

Análisis macroeconómico y sectorial: coyuntura y perspectivas

Junio - 2018



Banco de Occidente

Análisis macroeconómico y sectorial: coyuntura y perspectivas

Junio - 2018



	Pág.
• Presentación	5
• Capítulo I	
Entorno macroeconómico	7
Crecimiento económico	7
Empleo	11
Inflación y política monetaria	12
Sector externo	14
Aspectos fiscales	17
• Capítulo II	
Sector industria	21
Precios	21
Producción, ventas y empleo industrial	22
Opinión de los empresarios	25
Perspectivas	27
• Capítulo III	
Sector comercio minorista	31
Precios	31
Evolución de las ventas	32
Encuestas de opinión	35
Perspectivas	38
• Capítulo IV	
Sector construcción	39
Indicadores de oferta	39
Precios y ventas	42
Asequibilidad	46
Perspectivas	49



• Capítulo V	
Sector infraestructura	51
Inversión en infraestructura ¿Cómo van las obras 4G?	52
Infraestructura terrestre	54
Infraestructura aérea	56
Infraestructura portuaria	57
Infraestructura fluvial y férrea	58
Perspectivas	59
Copiamiento de balances bancarios y financiamiento de la infraestructura vía mercado de capitales	60
Esquemas alternativos de financiamiento de infraestructura vía mercado de capitales	61
• Capítulo VI	
Sector transporte	63
Transporte terrestre	64
Transporte aéreo	67
Transporte acuático	70
Actividades de correo, almacenamiento y complementarias al transporte	72
Perspectivas	72

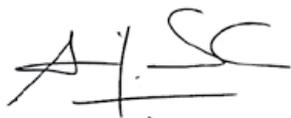


Tengo el gusto de presentarles el Informe Semestral, documento producido con la Asociación Nacional de Instituciones Financieras, Anif.

El documento que hoy entregamos resume y analiza los aspectos más importantes a nivel macroeconómico y sectorial de la economía colombiana durante el período enero-junio de 2018. En esta oportunidad, realizamos un análisis coyuntural y de las perspectivas de corto plazo de los siguientes temas:

- Entorno macroeconómico
- Sector industria
- Sector comercio minorista
- Sector construcción
- Sector infraestructura
- Sector transporte

Esperamos que este documento se constituya en una fuente de consulta para su empresa y cumpla así con nuestro objetivo de asesorarlos de manera permanente.



Gerardo Silva Castro
Vicepresidente Banca de Empresas
Banco de Occidente



Crecimiento económico

El Dane reveló que el PIB-real de Colombia se expandió a ritmos de solo un 2.2% anual durante el primer trimestre de 2018, cifra superior al 1.3% que se había observado un año atrás. Infortunadamente, este resultado estuvo por debajo de las expectativas del mercado (2.4%) y de la proyección que tenía Anif (2.5%). Más aún, ese resultado del 2.2% anual ni siquiera alcanzó el piso del rango proyectado por Anif (2.3%-2.8%) y, como veremos, el desempeño sectorial deja mucho que desear en sectores vitales como el agro, la industria y la construcción.

Al tener en cuenta ajustes de efectos estacionales y de calendario, el Dane también informó que el crecimiento trimestral fue del 0.7% (2.8% anualizado). Pero este valor es simplemente informativo respecto del posible efecto calendario que podría jugar en contra durante el segundo trimestre por las fechas de Semana Santa.

Las principales sorpresas negativas del primer trimestre de 2018

se ubicaron en: i) la construcción (-8.2% observado vs. +5.8% proyectado), donde causó asombro el “desplome” tanto de la actividad edificadora (-9.2% observado vs. +1.5% proyectado) como de las obras civiles (-6.4% observado vs. +9% proyectado); ii) la minería (-3.6% observado vs. +1.5% proyectado), donde la expansión de los hidrocarburos (+0.8%) resultó insuficiente para contrarrestar la caída del carbón (-8.1%); y iii) la industria (-1.2% observado vs. +1.3% proyectado), donde el impulso de la refinación (+5%) también resultó insuficiente para contrarrestar la caída del resto de subsectores (-1.8%). Tuvieron un mejor comportamiento los servicios sociales (5.9% observado vs. 2.7% proyectado), gracias al efecto de la administración pública-defensa (7.7%), pese a la Ley de Garantías del período noviembre de 2017-junio de 2018.

Si bien la economía da señales de recuperación, sus impulsos aún son frágiles y distantes de expansiones al 3% anual que



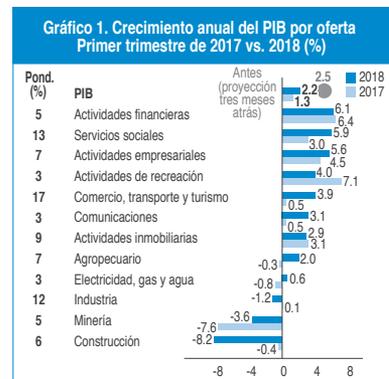
dictaría nuestro potencial. Preocupa, en particular, la contracción de la construcción (-8.2% anual en enero-marzo de 2018). La reducción de tasas del Banco de la República, unos 350pb en los últimos 18 meses, parece estar ayudando más a evitar deterioros adicionales en la cartera vencida (ahora a niveles del 4.9%) que a fraguar nuevos proyectos. De hecho, la inversión aún luce estancada y el consumo de los hogares crece lentamente a tasas del 2.5%. El repunte en lo que resta del año seguramente vendrá por cuenta del sector minero y de su impulso sobre la refinación, gracias a que los precios del petróleo seguramente estarán promediando unos US\$68/barril-Brent en 2018 (+26% anual) y el carbón unos US\$79/tonelada (+13%).

Por todas estas razones, Anif mantiene un moderado sesgo alcista en el pronóstico de crecimiento para este año, pudiendo alcanzarse valores del 2.5% (vs. el 2.3% que actualmente se maneja). Sin embargo, aún se debe esperar a ver si se materializan durante el segundo trimestre estos positivos impulsos del sector minero-energético y se logra enderezar el mal arranque de los sectores de construcción e industria. El *Anif Leading Index* (ALI) está pronosticando crecimientos del 2.3% para el segundo trimestre

de 2018 (vs. 1.6% un año atrás), y si se obtienen registros por encima de esta cifra, entonces habría “evidencia” para moverse hacia expansiones del 2.5% en 2018 (como un todo).

Análisis sectorial del crecimiento

El crecimiento del primer trimestre de 2018 estuvo liderado por las actividades financieras (6.1% vs. 6.4% un año atrás) y los servicios sociales (5.9% vs. 3%), ver gráfico 1. En el primer caso, el mayor margen financiero (= DTF - tasa repo) favoreció el buen desempeño del sector, por cuenta de una disminución más lenta en la DTF (-158pb entre marzo de 2017 y 2018) que en la repo (-250pb en el mismo período). En el caso de los servicios sociales, el favorable comportamiento respondió principalmente a un crecimiento de la



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



administración pública del 7.7%, pese a la entrada en vigor de la Ley de Garantías en noviembre de 2017 y enero de 2018.

El sector de actividades empresariales también presentó un buen dinamismo (5.6% en el primer trimestre de 2018 vs. 4.5% un año atrás), impulsado por las actividades científicas-técnicas (9.4%). Asimismo, se destacó el crecimiento del sector de comercio, transporte y turismo, recuperándose hacia el 3.9% frente al 0.5% de 2017, gracias principalmente al mayor dinamismo de los rubros de *catering*-alojamiento (6.9%) y comercio propiamente dicho (4.6%). Esto último se explica en parte por la superación del choque que tuvo un año atrás el aumento del IVA al 19% (Ley 1819 de 2016).

En el sector de actividades inmobiliarias se observó una leve desaceleración hacia el 2.9% anual en enero-marzo de 2018 (vs. 3.1% un año atrás). Ello reflejó, en parte, el comportamiento del indicador de rotación de la vivienda a nivel nacional, donde se registraron incrementos en los tiempos de venta de las viviendas, particularmente en ciudades como Bucaramanga (25.8 meses en el primer trimestre de 2018 vs. 16.5 meses en 2017) y Medellín (12.6 meses vs. 11.5 meses).

En cuanto al sector agropecuario, este se expandió un moderado +2% anual, aunque ello representó una recuperación frente al -0.3% de un año atrás. Allí, el buen comportamiento de la ganadería (+4.4%) y de los cultivos agrícolas (+1.6%) logró contrarrestar las caídas en la pesca (-2.9%) y la silvicultura (-0.7%).

Los peores desempeños se observaron en la industria (-1.2% en enero-marzo de 2018 vs. +0.1% en 2017), la minería (-3.6% vs. -7.6%) y la construcción (-8.2% vs. -0.4%). En el caso de la industria, el dinamismo de la refinación (+5%) fue insuficiente para contrarrestar la contracción de los demás subsectores (-1.8%). En el caso de la minería, el pobre desempeño de los hidrocarburos (+0.8%) no alcanzó a contrarrestar la contracción del carbón (-8.1%, afectado en gran medida por el invierno, a pesar del buen nivel de precios que se observa actualmente). En la construcción se observaron marcadas caídas tanto en las edificaciones (-9.2%) como en las obras civiles (-6.4%). Estas últimas afectadas principalmente por las contracciones de las obras minero-energéticas (-10.1%) y de carreteras-calles (-4.3%).

Perspectivas

Hemos visto cómo la economía colombiana mostró una moderada



recuperación al expandirse solo un 2.2% anual durante el primer trimestre de 2018 (vs. 1.3% un año atrás). Como ya se mencionó, Anif ha optado por mantener inalterado su pronóstico de crecimiento en el 2.3% para 2018, en espera de ver si en el segundo trimestre se nota mayor dinamismo económico en el agro, la industria, la minería y la construcción. Materializar crecimientos en el rango 2.3%-2.5% en el año 2018 (como un todo) dependerá de la transmisión de los mejores precios-Brent sobre toda la actividad local.

Así, Anif proyecta una expansión del 2.3% en 2018, en espera de concretar señales de moderado optimismo, que podrían llevarnos hacia un 2.5%. En particular, se realizaron los siguientes ajustes sectoriales: i) menores dinamismos en la construcción (0.2%

ahora vs. la estimación anterior del 5.3%), el agro (1.8% vs. 2.4%), la minería (0.5% vs. 1.5%) y la industria (0.5% vs. 1.3%); y ii) revisiones al alza en el sector de comercio-transporte-turismo, donde el rubro de comercio-turismo crecería un 3.1% ahora (vs. la estimación anterior del 2.2%) y el de transporte un 1.2% (vs. 1%), ver gráfico 2.

La tasa de desempleo en lo corrido del año a abril se deterioró un +0.2%, pudiendo entonces elevarse hacia un 9.6% a lo largo de 2018. Si bien los términos de intercambio han mejorado, hoy los impulsos fiscales son negativos y la postura monetaria contracíclica luce exhausta, tras recortes de 350pb, que, como ya se explicó, están ayudando a evitar mayores deterioros de cartera. Aparte de los fenómenos de ciclo, los serios problemas que emanan de Electri-



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



caribe, Ruta del Sol II y III, el SITP y ahora de Hidroitungo (afectando a EPM) representan otro gran desafío para poder consolidar una recuperación más acelerada.

Para el año 2019, Anif espera un rebote de la economía colombiana hacia expansiones del 3% en el PIB-real, alcanzando así su crecimiento potencial (ver gráfico 3). Allí el crecimiento sectorial estaría en cabeza de las actividades financieras (6% vs. 5.7% pronos-

ticado para 2018), las actividades empresariales (4.7% vs. 4.2%) y la construcción (3.6% vs. 0.2%). Por el contrario, los sectores con comportamientos débiles continuarían siendo: i) la minería (1.5% vs. 0.5% pronosticado para 2018), debido al estancamiento en los volúmenes de producción de hidrocarburos, pese al buen comportamiento de los precios internacionales; y ii) la industria (1.2% vs. 0.5%), por cuenta de los rezagos en materia de competitividad del Costo Colombia.

Empleo

La tasa de desempleo nacional fue del 9.5% en abril de 2018, cifra superior en 55pb al 8.9% registrado en el mismo mes de 2017 (ver gráfico 4). En cuanto a las trece áreas metropolitanas, la tasa de desempleo fue del 10.7% en el mes de

referencia, con lo cual se mantuvo relativamente estable con respecto al mismo período de 2017.

A nivel nacional, el número de desocupados aumentó un 6.9% anual en abril de 2018, cerrando en 2.369.493 personas. Por su parte, el total de ocupados se mantuvo prácticamente estable en 22.671.157 individuos durante el mismo período. Por su parte, la Población Económicamente Activa (PEA) sumó 25.040.650 personas, presentando un aumento del 0.6% anual (155.000 individuos).

Durante enero-abril de 2018, la tasa de desempleo nacional promedio fue del 10.4%, 0.2pp superior al 10.2% observado en el mismo pe-



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



riodo de 2017. En las trece ciudades principales, el desempleo promedio fue del 11.6% durante dicho período, por encima del 11.4% registrado el año anterior. A nivel nacional, la Tasa Global de Participación fue del 63.5% en promedio durante enero-abril de 2018, por debajo del 64.1% registrado un año atrás.

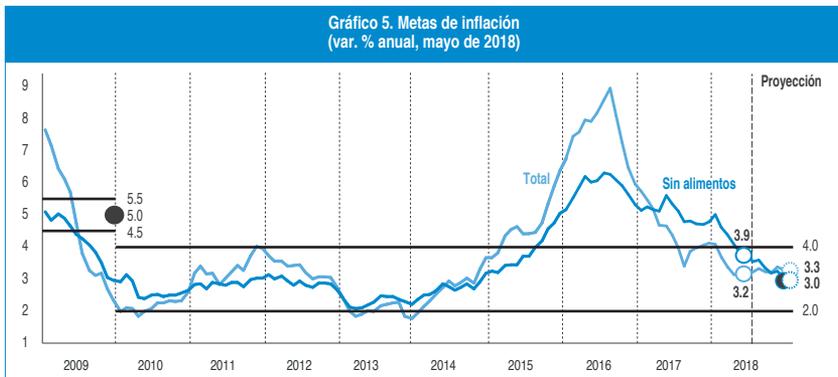
Para 2018, Anif proyecta que la tasa de desempleo nacional continúe deteriorándose, promediando niveles del 9.6%, por cuenta de la

indexación salarial y la debilidad económica (con expansiones del PIB-real inferiores al potencial del 3%). De la misma manera, la tasa de desempleo en las trece áreas metropolitanas se incrementaría hacia el 10.8% en 2018 (vs. 10.6% en 2017). Para 2019, Anif prevé que el desempleo regrese a niveles del 9.4%, explicado en parte por la recuperación de la actividad económica, rebotando hacia expansiones del 3%, lo cual favorecería una generación moderada de empleo.

Inflación y Política Monetaria

El Dane reportó que el mes de mayo de 2018 registró una inflación del 0.25%, marginalmente superior a la observada un año atrás (0.23%). Dicha cifra de inflación total estuvo en línea con las expectativas del mercado (0.27%), pero ello implicó

marginales aumentos en la lectura de inflación anual hacia el 3.16% (vs. 3.13% un mes atrás). También se observaron leves rebotes de la inflación core (sin alimentos) hacia el 3.85% anual (vs. 3.81% un mes atrás), ver gráfico 5.



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



Esa pausa en la desinflación de la lectura subyacente anual se explica, en buena medida, por las presiones de costos que han venido emanando de un precio del petróleo que ha promediado cerca de US\$70/barril-Brent en lo corrido de 2018 (+37% frente a 2017). Esto se ha reflejado en presiones inflacionarias en los rubros de transporte (+3.9% anual) y gasolina (+8.6%), a pesar de que la sorpresiva apreciación cambiaria (a ritmos del 2%-3% anual en lo corrido de 2018) ha amortiguado el efecto en la “fórmula de fijación” de los combustibles en el mercado local.

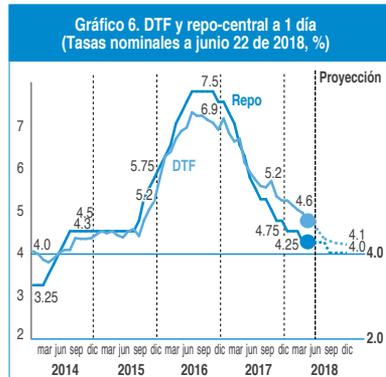
Por su parte, la inflación de alimentos registró valores del 1.5% anual en mayo (vs. 1.52% anual en abril), ratificando el agotamiento de los favorables efectos estadísticos que se tuvieron tras superarse en 2017 el fenómeno climático de El Niño de 2016. Probablemente, dicha tendencia alcista en la inflación de alimentos seguirá presente durante el segundo semestre del año, cerrando 2018 con cifras cercanas al 4%.

A nivel microsectorial, la inflación de mayo se expandió principalmente en los grupos de cultura-diversión y esparcimiento (0.65%), vivienda (0.45%), otros gastos (0.41%) y transporte (0.39%).

