

2018: Recuperación moderada en un contexto económico y político desafiante

15 de enero de 2018

Director:

Santiago Castro Gómez

ASOBANCARIA:

Santiago Castro Gómez
Presidente

Jonathan Malagón
Vicepresidente Técnico

Germán Montoya
Director Económico

Para suscribirse a Semana Económica, por favor envíe un correo electrónico a semanaeconomica@asobancaria.com

• El crecimiento del PIB en 2017 confirmó la debilidad de la economía colombiana, marcada por la baja confianza de los consumidores y el escaso dinamismo de la demanda interna. El choque en nuestros términos de intercambio del período de 2014-2015 continuó heredando ajustes en materia externa y fiscal, con importantes repercusiones en el dinamismo de la industria, el comercio, la minería y la construcción. El crecimiento de la actividad económica, que bordeó 1,5% en los tres primeros trimestres de 2017, muy por debajo registro del mismo período de 2016 (2,1%), permite hoy esperar un crecimiento del PIB en 2017 cercano al 1,8%.

• La dinámica de crecimiento reciente, acompañada de la evolución positiva de algunos de los indicadores adelantados, permite observar hoy un cambio de tendencia que da visos más sólidos de haber alcanzado un punto de inflexión en el comportamiento de la demanda agregada, antesala de un mayor dinamismo económico local. Para 2018 nuestros estimativos apuntan a un crecimiento de la economía cercano al 2,6%, un escenario que marca una recuperación moderada frente al modesto crecimiento del período 2016-2017. Estas mejores perspectivas reposan hoy en (i) la recuperación de los canales de inversión, (ii) la materialización de los mecanismos de transmisión de una política monetaria expansiva, (iii) el mayor impulso de la confianza y el consumo, (iv) la estabilidad de la inflación y (v) un escenario benigno en la dinámica de crecimiento de nuestros socios comerciales. Este crecimiento, en todo caso, continuará siendo inferior al crecimiento potencial, hoy cercano a 3,8%.

• Frente a la concreción de la recuperación, es importante reconocer que el 2018 no estará exento de riesgos y desafíos, que en caso de materializarse podrían terminar acotando los canales de recuperación. El desbalance fiscal y el elevado endeudamiento externo generan incertidumbre sobre el estado futuro de las finanzas públicas, elementos que han sido señalados por parte de las calificadoras de riesgo como de suma importancia para la preservación del grado de inversión y la estabilidad macroeconómica del país. A nivel local, la persistencia en la debilidad de la confianza de los hogares y una mayor dilación en la ejecución de inversiones públicas podrían ir en detrimento de la demanda interna.

• El escenario económico/político de 2018 es complejo, desafiante y crucial para definir agendas proclives a la construcción de un país más próspero, incluyente, competitivo y con menos brechas económicas y sociales. Plantear acciones de política que propendan hacia la estabilidad macroeconómica de largo plazo y contribuyan a la solución de los problemas estructurales en materia de productividad, competitividad y formalidad, es un imperativo para el próximo Gobierno. Estos factores se han convertido en obstáculos para el crecimiento económico y el cierre de las brechas sociales y de allí el carácter obligatorio de que la agenda de debates que se avecina en torno a las campañas presidenciales incorpore estos enormes desafíos con altura y responsabilidad. Encarar de forma acertada estos retos resulta crucial si queremos, como país, retomar sendas de crecimiento sostenibles y encaminarnos hacia estructuras productivas que permitan dinamizar nuestro tránsito hacia los estándares de la OCDE.

Visite nuestros portales:

www.asobancaria.com
www.yodecidomibanco.com
www.sabermassermas.com

2018: Recuperación moderada en un contexto económico y político desafiante

Luego de tres años consecutivos de desaceleración, el grueso del mercado preveía un año atrás que el 2016, año en el que la economía registró un lánguido crecimiento de 2,0%, se había constituido como el de mayor dificultad en materia económica de la última década. El proceso de ajuste, que se creía ya profundo, permitía esperar en aquel entonces que aun pese a los importantes desafíos en materia económica y social, el 2017 empezaría a consolidar de forma progresiva la recuperación de la actividad productiva. No obstante, el proceso de desaceleración de la actividad económica, explicado por la debilidad de la demanda interna y el pobre desempeño de los indicadores líderes en materia de actividad, se tornó más profundo de lo previsto. El dinamismo del consumo y la inversión, menos positivo que lo anticipado, empezó a demostrar que la larga y profunda fase de ajuste de la actividad productiva, que hasta ahora tocaba fondo, terminaría materializando el crecimiento económico más bajo de los últimos dos lustros.

En efecto, el choque en nuestros términos de intercambio del período de 2014-2015 continuó heredando ajustes en materia externa y fiscal, con importantes repercusiones en el dinamismo de la industria, el comercio, la minería y la construcción. El crecimiento de la actividad económica, que bordeó 1,5% en los tres primeros trimestres de 2017, muy por debajo registro del mismo período de 2016 (2,1%), permite hoy esperar un crecimiento del PIB en 2017 cercano al 1,8%.

No obstante, la dinámica de crecimiento del tercer trimestre de 2017, acompañada de la evolución positiva de algunos de los indicadores adelantados, permite observar hoy un cambio de tendencia que da visos más sólidos de haberse alcanzado un punto de inflexión en el comportamiento de la demanda agregada, antesala de un mayor dinamismo económico local.

En el frente interno, la recuperación gradual de la confianza de los consumidores y la reactivación de los canales de inversión, impulsada por la materialización de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, brindarán un mayor dinamismo a

Editor

Germán Montoya
Director Económico

Participaron en esta edición:

Oliver Pardo
Carlos Alberto Velásquez
María Paula Contreras



Coyuntura internacional, desafíos
y oportunidades locales.

1_2
DE FEBRERO

**HOTEL HILTON,
CARTAGENA DE INDIAS**

MÁS INFORMACIÓN

AQUÍ

Edición 1120

demanda interna. En el frente externo, las mejores perspectivas de crecimiento de nuestros principales socios comerciales y la relativa estabilidad en las cotizaciones del petróleo apuntan a unas mejores condiciones de la demanda externa.

