

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de
Ekaterina Cuéllar y Andrea Ríos

ISSN 1794-2616

Diciembre 11 de 2017



No. 1393

BALANCE DE 2017: ¿QUÉ ESPERÁBAMOS Y QUÉ PASÓ?

Como ya es costumbre, Anif cierra el ciclo anual de sus informes semanales realizando un balance de lo ocurrido en este año que termina. Cotejaremos nuestros pronósticos con lo que finalmente ocurrió en las áreas de los desbalances externos, los riesgos inflacionarios, los riesgos tributarios, la desaceleración económica y el repunte del desempleo. Ha llegado la hora de “tomarnos la lección” sobre nuestras capacidades predictivas en materia de los riesgos macroeconómicos que veíamos un año atrás.

El entorno global de 2017

A lo largo de 2017, la economía mundial ha venido dando muestras de moderada recuperación. Por ejemplo, recientemente el FMI revisó al alza su pronóstico de crecimiento global al 3.6% anual (vs. 3.2% en 2016). A pesar de dicha mejoría, esta no lograría replicar las expansiones del período pre-Lehman (2002-2006), cuando se observaron crecimientos cercanos al 4% anual. Ahora los agravantes no solo provienen del “estancamiento secular” de las economías desarrolladas, sino del temor que se tiene frente a los excesos de liquidez que los principales bancos centrales han debido mantener durante la última década, *so pena* de abortar la frágil recuperación.

Estados Unidos se estaría expandiendo un 2.2% en 2017 (vs. 1.5% de 2016). A pesar de que esa cifra se ubica por debajo de su potencial del 2.5% y de las bajas presiones inflacionarias, el mercado se prepara para las alzas en la tasa repo del Fed, llevándola al 1.5% al cierre de 2017 y hacia el 2.5% al finalizar 2018. Allí probablemente se esté aprobando una reforma tributaria hacia finales de 2017 o inicios de 2018, con elementos positivos de menor tributación empresarial, pero también con gabelas para los más ricos. Sin embargo, su efecto estimulante sobre la demanda agregada tan solo lograría concretarse hacia 2019-2020, lo cual implicaría acelerar su crecimiento hacia el rango 2.5%-3% en dichos años, pero en 2018 probablemente se mantendría cerca del 2.2%, aún por debajo de su potencial.

La Zona Euro ha venido consolidando un mejor desempeño y estaría creciendo cerca del 2.3% en 2017 (vs. 1.8% en 2016). Allí el BCE ha anunciado moderaciones en sus inyecciones de liquidez de €60.000 millones/mes a €30.000 millones/mes a partir de 2018. Por su parte, las economías emergentes repuntarían hacia crecimientos del 5% en 2017 (vs. 4.2% en 2016). No obstante, América Latina no muestra un panorama tan

favorable, aunque rebotaría hacia crecimientos del +1.8% en 2017 (vs. -0.9% en 2016).

Implicaciones para Colombia

En medio de este complicado entorno global, Colombia se perfila hacia una desaceleración a ritmos del 1.8% en 2017 (vs. 2% en 2016), ubicándose en el rango inferior del pronóstico que hiciera Anif hace un año (1.8%-2.2%), cuando el gobierno pronosticaba uno del 3.5%.

Como veremos, este cúmulo de eventos globales y locales, a lo largo de 2017, produjo alteraciones significativas en el *ranking* de riesgos que habíamos establecido a inicios del año (ver cuadro 1). Dicho listado de desafíos (de mayor a menor) comprendía: 1) los desbalances externos; 2) la desaceleración económica; 3) los riesgos inflacionarios; 4) el repunte del desempleo; y 5) los riesgos tributarios. Una actualización de dicho ordenamiento de riesgos, más acorde con lo observado en 2017, nos deja con el siguiente *ranking*: 1) la desaceleración económica (agravado); 2) los riesgos tributarios (agravado); 3) los desbalances externos (aliviado); 4) el repunte del desempleo (inalterado); y 5) los riesgos inflacionarios (aliviado). Veamos esto con algún detalle.

