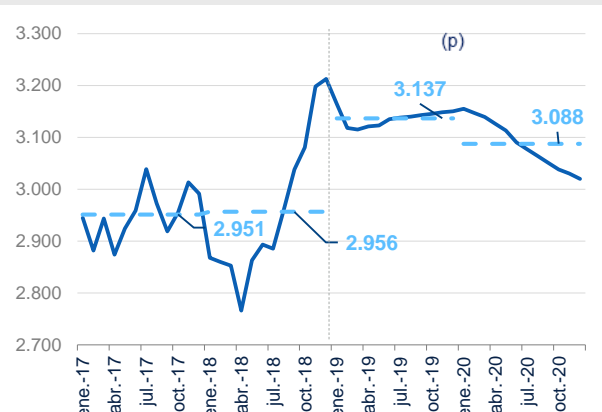
Fuente: BBVA Research con datos del DANE. *Incluye la discrepancia estadística

Gráfico 5 Inflación y tasa de intervención
(Variación anual %)



Fuente: BBVA Research y datos observados del DANE

Gráfico 6 Tasa de cambio
(Pesos por dólar)



Fuente: BBVA Research y datos observados del Banco de la República

Tabla Previsiones Macroeconómicas

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a)	3,0	2,0	1,8	2,6	3,0	3,3
Consumo Privado (% a/a)	3,1	1,4	1,8	3,0	3,3	3,5
Consumo Público (% a/a)	4,9	1,8	4,0	5,0	3,4	2,2
Inversión (% a/a)	2,8	-2,7	3,3	1,8	3,9	4,8
Inflación (% a/a, fdp)	6,8	5,7	4,1	3,2	3,2	3,2
Inflación (% a/a, promedio)	5,0	7,5	4,3	3,3	3,3	2,9
Tasa de cambio (fdp)	3.149	3.001	2.984	3.212	3.150	3.020
Devaluación (% fdp)	31,6	-4,7	-0,3	7,3	-1,9	-4,1
Tasa de cambio (promedio)	2.742	3.055	2.951	2.956	3.137	3.088
Devaluación (% fdp)	37,0	11,4	-3,4	0,2	6,1	-1,6
Tasa BanRep (% fdp)	5,75	7,50	4,75	4,25	4,75	5,00
Tasa DTF (% fdp)	5,2	6,9	5,3	4,5	4,7	5,2
Balance Fiscal GNC (% PIB)	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,4	-2,2
Cuenta Corriente (% PIB)	-6,5	-4,4	-3,3	-3,5	-4,1	-3,8
Tasa de desempleo urbano (% fdp)	9,8	9,8	9,8	9,9	9,7	9,5

Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

Tabla Previsiones Macroeconómicas Trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa BanRep (%, fdp)
T1 16	2,9	8,0	3.022	6,50
T2 16	2,6	8,6	2.916	7,50
T3 16	1,0	7,3	2.880	7,75
T4 16	1,5	5,7	3.001	7,50
T1 17	1,9	4,7	2.880	7,00
T2 17	1,7	4,0	3.038	6,25
T3 17	1,7	4,0	2.937	5,25
T4 17	1,8	4,1	2.984	4,75
T1 18	2,2	3,1	2.780	4,50
T2 18	2,8	3,2	2.931	4,25
T3 18	2,7	3,2	2.972	4,25
T4 18	2,9	3,2	3.250	4,25
T1 19	2,7	3,7	3.115	4,25
T2 19	2,7	3,3	3.135	4,25
T3 19	2,6	3,2	3.143	4,50
T4 19	3,9	3,2	3.150	4,75
T1 20	4,0	2,7	3.139	4,75
T2 20	3,2	2,7	3.090	4,75
T3 20	3,1	3,1	3.051	5,00
T4 20	3,0	3,2	3.020	5,00

Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

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


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

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

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