El IPP reportó una inflación del 2.2% en mayo (vs. 0.24% un mes atrás). Este viene a ser otro factor de preocupación hacia el futuro, pues su lectura anual se ha elevado hacia el 7.02% (vs. 4.25% un mes atrás).

Todo lo anterior probablemente implicará que en los próximos meses veamos la inflación total en la franja 3.1%-3.3% anual, muy cerca de la meta de largo plazo del 3% que ahora persigue con ahínco el Banco de la República, tras haber desbordado en los últimos tres años el techo del rango meta del 2%-4% anual.

Con esta información a mano, Anif estima que la inflación estaría cerrando el año 2018 en niveles cercanos al 3.3% anual (vs. el 4.1% de 2017), lo cual es consistente con una inflación de alimentos del orden del 4.1% y una inflación



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



básica disminuyendo a niveles del 3% (vs. el 3.8% actual). Si bien la economía da algunas señales de recuperación, sus impulsos aún son frágiles y distantes de expansiones al 3% anual que dictaría nuestro potencial. Esta brecha de producto todavía negativa podría dar espacio para una reducción adicional en la repo hacia el 4% (vs. el 4.25% actual), pero ello

estará condicionado a comprobar alivios en las presiones de costos (arriba comentadas), ver gráfico 6. Seguramente ello tan solo ocurriría a partir del mes de septiembre. Para el año 2019, proyectamos un leve aumento en la inflación hacia niveles del 3.5% al cierre del año, por cuenta del incremento hacia un 4.8% en la inflación de alimentos.

Sector Externo

La cuenta corriente registró un déficit del -3.5% del PIB (-US\$2.831 millones) en el primer trimestre de 2018, inferior al déficit del -4.7% del PIB (-US\$3.424 millones) exhibido un año atrás. El menor déficit en la cuenta corriente obedeció principalmente al ajuste en la balanza comercial, cayendo del -2.3% del PIB (-US\$1.694 millones) en el primer trimestre de 2017 al -1.3% del PIB (-US\$1.045 millones) en el primer trimestre de 2018.

Al interior de la balanza comercial, las exportaciones se expandieron un 9.7% anual en enero-marzo de 2018, llegando a niveles de US\$10.085 millones (vs. US\$9.195 millones en 2017). Dicho dinamismo obedeció a: i) un crecimiento del 13.2% anual en las exportaciones tradicionales, gracias al repunte de las exportaciones pe-

troleras (14% anual) y de carbón (24%); y ii) un incremento de las exportaciones no tradicionales del 5.2% anual, en línea con el repunte en los precios internacionales de los productos metalúrgicos. Entre tanto, las importaciones totales (FOB) del país crecieron al 2.2% anual en el primer trimestre de 2018, totalizando US\$11.130 millones (vs. los US\$10.889 millones en 2017). Esto obedeció al aumento en las compras externas de bienes de capital (+3.7% anual) y de bienes intermedios (+0.6%), lo cual fue contrarrestado parcialmente por la caída de los bienes de consumo (-0.1%).

El mencionado déficit en cuenta corriente fue fondeado parcialmente con un superávit en la cuenta de capitales del 3.2% del PIB (US\$2.580 millones) en el primer



trimestre de 2018, inferior al superávit del 4.3% del PIB registrado un año atrás (US\$3.122 millones). El menor superávit en la cuenta de capitales obedeció a las menores necesidades de financiamiento de la cuenta corriente. Dicho resultado se explica, en su mayor parte, por los flujos de: inversión directa (+1.3% del PIB; US\$1.022 millones); inversión de cartera (-2.2% del PIB; -US\$1.719 millones); y otra inversión (+3.6% del PIB; US\$2.864 millones). Ello es consistente con acumulaciones de Reservas Internacionales Netas (RIN) por US\$137 millones (0.2% del PIB) en el primer trimestre de 2018.

En cuanto a la inversión directa, su valor del 1.3% del PIB en el primer trimestre de 2018 se explicó por: i) entradas de capital vía Inversión Extranjera Directa (IED) equivalentes al 2.7% del PIB (US\$2.133 millones), en línea con las expectativas del mercado; y ii) salidas de capital por el 1.4% del PIB (US\$1.111 millones). En cuanto a la composición sectorial de la IED, los sectores con mayores destinaciones fueron: minero-energético (1.1% del PIB); establecimientos financieros (0.5% del PIB); comercio-restaurantes (0.4% del PIB) y transporte-almacenamiento (0.4% del PIB).

Por su parte, los flujos de inversión de cartera bordearon los US\$1.719

millones (2.2% del PIB) en el primer trimestre de 2018, cifra superior a los US\$263 millones (0.4% del PIB) logrados un año atrás. Ello se explica principalmente por: i) entradas netas de capital equivalentes al 0.2% del PIB (vs. 2.5% del PIB un año atrás); y ii) salidas de capital equivalentes apenas al 2.4% del PIB (vs. 2.8% del PIB).

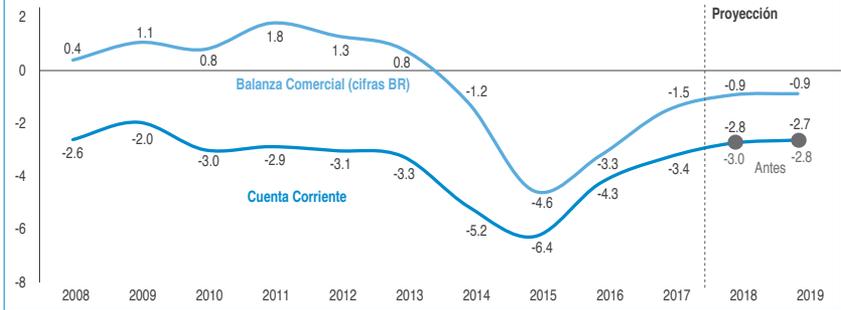
Perspectivas

Para 2018, Anif proyecta un menor déficit de la cuenta corriente, el cual pasaría del -3.4% del PIB en 2017 al -2.8% del PIB en 2018 (-US\$8.968 millones), ver gráfico 7. Esto obedecería principalmente a: i) un déficit del -0.9% del PIB en la balanza comercial, apoyado en el crecimiento exportador (10.5% anual) e importador (5.4%); ii) salidas de recursos equivalentes al -2.8% del PIB (vs. -2.6% del PIB en 2017) por concepto de renta de los factores, situación que estaría siendo impulsada por los cambios en el Imporrenta introducidos por la Ley 1819 de 2016; y iii) transferencias corrientes por el 2.2% del PIB, producto de los crecientes ingresos de remesas.

Los mencionados déficits externos nos llevan a pronosticar superávits en la cuenta de capitales del 2.8% del PIB en el año 2018 (vs. 3.3% del PIB en 2017). En



Gráfico 7. Cuenta Corriente y Balanza Comercial (% del PIB)



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

cuanto a los flujos de inversión directa neta, se proyecta una leve reducción de esta, pasando del 3.5% del PIB en 2017 al 3.1% del PIB en 2018. Esto estaría ligado a que la IED bruta se reduciría marginalmente del 4.7% del PIB en 2017 al 4.4% del PIB en 2018 (US\$14.000 millones). Por su parte, la inversión de cartera se mantendría estable alrededor del 0.3% del PIB en 2018, en línea con los riesgos actuales de la economía colombiana, a saber: i) los altos niveles de endeudamiento (40% del PIB); ii) los desbalances fiscales-externos, con déficits del 3%-3.5% del PIB en 2017-2018; y iii) la pérdida de crecimiento potencial del país (pasando del 4.5% a niveles más cercanos al 3%).

Debido a que el superávit en la cuenta de capitales compensa enteramente el déficit en cuenta co-

rriente, las RIN permanecerían en niveles similares a los observados en 2017, lo que seguiría dejando al país con un saldo aproximado de RIN de US\$47.629 millones (14.8% del PIB).

Para 2019, Anif estima que continúe la corrección en el déficit de la cuenta corriente, el cual pasaría del -2.8% del PIB proyectado para 2018 al -2.7% del PIB en 2019 (-US\$8.960 millones). Esto obedecería principalmente a: i) un déficit inalterado del -0.9% del PIB en la balanza comercial (-US\$2.967 millones), consistente con una moderada expansión de las exportaciones (6.8% anual) y las importaciones (6.3%); ii) salidas de recursos equivalentes al -2.8% del PIB (inalterado frente a 2018) por concepto de renta de los factores; y iii) transferencias corrientes por el 2.2% del PIB,



manteniéndose la actual dinámica de las remesas.

Dichos faltantes externos son consistentes con la proyección de superávits en la cuenta de capitales del 2.7% del PIB en el año 2019 (vs. 2.8% del PIB en 2018). Allí se pronostica que se mantengan los flujos de inversión directa neta alrededor del 3.1% del PIB en 2019. A pesar de ello, habría un descenso marginal de la IED bruta hacia el 4.3% del PIB (vs. 4.4% del PIB en 2018), bordeando los US\$14.000

millones en 2019. Finalmente, la inversión de cartera se ubicaría alrededor del 0.6% del PIB en 2019 (US\$2.000 millones), repuntando levemente frente a 2018.

Ya que el superávit en la cuenta de capitales compensa enteramente el déficit en cuenta corriente, las RIN se mantendrían en niveles similares a los observados en 2018, lo que seguiría dejando al país con un saldo aproximado de RIN de US\$47.629 millones (14.2% del PIB).

Aspectos fiscales

En abril de 2018, el Comité Consultivo para la Regla Fiscal (CCRF) divulgó sus nuevas directrices, relajando de manera contraintuitiva y significativamente la trayectoria permitida de déficit del Gobierno Central (GC), particularmente durante el período 2019-2024. En particular, el CCRF le está diciendo a la nueva Administración que tendrá mayor espacio para gastar y/o menos preocupaciones por el estancamiento del recaudo en el 14% del PIB. Ello pues el déficit del GC ahora podrá elevarse del 2.2% del PIB al 2.4% del PIB en 2019; del 1.6% al 2.2% en 2020; del 1.3% al 1.8% en 2021; y del 1% al 1.5% en 2022, acumulando

entonces una mayor laxitud fiscal del orden del 1.8% del PIB, con los consabidos deterioros en la mayor deuda pública así acumulada.

La intuición económica, respecto de una Regla Fiscal (RF) contracíclica como la que maneja Colombia, hubiera dictado un menor espacio para el déficit fiscal del GC, como resultado de los mejores precios del petróleo y del mayor crecimiento del PIB-real (respecto del período 2015-2017). Pero, según el CCRF, las nuevas brechas de producto y de precios del petróleo dictaban una mayor holgura fiscal. Más aún, es difícil entender cómo esa mayor holgura



fiscal (otorgada por el CCRF) habrá de beneficiar el “anclaje de la deuda pública” a futuro y cómo es posible que esos mayores déficits ahora redunden en trayectorias de la deuda pública neta que resultan inferiores a las del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2017.

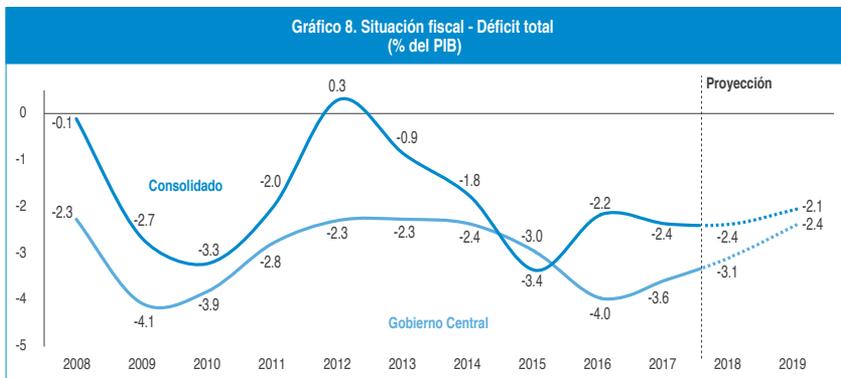
Esto último es claramente inconsistente como simple ejercicio de proyección de la deuda pública. Una RF contracíclica con menor brecha de producto y mayores precios del petróleo debería haber apretado la postura fiscal del período 2019-2022, pues los precios del petróleo estarían promediando US\$68/barril-Brent en 2018 (+26% anual) y el PIB-real crecería en el rango 2.3%-2.5% en 2018 (vs. 1.8% en 2017). Pero no, ahora la convergencia del déficit hacia el -1% del PIB se aplazó de 2022 hacia 2027. Así, estos ejerci-

cios del CCRF y del MFMP se han convertido en un “tiro al blanco, pero con el blanco fiscal movable”.

Perspectivas

Para el año 2018, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público proyecta un déficit del GC del -3.1% del PIB (vs. el -3.6% del PIB observado en 2017), mientras que el primario podría llegar al -0.2% del PIB en dicho año (vs. -0.7% del PIB), ver gráfico 8. Pese a que los ingresos totales disminuirían hacia el 15.1% del PIB en 2018 (vs. 15.6% del PIB en 2017), ello sería compensado por una disminución mayor en los gastos (18.1% del PIB en 2018 vs. 18.9% en 2017).

Los ingresos tributarios descenderían hacia el 13.6% del PIB en 2018 frente al 13.8% del PIB



Fuente: cálculos Anif con base en MHCP.



observado en 2017, debido a la disminución en: i) el recaudo del CREE, llegando a valores del 0.3% del PIB frente al 0.8% del PIB observado en 2017; y ii) el recaudo del Impuesto a la Riqueza (0.1% del PIB vs. 0.4% del PIB un año atrás), debido a su eliminación. Ello estaría contrarrestando el incremento en el recaudo del Impuesto sobre la Renta (1.6% del PIB vs. 1.2% del PIB en 2017), las retenciones (5% del PIB vs. 4.8% del PIB) y el GMF (0.8% del PIB vs. 0.7% del PIB).

Como ya se comentó, los gastos totales llegarían al 18.1% del PIB en 2018, reduciéndose frente al 18.9% del PIB observado en 2017. Allí los gastos de funcionamiento disminuirían hacia el 13.6% del PIB (vs. 14.1% del PIB en 2017) y las transferencias hacia el 10.6% del PIB (vs. 11.2% del PIB). Asimismo, los gastos de inversión descenderían hacia el 1.7% del PIB (vs. 1.9% del PIB un año atrás). Todo lo anterior estaría contrarrestando el ligero incremento en los servicios de personal (2.4% del PIB vs. 2.3% del PIB). Entre tanto, los gastos relativos a intereses se mantendrían estables en el 2.9% del PIB en el período de referencia. Ahora bien, es importante considerar, en el momento de comparar, el adelanto de gastos

para 2018 realizado desde la vigencia anterior.

Para el año 2019 se estima que el déficit del GC rondaría niveles del -2.4% del PIB, luego de la reciente ampliación de dicha meta desde el -2.2% del PIB, de acuerdo con lo anunciado por el CCRF. Entre tanto, el balance primario podría llegar al +0.5% del PIB en dicho año (vs. -0.2% del PIB un año atrás). Ello sería consistente con un déficit del Sistema Público Consolidado (SPC) del -2.1% del PIB en 2019 (vs. -2.4% del PIB previsto para 2018) y un balance primario del SPC del +0.8% del PIB (vs. +0.7% del PIB), ver gráfico 9.

Cabe mencionar que dichas metas lucen difíciles de cumplir, pues el recaudo ha permanecido estancado en niveles cercanos al 14% del PIB en 2016-2017, por debajo del 16%-17% del PIB observado en América Latina. Para lograrlo se requiere la implementación de una Reforma Tributaria Comprensiva que logre incrementar el recaudo en por lo menos un 2% del PIB para estabilizar las finanzas públicas. Dicha reforma deberá focalizarse en elevar el recaudo a través de: i) eliminar los contratos de estabilidad tributaria; ii) abolir la tributación preferencial a las zonas francas; iii) elevar la actual



Gráfico 9. Situación fiscal - Balance primario (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en MHCP.

curva de gravámenes de los hogares en cerca de un 3% en la parte media-media y un 2% en la parte alta; y iv) acabar con los tratamientos “especiales” en materia

de IVA. Nótese cómo la simple propuesta de mayor gestión de la Dian no sería suficiente, pues a duras penas lograría recaudar un 0.5% del PIB adicional.



Capítulo II

Sector industria

Las expectativas de observar crecimientos sostenidos del 3%-4% en el sector industrial en 2017-2020, como lo había anunciado el gobierno tras las implementaciones de los PIPE I-II, se han venido disipando a lo largo de 2017-2018. En efecto, dicho sector ha continuado contrayéndose a ritmos del -1.2% durante el primer trimestre de 2018 (vs. +0.1% un año atrás), después de la caída del -2% observada al cierre de 2017. Nótese cómo el comportamiento de la industria resulta ser muy inferior al del agregado de la economía cercano al 2%.