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar y Andrea Ríos

ISSN 1794-2616

Diciembre 11 de 2017



Pág. 2

Cuadro 1. Riesgos de 2017: pronósticos vs. observados

Pronóstico (En enero de 2017)		Ranking pronosticado	Ranking observado	Observado (En diciembre de 2017)	
Riesgo	Valor			Riesgo	Valor
Desbalances externos	4%-4.6% del PIB en el déficit de CC 5%-10% de devaluación promedio	1	1	Desaceleración económica	1.8%
Desaceleración económica	1.8%-2.2%	2	2	Riesgos tributarios	13.7%-14% del PIB en presión tributaria
Riesgos inflacionarios	4.6%-5.0%	3	3	Desbalances externos	3.8% del PIB en el déficit de CC 3.4% de apreciación promedio
Repunte desempleo	9.5% promedio año en la tasa de desempleo	4	4	Repunte desempleo	9.4% promedio año en la tasa de desempleo
Riesgos tributarios	14%-14.5% del PIB en presión tributaria	5	5	Riesgos inflacionarios	4.0%

Fuente: elaboración Anif.

1) La desaceleración económica

La desaceleración económica durante 2017 terminó siendo más fuerte de lo pensado (en línea con el escenario estresado que habíamos planteado a inicios de año), lo cual nos llevó a elevar su riesgo de la segunda a la primera posición. Como hemos mencionado en anteriores ocasiones, este es un resultado “natural” del ajuste que producen los altos déficits externos. De hecho, el propio gobierno ha optado por “sincerarse” y reducir su proyección de crecimiento para 2017 del 3.5% (hace un año) al 1.8% actualmente (ver gráfico 1).

Ahora bien, materializar dicha proyección del 1.8% en 2017 dependerá de: i) la estabilización de los precios del petróleo en al menos US\$60/barril; ii) el impulso que generen las obras 4G para contrarrestar las contracciones de las edificaciones; y iii) el efecto del

paro de pilotos de Avianca sobre el sector de transporte y sus encadenamientos con el sector de comercio-turismo.

2) Los riesgos tributarios y el deterioro fiscal

Los riesgos tributarios ocupaban la quinta posición en nuestro *ranking* de riesgos de 2017, donde avizorábamos una relación recaudo tributario/PIB en niveles del 14.5% frente al 13.6% registrado en 2016. Ello lucía factible en ese momento al considerar: i) el esperado repunte en el precio del petróleo-Brent hacia niveles de US\$56/barril; y ii) los cerca de \$6 billones (alrededor de un 0.6% del PIB) que se proyectaba estaría arbitrando la Reforma Tributaria de la Ley 1819 de 2016 en su primer año de implementación.

Sin embargo, todo indica que nuestra proyección no se estará cumpliendo y el recaudo tributario

podría ubicarse incluso por debajo del 14% del PIB que habíamos pronosticado en el escenario estresado. Por esa razón, los riesgos tributarios ascendieron hasta la segunda posición en nuestro *ranking* (ver *Comentario Económico del Día* 5 de diciembre de 2017).

Esto se explica, en buena parte, por la desaceleración económica, con crecimientos de solo un 1.5% anual en lo corrido del año a septiembre de 2017 (vs. 2.1% un año atrás). Un segundo factor que ha jugado en contra del mayor recaudo ha tenido que ver con: i) la reducción de la tasa de Imporrenta de las firmas hacia el 40% por cuenta de la Ley ya mencionada (vs. el 42% que se habría observado bajo la regulación anterior); y ii) el marchitamiento del Imporriqueza. Esto último ha implicado una reducción de esa carga combinada (Imporrenta + Imporriqueza) desde niveles del 52% para los grandes contribuyentes hacia el 43%.