No obstante, es importante reconocer que el 2018 no estará exento de riesgos y desafíos, que en caso de materializarse podrían terminar acotando los canales de recuperación. Uno de los desafíos más apremiantes y que más genera incertidumbre tanto a nivel local como externo está relacionado con la dinámica futura de las finanzas públicas del país, en particular con el cumplimiento de las metas fiscales a partir de 2019, una situación que inquieta a inversionistas y calificadoras de riesgo. Otros retos, de igual calado, pasan por encarar problemas estructurales en materia de productividad, competitividad y formalidad. El escenario económico/político de 2018 es complejo, desafiante y crucial para definir agendas proclives a la construcción de un país más próspero, incluyente, competitivo y con menos brechas económicas y sociales.

Esta primera Semana Económica del año analiza el desempeño económico de 2017 y expone el escenario más probable de crecimiento para 2018. Resalta los riesgos que enfrenta la economía y reflexiona sobre la necesidad de un debate político centrado, oportuno y que aborde adecuadamente las reformas económicas que el país requiere.

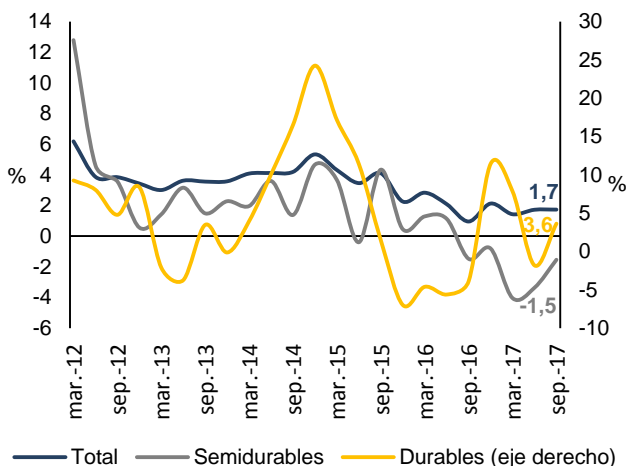
Un proceso de ajuste que tocó fondo...

A finales de 2016, el grueso del mercado preveía que en 2017 se materializaría la anhelada recuperación económica. Sin embargo, los resultados de crecimiento de los tres primeros trimestres del año vinieron a confirmar la continuidad del periodo de ajuste tras el choque de los términos de intercambio del período 2014-2015. En efecto, según nuestros estimativos, el PIB real difícilmente crecerá por encima del 1,8% en el consolidado de 2017, un resultado 0,2 puntos porcentuales inferior a lo registrado en 2016.

El bajo desempeño de la actividad productiva durante el año que acaba de culminar estuvo relacionado principalmente con la persistente debilidad en el consumo de los hogares, el bajo crecimiento de la inversión y el poco dinamismo que han exhibido sectores como la industria, el comercio y la construcción.

En efecto, al analizar los resultados del PIB por componente de gasto, se confirma la debilidad de la demanda interna. En particular, el consumo de los hogares registró un modesto crecimiento en lo corrido de 2017, atribuible en buena parte a la debilidad en el componente de bienes durables y a la fuerte contracción que ha presentado el segmento de los semidurables (Gráfico 1). Este resultado se debió principalmente a (i) los bajos niveles de confianza del consumidor, que aunque han mostrado una tendencia ascendente, se mantienen en terreno negativo validando la percepción de incertidumbre que persiste sobre la dinámica económica y (ii) el aumento en la tarifa del IVA, el cual pudo haberle restado cerca de 0,7 puntos porcentuales de crecimiento al consumo¹. Estos elementos, que no lograron ser compensados por la rápida corrección de la inflación y las reducciones en la Tasa de Política Monetaria (TPM) por parte del Banco de la República, nos permiten esperar un crecimiento del consumo de los hogares cercano a 1,7% real en 2017, 0,4 puntos porcentuales por debajo del registro de 2016.

Gráfico 1. Crecimiento real anual del consumo de los hogares por modalidad



Fuente: DANE.

Si bien la inversión fija ha presentado mejoras notables frente a la fuerte contracción registrada un año atrás, su proceso de recuperación ha sido más lento de lo esperado. En efecto, en 2017 la formación bruta de capital fijo, aún resentida por la fuerte caída en el componente de edificaciones, habría presentado una modesta tasa de crecimiento de 0,9%, jalonada principalmente por el segmento de obras civiles.

¹ Ver Semana Económica 1073. Crecimiento económico en Colombia: ¿qué nos dejó 2016 y qué podemos esperar para 2017?

Edición 1120

Por su parte, el gasto del gobierno habría mostrado un comportamiento más favorable. Este componente pasó de crecer 1,8% en 2016 a cerca de 3,6% en 2017, impulsado por la ejecución de la adición presupuestal de \$8,5 billones y por la aceleración en el gasto de las autoridades locales y regionales. Sin embargo, la ejecución de las inversiones públicas en infraestructura fue menor a la esperada.

Finalmente, en lo referente al sector externo, las exportaciones mostraron una aceleración en el tercer trimestre del año. El valor de las exportaciones de combustibles y productos de la industria extractiva presentó una expansión del 13,8% entre enero y octubre de 2017 gracias al incremento en los precios del petróleo. Las exportaciones no tradicionales también crecieron, aunque su dinamismo fue más moderado. Por su parte, las importaciones también se aceleraron, creciendo cerca de 3% en el segundo trimestre del año luego de seis trimestres consecutivos de contracciones. Así las cosas, el desempeño tanto de las importaciones como las exportaciones será mejor frente a lo registrado en 2016, con ritmos de expansión que bordearán 1,8% y 0,8%, respectivamente.