Este debilitamiento de la industria obedece al deterioro de la mayoría de subsectores en el primer trimestre de 2018. En efecto, 15 subsectores de un total de 24

mostraron contracciones en el período de análisis. Ello se explica por factores como: i) el persistente contrabando y competencia desleal que han venido afectando los subsectores de textiles, confecciones, cuero y calzado, con caídas promedio del -4% al -10%; ii) el mal desempeño de la construcción (con contracciones del PIB-real del -8.2% en enero-marzo de 2018), afectando los sectores conexos como vidrio y los productos minerales no metálicos; y iii) el menor impulso de la refinación, con expansiones del 4.7% frente al 15.9% de un año atrás. De esa manera, la industria sin refinación se contrajo a ritmos del -2.1% anual en enero-marzo de 2018 (vs. -0.8% un año atrás), evidenciando los lastres de competitividad del elevado Costo Colombia.

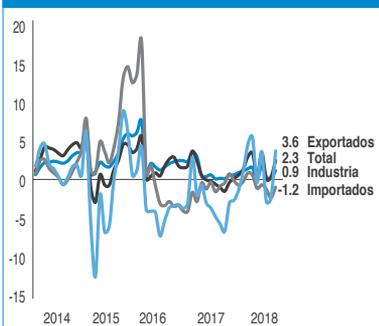
Precios

El Índice de Precios al Productor (IPP) del sector industrial mostró crecimientos del 0.9% anual al corte de mayo de 2018 (vs. expansiones nulas un año atrás), ver gráfico 10. Este comportamiento del

IPP industrial se explica principalmente por: i) los mayores precios del sector de materiales de construcción, llegando al +4.2% anual en mayo de 2018 (vs. -12.2% un año atrás), por cuenta de la



Gráfico 10. Índice de Precios al Productor (IPP)
(variación % anual, mayo de 2018)



Fuente: Dane.

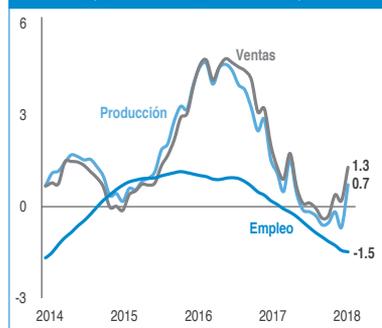
mayor demanda proveniente de Hidroituango y las expectativas de reactivación de las obras civiles ante los cierres financieros de proyectos 4G; y ii) los mayores precios de los combustibles, impulsados por la recuperación de los precios del petróleo, promediando US\$70/barril-Brent en lo corrido de 2018 (vs. +37% una año atrás).

Producción, ventas y empleo industrial

El débil comportamiento de la producción industrial a nivel de valor agregado también se ha evidenciado en los indicadores líderes de la Encuesta Mensual Manufacturera (EMM) del Dane. Según la EMM, en abril de 2018, la producción manufacturera registró un crecimiento del 0.7% en el acumulado en doce meses (vs. 1.5% un año atrás). Nótese cómo ello representa un ligero repunte frente al mes anterior (-0.7%), pero este responde más al efecto estadístico de la Semana Santa. Por su parte, las ventas industriales exhibieron una expansión del +1.3% en el período de análisis (vs. +2% un año atrás), mientras que el empleo continuó con contracciones del -1.5% (vs. +0.2), ver gráfico 11.

A nivel de subsectores, se observa que solo 19 de las 39 actividades industriales registraron expansiones en su producción en el último año con corte a abril de 2018, mejorando solo marginalmente frente a la cifra de un año atrás (16). En particular, al corte de abril de 2018,

Gráfico 11. Industria: Producción, ventas y empleo
(var. % 12 meses, abril de 2018)



Fuente: Dane-EMM.



los sectores con el mejor desempeño en producción (variación acumulada en doce meses) fueron: i) productos de caucho (11.1%); ii) hierro y acero (7.4%); iii) azúcar y panela (7.2%); iv) procesamiento y conservación de cárnicos (6.6%); y v) productos de molinería (5%), ver gráfico 12. En contraste, las actividades industriales que registraron las mayores contracciones fueron: i) metales preciosos (-22.7%); ii) maquinaria y equipo (-13.9%); iii) carrocería para vehículos (-11.5%); iv) curtido y recurtido de cuero (-11%); y v) vehículos (-9%), ver gráfico 13.

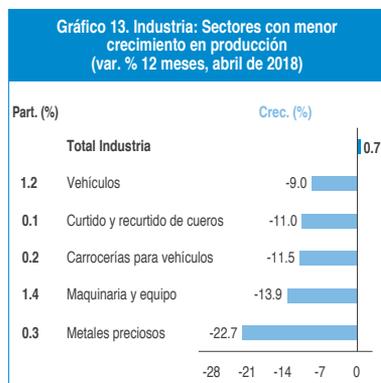
Lo anterior evidencia que las actividades más dinámicas del sector están atadas a los productos de caucho, la producción de hierro-acero y la producción de azúcar y panela. Allí cabe mencionar: i) el alto precio internacional del látex

a mediados de 2017, lo cual incentivó la producción de productos de caucho, a lo cual se sumó el buen momento de la refinación (en línea con los altos precios internacionales del crudo); ii) el anuncio de aranceles al acero por parte de Estados Unidos, lo cual disparó la producción y exportación de acero previo a la entrada en vigencia de dicho arancel; y iii) la mayor producción de azúcar y panela, la cual experimentó un efecto estadístico a favor debido a las malas condiciones climáticas de un año atrás.

Por regiones, según la información de la Muestra Trimestral Manufacturera Regional, solo la región del Eje Cafetero mostró crecimientos positivos durante el primer trimestre de 2018 (ver gráfico 14). Allí la producción industrial se expandió un +1.6%



Fuente: Dane-EMM.



Fuente: Dane-EMM.



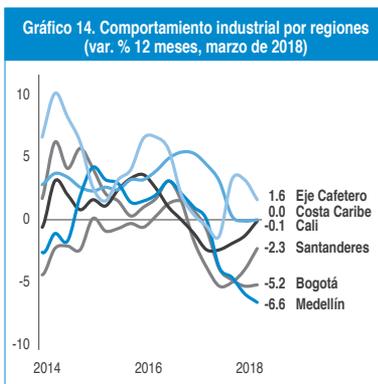
en el acumulado en doce meses a marzo de 2018 (vs. -0.5% del mismo período del año anterior). Este buen comportamiento estuvo jalonado por la producción de confecciones, la cual creció al 7.6% en el acumulado en doce meses al corte de marzo de 2018. Asimismo, se destaca el desempeño del subsector de alimentos, el cual se expandió al 5.1% en el mismo período. Ello logró contrarrestar la menor producción de muebles de madera, con contracciones del -5.7% en el período de referencia.

Por su parte, la Costa Caribe presentó expansiones nulas en su producción manufacturera en el primer trimestre de 2018 (vs. 4.4% un año atrás). Allí se presentaron comportamientos favorables en los subsectores de: i) productos químicos básicos (8.3% acumu-

lado en doce meses a marzo de 2018); y ii) minerales no metálicos (3.9%). Ello no logró compensar el comportamiento desfavorable de los subsectores de: i) conservación de carne y pescado (-12.5% en el acumulado en doce marzo de 2018) y otros productos químicos (-6.7%).

En tercer y cuarto lugar se ubicaron Cali y los Santanderes, respectivamente. En el caso de Cali, la producción manufacturera registró contracciones del -0.1% en el acumulado en doce meses al primer trimestre de 2018 (vs. -2.4% un año atrás), debido al deterioro de los rubros de: i) hierro y fundición (-16.2%); ii) confecciones (-13.3%); y iii) cacao y confitería (-7.2%). En el caso de los Santanderes, la producción industrial se contrajo al -2.3% durante el mismo período (vs. -3.8% de 2017), afectado por el mal desempeño de los subsectores de: i) minerales no metálicos (-13.8%); ii) confecciones (-11.9%); y iii) otras manufacturas (-8%).

Finalmente, los peores desempeños regionales provinieron de Bogotá y Medellín. En efecto, la producción en Bogotá decreció un -5.2% en el acumulado en doce meses al primer trimestre de 2018, un marcado deterioro frente al -0.8% de un año atrás. Allí los mayores lastres en la pro-



Fuente: Dane-MTMR.



ducción industrial se observaron en los subsectores de curtido y recurtido de cuero (-20.6% acumulado en doce meses a marzo de 2018); vehículos y autopartes (-20.5%); y otras manufacturas (-11.1%). Nótese que el hurto y compra de autopartes robadas ha afectado gravemente al sector de vehículos y conexos, especial-

mente en la ciudad de Bogotá. Por último, Medellín registró una contracción en su producción industrial del -6.6% en el acumulado en doce meses al primer trimestre de 2018 (vs. expansiones nulas un año atrás), afectada por el marcado deterioro en los productos textiles (-17.7%) y el hierro-fundición (-12.4%).

Opinión de los empresarios

Según la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo, al corte de abril de 2018, la percepción de los empresarios acerca de su situación económica actual se deterioró levemente respecto a lo observado un año atrás. Así, el balance de respuestas de la industria (= optimistas - pesimistas, promedio móvil de tres meses) disminuyó de niveles de 39 en abril de 2017 a cifras de 35.5 en el mismo mes de 2018 (ver gráfico 15). De esta manera, el 46.3% de los empresarios opinó que su situación actual era favorable, mientras que un 42.9% afirmó que esta se había mantenido igual y un 10.8% consideró que había empeorado.

No obstante, la opinión de los empresarios acerca de su situación económica en los próximos seis meses se fortaleció frente a las

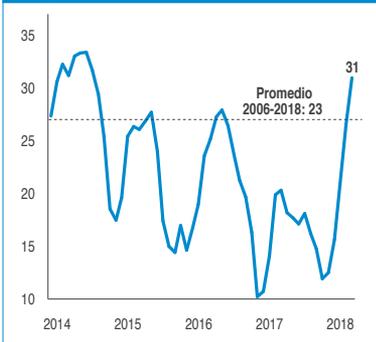
cifras de un año atrás. En efecto, al corte de abril de 2018, el sector industrial alcanzó un balance de respuestas de 31 (promedio móvil de 3 meses), superior al 20.3 de un año atrás (ver gráfico 16). Así, en promedio, un 40.6% de los empresarios del sector fue optimista



*La pregunta está compuesta por la situación actual de su negocio. El balance es la diferencia entre el porcentaje de encuestados que respondieron "alto" y aquellos que señalaron "bajo."
Fuente: cálculos Anif con base en Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).



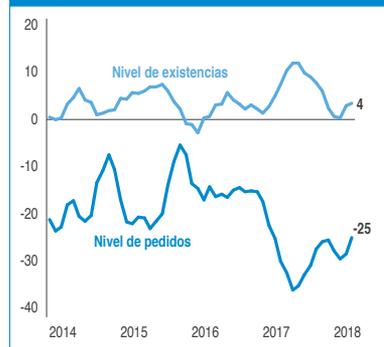
Gráfico 16. Situación económica en los próximos 6 meses* (promedio móvil de 3 meses, abril de 2018)



*La pregunta está compuesta por la situación económica esperada en los próximos seis meses. El balance es la diferencia entre el porcentaje de encuestados que respondieron "alto" y aquellos que señalaron "bajo."

Fuente: cálculos Anif con base en Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

Gráfico 17. Niveles actuales de pedidos y existencias (promedio móvil de 3 meses, abril de 2018)



Fuente: cálculos Anif con base en Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

respecto a la situación económica en los próximos seis meses, mientras que un 49.8% consideró que esta se mantendría estable y un 9.6% dijo que empeoraría.

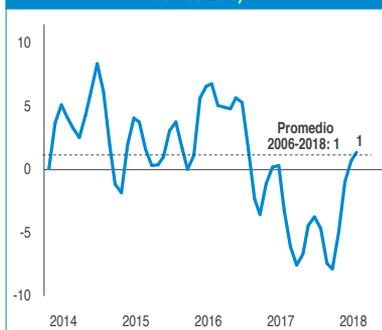
Por otra parte, según la EOE de Fedesarrollo, durante abril de 2018 (por décimo año consecutivo), fueron más los empresarios industriales que consideraron que sus niveles actuales de pedidos desmejoraron frente a los que observaron una mejora, pues el balance de respuestas se mantuvo en el plano negativo. En efecto, el balance de respuestas (promedio móvil de 3 meses) del sector industrial fue de -25 en el período de referencia, cifra superior al -30 observado un año atrás (ver grá-

fico 17). En línea con lo anterior, la percepción de los empresarios acerca de su nivel de existencias se ubicó en 4 (vs. 8 un año atrás), lo que implica que fueron menos los industriales que consideran elevadas sus existencias.

De otro lado, el Índice de Confianza Industrial (ICI), el cual resulta un buen termómetro para medir la situación actual de la industria (pues incluye el nivel de existencias, el volumen actual de pedidos y las expectativas de producción para el próximo trimestre), presentó una recuperación entre abril de 2017 y abril de 2018. Así, mientras que en 2017 dicho índice registró un valor de -3 (promedio móvil de



Gráfico 18. Índice de Confianza Industrial*
(Promedio móvil de expectativas a 3 meses, abril de 2018)



*El ICI está compuesto por el nivel de existencias, las expectativas de producción a tres meses vista y el volumen actual de pedidos.
Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

Gráfico 19. Utilización de la Capacidad Instalada*
(%, febrero de 2018)



*Pregunta que se le hace a los empresarios sobre cuánto cree en % que está utilizando la capacidad de producción de su compañía.
Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

tres meses), en 2018 escaló hacia +1 (ver gráfico 18).

Por último, la utilización de la capacidad instalada ha sido muy volátil en el último año. En efecto, en febrero de 2018 los empresa-

rios reportaron estar usando un 70.1% de su capacidad instalada, inferior al 71.2% observado en el mismo período de 2017, aunque superior al 66.9% registrado en noviembre de 2017 (ver gráfico 19).

Perspectivas

La industria ha mostrado contracciones durante 2017-2018, después de buenos comportamientos en 2016 con la reapertura de Reficar. Ello evidencia que la recuperación del sector industrial de 2016 fue solo coyuntural.

A pesar de la debilidad del sector industrial, las exportaciones del

sector han mostrado crecimientos del 10% anual en enero-abril de 2018 frente a las expansiones del 5.9% de un año atrás. Sin embargo, todavía representan solo cerca del 30% del total de las exportaciones del país, aun con la corrección del desalineamiento cambiario producido por la prolongada Enfermedad Holandesa.



Prospectivamente, para el año 2018 (como un todo), Anif pronostica una ligera expansión del sector industrial del +0.5%, recuperándose frente al -2% de un año atrás. Allí incidirían: i) la evolución de las medidas anti-contrabando impulsadas desde el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo y las medidas para financiar los sectores más afectados por este flagelo (con ayuda de las líneas de crédito especiales de Bancóldex); ii) un precio del Brent favorable para la industria petroquímica, especialmente para la refinación de petróleo (donde se materializarán las ganancias en capacidad instalada de Reficar); iii) la reducción de la tasa repo del Banco de la República hacia el 4% (en línea con la convergencia de la inflación hacia el 3.3% al cierre de 2018), lo cual aliviará la carga de los créditos comerciales indexados a tasa variable de las empresas industriales; y iv) el Mundial de Fútbol, con sus típicas contribuciones a los sectores de bebidas, muebles y electrodomésticos.

Las fallas estructurales del sector industrial continúan siendo evidentes. Se requiere trabajar en toda la “agenda transversal” para poder mejorar su rentabilidad y lograr una significativa reducción del Costo Colombia. Allí se requiere: i) acelerar las ejecuciones de las obras de infraestructura 4G, fuertemen-

te afectadas por problemas de gestión y corrupción en diversos proyectos (donde dichas disputas mantienen en pausa las construcciones); ii) reducir los elevados costos energéticos; iii) flexibilizar el mercado laboral y reducir los sobrecostos de nómina cercanos al 50% del salario; iv) mejorar la calidad educativa (tanto técnica como profesional), enfocándose en su aplicación en procesos productivos; y v) implementar un sistema tributario más competitivo. Nótese que difícilmente se podrá honrar la promesa de continuar bajando la tasa de Imporrenta corporativo hacia el 33% de la Ley 1819 de 2016, a menos que se compense con la eliminación de generosas exenciones (especialmente en zonas francas no exportadoras) y en una aplicación mucho más generalizada del IVA del 19%, con la única excepción de aquellos de la canasta básica (pasando muchas posiciones del IVA del 0% o el 5% al 19%).