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de
Ekaterina Cuéllar y Andrea Ríos

ISSN 1794-2616



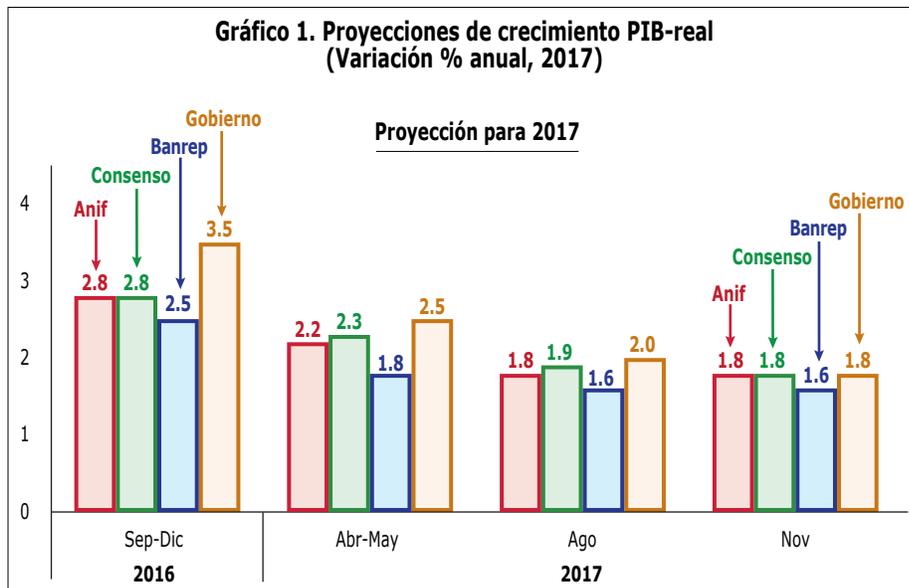
Diciembre 11 de 2017

Pág. 3

Llegar a cumplir la meta oficial del 14.2% del PIB en presión tributaria implicaría lograr un incremento promedio del recaudo superior al 20% anual durante noviembre y diciembre de 2017 (vs. el pobre 7% nominal observado en lo corrido a octubre). Aun considerando las ganancias cercanas a \$2.3 billones que ha generado la “normalización de activos en el exterior”, ello dejaría un déficit en recaudo cercano a los \$4 billones respecto de la meta del MHCP (neta de devoluciones).

Así, el déficit fiscal estaría rondando niveles del 3.6% del PIB en 2017, corrigiendo frente al 4% del PIB observado en 2016. En parte, este resultado proviene de la combinación de un presupuesto austero (tal vez en exceso en su componente de inversión, dada la inflexibilidad operativa) y de la sorpresiva cancelación de multas a la telefonía móvil por valor de \$4.7 billones (0.5% del PIB). Esto ha permitido un mayor “impulso fiscal de gasto” en 2017 y mayor liquidez monetaria y cambiaria (ver *Comentario Económico del Día* 13 de septiembre de 2017), pero claramente son efectos de “una sola vez” que no solucionan los problemas estructurales del fisco (sobre los cuales pronto se estará pronunciando la Comisión de Gasto Público).

La verdad es que los resultados del financiamiento artificial y de la sobreapreciación cambiaria poco les convienen a la solidez fiscal y a la estructura exportadora del país. Con estos déficits del Gobierno Central



Fuente: Latin American Consensus Forecasts, Banrep, MHCP y cálculos Anif.

bordeando el 3.5%-4% del PIB por año, la relación Deuda Pública/PIB continuará escalando en el consolidado de sus niveles actuales del 57%. Todo esto deja en evidencia la urgencia de tramitar una reforma tributaria que incremente el recaudo tributario y profundice varias de las virtudes de la Ley 1819 de 2016 (como Anif lo ha venido señalando).

3) Los desbalances externos

A principios de 2017 calificamos los riesgos externos como los de mayor envergadura. Sin embargo, la magnitud de dicho riesgo resultó ligeramente inferior a nuestras expectativas, llevándolo a ocupar la tercera posición del

ranking de riesgos. Allí ha primado la recuperación de los precios de los *commodities* a lo largo de 2017, donde el precio del petróleo-Brent estará promediando US\$54/barril, muy en línea con nuestro pronóstico de un año atrás. La corrección adicional provino de mayores transferencias en la balanza de servicios y de una menor expansión de las importaciones (lo cual resulta consistente con el menor crecimiento del PIB-real finalmente observado).

