

Coyuntura macroeconómica de Colombia y perspectivas

Contexto internacional

Durante 2017, el desempeño de la economía mundial parece sugerir moderados repuntes a ritmos del 3% anual (vs. 2.6% en 2016). Sin embargo, dicha mejora ni siquiera lograría replicar la mediocre recuperación del período pos-Lehman 2012-2016 (cuando se registraron crecimientos del 3.5%), con el agravante de pérdidas de crecimiento potencial, dado el estancamiento observado en la Productividad Total de los Factores. Por ejemplo, Estados Unidos estaría expandiéndose a tasas del 1.9% durante 2017, superando el 1.5% de 2016, aunque estaría moderándose nuevamente al 1.8% en 2018. Ello debido a las dificultades políticas que enfrenta la Administración Trump para lograr reformas en los frentes de estímulo fiscal-tributario, agilización de las obras de infraestructura y ajustes al sistema de salud. La Zona Euro se aceleraría hacia expansiones del 2.2% en 2017 (vs. 1.7% en 2016), una vez disipados los riesgos políticos en Francia e iniciada la solución del frente bancario de Italia y Alemania. Las economías emergentes parecen haber tocado fondo y repuntarían hacia crecimientos del 4.7% en 2017 (vs. 4.1% en 2016). No obstante, América Latina todavía muestra un tímido rebote hacia crecimientos de solo un +1.3% (a pesar de tener a su favor el efecto estadístico de un -0.8% en 2016), donde persisten pérdidas de crecimiento potencial, baja productividad, alta dependencia de *commodities* y elevados niveles de deuda pública y privada.

Sector real

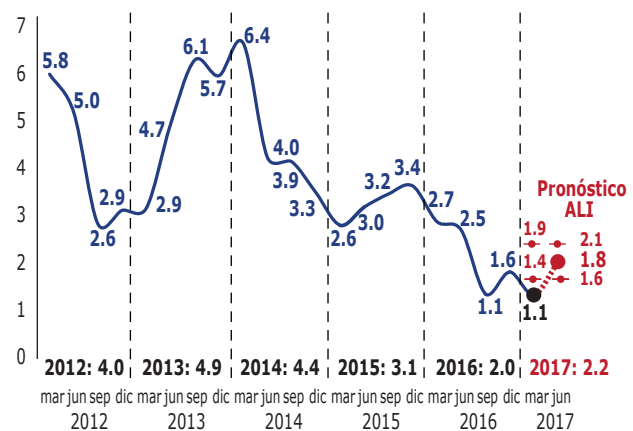
En Colombia, el PIB-real se expandió a pobres ritmos del 1.1% anual durante el primer trimestre de 2017 (vs. 2.7% un año atrás), ver gráfico 1. Esta cifra resultó algo inferior al pronóstico que venía manejando el mercado y el Banco de la República (BR), cercano al 1.3% anual. Dicha cifra ni siquiera alcanzó el piso del rango (1.4%-1.9%) que proyectaba Anif con base en su batería de indicadores líderes (ALI) y se ubicó lejos del punto medio estimado (1.6% anual).

Allí se observaron contracciones en la mayoría de sectores, a saber: i) la minería (-9.4% en el primer trimestre de 2017 vs. -4.6% un año atrás), donde las continuas voladuras al oleoducto Caño Limón-Coveñas por parte

del ELN implicaron contracciones del -12.3% en los hidrocarburos; ii) la construcción (-1.4% vs. +5.5% un año atrás), donde el rasgamiento de la burbuja hipotecaria (no apalancada) continúa haciendo mella en la actividad edificadora (-7.1% anual), sin que las obras civiles logren contrarrestarla creciendo solo un +3.5% anual; y iii) el comercio (-0.5 vs. +2.8%), afectado por el desplome reiterativo de la confianza de los hogares y el desempleo sostenido a niveles cercanos al 11% en las zonas urbanas. Evitaron un mayor descalabro la buena expansión del agro (+7.7% vs. -0.1% un año atrás, gracias al efecto estadístico de superación del fenómeno climático de El Niño) y de los establecimientos financieros (+4.4% vs. +4.9%, a pesar del aterrizaje “no tan suave” de la cartera crediticia creciendo ahora a un 2.2% real anual).

Tras este pobre desempeño, las perspectivas del segundo trimestre no lucen muy halagadoras, pues la batería de indicadores de Anif pronostica expansiones de solo el 1.8% anual, cifra inferior al 2.5% observado durante el mismo período de 2016. De ser así, se estarían completando cuatro trimestres creciendo por debajo del 2% anual, ni siquiera alcanzando el bajo potencial del 3% anual en que se encuentra Colombia para el período 2015-2020. En ello incidirían la baja confianza de los consumidores (aún en terreno negativo) y la compleja

Gráfico 1. Colombia: Crecimiento del PIB-real
(%, 2012-2017)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

situación de desorden público. La única variable que aún muestra un comportamiento aceptable es el desempleo nacional (promediando un 9.8% durante enero-junio de 2017, inalterada frente a un año atrás), aunque ello es algo sorpresivo frente al desempleo urbano del 11%.