A nivel sectorial, esperamos que seis de los nueve sectores económicos presenten una dinámica positiva en 2017. En particular, se destaca el comportamiento de los sectores agropecuario, establecimientos financieros y el de servicios sociales. Estas actividades habrían impulsado el crecimiento de la actividad productiva, presentando tasas de crecimiento superiores al promedio de la economía².

El sector agropecuario recuperó su dinamismo a lo largo de 2017 luego de haberse visto fuertemente golpeado por la sequía generada por el fenómeno de “El Niño”. Gracias a la normalización de las condiciones climáticas y a la consecuente recuperación en la producción de café y de los cultivos permanentes y transitorios, la actividad agrícola habría registrado el mayor crecimiento a nivel sectorial en 2017 (6,0%), un desempeño bastante favorable en comparación con la débil expansión que mostró en 2016 (0,5%)³.

² En conjunto, estas actividades representan un poco más del 40% del PIB.

³ Según el DANE, los cultivos permanentes y transitorios registraron variaciones entre enero y octubre del 2017 cercanas a 10,1% y 14,9%, respectivamente.

⁴ Según el DANE, el 56,2% de los subsectores manufactureros registraron crecimientos negativos entre el primer y tercer trimestre de 2017. En los de peor desempeño sobresale el subsector de fabricación de productos metalúrgicos básicos (-10,2%) y manufactura de prendas de vestir (-9,9%).

Por su parte, el sector de establecimientos financieros se mantuvo como uno de los más dinámicos, constituyéndose por séptimo año consecutivo como el sector que más contribuyó a la generación de valor agregado. Sin embargo, y como es natural, esta rama de actividad no ha sido ajena a la desaceleración económica y de allí que en 2017 se observara una importante moderación en materia crediticia. En efecto, la cartera habría crecido tan solo 1,9%, muy por debajo del 6.1% de 2016. Esperamos que el sector financiero presente un crecimiento de 3,9% en 2017, 1,1 puntos porcentuales por debajo de lo registrado en 2016.

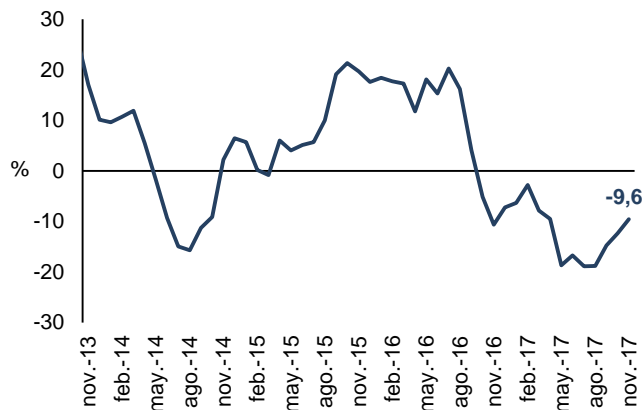
Los sectores de servicios sociales y transporte presentarían en 2017 una recuperación frente a lo exhibido el año anterior. La aceleración de la actividad de servicios sociales se explica en gran medida por el mayor impulso generado por la ejecución presupuestal del sector público, especialmente en el segundo semestre del año, lo que le permitirá crecer a ritmos de 3,4%, manteniendo con ello una de las mayores contribuciones al crecimiento de la demanda agregada (0,6 puntos porcentuales). Entretanto, el mejor desempeño de los servicios de transporte se explica por la disolución de los efectos adversos generados por el paro camionero de 2016. Por su parte, el sector comercio, influenciado principalmente por la debilidad en el consumo de los hogares, presentará una ligera desaceleración (0,9%).

Observamos, no obstante, con preocupación el pobre desempeño que han exhibido la industria y otros sectores que hace algunos años contribuían al dinamismo de la actividad productiva, como la construcción y el minero-energético. Este último presentó la mayor variación negativa en el acumulado enero-septiembre de 2017, explicada fundamentalmente por una caída de cerca de 15% en la extracción de minerales metalíferos y una contracción más moderada en la extracción de petróleo crudo y gas. Es importante señalar, sin embargo, que a lo largo de 2017 se observaron algunas señales de recuperación. El sector pasó de contraerse 9,1% en el primer trimestre a 2,1% en el tercero, lo que sugiere una moderada recuperación frente a la dinámica observada en el 2016.

Sumado a esto, inquieta la fuerte desaceleración del sector industrial, el cual mostró un decrecimiento de 1,2% entre enero y septiembre de 2017, un resultado atribuible a buena parte a (i) la debilidad del mercado interno, (ii) la disipación del efecto estadístico de la entrada en operaciones de Reficar en 2016 y (iii) los lastres en competitividad y productividad que enfrenta el sector⁴. Esperamos una contracción del sector industrial cercana a 1,0% en el consolidado de 2017.

El sector de la construcción, que habría presentado en 2017 una contracción cercana a 0,1%, registró una dinámica heterogénea a lo largo del año. Por un lado, el subsector de edificaciones habría experimentado la mayor contracción desde que se tiene registro a causa de una sobreoferta tanto de unidades residenciales como no residenciales⁵. El indicador de ventas de vivienda, que desde octubre de 2016 viene cayendo a ritmos promedio de 11% (Gráfico 2), sugiere que este comportamiento se habría mantenido durante el cierre de 2017. Dicha dinámica habría estado parcialmente compensada por la aceleración en el subsector de obras civiles⁶.