Así, la balanza comercial seguramente cerrará con faltantes del 2.6% del PIB en 2017 (ver gráfico 2). Aunque dichos niveles de déficit comercial aún resultan preocupantes (frente al cuasi equilibrio histórico), representan

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de
Ekaterina Cuéllar y Andrea Ríos

ISSN 1794-2616



Diciembre 11 de 2017

Pág. 4

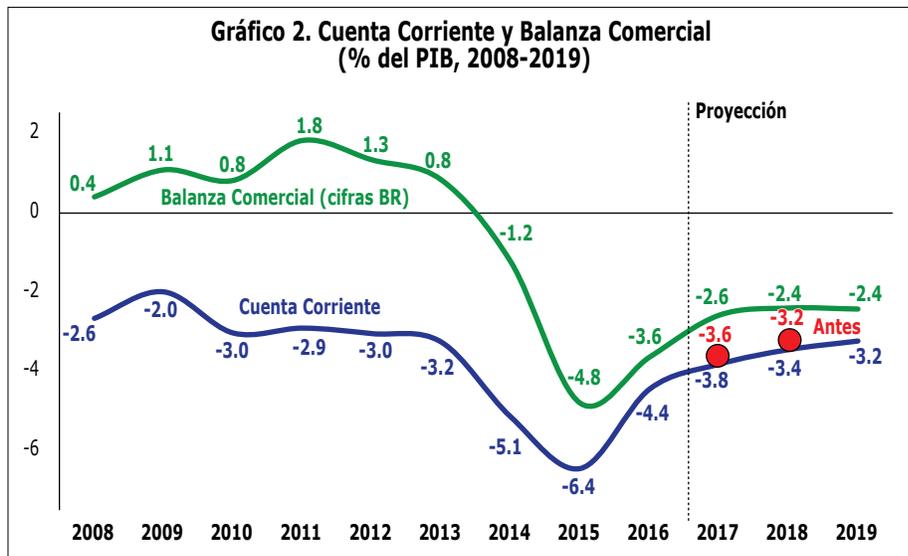
alguna mejoría frente al déficit del 3.6% del PIB observado en 2016. De esta manera, a nivel de cuenta corriente, tendríamos un déficit cercano al 3.8% del PIB en 2017 (vs. el 4% del PIB que pronosticábamos a inicios del año).

Paradójicamente, pese a dichos desbalances externos, se estarían observando revaluaciones promedio de la TRM del 3% anual en 2017, cuando su valor de PPA debería estar bordeando los \$3.100/dólar (en línea con las devaluaciones del 5%-10% que habíamos pronosticado en los inicios del año). Ello no ha ocurrido por cuenta de la complacencia del *offshore*, cuyas posiciones en la tenencia de TES han llegado ya a valores de US\$23.000 millones (duplicándose en valor en los últimos dos años), representando un 25% del total emitido.

4) El repunte en la tasa de desempleo

Los riesgos en materia de desempleo han resultado en línea con lo que avizorábamos un año atrás, observándose deterioros en la tasa de desempleo nacional hacia niveles promedio del 9.4% en 2017 (vs. el 9.2% de 2016). Por ello dichos riesgos laborales se mantuvieron inalterados en la cuarta posición de nuestro *ranking* de riesgos.

Paradójicamente, pese a la mencionada fragilidad económica del país en lo corrido de 2017, la tasa de desempleo nacional ha venido mostrando resiliencia, prome-



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

diando niveles del 9.6% durante enero-octubre de 2017, prácticamente inalterada frente al promedio de un año atrás. Dicha resiliencia resulta aún más sorprendente al analizar el componente urbano (trece ciudades, representando el 50% dentro de la PEA), pues allí el desempleo ha promediado un 10.8% en lo corrido de 2017 (un preocupante incremento de +0.6pp frente a un año atrás).