A pesar del pobre inicio del año y de la frágil recuperación internacional, Anif ha optado por mantener inalterado su pronóstico de crecimiento para Colombia en un 2.2% para 2017, pero ahora maneja un sesgo bajista (lo cual podría llevarnos hacia umbrales de crecimiento de solo el 1.8% en 2017, si el rebote del segundo trimestre no se consolida, donde preocupan las contracciones de los indicadores líderes de industria a tasas del -1.3% anual en el acumulado enero-mayo de 2017 y de comecio al -1.5% anual). Todo ello ha llevado al propio gobierno a "sincerarse" y reducir del 2.3% al 2% sus expectativas de expansión del PIB-real durante 2017. Nótese cómo, aun con ello, el desempeño de Colombia sería aceptable al compararse con el 1.3% del promedio de América Latina.

Cuentas externas

La calidad del llamado "ajuste externo" de Colombia todavía deja mucho que desear, tanto en sus elementos "por encima de la línea" (centrado en contracciones de las importaciones, en vez de tenerse el esperado repunte y diversificación exportadora), como por "debajo de la línea" (dependiendo de una peligrosa mezcla de mayor endeudamiento público-privado e inversión de portafolio de corto plazo). Allí, si bien el déficit de la cuenta corriente estaría corrigiendo hacia el 3.6% del PIB en 2017 (vs. 4% en 2016), preocupa que ello se esté logrando en presencia de elevados déficits comerciales, rondando un 2.8% del PIB (vs. un cuasi-equilibrio histórico), ver gráfico 2.

Frente fiscal y monetario

Dichos desbalances externos, en conjunción con los persistentes déficits fiscales (rondando el 4% del PIB en cabeza del Gobierno Central durante 2016-2017) y el elevado stock de deuda pública (bordeando niveles del 45% del PIB en el Gobierno Central), han llevado a que a la perspectiva negativa de S&P se hayan sumado las alertas de Fitch (mostrando cierto arrepentimiento frente al parte de tranquilidad de inicios del año) y Moody's (con advertencias focalizadas en el sector financiero).

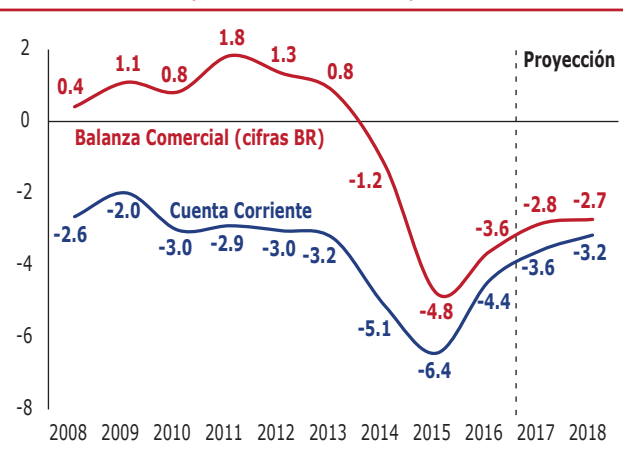
En el frente monetario, la inflación ha continuado convergiendo hacia niveles del 4% en junio de 2017 (vs. el 4.4% de mayo y el 8.6% de un año atrás). Con ello se da un relativo parte de tranquilidad en el frente infla-

cionario, pues es la primera vez desde enero de 2015 (3.8%) que esta se acerca al techo del rango-meta (2%-4%) del BR. Sin embargo, la inflación subyacente (sin alimentos) no ha estado convergiendo con la velocidad requerida, pues tan solo se redujo del 5.4% al 5.1% anual durante el último mes de junio.

Pensar en continuar reduciendo la repo del BR por debajo del 5.5% actual, tal como lo da por descontado el grueso del mercado, requerirá que esta inflación "core" rompa rápidamente la barrera del 5%. Sin embargo, ello luce difícil, dado: i) los choques de costos por cuenta del alza del IVA del 16% al 19% (Ley 1819 de 2016); y ii) la indexación de precios-salarios (agravada por las concesiones a los repetidos paros). Además, el temporal alivio del menor costo de los importados (*pass-through*) durante el primer semestre (con una apreciación promedio del 6% anual) podría revertirse durante el segundo semestre, cuando cabe esperar una devaluación promedio cercana al 5% anual (consistente con niveles de TRM del orden de los \$3.100/dólar y un Brent más cercano a los US\$50/barril que a los US\$60/barril).

Dado el anterior panorama macro-financiero, Anif considera que, con la reciente reducción de la repo hacia el 5.5%, queda cumplida la meta de "relajamiento contracíclico", completando reducciones por 225pb durante diciembre de 2016-julio de 2017. Allí la Junta del BR deberá mostrar su independencia (anteponiendo criterios técnicos), *so pena* de arriesgar su credibilidad en momentos en que se estaría perdiendo por tercer año consecutivo (2015-2017) el rango-meta del 2%-4% anual.

Gráfico 2. Cuenta Corriente y Balanza Comercial
(% del PIB, 2008-2018)



Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República y Dane.