Asimismo, los productores locales deben seguir trabajando en aumentar sus niveles de productividad multifactorial, buscando a la vez atender nuevos mercados. Sobre el particular, Anif ha venido proponiendo ideas que pueden sintetizarse así: i) migración de recursos al interior de la industria hacia sectores más productivos



(con cambio estructural positivo), donde aparte de los sectores intensivos en recursos naturales, sobresalen sectores con una alta incorporación tecnológica (transporte, maquinaria y telecomunicaciones); ii) organización de *clusters* regionales que permitan, mediante la acción coordinada, generar economías de escala-alcance (en este frente ya han estado trabajando las Cámaras de Comercio); iii) relocalización geográfica de buena parte de la producción manufacturera del centro del país hacia las costas

Pacífica y Atlántica (con el fin de reducir costos de transporte a los principales puertos); y iv) mayores niveles de eficiencia con ajustes de escala.

Finalmente, cabe mencionar que, de cara al posconflicto, el sector manufacturero enfrenta un nuevo desafío en materia de absorción de la mano de obra desmovilizada, donde su posición como uno de los principales generadores de empleo en el país lo convertirá en uno de los protagonistas del proceso de ajuste.



Durante el primer trimestre de 2018, el PIB-real del sector de comercio-transporte-turismo (según la nueva clasificación sectorial del Dane) mostró un crecimiento del 3.9% (vs. 0.5% un año atrás), después de exhibir una notoria desaceleración durante 2016-2017 (con expansiones promedio de solo el 1.6% anual).

Dicha recuperación se explica por el mayor dinamismo de los rubros de *catering*-alojamiento (6.9% vs. 1.3% un año atrás) y comercio propiamente dicho (4.6% vs. 0.6%). Esto último gracias a: i) la superación del choque que tuvo un año atrás el aumento de

la tasa general del IVA del 16% al 19% (según la Ley 1819 de 2016); y ii) el mayor consumo de los hogares, expandiéndose un 2.5% en el primer trimestre de 2018 (vs. 1.3% un año atrás), con algo de mejora en los indicadores de confianza del consumidor de Fedesarrollo hacia niveles positivos de 8.9 en mayo (aunque todavía por debajo del promedio histórico de 10.8).

Este buen comportamiento de los primeros meses del año en el comercio ha sido “campaneado” por los indicadores líderes del sector, particularmente aquellos relacionados con las ventas minoristas. Veamos esto con más detalle.

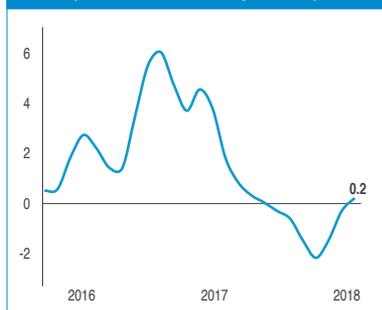
Precios

La variación del margen comercial, calculada por Anif con base en la tasa de crecimiento de la relación IPC/IPP para el comercio minorista, exhibió registros negativos a finales de 2017 e inicios de 2018, después de mostrar resultados positivos durante 2015-2017 (ver gráfico 20). Ello se debió al

encarecimiento de los insumos productivos en los sectores de alimentos (+6% anual promedio en el IPP entre diciembre-abril) y vestuario (+2.4%), costos que no se transmitieron a los consumidores, tal como lo demuestra el comportamiento del IPC de dichos sectores (+1.9% anual en

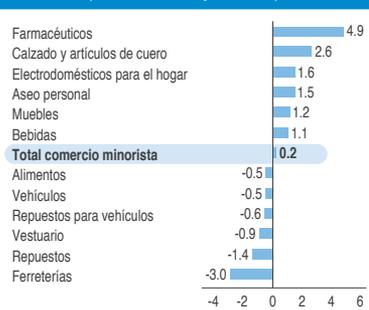


Gráfico 20. Margen del comercio minorista*
(var. % anual IPC/IPP, mayo de 2018)



* Sin combustibles.
Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Gráfico 21. Margen Comercial (IPC/IPP) por sectores
(var. % anual, mayo de 2018)



* Sin combustibles.
Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

el IPC del sector de alimentos entre diciembre-abril y +1.7% en el sector de vestuario).

Sin embargo, la variación del margen comercial volvió al plano positivo en mayo de 2018, ubicándose en el 0.2% anual. Allí presentaron una mayor expansión en sus márgenes de ganancia los sectores de: farmacéuticos (4.9%), calzado y artículos de cuero (2.6%), electrodomésticos para el hogar

(1.6%) y aseo personal (1.5%). Por el contrario, los sectores que presentaron los peores resultados fueron: ferreterías (-3%), repuestos (-1.4%) y vestuario (-0.9%), ver gráfico 21.

Cabe mencionar que, al corte de mayo de 2018, 6 de los 12 sectores estudiados presentaron contracciones en sus márgenes de ganancia, cifra superior a la observada un año atrás (0).

Evolución de las ventas

De acuerdo con la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor y Comercio de Vehículos (EMCM) del Dane, las ventas del comercio minorista se expandieron un +6.2% en lo corrido del año a abril de 2018 (vs. -2.3% un año atrás), ver gráfico 22. Este comportamiento del

comercio minorista se explica por el disipamiento del efecto del aumento del IVA y el mayor consumo de los hogares (como ya se comentó). En esto último también ha ayudado el relativo alivio en las tasas de interés, en línea con la reducción de la repo del Banco de la República, ubi-



cándose actualmente en el 4.25% (-350pb en los últimos 18 meses), aunque todavía se mantiene un margen notorio entre la DTF y la repo de 35pb a la fecha.

Sorprendentemente, pese a que la economía aún muestra débiles señales de recuperación (por ejemplo, el mercado laboral muestra un deterioro de 0.2pp), la cartera de consumo continúa mostrando sobre-expansiones del 5.3% real anual a marzo de 2018 (aunque ligeramente inferiores a los niveles del 6%-7% observados en 2016-2017). Recordemos que dichas sobre-expansiones se explicaban en gran parte por el fenómeno del “*ever-green*”, donde el sector bancario venía haciendo el *roll-over* de los créditos problema para así evitar mayores provisiones-castigos. Sin embargo, la calidad de la cartera ha continuado

deteriorándose, llegando la cartera de consumo vencida a preocupantes niveles del 6.2% actualmente (vs. el 5.5% un año atrás).

Al analizar el comportamiento del comercio minorista por tipo de bienes, se observan todavía comportamientos negativos en la venta de bienes semidurables (-0.5% anual en el acumulado en 12 meses a abril de 2018 vs. -1.2% en 2017) y crecimientos aún débiles en las ventas de bienes durables (+0.5% vs. +0.8%), lo cual no alcanzó a ser compensado por el repunte en las ventas de alimentos y bienes no durables (+4.2% vs. +0.8%), ver gráfico 23. No obstante, los indicadores en el año corrido a abril de 2018 mostraron recuperación en dichas ventas. En efecto, las ventas de bienes semidurables se expandieron un +5.1% anual en enero-abril de 2018 (vs. -4.9% un



*Sin combustibles
Fuente: cálculos Anif con base en Dane-EMCM.



Fuente: cálculos Anif con base en Dane-EMCM.



año atrás) y los bienes durables lo hicieron un +9.7% en el mismo período (vs. -4.2%). Esto último por cuenta del dinamismo en las ventas de vehículos (+14.6% vs. -7.6% un año atrás) y los electrodomésticos (+10.7% vs. -1.8%, impulsados por el Mundial de Fútbol). Por su parte los alimentos y bienes no durables se mantuvieron en el plano positivo registrando una expansión del +6.4% en lo corrido de enero-abril (vs. +1.2% un año atrás).

En la desagregación por sectores, se observaron los mayores crecimientos en lo corrido del año a abril de 2018 en las ventas minoristas de: equipos de informática y telecomunicaciones (+16.3% vs. +12.9% un año atrás); vehículos (+14.6% vs. -7.6%); electrodomésticos (+10.7% vs. -1.8%); alimentos y bebidas no alcohólicas (+8% vs. +3%); y otras mercancías para

uso personal (+4.8% vs. +2.2%), ver gráfico 24.

Entre tanto, los sectores que registraron los peores desempeños en el período de análisis fueron: repuestos para vehículos (-3.9% vs. -8.5% un año atrás); productos farmacéuticos (-1.9% vs. -3.6%); artículos de ferretería (-1.1% vs. -8.1%); calzado (-0.8% vs. -9.9%); y bebidas alcohólicas y cigarrillos (+1.8% vs. +2.1%), ver gráfico 25.

Por ciudades, Barranquilla exhibió la dinámica más favorable en las ventas del comercio minorista (sin combustibles), con crecimientos del +5.2% en lo corrido del año a marzo de 2018 (vs. +2.3% un año atrás). Posteriormente, se ubicaron Medellín (+4% en enero-marzo de 2018 vs. -3.1% un año atrás), Bogotá (+3.5% vs. -3%) y Cali (+3% vs. -2.1%). Bucaramanga fue la



Fuente: Dane-EMCM.



Fuente: Dane-EMCM.



ciudad con el menor crecimiento dentro de la muestra estudiada por la Muestra Trimestral Manufactu-

ra Regional, con expansiones de solo el +2% en el período de referencia (vs. -5.2% un año atrás).

Encuestas de opinión

Encuesta de consumo de Fedesarrollo

Los resultados de la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo correspondientes al mes de mayo de 2018 muestran que la confianza de los consumidores se ha recuperado frente a los bajos niveles observados a inicios del año 2017, llegando a los mejores registros de los últimos 2 años. Esto se refleja a través del Índice de Confianza del Consumidor (ICC), el cual permite, a través del balance de respuestas (diferencia entre respuestas favorables y desfavorables), aproximarse a las intenciones de gasto de los hogares, teniendo en cuenta: i) la percepción sobre la situación económica actual, capturada por el Índice de Condiciones Económicas (ICE); y ii) las expectativas sobre la situación futura del país a un año vista, capturadas por el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC).

Al corte de mayo de 2018, el ICC reportó un balance de respuestas de +8.9, superior al -16.9 de

un año atrás, representando una marcada recuperación frente a los mínimos históricos de -30.2 reportados en enero de 2017 (ver gráfico 26). Esta recuperación se explica, en gran parte, por un aumento en las expectativas de los consumidores frente a la situación futura del país (IEC). Así el IEC mostró un balance de respuestas de +13.5 al corte de mayo de 2018, muy superior al -12.4 de un año atrás. Asimismo, la percepción de los consumidores frente a las condiciones económicas



Fuente: cálculos Anif con base en Fedesarrollo.



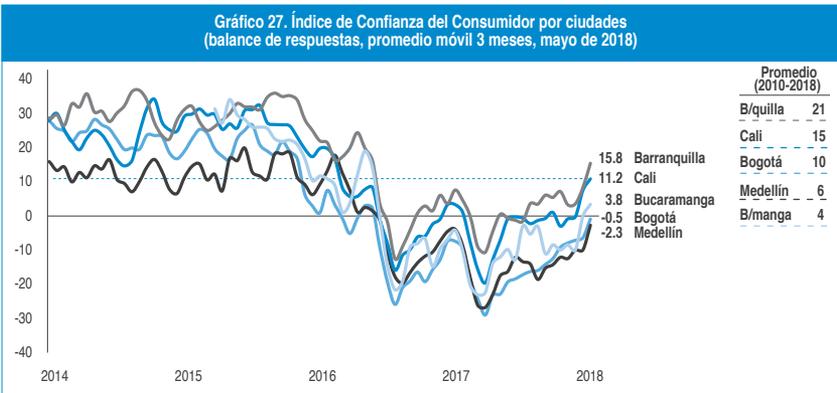
actuales (ICE) reportó una mejora sustancial, registrando un balance de respuestas de +1.9, superior al -23.7 exhibido un año atrás.

Por ciudades, el ICC muestra una mejora generalizada en los últimos meses. Así, al corte de mayo de 2018, Barranquilla (balance de respuestas promedio móvil de tres meses de +15.8 vs. +0.9 un año atrás) y Cali (+11.2 vs. -6.7) fueron las ciudades con los mayores balances dentro de la muestra, seguidas de Bucaramanga (+3.8 vs. -11.7), Bogotá (-0.5 vs. -22.5) y Medellín (-2.3 vs. -17.1), ver gráfico 27. De esta manera, tres de las cinco ciudades de la muestra exhibieron un balance de respuestas positivo, aunque aún por debajo de sus respectivos promedios históricos de 2010-2018.

Encuesta del Comercio al por Menor de Fedesarrollo

En línea con la recuperación exhibida por los indicadores de confianza de los consumidores, la opinión de los empresarios del sector comercio ha registrado un desempeño más favorable durante el año 2018. Para este análisis se utilizan promedios móviles de tres meses de los balances de respuestas de las preguntas sobre los siguientes temas: i) situación económica actual de los comerciantes del sector; ii) situación económica en los próximos seis meses; iii) percepción sobre el nivel de existencias; y iv) situación actual de la demanda que perciben.

El promedio móvil del balance de respuestas de los comerciantes sobre la situación económica ac-



Fuente: cálculos Anif con base en Fedesarrollo.



tual ha presentado una tendencia ascendente en lo corrido de este año, con un ligero descenso en los últimos meses, llegando a 38 en abril de 2018 (similar al nivel observado un año atrás), ver gráfico 28. Este último resultado obedeció a que, en promedio, un 48% de los comerciantes percibió como positiva la situación económica, mientras que el 42% opinó que esta se mantenía igual y el restante 10% la veía peor.

De manera similar, la percepción de los empresarios sobre la situación económica de los próximos seis meses ha mostrado un desempeño favorable durante 2018, subiendo a 43 en abril (vs. 37 en 2017). Así, en promedio, un 51% de los comerciantes consideró como positiva la situación económica de los próximos seis meses,

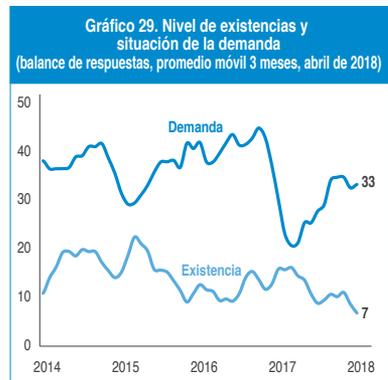
mientras que un 40% creía que se mantendría igual y el restante 8% percibió que empeoraría.

Entre tanto, el balance de respuestas sobre la opinión de los empresarios respecto del nivel actual de existencias cayó hacia niveles de 7 en abril de 2018 (vs. 16 un año atrás). Allí un 20% de los comerciantes consideró que sus existencias habían aumentado, mientras que un 67% afirmó que no habían cambiado y un 13% percibió que se habían reducido (ver gráfico 29).

En línea con lo anterior, la percepción de los comerciantes minoristas sobre la situación de la demanda registró un incremento en sus balances, llegando a 33 en abril de 2018 (vs. 30 un año atrás). Esta última cifra se expli-



Fuente: cálculos Anif con base en Fedesarrollo.



Fuente: cálculos Anif con base en Fedesarrollo.



ca, en promedio, por un 45% de los comerciantes que registraron mayores ventas, frente al 44%

que no reportó variaciones y el restante 11% que percibió menores ventas.

Perspectivas

Teniendo en cuenta todo lo anterior, Anif prevé que las ventas minoristas registren un crecimiento del +2.6% anual en 2018 frente al -1.2% de 2017. Allí incidirían positivamente: i) el disipamiento del efecto de aumento en la tarifa general del IVA; ii) el salón del automóvil a finales de año, que dinamizaría las ventas de vehículos; iii) el Mundial de Fútbol, con sus típicas contribuciones a los sectores de bebidas, muebles y electrodomésticos; y iv) la apreciación reciente (favoreciendo a productos importados) y la caída de las tasas de interés por parte

del Banco de la República (de hasta 375pb en 2016-2018). No obstante, los lastres referentes al desempleo y al alto endeudamiento de los hogares (llegando al 39% del ingreso disponible entre créditos de consumo + créditos hipotecarios vs. 36% en el pico de 1997) serán un moderador del consumo privado, impidiendo un mejor desempeño del sector comercial.

Con todo este panorama, el PIB-real del sector de comercio-turismo-transporte crecería un 2.6% anual en 2018 (como un todo), cifra superior al 1.2% de 2017.



Capítulo IV

Sector construcción

El sector de la construcción (con una participación del 7% al interior del PIB-real) se había señalado como una de las locomotoras de la economía colombiana. Sin embargo, su crecimiento se ha venido desacelerando durante 2017-2018. En efecto, la construcción siguió mostrando marcadas contracciones a ritmos del -8.6% anual en el primer trimestre de 2018 (vs. -0.4% un año atrás), siendo el sector con peor desempeño. Allí se observaron caídas tanto en las obras civiles (-6.4% vs. +5.7%), afectadas principalmente por las contracciones de las obras minero-energéticas (-10.1%) y de carreteras-calles (-4.3%), como en las edificaciones (-9.2%

vs. -1.7%). Todas estas cifras van en contravía del esperado crecimiento de dos dígitos que anunciaba el gobierno con las 4G y los subsidios de vivienda.