En realidad, dicho deterioro urbano se ha visto parcialmente compensado por el mejor desempeño del “resto urbano” (con una tasa de desempleo del 10.4% en lo corrido a octubre, -0.6pp frente a un año atrás), con ponderación del 30% en la PEA. Ello implica que el sector rural registra un aparente “pleno empleo” del 5.3%, el cual

se explica en parte por el reciente auge del narcotráfico (ver *Comentario Económico del Día 22* de noviembre de 2017).

5) Los riesgos inflacionarios

Los riesgos inflacionarios ocupaban la tercera posición en nuestro *ranking* a inicios de 2017, cuando pronosticábamos una inflación en el rango 4.6%-5%, por cuenta del efecto del incremento (de una sola vez) del IVA del 16% al 19% de la Reforma Tributaria de la Ley 1819 de 2016 (frente al 3.5% que proyectábamos sin Reforma).

Sin embargo, durante el año 2017 se ha venido presentando una relativa convergencia inflacionaria (aunque con algunos re-

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de
Ekaterina Cuéllar y Andrea Ríos

ISSN 1794-2616



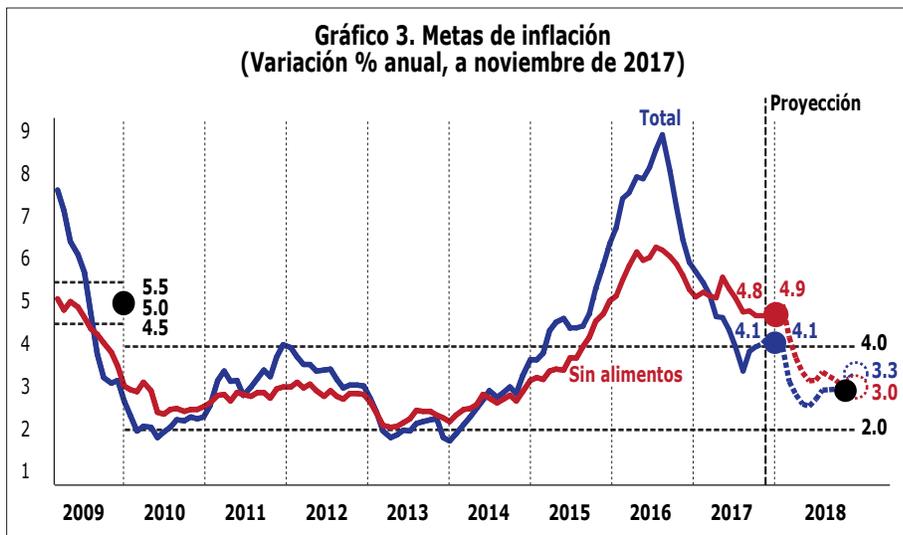
Diciembre 11 de 2017

Pág. 5

puntos durante meses recientes). Allí ha confluído la brecha del Producto negativa (según lo comentado) con la reversa de fenómenos coyunturales observados durante 2016. Entre estos últimos cabe mencionar: i) los efectos de escasez de productos agrícolas por el fenómeno climático de El Niño, agravados por el paro de transportadores del segundo semestre de 2016; y ii) el efecto del *pass-through* cambiario, luego de la marcada devaluación observada durante 2015-2016 (promediando valores cercanos al 25%). Frente a ello el Banco de la República (BR) ha venido acentuando su política contracíclica, bajando la tasa repo hacia el 4.75% en su reunión de noviembre (completando reducciones por 300pb entre diciembre de 2016 y noviembre de 2017).

Teniendo en cuenta todo lo anterior, Anif estima que la inflación estaría cerrando el año 2017 en niveles del 4.1% anual (vs. el 5.7% de 2016), lo cual es consistente con una inflación de alimentos del orden del 2.2% y una inflación básica del 4.9% (ver gráfico 3). Así, la inflación estaría desbordando el rango-meta (2%-4%) de largo plazo del BR por tercer año consecutivo.

Tan solo nos resta entonces agradecerles a nuestros lectores su fidelidad a lo largo de 2017 y desearles una Feliz Navidad y un próspero 2018. Nuestro *Informe Semanal* estará reapareciendo en la tercera semana de enero de 2018.