Gráfico 2. Crecimiento real anual del valor de la venta de viviendas nuevas



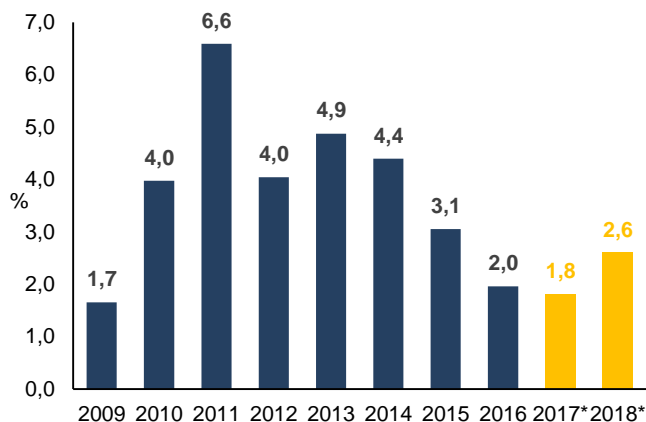
Fuente: La Galería Inmobiliaria

2018: moderada recuperación en un contexto retador

El crecimiento de la economía colombiana, con base en nuestro modelo de equilibrio, bordearía el 2,6% en 2018. Este nivel, aunque inferior al crecimiento potencial (hoy

cercano a 3,8%), marca sin duda la consolidación del inicio del proceso de recuperación económica (Gráfico 3). Los factores que permiten vislumbrar una mayor tracción de la actividad productiva frente a la observada en 2017 están, en un escenario base, asociados a (i) un mayor dinamismo de la demanda interna, derivado de la recuperación del consumo de los hogares, (ii) la reactivación de los canales de inversión y (iii) el mejor desempeño del sector externo.

Gráfico 3. Crecimiento real anual del PIB



*Proyecciones Asobancaria

Fuente: DANE.

El consumo privado se vería favorecido por (i) la dilución de los efectos del incremento del IVA del 16% al 19%, (ii) la materialización de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y (iii) la convergencia de la inflación al rango meta del Banco de la República (BR), la cual finalizaría el año en un nivel cercano al 3,6%. La convergencia de la inflación y el mayor anclaje de las expectativas, que derivaría en una mayor capacidad adquisitiva de los hogares y en un incremento sostenido de la confianza, redundaría en un mayor dinamismo del consumo privado, cuyo crecimiento en 2018 estaría bordeando el 2,5% (Gráfico 4).

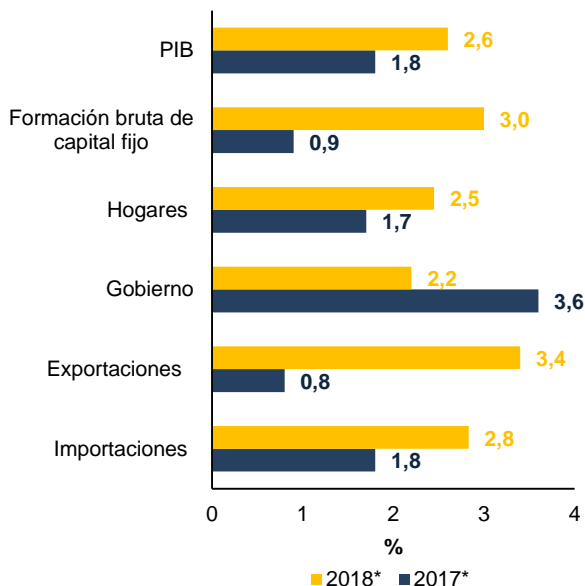
La formación bruta de capital fijo también exhibiría un mejor desempeño en el 2018, lo que contrasta significativamente con el 2017. Al respecto, los recortes en la Tasa de Política Monetaria (TPM) durante 2017, que continuarían este año hasta alcanzar 4,25%, sumados a la reducción de la tasa de impuesto a la renta corporativa del

⁵ Según el DANE, entre enero y septiembre, el subsector contabilizó un crecimiento de -10,3%, el más bajo desde que se tiene registro.

⁶ Según el DANE, el subsector de obras civiles alcanzó durante enero-septiembre de 2017 un crecimiento de 6,6%, con un crecimiento anualizado cercano a 8,8%

Edición 1120

Gráfico 4. Crecimiento real anual del PIB por demanda



*Proyecciones Asobancaria
Fuente: DANE.

40% al 37%, debería dinamizar la inversión al reducir los costos de financiamiento⁷. De esta manera, se espera dar continuidad a la recuperación de la inversión en maquinaria, equipos de transporte y obras civiles. Igualmente, prevemos un repunte (moderado) en la inversión en construcción de edificaciones a lo largo del año. Esperamos, en este escenario, un crecimiento de la formación bruta de capital fijo cercano al 3,0% en 2018.

El mejor comportamiento de estos dos componentes del PIB por el lado de la demanda contrastaría con la ralentización del gasto del gobierno en 2018. Este componente, que habría compensado el pobre desempeño de los restantes elementos de la demanda agregada en el 2017, se vería afectado en 2018 tanto por la entrada en vigencia de la ley de garantías electorales, como por los recortes en gastos de inversión consistentes con el cumplimiento de la meta de déficit fiscal, fijada en 3,1% del PIB. Lo anterior llevaría a que el gasto del gobierno registre en 2018 un crecimiento cercano al 2,2%.

⁷ Además, esperamos que los descensos en la tasa de los créditos de la cartera comercial, que alcanzan los 327 pb desde que el BR empezó su política de recortes de la TPM, continúen contribuyendo al dinamismo de la inversión en el corto plazo.

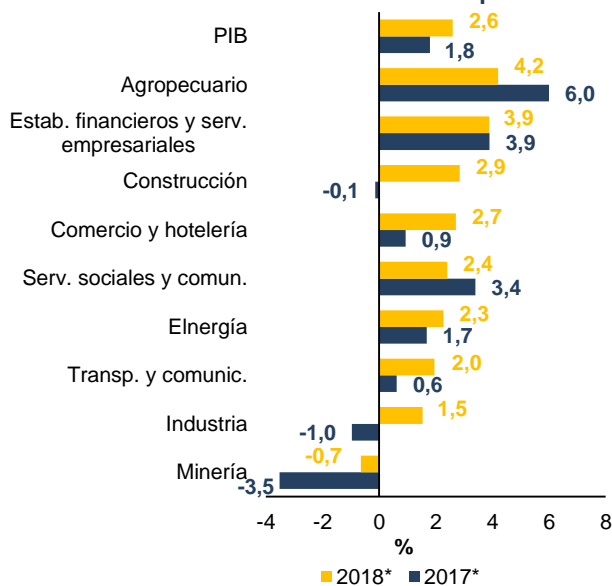
⁸ Las proyecciones de crecimiento del FMI para el 2018 para las economías de EE.UU., Europa y China se ubican en 2,3%, 2,2% y 6,5%, respectivamente. Mientras tanto, la Alianza del Pacífico presentaría una notoria recuperación, pasando de 2,1% en el 2017 a 2,6% en el 2018.