De esta manera, las obras civiles continuaron con una participación del 19% al interior del PIB de la construcción en el primer trimestre de 2018, al tiempo que las actividades complementarias mantuvieron una participación del 23% y las edificaciones del 57%. En este último sector de las edificaciones nos enfocaremos en esta sección. Como veremos, dicho comportamiento de las edificaciones ha venido siendo capturado por los indicadores líderes del sector.

Indicadores de oferta

Por el lado de la oferta, según las cifras recientes del Censo de Edificaciones, el área causada (uno de los componentes más representativos en la construcción del PIB edificador) se contrajo al -3.9% anual durante el primer trimestre de 2018 (vs. -8.3% un año atrás), ver gráfico 30. Ello como

consecuencia del mal desempeño del área residencial (que representa el 73% del área causada total), la cual se contrajo al -3.2% anual durante el primer trimestre de 2018 (vs. -8.2%). Lo anterior se sumó a los efectos negativos generados por el área no residencial (27% del total), con caídas del



-5.8% anual en el primer trimestre de 2018 (vs. -8.7%).

De manera similar, el área licenciada total se contrajo al -12.1% anual en el acumulado en doce meses al corte de marzo de 2018 (vs. -12.8% un año atrás). Allí se observaron caídas tanto en las licencias para vivienda (-11.6% vs. -12.3% un año atrás)

como en licencias no residenciales (-13.5% vs. -12.8%), ver gráfico 31. En términos absolutos, acumulado en doce meses, las licencias totales se ubicaron en 19.3 millones de m² en marzo de 2018, provenientes principalmente de las licencias de vivienda (con una participación del 75.2% en el total), seguidas por las de comercio (8.2%) y de bodegas (3.5%), ver gráfico 32.

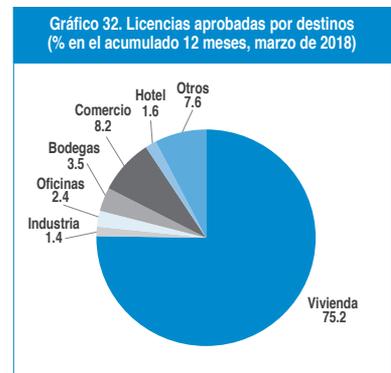


Fuente: cálculos Anif con base en Camacol y Dane.

En particular, las licencias no residenciales exhibieron deterioros en casi todos los rubros. El mayor deterioro se observó en el segmento de oficinas, contrayéndose un -44.8% anual en el acumulado en doce meses a marzo de 2018 (vs. -5.1% un año atrás). Lo siguieron los rubros de industria (con caídas del -34.2% en el período de referencia vs. -17.8% un año atrás), bodegas (-17.7%



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



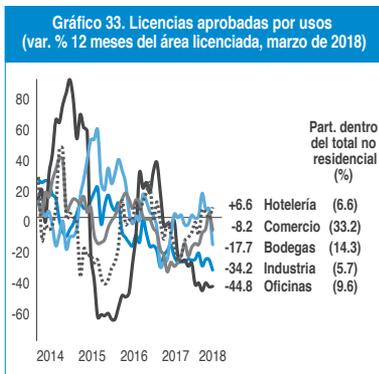
vs. -11.2%) y comercio (-8.2% vs. -29.1%). Por su parte, el único sector que presentó crecimiento positivo fue el de hoteles, el cual creció al +6.6% anual en el último año con corte a marzo de 2018 (vs. -10.5%), ver gráfico 33.

Aquí vale la pena mencionar que las licencias de comercio representan la mayor parte de las licencias no residenciales (33.2%), seguidas por las licencias de bodegas (14.3%), de oficinas (9.6%), de hotelería (6.6%) y, finalmente, las industriales (5.7%).

A nivel regional, se evidenciaron contracciones en el área licenciada en la mayor parte del país en el último año con corte a marzo de 2018. Bogotá fue la región con el peor desempeño, con contracciones del -34.1% anual en el acumulado

en doce meses (vs. +19.4% un año atrás), ver gráfico 34. Posteriormente, se ubicaron los departamentos de Atlántico (-26.7% en el período de referencia vs. -29.1% un año atrás), Santander (-7.2% vs. -47.3%), Antioquia (-6.5% vs. -12.5%) y Valle del Cauca (-5.9% vs. -8%). Por su parte, la región de Cundinamarca registró un crecimiento del +10.7% en el acumulado en doce meses a marzo de 2018 (vs. -32.2% un año atrás).

Respecto a la participación por región en el área licenciada, se observa que Bogotá continúa ubicándose por encima de las demás regiones analizadas, representando el 17.6% del área licenciada total en el acumulado en doce meses al corte de marzo 2018. Sin embargo, este porcentaje resulta muy inferior al 27% observado en el año 2001,



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



evidenciando las secuelas causadas por el “ruido regulatorio” que afectó las licencias de la capital. En segundo lugar, se ubicó Antioquia, con una participación del 15.1%, superior al 14.6% que tenía en 2001; seguida de Cundinamarca, cuya participación pasó del 2.7% en 2001 al 12.7% en el período de referencia. Posteriormente, figuraron Valle del Cauca (9.8% en el período de referencia vs. 12.2% en 2001), Atlántico (4.9% vs. 3.2%) y Santander (4.5% vs. 4.8%).

Con relación al comportamiento del área licenciada específicamente para vivienda a nivel regional, se observaron deterioros en el último año con corte a marzo de 2018 en Bogotá (-29.6% vs. +10.3% un año atrás), Atlántico (-26.8% vs. -25.8%), Antioquia (-8.2% vs. -10.5%), Valle del Cauca (-5.6% vs. -3.8%) y Santander (-3% vs. -52.6%). Por el contrario, Cundinamarca presentó expansiones del +10.7% en el período de referencia (vs. -31.6% un año atrás).

Precios y ventas

Durante 2017-2018, los precios reales de la vivienda en Colombia se ubicaron entre un 28% y un 51% por encima de su promedio histórico real. Por ejemplo, en el caso de la vivienda nueva se tienen incrementos en el rango 28% (caso de Galería Inmobiliaria con corte a mayo de 2018); 35% (caso del DNP a septiembre de 2017); y hasta del 45% (caso del Dane a marzo de 2018). A nivel de vivienda usada, se tiene el mayor incremento, alcanzando el 51% respecto de su promedio histórico (caso del índice del Banco de la República-BR a diciembre de 2017), ver gráfico 35.

Sin embargo, durante 2014-2017, se observan importantes correc-

tivos bajistas en los precios, por cuenta del exceso de oferta y del golpe a la demanda agregada resultante del ciclo económico descendente pos-auge de los *commodities*. En el caso de la



Fuente: cálculos Anif con base en DNP (solo Bogotá), Banco de la República (total nacional), Dane (total nacional) y Galería Inmobiliaria (Bogotá, Medellín y Cali).



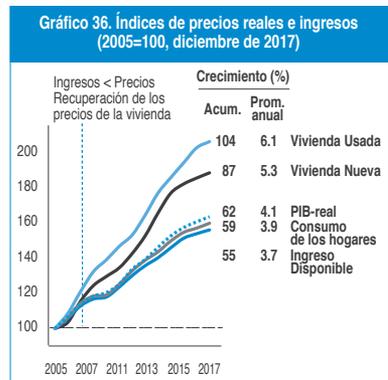
vivienda usada, se han tenido incrementos de solo un 3.9% real anual en el índice del BR (a diciembre de 2017) vs. incrementos promedio anual del 4.6% durante 2013-2016. En lo referente a la vivienda nueva, se han registrado incrementos de solo un 1%-2.3% real anual en los índices del DNP y del Dane (vs. incrementos del 4.5%-5% reales anuales durante 2013-2016). Por el contrario, en el caso de la vivienda nueva (Galería Inmobiliaria) se han tenido expansiones del +4.7% real anual al corte de mayo de 2018 (vs. +1.5% anual en el período 2013-2016), probablemente reflejando la varianza regional que se evidencia en el país.

Esta dinámica de moderación en los precios de la vivienda pareciera provenir de: i) desaceleraciones estructurales de la economía colombiana, donde el fin del auge minero-energético ha implicado pérdidas de potencial de crecimiento hacia niveles de solo un 3% real durante 2015-2020 (vs. el 4.5% histórico), incluso con expansiones de solo el 1.8% en 2017 y recuperaciones lentas del 2.2% en el primer trimestre de 2018; y ii) la poca efectividad de los impulsos gubernamentales sobre las ventas de vivienda de alto valor (la que tiene mayor multiplicador económico). Todo

ello llevó a que no fuera posible evacuar la sobreoferta en las principales ciudades del país, generando un deterioro en los indicadores de ocupación (particularmente agudos en el rubro de oficinas) y de ventas que analizaremos más adelante.

Si bien la inflación inmobiliaria se ha venido moderando durante 2014-2018, el balance histórico todavía arroja niveles de precios relativamente elevados. Por ejemplo, durante 2005-2017, los precios de la vivienda usada acumularon incrementos del 104% real (duplicando su valor), mientras que los de la vivienda nueva aumentaron su valor real en un 87% (ver gráfico 36).

Cabe resaltar que estos incrementos de precios de vivienda desbordaron la dinámica de com-



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



pra agregada de los hogares durante ese período 2005-2017. En efecto, el ingreso disponible de los hogares (neto de impuestos) marcó un crecimiento acumulado del 55% durante ese período, al tiempo que el PIB-real exhibió un incremento real del 62% (equivalente a una tasa promedio anual del 4.1%). Nótese que todas estas cifras de capacidad de compra y de ingresos estuvieron por debajo del 87%-104% de valorizaciones de la vivienda (arriba comentados).

Dicho de otra manera, mientras que los precios de la vivienda nueva/usada crecieron a una tasa promedio del 5.3%/6.1% real anual durante 2005-2018, el ingreso disponible de los hogares/su consumo crecieron a ritmos del 3.7%/3.9% real anual. Así, estas cifras describen la trayectoria típica de una “burbuja hipotecaria”, donde la diferencia es que esta no estuvo apalancada en el crédito bancario, como había ocurrido con la de 1998-2002.

Este descalce entre el auge de los precios hipotecarios y la capacidad adquisitiva, típico de toda segunda fase de Enfermedad Holandesa, había sido alertado por Anif desde hace cinco años. En aquel entonces se describieron los inicios de la “destorcida

minero-energética” y se alertó sobre la inminente corrección de los precios hipotecarios.

Hemos visto que la dinámica nacional de los precios de la vivienda evidencia el rasgamiento de una burbuja hipotecaria no apalancada. Sin embargo, la dinámica regional encierra algunas heterogeneidades. Por ejemplo, al corte de mayo de 2018, Bogotá ha venido acelerando el crecimiento de sus precios reales a ritmos del +3.1% (vs. -0.3% un año atrás). Por su parte, Medellín, aunque todavía muestra expansiones en sus precios a tasas del 5.9% real anual en mayo de 2018, estos se han venido desacelerando frente a los niveles del 6.4% observados un año atrás. Por el contrario, Cali exhibe los mayores incrementos en sus precios a ritmos del 12.2% real anual (vs. 4.7% un año atrás). Finalmente, Bucaramanga (+0.7% real anual en mayo 2018 vs. -0.8% un año atrás) y Barranquilla (-1.6% vs. -1.2%) presentan una dinámica mucho más moderada en sus precios, donde vale recordar que dichas ciudades representan una porción pequeña del mercado.

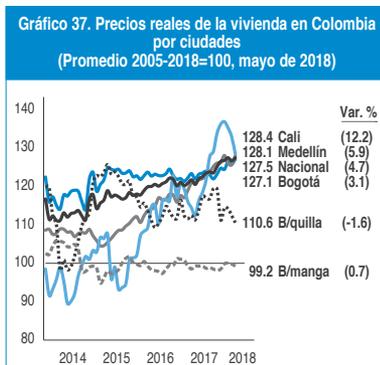
Estas diferencias persisten a la hora de analizar el comportamiento de los precios frente al promedio histórico real de cada ciudad. Por ejemplo, en el caso de



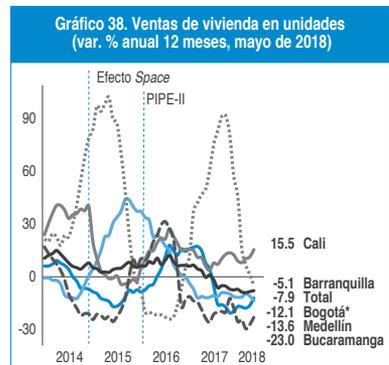
Bogotá, los precios de la vivienda se ubicaban un 27% por encima de su promedio histórico real al corte de mayo de 2018, cifra inferior a máximos históricos del 28% en febrero de 2018. Algo similar ocurre en Cali, donde los precios actualmente están un 28% por encima de su promedio histórico, por debajo de los máximos del 37% observados en febrero de 2018. Por su parte, en Medellín, dichos precios todavía marcan máximos históricos (28% por encima del promedio histórico de la ciudad), ver gráfico 37.

Asimismo, por el lado de la demanda, las ventas de vivienda han venido mostrando un deterioro en 2017-2018. En efecto, dichas ventas exhibieron contracciones del -7.9% anual en el acumulado en doce meses a mayo de 2018

(vs. -0.3% un año atrás), afectadas por: i) la débil recuperación económica, con expansiones del PIB-real de solo el 2.2% en el primer trimestre de 2018, por debajo del 3% potencial; y ii) la incertidumbre electoral y los riesgos que implicaba para activos de largo plazo, como la vivienda, una victoria de la izquierda. A nivel regional, se han observado importantes deterioros en Barranquilla (-5.1% anual en el acumulado en doce meses a mayo de 2018 vs. +49.7% un año atrás), Bogotá (-12.1% vs. +7.9%), Medellín (-13.6% vs. -11.9%) y Bucaramanga (-23% vs. -23.6%). Por el contrario, Cali fue la única ciudad que mostró expansiones en las ventas de vivienda nueva a tasas del 15.5% en el período de referencia (vs. 6.1% un año atrás), ver gráfico 38.



Fuente: cálculos Anif con base en Galería Inmobiliaria (Bogotá, Medellín y Cali).



*Bogotá y municipios aledaños (Soacha, Mosquera, Chia y Cota). Fuente: cálculos Anif con base en Galería Inmobiliaria.



Asequibilidad

El Índice Anif de Asequibilidad de Vivienda (IAAV) es un indicador construido por Anif con el fin de evaluar la capacidad de los hogares colombianos para adquirir vivienda. Dicho índice relaciona el ingreso de los individuos con el valor promedio de la vivienda en el país, incluyendo consideraciones respecto al costo de los créditos hipotecarios. Así, el numerador de esta relación viene dado por los ingresos, donde analizamos salarios particionados por estratos: bajo (2 SML), medio (10 SML) y alto (20 SML). El denominador es el índice de precios de vivienda (en este caso, usamos el calculado por Galería Inmobiliaria para cada ciudad).

A nivel nacional, el cálculo de este IAAV ha venido exhibiendo un deterioro desde mediados del año 2013, logrando algo de estabilización en 2017. Inicialmente (2013-2014), dicho debilitamiento obedeció a una sobre-expansión en los precios de la vivienda, llegando a ubicarse entre un 20% y un 50% real por encima de su promedio histórico. Ello opacó los impulsos favorables generados por: i) los subsidios a las tasas de interés de crédito hipotecario

adoptados desde abril de 2013; y ii) las reducciones en la tasa repo del BR (del 5.25% al 3.25% durante 2012-inicios de 2013).

Durante 2015 se registró una recuperación temporal en el indicador, como resultado de la moderación en los precios de la vivienda en Colombia. Dicha tendencia de los precios se profundizó aún más durante el año 2016, observándose incluso contracciones hasta del -1.5% real anual (vs. +3% en 2015), dando inicio a un suave rasgamiento de la “burbuja hipotecaria” (no apalancada).

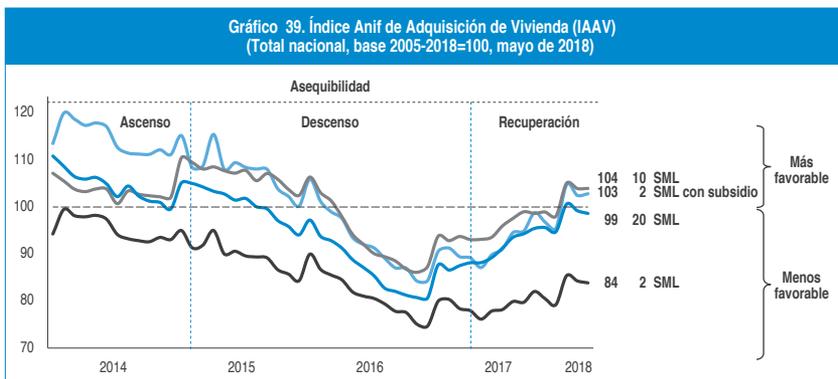
Sin embargo, dicho alivio parcial en los precios en 2015-2016 coincidió con el inicio del ciclo alcista de la tasa repo del BR (+325pb entre septiembre de 2015 y agosto de 2016), elevando las tasas de interés de vivienda (+136pb en VIS y +187pb en No-VIS, entre septiembre de 2015 y diciembre de 2016). Ello llevó a que, durante 2017, el IAAV ubicara a todos los segmentos de ingresos en el plano de asequibilidad desfavorable (tanto en el indicador nacional, como en las mediciones regionales).