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Anif les desea una Feliz Navidad y un próspero año 2018

Con este semanal Anif da por terminados sus informes del año 2017.

Estaremos reiniciando nuestra circulación el lunes 15 de enero de 2018, con nuestros habituales informes semanales y diarios.

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1794-2616

Pág. 6

Diciembre 11 de 2017



INDICADORES ECONÓMICOS

	\$MM ⁽¹⁾	CAMBIO PORCENTUAL ANUAL			
		24 noviembre 2017	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás
1. Medios de pago (M1)	99.394	4.4	2.4	0.4	-1.5
2. Base monetaria (B)	80.012	5.8	3.6	2.3	-2.3
3. Efectivo	51.086	4.4	4.1	3.5	1.6
4. Cuentas corrientes	48.308	4.4	0.6	-2.7	-4.6
5. Cuasidineros	321.840	4.6	6.0	5.5	10.6
6. Total ahorro bancos comerciales	160.113	2.0	6.8	5.1	-1.0
7. CDTs	161.727	7.2	5.2	5.9	26.1
8. Bonos	26.354	11.5	14.3	13.4	8.5
9. M3	461.350	5.1	5.7	4.7	7.4
10. Cartera total	402.189	4.8	5.6	5.2	8.0
11. Cartera moneda legal	381.293	6.2	6.4	5.6	8.6
12. Cartera moneda extranjera	20.896	-15.6	-6.0	-1.4	-0.2
13. Total bancos comerciales	390.151	4.6	5.4	5.2	8.3
14. CFC	9.495	12.5	14.5	1.6	-2.7
15. TES	255.002	10.2	11.5	12.1	16.6
16. I.P.C.	Nov	4.12	4.05	3.87	6.48
17. I.P.C. sin alimentos	Nov	4.80	4.70	4.81	5.64
18. I.P.C. de alimentos	Nov	2.50	2.51	1.69	8.53

19. TRM (\$/US\$)	Dic11	3.016.18	0.45	-3.07	0.34	-7.88
-------------------	-------	----------	------	-------	------	-------

VALORES ABSOLUTOS

20. Reservas internacionales ⁽²⁾		47.447	47.408	47.589	46.716
21. Saldo de TES (\$MM)		255.002	255.291	250.765	231.388
22. Unidad de Valor Real (UVR)	Dic11	252.14	252.08	251.66	242.33
23. DTF efectiva anual	Dic11-Dic17	5.34	5.32	5.58	7.03
24. Tasa interbancaria efectiva	Dic4-Dic7	4.75	5.03	5.27	7.76

FECHAS CLAVE DICIEMBRE 11 AL 15 DE 2017

LUNES 11

EE.UU: oferta de empleo y encuesta de rotación laboral-JOLTS, octubre.

MARTES 12

COL: Encuesta de Transporte Urbano de Pasajeros, tercer trimestre.
EE.UU: reunión del Comité de Mercado Abierto del Fed.
EE.UU: índice de optimismo de las pequeñas empresas-NFIB, noviembre.
EE.UU: Índice de Precios al Productor, noviembre.

MIÉRCOLES 13

COL: Índice de Costos de la Construcción de Vivienda, noviembre.
EE.UU: declaraciones y proyecciones del Comité de Mercado Abierto del Fed.
EE.UU: Índice de Precios al Consumidor, noviembre.
U.E: producción industrial, octubre.

JUEVES 14

COL: reunión de la Junta del Banco de la República.
COL: Índice de Costos de la Educación Superior, segundo semestre.
EE.UU: ventas al por menor, noviembre.
U.E: reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.

VIERNES 15

COL: Encuesta Mensual Manufacturera, octubre.
COL: Encuesta Mensual de Comercio al por Menor, octubre.
COL: Muestra Mensual de Hoteles, octubre.
COL: estadísticas de concreto, octubre.
EE.UU: producción industrial, noviembre.
U.E: balanza comercial, octubre.

⁽¹⁾ Miles de millones de pesos. ⁽²⁾ Millones de dólares.