⁹ Los futuros de Brent, así como las proyecciones de la Agencia de Energía de Estados Unidos (EIA), señalan una leve recuperación de los precios (promedio) del petróleo en 2018, en torno a los USD 60.

En lo relativo al sector externo, para el 2018 se espera que el precio del petróleo se mantenga en niveles similares a los del 2017 y que el crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales se consolide⁸. En este contexto, esperamos que las exportaciones alcancen un crecimiento cercano al 3,4% anual⁹. La mejoría en la demanda interna, sumada a una relativa estabilidad de la tasa de cambio, también repercutirá de manera positiva sobre las importaciones, las cuales se espera crezcan a un ritmo de 2,8%.

A nivel sectorial, la solidez de los establecimientos financieros, inmobiliarios y empresariales, así como el mayor dinamismo del sector agropecuario, continuarán contribuyendo al crecimiento de la actividad productiva (Gráfico 5).

Gráfico 5. Crecimiento real anual del PIB por oferta



*Proyecciones Asobancaria
Fuente: DANE.

En efecto, el sector de establecimientos financieros, cuyo crecimiento en 2018 bordearía el 3,9% real, continuará siendo el sector de mayor contribución a la generación de valor agregado (0,9 puntos porcentuales del crecimiento

del PIB). Este sector se vería favorecido por el impulso de la demanda interna, por los efectos de la completa materialización de los mecanismos de transmisión de la política monetaria sobre el crecimiento de la cartera y por la reversión de los deterioros de la cartera vencida. Esperamos, en nuestro escenario central, un crecimiento de la cartera crediticia cercano al 6,3% real y un descenso progresivo de los niveles de morosidad (3,8%).

Esperamos que el dinamismo del sector agropecuario se mantenga a lo largo del año gracias al impulso de la demanda externa y a la baja probabilidad de deterioro de las condiciones climáticas.

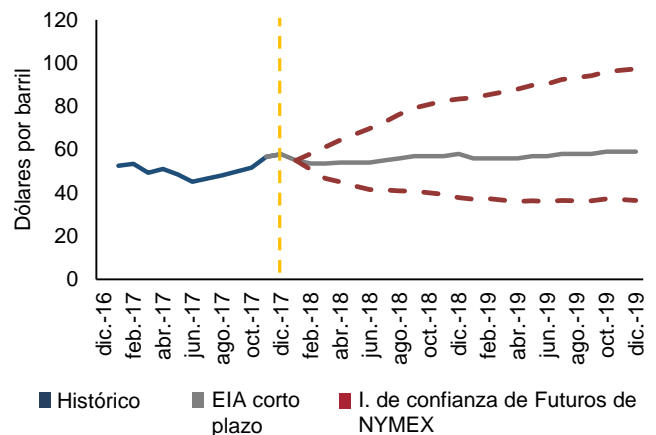
El comercio, por su parte, presentará una notoria recuperación en un contexto en el que (i) las tasas de interés comenzarán ubicarse por debajo de sus niveles neutrales, (ii) las tasas de interés de los créditos de consumo, que contabilizan 114 puntos básicos desde que comenzó el ciclo de recortes de la TPM, continuarán materializando ajustes bajistas importantes y (iii) la confianza del consumo privado continuará recuperándose. El anclaje de las expectativas inflacionarias, el fortalecimiento de la demanda interna y la estabilidad de la tasa de cambio, deberían favorecer igualmente a esta rama de actividad, cuyo crecimiento bordearía 2,7% en 2018.

Después del débil desempeño en 2017, el sector construcción presentará un crecimiento cercano a 2,9% en 2018. En particular, se estima que el subsector de obras civiles mantenga un buen comportamiento, creciendo alrededor del 5,6% gracias a la ejecución de las obras de 4G¹⁰. Frente al subsector de edificaciones, 2018 se presenta como un año en el que debería observarse una leve recuperación, fundamentada en (i) un ajuste del mercado inmobiliario, (ii) la reducción de las tasas de interés hipotecario y (iii) el efecto aún positivo de los programas del Gobierno. No obstante, esta perspectiva presenta un leve sesgo bajista asociado a un eventual crecimiento del subsector de las edificaciones menor al esperado.

Si bien el sector fabril presentará una recuperación importante (1,5%) en medio del mejor clima inversionista y el mayor impulso de la demanda interna, la recuperación del sector de minas será tibia y

permanecerá en terreno negativo a lo largo del año (-0,4%). En efecto, la estabilización de los precios del petróleo, acompañada por una menor volatilidad en su cotización, beneficiaría al sector y a la inversión (Gráfico 6). Sin embargo, la reducción en la producción de petróleo estimada para este año, la cual alcanzaría los 840.000 barriles diarios, le restarían dinamismo a la recuperación del sector. Asimismo, las perspectivas sobre el precio del carbón restarían al crecimiento de esta rama de actividad¹¹.

Gráfico 6. Evolución del precio del petróleo WTI y proyección



Fuente: EIA. Elaboración Asobancaria.

A pesar de nuestras expectativas de recuperación económica para el 2018, no esperamos cambios significativos en la tasa de desempleo. Para 2018, esperamos que la tasa de desempleo nacional se sitúe en un 9,5%, 0,2 puntos porcentuales por encima de nuestro pronóstico para 2017 y 0,3 puntos porcentuales por encima de su nivel en el 2016 (Gráfico 7).