Durante 2018, se ha observado una mejora significativa del IAAV (a nivel nacional) para todos los segmentos de ingreso, alcanzando el plano de asequibilidad favorable los segmentos de ingresos de 2SML con subsidio (103) y de 10SML (104), mientras que el de 20 SML (99) se encuentra cerca del límite para superar el plano desfavorable (ver gráfico 39). Allí han influido: i) la transmisión de la reducción de la repo del BR (reduciéndose en 170pb las tasas de interés hipotecarias); y ii) los continuos subsidios a la tasa de interés para la adquisición de vivienda de los segmentos VIS y con precios inferiores a los \$340 millones, que aunque no tienen un efecto significativo sobre el valor agregado del sector, dado su bajo multiplicador económico (muchas de esas viviendas con

valores inferiores a los \$50 millones/unidad y para entrega en obra negra-gris), representan una política social importante para los estratos bajos-medios.

A nivel regional, Bogotá arroja niveles similares en el IAAV al total nacional, con la asequibilidad del segmento de ingresos por 10SML alcanzando el plano favorable (104), mientras que la asequibilidad de los segmentos de 20SML (99) y de 2SML con subsidio (99) se encuentran cerca de la frontera (ver gráfico 40). En Medellín, el segmento de ingresos de 2SML alcanzó un nivel de asequibilidad favorable (107), mientras que los segmentos de 10SML (95) y 20SML (97) se encuentran un poco más lejos de la favorabilidad (ver gráfico 41). Finalmente, Cali ubicó los



Fuente: cálculos Anif con base en Galería Inmobiliaria y Superintendencia Financiera.

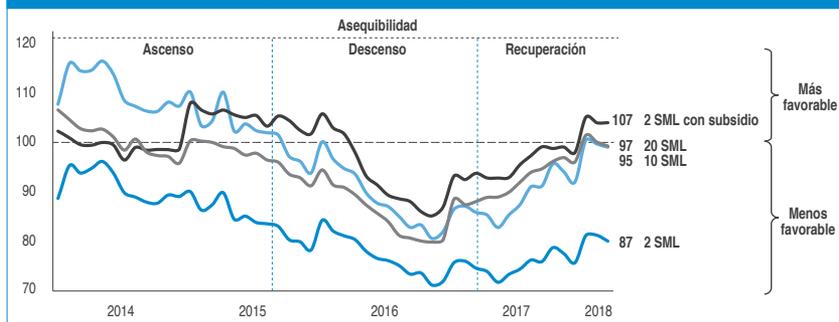


Gráfico 40. Índice Anif de Adquisición de Vivienda (IAAV)
(Bogotá: base 2005-2018=100, marzo de 2018)



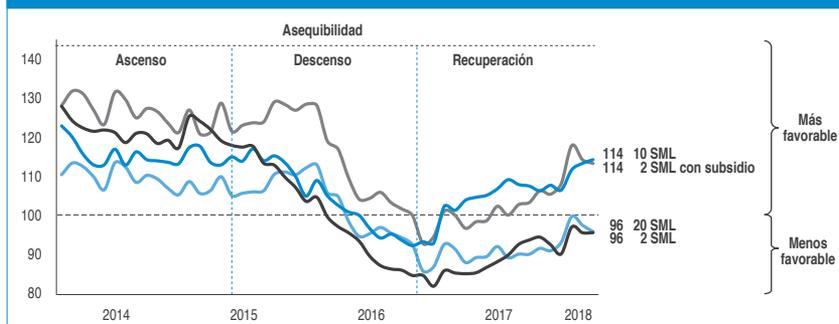
Fuente: cálculos Anif con base en Galería Inmobiliaria y Superintendencia Financiera.

Gráfico 41. Índice Anif de Adquisición de Vivienda (IAAV)
(Medellín: base 2005-2018=100, marzo de 2018)



Fuente: cálculos Anif con base en Galería Inmobiliaria y Superintendencia Financiera.

Gráfico 42. Índice Anif de Adquisición de Vivienda (IAAV)
(Cali: base 2005-2018=100, marzo de 2018)



Fuente: cálculos Anif con base en Galería Inmobiliaria y Superintendencia Financiera.



segmentos de 2SML con subsidio (114) y 10SML (115) en el plano favorable, mientras que

el segmento de 20SML (96) se mantuvo relativamente lejos de la frontera (ver gráfico 42).

Perspectivas

Para lo que resta del año 2018, proyectamos una leve recuperación de las ventas y el sector edificador. Dicha tendencia situaría las ventas en niveles similares a los observados un año atrás (cerca de 125.000 unidades vendidas). Allí incidirían: i) el eventual repunte en el uso de cupos de los subsidios a la tasa de interés de “Colombia Repunta”, los cuales los gremios de la construcción han solicitado al gobierno garantizar; ii) una mayor tracción en la transmisión de la política monetaria, donde la convergencia inflacionaria de 2018 (probablemente hacia niveles del 3.3% anual) podría abrir algún espacio para rebajas adicionales en la tasa repo, llevándola hacia el 4% al cierre del año (vs. el 4.25% actual); y iii) una inflación en precios de vivienda que bajaría

hacia el 1%-2% real anual, dados los evidentes excesos de oferta.

Todo ello nos lleva a pronosticar que el valor agregado del sector de edificaciones probablemente se estará contrayendo al -1.3% al cierre de 2018. Si bien esta cifra es menos grave que el -5.3% de 2017, la situación del sector continúa siendo delicada. La sobreoferta de vivienda y el mayor desempleo son factores que estarán contribuyendo a un deterioro en la calidad de la cartera hipotecaria, la cual ha escalado del 2% hacia el 3.1% actual. Si bien esta todavía se ubica por debajo del 4.9% de la calidad de la cartera total, las perspectivas de un crecimiento del PIB-real en el rango 2.3%-2.5% y un desempleo promediando un 9.6% en 2018 no son buenas noticias.



Capítulo V

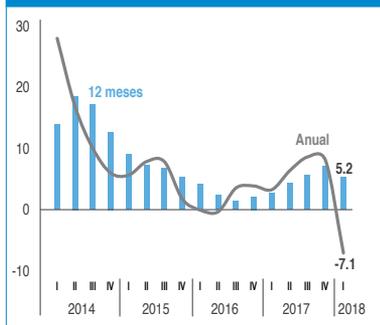
Sector infraestructura

Como vimos en el capítulo anterior, el sector de la construcción había sido señalado por la Administración Santos (2010-2018) como una de las locomotoras de la economía colombiana. Sin embargo, su crecimiento se ha venido desacelerando durante 2015-2018, lo cual obedece a: i) el rasgamiento de la burbuja hipotecaria (no apalancada), afectando el desempeño de las edificaciones (con contracciones del -9.2% anual en el primer trimestre de 2018 vs. -1.7% un año atrás); y ii) la lentitud de la ejecución de las obras de infraestructura 4G (fuertemente afectadas por problemas de gestión y corrupción en diversos proyectos), lo cual ha afectado el desempeño de las obras civiles (-6.4% vs. +5.7%). En

este último sector de obras civiles-infraestructura nos enfocaremos en este capítulo.

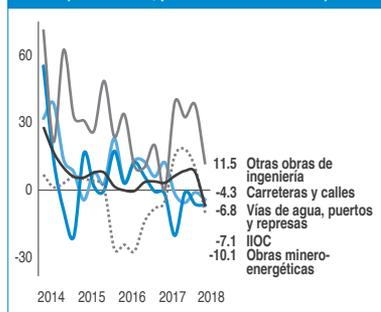
El Índice de Inversión en Obras Civiles (IIOC) es uno de los indicadores líderes de la infraestructura. El gráfico 43 muestra cómo IIOC registró un decrecimiento del -7.1% anual en el primer trimestre de 2018 (vs. +3.3% un año atrás), reflejando un muy mal inicio de año, pues en el acumulado en 12 meses el crecimiento alcanza el +5.2% (vs. +2.7%). Ello obedeció a caídas en casi todos los segmentos de inversión, incluyendo las construcciones para: i) obras minero-energéticas (-10.1% anual en el primer trimestre de 2018 vs. -5.1% un año atrás);

Gráfico 43. Indicador de Inversión en Obras Civiles (var. % anual, primer trimestre de 2018)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Gráfico 44. Indicador de Inversión en obras civiles según tipo (var. % anual, primer trimestre de 2018)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



ii) vías de agua, puertos y represas (-6.8% vs. -1.8); y iii) calles y carreteras (-4.3% vs. +12.3%). Dichos decrecimientos no alcanzaron a ser compensados por las

otras obras de ingeniería, las cuales alcanzaron un crecimiento del +11.5% anual durante el primer trimestre de 2018 (vs. +0.4% un año atrás), ver gráfico 44.

Inversión en infraestructura: ¿Cómo van las obras 4G?

Luego de un 2017 lleno de zozobra, en el que el sector de infraestructura estuvo en el ojo del huracán debido a los escándalos de corrupción. La opinión pública sigue consternada sobre el impacto de los sonados casos de Odebrecht-Ruta del Sol II y ahora la sonante crisis de Hidroituango. Todos estos escándalos de ñoños-musas han tenido un impacto sobre la propia tecnocracia de la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI).

Esta situación no podría ser más infortunada después de los grandes esfuerzos institucionales que se hicieron, durante 2010-2014, para haber armado el ambicioso “paquete” 4G con inversiones cercanas a los \$40 billones durante el próximo quinquenio. De allí la importancia de blindar a la ANI y a la FDN frente a amenazas de captura política. Hoy se teme tanto por la velocidad de implementación de la ola-1 (con supuestos picos de ejecución durante 2018-2020) como por la magnitud y alcance de las olas 2-3.

Infortunadamente, el Estado tan solo asumió parcialmente las delicadas tareas de la “tramitomanía” referidas a: i) la adquisición de predios por donde irán las vías; ii) la obtención de las licencias ambientales (ahora agravadas por el surgimiento de “consultas territoriales” en proyectos mineros, pero que bien podrían extenderse a los proyectos de infraestructura, dependiendo de las interpretaciones que se le den a la Sentencia C-273 de 2016 de la Corte Constitucional); y iii) las negociaciones con las comunidades, en muchas ocasiones convirtiéndose en verdaderos focos de “extorsión” al Estado, bien por el montaje ficticio de dichas comunidades o por su fraccionamiento.

Si bien se han hecho avances regulatorios, por ejemplo, con la expedición de la Ley 1682 de 2013 (Ley de Infraestructura), el Decreto 2041 de 2014 y el Plan Nacional de Desarrollo (PND) 2014-2018, es evidente que prevalecen serios obstáculos institucionales.



Los cronogramas originales se han afectado y de allí la importancia de llegar a conocer el detalle de sus potenciales atrasos. Con esto en mente, resultó positiva la aprobación de la Ley 1882 de 2018, donde se legisló sobre: i) la implementación del llamado “pliego tipo” en las licitaciones de APPs y obras regionales (emulando lo ya actuado en las obras públicas por parte del Invías), con miras a erradicar la discrecionalidad que invita a corruptelas en adjudicaciones con únicos proponentes; y ii) los procedimientos contractuales a seguir en casos de nulidad cuando están involucrados “terceros de buena fe” (trabajadores, contratistas-proveedores y bancos-financiadores), tal como ocurrió en el proyecto Ruta del Sol II, afectado por el caso Odebrecht.

Adicionalmente, la opinión pública tiene la errada idea de que estos programas 4G le permitirían a la economía colombiana empezar a crecer, casi de forma inmediata, a tasas del 5% o del 6% por año. Lo primero que cabe aclarar es que buena parte de los impulsos de inversión provenientes de las 4G se estará destinando a “recuperar” parte del potencial de crecimiento que se perdió por el fin del auge minero-energético en 2014-2016, pasando del histórico 4.5% a cerca del 3% por año.

Dicho de otra manera, lo más probable es que la economía colombiana tan solo logre acelerar el crecimiento de sus pobres registros cercanos al 2% anual durante 2017-2018 hacia el rango 3%-4% por año durante 2019-2020. Allí las 4G, propiamente dichas, explicarían cerca de un 0.5% anual de dicha aceleración, siendo el restante explicado por el beneficio del posconflicto, mayor demanda agregada, entre otros, siempre y cuando se mantenga la mejoría en el precio del petróleo Brent hacia umbrales de US\$70-75/barril durante 2018.

Pese a todo lo anterior, se ha logrado el cierre financiero (definitivo) de gran parte de las obras programadas para la ola-1 de concesiones 4G (9 proyectos, requiriendo inversiones cercanas a los \$12 billones), y comienzan a concretarse cierres de la ola-2 y las iniciativas privadas. Sin embargo, va quedando claro que la participación del sector bancario local a ritmos del 50% del financiamiento no luce prudente de replicar prospectivamente.

Una revisión sobre el estado actual de los proyectos 4G en sus diferentes fases de pre-construcción-construcción, sugiere que el grueso de los proyectos viene cumpliendo con su cronograma. Sin embargo, persisten obstáculos relacionados con la triada de pro-



blemas de infraestructura (predios, licencias ambientales y consulta previa). Con corte a abril de 2018, 19 proyectos ya se encuentran en etapa de construcción, con avances de obra significativos

en varios proyectos (Cartagena-Barranquilla supera el 75% de la construcción y Girardot-Puerto Salgar el 70%), mientras que 11 proyectos se encuentran en etapa de pre-construcción.

Infraestructura terrestre

La infraestructura terrestre (definida como aquello referente al sistema de infraestructura vial) ha concentrado cerca del 80%-90% de la inversión pública dirigida al sector de transporte durante el período 2008-2017 (dicha infraestructura registró una inversión de aproximadamente \$28.3 billones entre 2011-2017). Pese a ello, la infraestructura vial de Colombia se caracteriza por tener importantes atrasos en lo referente a su extensión, calidad y conectividad.

Según el Instituto Nacional de Vías (Invías), el sistema de transporte vial cuenta con una red de 206.500 kilómetros (km). De dicha red, 19.079 km corresponden a la red primaria (9.2% del total), 45.137 km a las vías secundarias (21.9%) y 142.284 km a la red terciaria (68.9%). Respecto al total de la red primaria, en 2017, un 72% se encontraba pavimentado y el restante 28% sin pavimentar.

De esta manera, en materia de calidad de la red pavimentada en

el segundo semestre de 2017, el 0.9% de las vías reportaba encontrarse en muy mal estado, el 15% en mal estado, el 31.9% en estado regular, un 37.7% en buen estado y el restante 14.5% en muy buen estado. Por su parte, las vías sin pavimentar reportaban un 5.3% en muy mal estado, un 48.7% en mal estado, un 35.1% en estado regular, un 6.7% en buen estado y solo un 4.1% en muy buen estado.

Dichos indicadores de calidad resultan más preocupantes al considerar la red vial terciaria de Colombia. En efecto, de acuerdo con los datos del Ministerio de Transporte, el 24% de estas vías son de tierra, el 70% está afirmado y solo un 6% está pavimentado. Dado esto, uno de los objetivos de mediano plazo del gobierno nacional, con inversiones de \$3.2 billones, es la intervención de 40.000 km de vías terciarias. Esta es una meta fundamental para el aumento de la conectividad y el desarrollo de la produc-



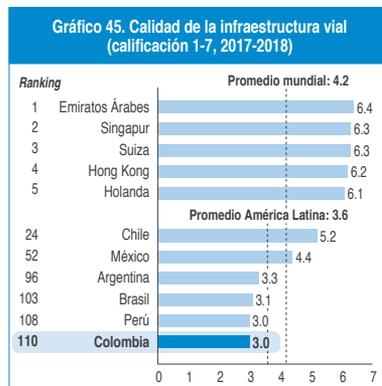
tividad, más ahora en el período de posconflicto.

Otra muestra de este rezago son las bajas calificaciones que obtiene Colombia en el Informe de Competitividad Global 2017-2018 del Foro Económico Mundial (FEM). Dicho informe evalúa siete componentes de la infraestructura de los países, correspondientes a la calidad de: i) infraestructura general; ii) carreteras; iii) vías ferroviarias; iv) puertos; v) aeropuertos; vi) suministro eléctrico; y vii) telecomunicaciones. Ello, a través de encuestas a empresarios, expertos académicos y líderes gremiales, quienes califican cada uno de los componentes previamente mencionados en una escala de 1 a 7, donde 1 representa la calificación más baja y 7 la más alta.