Riesgos y desafíos para el 2018

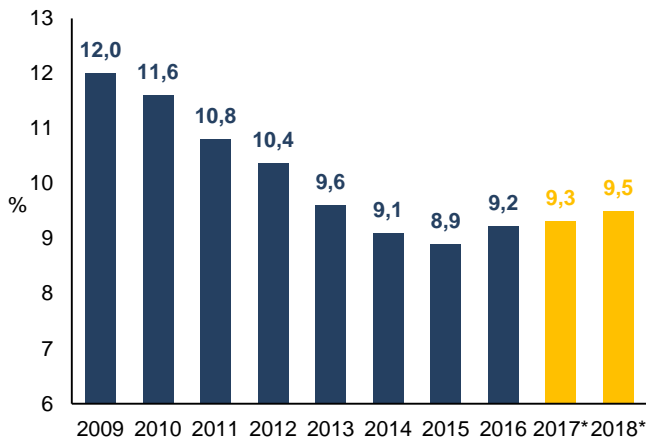
Si bien estamos proyectando un mejor desempeño de la economía colombiana en 2018, no se puede desconocer que esta enfrenta riesgos que, en caso de materializarse, afectarían ostensiblemente el proceso de recuperación económica. Algunos de ellos continúan asociados a (i) la

¹⁰ Esperamos que la ejecución de las obras 4G aporte cerca de 0,17pp al crecimiento de la economía en 2018.

¹¹ El mercado de futuros, así como las previsiones de Banco Mundial, estiman que el precio del carbón llegaría a USD 70-72 por tonelada (precios constantes) en 2018, lo que representaría una caída de alrededor de 20% frente a 2017 (*Commodity Markets Outlook*, 2017).

Edición 1120

Gráfico 7. Tasa de desempleo promedio anual



*Proyecciones Asobancaria

Fuente: DANE.

falta de ajustes en el frente fiscal, (ii) la persistencia de la baja confianza del consumidor, (iii) la dilación en la ejecución de inversiones públicas de alto impacto, (iv) el riesgo político manifestado en la incertidumbre alrededor de las elecciones y de la agenda económica del gobierno entrante, (v) un incremento más acelerado de las tasas de interés en Estados Unidos por parte de la FED y (vi) una eventual caída de los precios internacionales del petróleo. La probabilidad materialización de estos riesgos, los cuales terminarían acotando los canales de recuperación, nos habla de tasas de crecimiento en 2018 más cercanas al 1,8%-2,0% que al 2,6% de nuestro escenario central.

En los últimos meses la atención de los analistas, tanto nacionales como internacionales, ha girado alrededor de la política fiscal. Al respecto, la fijación de nuevas metas de déficit menos restrictivas para 2017 y 2018 por parte del Comité Consultivo de la Regla Fiscal generó gran incertidumbre en lo referente al estado futuro de las finanzas públicas, en especial a partir de 2019, debido al significativo ajuste de 0,9 puntos porcentuales que deberá darse en el gasto del gobierno. Esta preocupación no pasó inadvertida por las calificadoras de riesgo, concretamente por Standard & Poor's (S&P), quien luego de haber revisado el *Outlook* de estable a negativo en febrero de 2016, recientemente optó por reducir la calificación de la deuda soberana de BBB a BBB-. Además de considerar las metas de déficit fiscal, la calificadora señaló con preocupación el elevado nivel de

endeudamiento externo, que habría bordeado el 40% del PIB en 2017 y que genera vulnerabilidades ante choques externos.

En el corto plazo, no descartamos que otras calificadoras como Fitch o Moody's revisen de igual manera la calificación o el *Outlook* del país. Cabe anotar que, si bien estas eventuales revisiones no significarían la pérdida del grado de inversión, sí se configurarían como un llamado de atención sobre las políticas fiscales que deberá implementar el gobierno entrante para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y con ello la estabilidad macroeconómica.

De otro lado, un factor adicional que podría generar sesgos a la baja en el crecimiento es que la confianza de los consumidores se mantenga débil. Si bien Índice de Confianza del Consumidor (ICC) pareciera haber mostrado un cambio de tendencia respecto a enero de 2017, continúa en terreno negativo y muy por debajo de su promedio histórico (12,5). En caso de no darse la recuperación esperada, el consumo de los hogares y la demanda agregada continuarían exhibiendo un débil desempeño.

Por su parte, uno de los aspectos que dinamizarían la economía en el presente año es la ejecución de inversiones públicas de alto impacto. Dentro de estas sobresalen los subsidios a la financiación de vivienda y las obras de infraestructura vial, los cuales generarán un impulso importante al sector de la construcción. No obstante, la asignación de subsidios de vivienda por debajo de lo esperado¹², sumado a los problemas asociados a hechos de corrupción, a la imposibilidad de llegar a cierres financieros y a la insatisfacción de las comunidades, la cual ha derivado en el impulso a consultas previas y en la oposición a la expedición de licencias ambientales que han retrasado la construcción de las obras de 4G, podría atenuar dichos efectos (Cuadro 1).

También es oportuno mencionar que en un contexto de polarización creciente, es posible que el debate político alrededor de las elecciones presidenciales del 2018 excluya los temas verdaderamente relevantes para la agenda económica del país. De no plantearse las discusiones en torno a las inaplazables reformas que requiere el país en materia pensional, tributaria y de gasto público, no solo será más difícil acometer las metas

¹² Según TransUnión, con cifras al 30 de diciembre de 2017, solo se ejecutaron 79.504 de los 99.779 subsidios asignados.

Edición 1120

Cuadro 1. Balance de riesgos 2018

Aspectos positivos	Aspectos negativos
Convergencia de la inflación al rango meta	Desajustes en el frente fiscal
Profundización del ciclo bajista de la tasa de interés del Banco de la República	Persistente baja en la confianza del consumidor
Mayor ejecución de proyectos de infraestructura vial 4G	Riesgo político e incertidumbre electoral
Incremento de las exportaciones y reducción del déficit en cuenta corriente	Retrasos en la ejecución de inversiones públicas de alto impacto
Reactivación de los canales de inversión	Rápida subida de tasas de interés en Estados Unidos
Programas de subsidio a la vivienda	Volatilidad en los precios del petróleo

Fuente: Asobancaria.

fiscales ya descritas, sino que también obstaculizarán las acciones de política pública necesarias para hacer frente a los lastres en competitividad y productividad que tanto aquejan al sector privado.

La Comisión del Gasto Público y la Inversión Pública entregó recientemente algunas recomendaciones en materia de racionalización del gasto, un proceso que requerirá de esfuerzos tanto ejecutivos como legislativos. Estas incluyen abordar las limitaciones institucionales y administrativas del proceso presupuestal, hacer más eficiente la contratación pública, el gasto en salud y la focalización de los subsidios, reglamentar las indemnizaciones por parte del estado, recomponer el gasto en defensa de acuerdo a las realidades del posconflicto y un gasto más eficiente en educación.

Dentro de las recomendaciones de la comisión también se encuentra la postergada reforma pensional, la cual si bien creemos que será del resorte del próximo Gobierno, los elementos que la definen deberán discutirse desde ya. El gasto pensional representa una onerosa carga al fisco que ha venido incrementándose en los últimos años, pasando de 0,6% del PIB en 1990 a cerca del 4% en 2017.

Dado este panorama, el grueso de las discusiones en este frente tendrán que girar en torno a: (i) los eventuales ajustes en la edad de jubilación y el ingreso base de cotización, (ii) el gravamen a las pensiones más altas, (iii) las reformas a la arquitectura del sistema para que el Régimen de prima media (RPM) y el Régimen de ahorro individual sean complementarios, en vez de sustitutos, (iv) la racionalización de los sistemas de pensiones maestros y militares y (v) la reducción del tope para las pensiones del RPM. De no implementarse la reforma pensional, se pone en riesgo la sostenibilidad fiscal. El país no puede seguir postergando estas discusiones.

En el frente externo, el país estará expectante frente a las decisiones de los bancos centrales de los países desarrollados, en especial de la FED, además del cumplimiento del acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Respecto al primer elemento, una postura más agresiva de la autoridad monetaria en Estados Unidos en respuesta a un incremento en la inflación y los eventuales efectos de la reforma tributaria del gobierno Trump, generarían una reducción en el diferencial de tasas de interés que llevaría a una reducción en los flujos de capitales hacia activos emergentes, limitando con ello los flujos que ingresan a la economía colombiana.

Por su parte, un eventual incumplimiento del acuerdo de la OPEP para mantener los recortes en la producción de petróleo crudo podría producir una nueva caída en la cotización del precio de esta materia prima y por esta vía deteriorar el ajuste del déficit en la cuenta corriente, hoy proyectado en -3.6% del PIB, y generar presiones cambiarias alcistas e inflacionarias que le quitarían margen de maniobra al BR para llevar las tasas de interés por debajo de sus niveles neutrales.

Conclusiones y consideraciones finales

El crecimiento del PIB en 2017, cercano a 1,8%, se explica por el pobre desempeño de la industria, el comercio y la minería, la baja confianza de los consumidores y el escaso dinamismo de la inversión. Con esta realización, la economía colombiana completaría cuatro años de desaceleración y tres creciendo por debajo de su potencial. Sin embargo, en la segunda parte del año se evidenció un cambio de tendencia que parece señalar que la desaceleración económica habría tocado fondo, lo que ha insertado desde luego perspectivas más favorables en el grueso del mercado.

Edición 1120

Para 2018 nuestros estimativos apuntan a un crecimiento de la economía cercano al 2,6%, un escenario que marca una recuperación moderada frente al modesto crecimiento del período 2016-2017. Estas mejores perspectivas reposan hoy en (i) la recuperación de los canales de inversión, (ii) la materialización de los mecanismos de transmisión de una política monetaria expansiva, (iii) el mayor impulso de la confianza y el consumo, (iv) la estabilidad de la inflación y (v) un escenario benigno en la dinámica de crecimiento de nuestros socios comerciales. Este crecimiento, en todo caso, continuará siendo inferior al crecimiento potencial, hoy cercano a 3,8%.

No obstante, la concreción de la anhelada recuperación enfrenta riesgos y desafíos. El desbalance fiscal y el elevado endeudamiento externo generan incertidumbre sobre el estado futuro de las finanzas públicas, elementos que han sido señalados por parte de las calificadoras de riesgo como de suma importancia para la preservación del grado de inversión y la estabilidad macroeconómica del país. A nivel local, aspectos como la persistente debilidad de la confianza de los hogares y una mayor dilación en la ejecución de inversiones públicas podrían ir en detrimento de la demanda interna.

Plantear acciones de política que propendan hacia la estabilidad macroeconómica de largo plazo y contribuyan a la solución de los problemas estructurales respecto a productividad, competitividad y formalidad, es un imperativo para el próximo Gobierno. Estos factores se han convertido en obstáculos para el crecimiento económico y el cierre de las brechas sociales y de allí el carácter obligante de que la agenda de debates que se avecina en torno a las campañas presidenciales incorpore estos enormes desafíos con altura y responsabilidad. Encarar de forma acertada estos retos resulta crucial si queremos como país retomar a sendas de crecimiento sostenibles y encaminarnos hacia estructuras productivas que permitan dinamizar nuestro tránsito hacia los estándares de la OCDE.