Según el FEM, aún no se materializan los efectos de la inversión en infraestructura en Colombia y se mantiene un importante rezago en la calidad de las carreteras. En este frente, Colombia ocupa el puesto 110 entre los 144 países encuestados, con una calificación de 3 sobre 7. Dichos niveles son notoriamente más bajos frente a los registrados por nuestros pares regionales de la Alianza del Pacífico como Chile, que ocupó el lugar 24 (calificación de 5.2), y México, que alcanzó la posición 52 (puntaje de 4.4), ver gráfico 45. Incluso el registro de

Colombia resultó inferior a la calificación promedio de América Latina (3.6). De hecho, en comparación con el resto de miembros de la región, el país únicamente sobrepasó a Venezuela (2.4) y Paraguay (2.8).

Dado lo anterior, es bastante claro que Colombia todavía tiene mucho por hacer en materia de infraestructura vial, tanto por el lado de los niveles de inversión (que, si bien son los más altos respecto a los demás modos de transporte, siguen siendo bajos según las recomendaciones internacionales), como por el lado de la eficiencia, planeación y calidad a la hora de efectuar dichas inversiones. Quedan pendientes los cierres financieros de las obras 4G restantes, afectados por los aparatosos escándalos de corrupción y los riesgos financieros-reputacionales que pueden significar para los financiadores-ejecutores.



Fuente: World Economic Forum – The Global Competitiveness 2017-2018.



Infraestructura aérea

Actualmente, Colombia cuenta con 703 pistas (vs. 614 en 2004) para el transporte aéreo (entre aeropuertos comerciales, militares, municipales y privados). A nivel departamental, hay una cobertura del 100% y, según la Aerocivil, 11 de estos aeropuertos son considerados de carácter internacional.

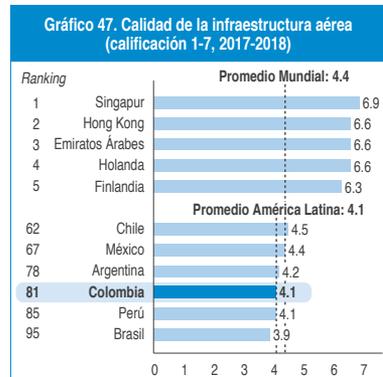
En materia de inversión pública, la relacionada con el sector de transporte aéreo alcanzó los \$386.181 millones durante 2016. Ello representó el 8.6% del total de la inversión pública destinada a los diferentes modos de transporte durante ese año y significó una contracción del -31% anual en la inversión de infraestructura aérea para el período en mención, después de las importantes inver-

siones de los años anteriores (ver gráfico 46).

Sin embargo, pese a dichos avances en materia de inversión, la infraestructura aérea colombiana también registra un desempeño regular a la hora de ser comparada a nivel internacional, aunque está mejor calificada que la infraestructura terrestre. En efecto, según el FEM, el país ocupa el puesto 81 entre 144 países encuestados, con una calificación de 4.1 sobre 7 en materia de transporte aéreo. Con ello, el país se ubica en el promedio de América Latina, superando las calificaciones de países como Brasil (3.9) y Perú (4.1). Sin embargo, todavía figura por debajo de los puntajes de Chile (4.5) y México (4.4). Sin embargo, todavía figura por debajo de los puntajes de Chile (4.5) y México (4.4), ver gráfico 47.



Fuente: cálculos Anif con base en Ministerio de Transporte.



Fuente: World Economic Forum – The Global Competitiveness 2017-2018.



De esta manera, la infraestructura aérea del país ha venido avanzando a ritmos considerables, concentrando mayores niveles de inversión y logrando claros avances en

materia de calidad. Sin embargo, aún queda mucho por hacer, especialmente respecto a la eficiencia en procesos y a la reducción de costos.

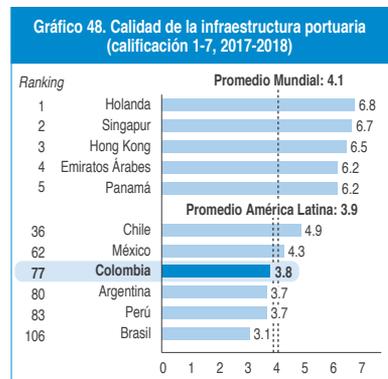
Infraestructura portuaria

La apertura económica de Colombia y el advenimiento de los TLCs han puesto de manifiesto la necesidad de que el país cuente con instalaciones portuarias óptimas y un adecuado servicio de logística. Ello contribuye a enfrentar el reto que supone el mayor volumen de intercambio comercial.

En Colombia, se pueden diferenciar dos tipos de instalaciones portuarias: i) los puertos privados (algunos habilitados para uso público); y ii) las Sociedades Portuarias Regionales (SPRs) entregadas en concesión por el Estado. Estas últimas son de vital importancia, debido a su gran participación en los procedimientos de comercio exterior del país.

Sin embargo, pese a su alto nivel de importancia para la dinámica comercial del país, la infraestructura portuaria registra un comportamiento regular con respecto a los estándares internacionales, tal como ocurre con los dos tipos de infraestructura ya mencionados. En efecto, el informe del FEM de

2017-2018 ubicó a Colombia en el puesto 77 entre 144 países en su calidad portuaria (con un puntaje de 3.8 sobre 7). Esto posiciona al país por debajo de Chile (puesto 39, con una calificación de 4.9) y México (62, calificación 4.3). Sin embargo, aquí cabe resaltar los avances del país de los últimos años, los cuales le han permitido acercarse al promedio de América Latina (con una calificación de 3.9), ubicándose por encima de los registros de Argentina (puesto 80, calificación 3.7), Perú (83, calificación 3.7) y Brasil (106, 3.1), ver gráfico 48.



Fuente: World Economic Forum – The Global Competitiveness 2017-2018.



En línea con lo anterior, las cifras del *Doing Business* de 2017-2018 muestran que el país todavía tiene el desafío de disminuir los tiempos de exportación, los cuales aún resultan muy elevados frente el promedio regional. Por ejemplo, el gráfico 49 muestra que el país registró un total de 112 horas en los tiempos de manejo de carga para exportación en 2017, ubicándose únicamente por debajo de Venezuela (288 horas) y lejos de alcanzar el registro de países como Chile (60 horas).

Lo anterior deja bastante claro que Colombia tiene mucho por hacer en cuanto a infraestructura y logística portuaria para aproximarse a los referentes internacionales. La buena noticia es que el gran rezago portuario que se tenía unos años atrás se ha ido reduciendo de forma significativa en los últimos



Fuente: World Economic Forum – The Global Competitiveness 2017-2018.

veinte años. De esta manera, en materia portuaria, los desafíos se concentran en: i) mejorar la articulación puertos-centros de producción; ii) promover el desarrollo logístico (tema sobre el cual el DNP se encuentra trabajando en un documento Conpes); y iii) continuar fortaleciendo el marco institucional portuario.

Infraestructura fluvial y férrea

La infraestructura fluvial y la férrea se caracterizan por ser los tipos de transporte de menor desarrollo en el país, y han recibido las menores inversiones públicas-privadas. Así, pese a la alta importancia que estos tipos de transporte presentan en la dinámica económica a nivel internacional, ambas clases de infraestructura han sido olvidadas.

Lamentablemente, en octubre de 2017, el contrato para la recuperación de la navegabilidad del río Magdalena (el corredor fluvial más importante del país especialmente en el tramo Barrancabermeja-Puerto Salgar, cubriendo 630 km) fue liquidado por el escándalo de corrupción de Odebrecht, socio mayoritario del consorcio Naveleña que había firmado el contrato



por \$2.5 billones en septiembre de 2014. Actualmente la Corporación Autónoma Regional del Río Grande de la Magdalena radicó los nuevos estudios de riesgos ante el Ministerio de Hacienda y esperan lograr publicar los pliegos con las modificaciones al proyecto antes de que termine el año. Adicionalmente, se espera que para 2018 esté listo el nuevo puente de Pumarejo que con una altura de 45 metros (vs. 22 metros actualmente) permitirá la entrada de embarcaciones de mayor tamaño al río, un primer paso para comenzar a utilizar esta red hídrica.

Por su parte, la infraestructura férrea registra una completa dependencia de la dinámica económica del carbón (siendo prácticamente el único producto transportado). De esta manera, la motivación para invertir en infraestructura fé-

rea depende de las necesidades del sector minero-energético.

Frente a este modo de transporte, solo el 2.4% de la inversión en infraestructura (\$650.000 millones) ha sido invertido en desarrollarlo entre 2011-2017. El gobierno afirma que realizará un proceso para recuperar las vías férreas ya establecidas, pero se estima que para esto se necesitarían inversiones por cerca de \$1.2 billones. En el largo plazo, en el portafolio de proyectos del gobierno se encuentra la “Ferropista de la Cordillera Central”. Esta es una línea de 55km que incluye un túnel de 44.2km que pasa por debajo de la Cordillera Central y conecta las poblaciones de Armenia e Ibagué. Este proyecto se encuentra registrado como una APP de iniciativa privada ante la ANI desde 2013, pero su financiamiento no resulta factible en el corto-mediano plazo.

Perspectivas

En materia de valor agregado, Anif pronostica que las obras civiles se expandan a ritmos del 3.6% anual en 2018 (como un todo), decreciendo frente al 7.5% registrado en 2017. Ello implica registrar una recuperación en lo que resta de 2018, lo cual dependerá del impulso de las obras 4G. Allí estaría agilizando los cierres financieros y

la ejecución de dichos proyectos la aprobación de la Ley 1882 de 2018 (previamente comentada).

En el largo plazo, el plan maestro de transporte intermodal deja en claro que el sector será uno de los ejes del crecimiento de Colombia, planteando inversiones por: \$1.2 billones en puertos;



\$4.7 billones en el transporte fluvial; \$10.1 billones en la red férrea; \$17 billones en aeropuertos; y más de

\$100 billones en calles y carreteras (incluyendo el mantenimiento de las mismas).

Copiamiento de balances bancarios y financiamiento de la infraestructura vía mercado de capitales

El mercado de capitales de Colombia aportó solo el 11% del financiamiento total de la llamada ola-I de las 4G (= 6% bonos + 5% fondos de deuda-AFPs). Esta cifra es significativamente inferior al 50% de participación bancaria local (aunque se elevaría al 20% de incluir los bonos emitidos en el exterior), por lo cual existe una gran oportunidad-necesidad para poner el mercado de capitales al servicio del financiamiento de la infraestructura (particularmente vial y con referencia al programa de concesiones 4G).

Como es sabido, Basilea III impone limitaciones a la financiación de infraestructura debido a su prolongada exposición en la fase de construcción. Así, el indicador de Solvencia Bancaria (= Patrimonio/Activos Ponderados por Riesgo) se ve drenado en su denominador debido a esa larga exposición intertemporal a 15-18 años en los préstamos a los constructores. Inicialmente se pensaba que el sistema bancario (principalmente local) estaría aportando

unos \$19 billones al total del programa 4G, donde unos \$6 billones ya se han comprometido en la ola-I. Esto implicaría a nivel de los bancos locales: i) reducciones cercanas a 0.9pp en su índice de solvencia total (y del orden de 0.6pp en la solvencia básica); y ii) incrementos en su exposición al sector de infraestructura hacia niveles del 16%-18% de su cartera comercial (sabiéndose que las mejores prácticas internacionales sugieren no sobrepasar exposiciones sectoriales del 10%-15%).

Por eso a futuro los bancos locales están pensando no superar en las próximas rondas participaciones del 30% frente al 50% del pasado reciente. En consecuencia, sería el mercado de capitales el llamado a jugar un papel más protagónico en las fases siguientes de financiamiento de infraestructura.

En una etapa inicial, deberán profundizarse los esquemas tradicionales de emisión de bonos, replicando los éxitos de las concesiones Pacífico 3 y la llamada



Concesión Costera (Cartagena-Barranquilla y Circunvalar de la Prosperidad). En el primer caso, se contó con elevadas participaciones del 60% de financiamiento vía mercado de capitales (\$720.000 millones de un total de \$1.2 billones). Ello se logró mediante la emisión de bonos externos (logrando una calificación BBB- por parte de Fitch) e internos (a tasas UVR+3.08%, con calificación local AA+ y maduración a 19 años). En el segundo caso, también se lograron financiamientos del 66% (\$800.000 millones de un total de \$1.2 billones) mediante la emisión de dos tramos de bonos: i) aquel

denominado en pesos, consistente en la emisión de bonos atados a la UVR por \$327.000 millones (con maduración a 18 años y un *spread* de UVR+2.85%); y ii) la porción en dólares, referente a la emisión de bonos por US\$151 millones (emitidos a tasas del 7%).

Cabe recalcar que en dichas emisiones de renta fija resultó crucial el esquema de garantías de liquidez de la FDN, bajo la llamada “Facilidad Subordinada Multipropósito”. Esta última ahora sujeta de mayor tracción dados los recursos inyectados a la FDN por la enajenación de ISAGEN (\$4.3 billones a la fecha).

Esquemas alternativos de financiamiento de infraestructura vía mercado de capitales

Al margen de dichos esquemas “tradicionales” de renta fija, deberá avanzarse paralelamente en alternativas novedosas con miras a flexibilizar el financiamiento del programa 4G. Allí vale la pena destacar las iniciativas referentes a:

- **CIDO** (*Collateralized Infrastructure Debt Obligation*)

Una clara vía para aliviar el copamiento de los balances bancarios locales proviene de la titularización de dicha cartera crediticia destinada al sector de infraestructura. Allí la

CAF ha venido trabajando en un vehículo estandarizado para tal fin mediante el llamado CIDO (el análogo a un CDO, pero de infraestructura). La novedad de dicho vehículo provendría de manejar los flujos de los préstamos en patrimonios separados y respaldados por la emisión de valores negociables (en su mayoría destinados a inversionistas institucionales locales y externos).

- **Profundización de mini-perms**

Otro elemento de potencial “reciclaje de capital bancario” podría



provenir de un mayor uso de los llamados *mini-perms*. Allí el papel del mercado de capitales proveniría del refinanciamiento de dichos créditos rotativos a corto plazo (usualmente concentrados a la altura del año 6-7). En todo este esquema resultará clave la aplicación efectiva de las aclaraciones sobre protecciones a “terceros de buena fe” (financiadores), según lo mandado en la Ley 1882 de 2018. Vale la pena mencionar que este tipo de crédito ya ha sido utilizado exitosamente en Colombia, destacándose su uso en el financiamiento de una cuarta parte (\$400.000 millones) del tercer tramo de la concesión Bogotá-Villavicencio.

- **Fondos de deuda**

Los Fondos de Deuda son esquemas que habilitan a las AFPs y aseguradoras para financiar proyectos de infraestructura mediante gestores especializados. Actualmente se cuentan con tres Fondos de Deuda manejados por CAF-Ashmore (con recursos por cerca de \$1.5 billones), Credicorp-Sura (\$1.4 billones) y Blackrock (\$825.000 millones).

Un mayor uso de los recursos de dichos fondos, por encima de los \$800.000 comprometidos a la fecha, será crucial en el cometido de mayor flexibilidad en el financiamiento de la segunda y tercera ola de proyectos 4G.

- **REITS-FICIs**

Los REITs son fondos que adquieren y/o gestionan activos inmobiliarios de distintos tipos. En Colombia, los vehículos de inversión del mercado de capitales con subyacente inmobiliario han tomado la forma de Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliaria (FICIs). Si bien este vehículo no reproduce completamente las características de los REITs, estos fondos inmobiliarios (en este caso gerenciando proyectos de infraestructura), podrían convertirse en herramientas útiles para el financiamiento de la segunda y tercera ola de concesiones 4G. Allí será crucial lograr las clarificaciones tributarias requeridas (exención de retefuente) para que las unidades de dichos FICIs logren negociarse en la rueda de renta variable de la BVC.

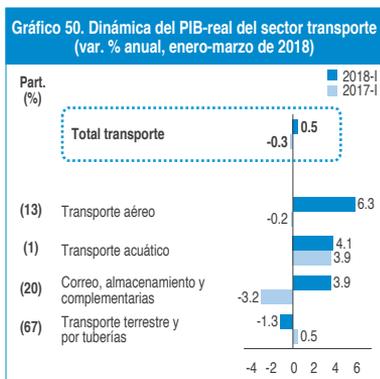


Durante el período enero-marzo de 2018, el sector transporte se expandió al +0.5% anual frente al -0.3% de 2017 (ver gráfico 50), según las cuentas nacionales del Dane. Esto mantuvo al sector de transporte con una participación del 5% al interior de la economía (como un todo).

Este ligero repunte del sector transporte obedeció al comportamiento de: i) el transporte aéreo, cuyo crecimiento fue del +6.3% anual en lo corrido del año a marzo de 2018 (vs. -0.2% un año atrás); ii) el transporte acuático, creciendo un 4.1% (vs. 3.9%);

y iii) las actividades de correo, almacenamiento y complementarias al transporte, las cuales exhibieron un crecimiento del +3.9% (vs. -3.2%). Esta dinámica apenas logró contrarrestar los malos desempeños del transporte por vía terrestre (-1.3% vs. +0.5%).