Edición 1120

Colombia Principales Indicadores Macroeconómicos

	2015					2016					2017	2018
	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	Total Proy.	Total Proy.	
PIB Nominal (COP Billones)	799,3	209,3	214,0	216,2	223,1	862,7	224,5	227,2	229,84	913,6	970,2	
PIB Nominal (USD Billones)	253,8	66,9	71,5	73,9	74,1	286,6	76,3	74,8	78,3	306,2	317,6	
PIB Real (COP Billones)	531,3	134,6	135,2	135,3	136,6	541,6	136,2	137,1	138,0	551,3	565,7	
Crecimiento Real												
PIB Real (% Var. interanual)	3,1	2,6	2,4	1,2	1,6	2,0	1,1	1,2	2,0	1,8	2,6	
Precios*												
Inflación (IPC, % Var. interanual)	6,8	8,0	8,6	7,3	5,7	5,7	4,7	4,0	4,0	4,1	3,6	
Inflación básica (% Var. interanual)	5,9	6,6	6,8	6,7	6,0	6,0	5,6	5,1	2,2	4,0	...	
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	3149	3129	2995	2924	3010	3010	2941	3038	2937	2984	3055	
Tipo de cambio (Var. % interanual)	31,6	21,5	15,8	-6,3	-4,4	-4,4	-6,0	1,5	0,4	-0,9	2,4	
Sector Externo (% del PIB)												
Cuenta corriente	-7,4	-5,1	-3,8	-4,8	-3,4	-4,3	-4,1	-3,6	-3,3	-3,8	-3,6	
Cuenta corriente (USD Billones)	-18,7	-3,6	-2,8	-3,6	-2,6	-12,5	-3,2	-2,7	-2,6	-11,8	-11,4	
Balanza comercial	-7,3	-5,4	-3,9	-4,7	-4,2	-4,5	-5,1	-2,6	-3,2	-3,5	-3,2	
Exportaciones F.O.B.	17,9	12,9	13,9	14,0	14,9	14,4	14,0	14,8	15,3	...	...
Importaciones F.O.B.	25,1	18,4	17,8	18,7	19,1	18,9	19,1	17,4	18,5	...	...
Renta de los factores	-2,2	-1,6	-1,8	-1,9	-1,4	-1,8	-2,5	-1,9	-2,3	-2,0	-2,3	
Transferencias corrientes	2,1	1,9	1,9	1,8	2,2	2,0	1,8	2,2	2,2	1,7	1,8	
Inversión extranjera directa	4,6	6,8	5,0	2,9	4,1	4,8	3,2	3,6	6,2	...	...
Sector Público (acumulado, % del PIB)												
Bal. primario del Gobierno Central	-0,5	0,2	...	...	...	-1,1	0,6	...	...	...	0,4
Bal. del Gobierno Central	-3,0	-0,8	-1,0	-2,7	-3,9	-4,0	-1,1	-1,2	...	-3,6	-3,1	
Bal. estructural del Gobierno Central	-2,2	...	...	...	...	-2,2	...	...	...	-2,0	-1,9
Bal. primario del SPNF	-0,6	1,0	2,1	1,8	0,9	0,9	-0,1	1,2	...	0,0	0,5	
Bal. del SPNF	-3,4	0,3	0,6	-0,6	-2,6	-2,4	-0,7	-0,3	...	-3,2	-2,7	
Indicadores de Deuda (% del PIB)												
Deuda externa bruta	37,9	40,4	41,2	41,1	42,5	42,5	38,8	38,8	39,9	...	...
Pública	22,7	24,2	24,8	24,8	25,2	25,2	23,3	22,8	23,3	...	...
Privada	15,2	16,2	16,3	16,3	17,2	17,2	15,5	16,1	16,6	...	...
Deuda bruta del Gobierno Central	45,1	43,2	44,0	44,6	46,1	46,0	44,1	44,7	46,2	...	...

*La sección de Precios presenta datos observados hasta diciembre de 2017, no proyecciones.

Fuente: PIB y Crecimiento Real – DANE, proyecciones Asobancaria. Sector Externo – Banco de la República, proyecciones MHCP y Asobancaria. Sector Público – MHCP. Indicadores de deuda – Banco de la República, Departamento Nacional de Planeación y MHCP.

Edición 1120

Colombia Estados Financieros*

	oct-17 (a)	sep-17	oct-16 (b)	Variación real anual entre (a) y (b)
Activo	574.410	571.204	542.757	1,7%
Disponible	36.081	37.570	34.781	-0,3%
Inversiones y operaciones con derivados	102.382	98.446	93.778	4,9%
Cartera de crédito	414.581	412.865	390.612	2,0%
Consumo	114.151	113.201	103.696	5,8%
Comercial	234.746	234.491	227.604	-0,9%
Vivienda	53.967	53.475	48.433	7,1%
Microcrédito	11.717	11.698	10.878	3,5%
Provisiones	22.945	22.511	18.371	20,0%
Consumo	8.513	8.333	6.702	22,1%
Comercial	11.831	11.595	9.412	20,8%
Vivienda	1.787	1.752	1.514	13,4%
Microcrédito	801	818	739	4,2%
Pasivo	500.190	497.027	471.981	1,9%
Instrumentos financieros a costo amortizado	435.577	432.993	407.726	2,7%
Cuentas de ahorro	160.619	157.645	149.716	3,1%
CDT	147.071	147.124	140.255	0,8%
Cuentas Corrientes	47.620	47.228	45.927	-0,3%
Otros pasivos	3.440	3.451	3.324	-0,5%
Patrimonio	74.220	74.177	70.777	0,8%
Ganancia / Pérdida del ejercicio (Acumulada)	5.940	5.383	9.876	-42,2%
Ingresos financieros de cartera	37.314	33.565	34.210	4,8%
Gastos por intereses	15.426	12.739	14.796	0,2%
Margen neto de Intereses	22.650	20.291	19.983	8,9%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	4,38	4,37	3,32	1,05
Consumo	5,95	5,88	5,00	0,95
Comercial	3,77	3,81	2,60	1,17
Vivienda	2,96	2,87	2,25	0,71
Microcrédito	7,57	7,72	7,21	0,36
Cubrimiento**	126,5	124,9	141,5	15,04
Consumo	125,3	125,1	129,3	-3,97
Comercial	133,5	129,9	158,9	-25,42
Vivienda	111,8	114,1	138,8	-27,07
Microcrédito	90,3	90,5	94,2	-3,87
ROA	1,24%	1,26%	2,19%	-0,9
ROE	9,68%	9,79%	16,97%	-7,3
Solvencia	15,92%	16,04%	15,46%	0,5

* Cifras en miles de millones de pesos.

** No se incluyen otras provisiones.