Con todo lo anterior, el desempeño del sector transporte todavía se mantuvo por debajo del observado en el promedio de la economía (con expansiones del PIB-real del 2.2% en el primer trimestre de 2018 vs. 1.3% un año atrás). Ello se explica en parte por el rezago del país en materia de infraestructura de transporte. En efecto, tal como se referenció en el capítulo del sector de infraestructura, las mediciones internacionales muestran que, en una escala de 1 (mala) a 7 (óptima), Colombia reporta bajas calificaciones en la calidad de su infraestructura de transporte, con una calificación de 3.1 (sobre 7), ubicándose por debajo del promedio mundial (4.2) y del promedio de América Latina (3.9), ver cuadro 1.



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



Cuadro 1. Calidad de la infraestructura por modo de transporte 2017-2018
(mínimo: 1 “mala”, máximo: 7 “óptima”)

	Promedio	Vial	Férreo	Portuario	Aeroportuario
Chile	4.7	5.2	2.5	4.9	4.5
México	4.1	4.4	2.8	4.3	4.4
Mundo	4.2	4.0	3.3	4.1	4.1
América Latina	3.9	3.6	1.9	3.9	4.1
Perú	3.1	3.0	2.0	3.7	4.1
Colombia	3.1	3.0	1.5	3.8	4.1

Fuente: cálculos Anif con base en WEF-Global Competitiveness Report (2017-2018).

Transporte terrestre

El transporte terrestre (incluyendo los modos vial y férreo) exhibió una contracción del -1.3% en el primer trimestre de 2018 (vs. +0.5% en el mismo período de un año atrás), por cuenta de la menor movilización tanto de pasajeros como de carga. Nótese cómo este resultado explica el débil desempeño del sector transporte, pues el modo terrestre representa el 67% del PIB de transporte (68% en 2017). Esta leve disminución en la participación del transporte terrestre se explica por las mayores expansiones de los otros modos y actividades asociadas al sector.

Movimiento de pasajeros por vía terrestre

El 88% de los pasajeros que se mueven en el territorio nacional

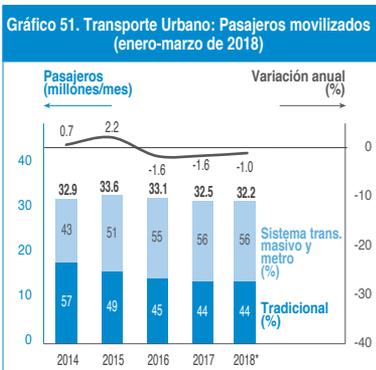
lo hacen por modo terrestre (concentrado en el modo vial, pues el férreo solo transporta el 0.2% del total de pasajeros).

A nivel intermunicipal, la movilización de pasajeros por tierra concentró el 88% del total de pasajeros en 2016 frente al 89% entre 2010-2015. Esta caída responde en gran parte a la migración de los pasajeros hacia el transporte por modo aéreo, cuya participación pasó del 9% al 11% en el período de referencia. Esta migración se ha dado en respuesta a los menores costos del transporte aéreo, reflejados en tiquetes más económicos, y a mayor disponibilidad de aerolíneas y rutas. Según el informe mensual de turismo del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo (cuyos datos para Bo-



gotá no están registrados para febrero y 5 terminales tampoco tienen datos para marzo), el número de vehículos que sale de una terminal de transporte ha caído un -37% en enero-marzo de 2018 (vs. -35% en 2017), movilizandó 27 millones de pasajeros.

A nivel urbano (sistema tradicional y masivo), la movilización de pasajeros en el primer trimestre del año fue de 32.2 millones de pasajeros por día, cayendo un -1% en los últimos 12 meses a marzo de 2018 (vs. -1.6% en el mismo período de un año atrás), ver gráfico 51. Ello respondió a una menor demanda de los pasajeros que usan tanto del sistema tradicional (-0.5% vs. -3.5% en 2017, llegando a una participación del 44%) como los Sistemas Integrados de Transporte Masivo-SITM (-0.2% vs. -0.5%, con participaciones del 56%).



* Dato acumulado 12 meses a marzo de 2018.
Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Nótese cómo la participación del SITM ha venido aumentando en los últimos años, pasando del 20% en 2010 al actual 56%. Ello se ha logrado gracias a inversiones por \$15 billones. Sin embargo, prevalecen problemas financieros y operativos en varias de las empresas prestadoras del servicio, lo cual incluso ha llevado a que los pasajeros busquen modos de transporte alternativo.

Movimiento de carga por vía terrestre

El 73% de la carga nacional y el 3% del comercio exterior se transporta por modo vial. A nivel de carga nacional, los bienes movilizados corresponden en su mayoría a productos del sector manufacturero, bienes agroindustriales, agrícolas y mineros. En este sentido, durante el primer trimestre de 2018, la movilización de carga nacional por modo vial estuvo afectada por los malos desempeños del sector de industria (con contracciones del -1.2% anual vs. +0.1% un año atrás), lo cual no alcanzó a ser contrarrestado por los mejores comportamientos del comercio propiamente dicho (+4.6% vs. +0.6%) y el agro (+2% vs. -0.3%).

Por su parte, el modo férreo moviliza el 20% de la carga nacional,



en su mayoría carbón. De esta forma, su desempeño estuvo afectado por la disminución en la producción de carbón del -8.1% durante el primer trimestre de 2018 (vs. +8.2% un año atrás).

Nótese cómo el transporte terrestre mostró una dinámica desfavorable a pesar de los menores costos de movilización de carga del modo vial. En efecto, el Índice de Costos de Transporte de Carga por Carretera (ICTCC) registró una inflación del 1.6% en lo corrido del año a marzo de 2018, inferior al 3% observado un año atrás (ver gráfico 52). Allí se observaron menores crecimientos en todos los rubros que componen el ICTCC, a saber: i) los insumos (10% del total de los costos), con un crecimiento del 0.5% anual en enero-marzo de 2018 (vs. 3.5% un año atrás); ii) las partes-piezas-

mantenimiento (5% del total de los costos), con expansiones del 0.8% (vs. 2.7%); iii) los combustibles (40% de los costos), con crecimientos del 1.5% (vs. 3%); y iv) los factores (incluyendo los seguros y peajes, 45% del total), con expansiones del 2% (vs. 2.9%).

Cabe mencionar que, en este frente de costos de movilización por carretera, se podrían registrar aumentos en lo que resta del año por cuenta de la recuperación de los precios del petróleo, promediando US\$70/barril-Brent en lo corrido del año a junio de 2018 (+29% anual). Esto estaría presionando al alza el precio de los combustibles, donde el ACPM ya muestra incrementos del 5% anual en lo corrido a junio (vs. 3.9% un año atrás).

Recordemos que, según el último Informe Nacional de Competitividad 2017-2018, los altos costos del transporte de carga son la principal barrera que impacta la logística en Colombia, además de la falta de zonas adecuadas de cargue y descargue. Adicionalmente, el país enfrenta el desafío de: i) modernizar su parque motor, con una edad promedio de 21 años, lejos de los registros de América Latina (14-15 años; y ii) aumentar la productividad del sector, la cual se ha visto afectada



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



por la elevada informalidad del transporte de carga por carretera, donde 2.000 de las 2.400 empre-

sas registradas son informales y solo el 25% de los conductores se encuentra formalizado.

Transporte aéreo

El transporte aéreo se consolidó como el subsector de transporte con mejor desempeño en el primer trimestre de 2018, creciendo a ritmos del +6.3% anual frente al -0.2% observado un año atrás. Ello a pesar de que, a nivel de movilización de pasajeros y carga por este modo de transporte, las cifras de la Aerocivil mostraron resultados menos positivos respecto a los registrados un año atrás. En efecto, la movilización de pasajeros registró un crecimiento del 0.4% en el primer trimestre de 2018 (vs. 2% en 2017), mientras que la movilización de carga aumentó a ritmos de solo el 3% en el período de análisis (vs. 5.3%).

Movimiento de pasajeros por vía aérea

El modo aéreo moviliza el 11% de los pasajeros dentro del territorio nacional frente al 5% una década atrás, ganándole terreno al transporte por modo terrestre. Ello ha obedecido a factores como: i) la mayor oferta de aerolíneas y rutas; y ii) el mejoramiento de la infraestructura aeroportuaria, con inter-

venciones de 59 aeropuertos en el período 2010-2017 (equivalente a inversiones por más de \$5 billones).

Como ya se mencionó, los pasajeros movilizados crecieron a tasas de solo el 0.4% en el primer trimestre de 2018 (vs. 2% en 2017), ver gráfico 53. Este menor crecimiento obedeció a la contracción en la movilización de pasajeros a nivel nacional del -4.9% en el período de análisis (vs. +1.8% en 2017), los cuales representan el 63% del total de pasajeros movilizados por modo aéreo. Del total de 5.6 millones de pasajeros movilizados a nivel nacional, un 97%

Gráfico 53. Movilización de pasajeros por modo aéreo (2011-2018)



*Dato acumulado 12 meses a marzo.
Fuente: cálculos Anif con base en Aerocivil.



lo hizo a través de operaciones regulares y el restante 3% mediante operaciones no regulares (aquellas no sujetas a itinerarios, como los vuelos adicionales, los vuelos charter y las empresas de taxi aéreo).

El cuadro 2 muestra los aeropuertos del país que registraron el mayor movimiento de pasajeros nacionales en enero-marzo de 2018, donde se destacan: i) El Dorado (Bogotá), con una participación del 36% del total de pasajeros movilizados; ii) José María Córdova (Rionegro), con el 12%; iii) Alfonso Bonilla Aragón (Cali), con el 9%; iv) Rafael Núñez (Cartagena), con el 7%; y v) Ernesto Cortissoz (Barranquilla), con el 5%. De estos aeropuertos, el único que registró un crecimiento fue el de Cartagena (0.02% en lo corrido del año a marzo 2018).

Por el contrario, la movilización de pasajeros a nivel internacional por modo aéreo mostró una notoria recuperación en el primer trimestre de 2018, con expansiones del 11% (vs. 2.5% en 2017), ver gráfico 54. Así se transportaron cerca de 3.2 millones de pasajeros a nivel internacional por modo aéreo en el período de referencia, donde un 99% lo hizo a través de operaciones regulares y el restante 1% por medio de operaciones no regulares.

Dentro de los aeropuertos del país que registraron el mayor movimiento de pasajeros internacionales en enero-marzo de 2018, se destacan: i) El Dorado (Bogotá), con una participación del 64%; ii) José María Córdova (Rionegro), con el 13%; iii) Alfonso Bonilla Aragón (Cali), con el 8%; iv) Rafael Núñez (Cartagena), con el 8%; y v) Ernesto Cortissoz (Barranquilla), con el 3%.

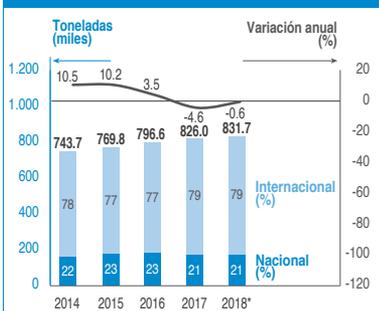
Cuadro 2. Principales aeropuertos nacionales en la movilización de pasajeros
(% del total, enero-marzo de 2018)

Aeropuerto	Total pasajeros	Pasajeros nacionales	Pasajeros internacionales
El Dorado (Bogotá)	42	36	64
José María Córdova (Rionegro)	12	12	13
Alfonso Bonilla Aragón (Cali)	9	9	8
Rafael Núñez (Cartagena)	7	7	8
Ernesto Cortissoz (Barranquilla)	4	5	3
Otros	25	31	5
Total	100	100	100

Fuente: cálculos Anif con base en Aerocivil.



Gráfico 54. Movilización de carga por modo aéreo (2011-2018)



*Dato acumulado 12 meses a marzo.
Fuente: cálculos Anif con base en Aerocivil.

De estos aeropuertos, los mayores incrementos se observaron en las ciudades de Cartagena (33% en lo corrido del año a marzo de 2018) y Rionegro (11%).

Movimiento de carga por vía aérea

El transporte aéreo solo moviliza el 0.07% de la carga nacional y

el 0.5% de la carga internacional. Ello se explica en gran medida por los mayores costos que enfrenta este modo de transporte y la menor capacidad de carga. No obstante, cabe mencionar que el modo aéreo ofrece mayores velocidades frente al modo vial, en lo referente a la carga nacional, y al marítimo, respecto al internacional. Así, su ventaja se focaliza en transportar productos de alto valor y aquellos con riesgos percederos.

Durante lo corrido del año a marzo de 2018, el transporte de carga por modo aéreo registró una expansión del 3% (vs. 5.3% un año atrás). Este menor crecimiento obedeció principalmente a la contracción en la movilización de carga nacional del -2% en enero-marzo de 2018 (vs. +1.4% un año atrás). De esta manera, se transportaron cerca de

Cuadro 3. Principales aeropuertos nacionales en la movilización de carga (% del total, enero-marzo de 2018)

Aeropuerto	Total carga	Carga nacional	Carga internacional
El Dorado (Bogotá)	71	43	86
José María Córdova (Rionegro)	11	10	12
Alfonso Bonilla Aragón (Cali)	4	9	1
Ernesto Cortissoz (Barranquilla)	3	7	1
Otros	11	32	-
Total	100	100	100

Fuente: cálculos Anif con base en Aerocivil.



41.900 toneladas en el período de referencia, donde un 85% se hizo a través de operaciones regulares y el restante 15% por medio de operaciones no regulares.

El cuadro 3 muestra los aeropuertos del país más importantes en movilización de carga nacional en lo corrido del año a marzo de 2018, destacándose: i) El Dorado (Bogotá), con una participación del 43% del total; ii) José María Córdova (Rionegro), con el 10%; iii) Alfonso Bonilla Aragón (Cali), con el 9%; y iv) Ernesto Cortissoz (Barranquilla), con el 7%. De estos aeropuertos, los mayores incrementos se observaron en las ciudades de Cali (32.5% anual en enero-marzo de 2018) y Cartagena (16%).

Por su parte, la movilización de carga internacional por modo aéreo también mostró menores

crecimientos en el primer trimestre de 2018, expandiéndose un 4.4% frente al 6.4% observado un año atrás. Así, se transportaron alrededor de 159.700 toneladas de carga internacional por modo aéreo en enero-marzo de 2018, donde un 65% se hizo a través de operaciones regulares y el 35% restante por medio de operaciones no regulares.

Con relación a los principales aeropuertos en la movilización de carga internacional, se destacaron en el primer trimestre de 2018: i) El Dorado (Bogotá), con una participación del 86% del total; ii) José María Córdova (Rionegro), con el 12%; y iii) Alfonso Bonilla Aragón (Cali), con el 1%. De estos aeropuertos, el de la ciudad de Cali registró aumentos en la carga movilizada (2.7% anual en enero-marzo de 2018) y le siguió Bogotá (1.4%).

Transporte acuático

El transporte acuático también mostró satisfactorias expansiones del 4.1% anual en el primer trimestre de 2018, cifra muy similar al 3.9% observado un año atrás. Sin embargo, este buen desempeño del modo acuático no logró jalonar en mayor medida el comportamiento del sector transporte (como un todo) dado

que solo representa el 1% del PIB del sector.

Recordemos que el modo acuático tiene una baja participación en la movilización de pasajeros, transportando solo el 1% de pasajeros nacionales (por modo fluvial) y el 3% de los pasajeros internacionales (por modo marítimo).

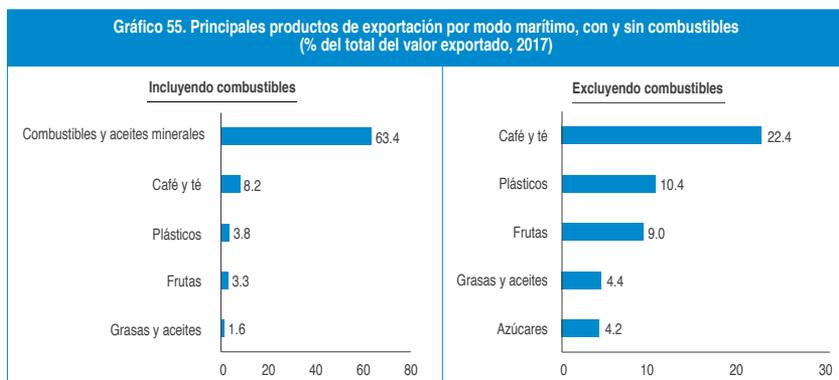


En este último caso, el referente de medición utilizado por el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo corresponde al arribo de pasajeros de cruceros internacionales a los puertos de Cartagena y Santa Marta. Al respecto, las cifras del Ministerio mostraron un crecimiento del 14.3% anual en el arribo de pasajeros en cruceros en enero-marzo de 2018 (vs. 9.7% un año atrás), movilizan- do 160.537 pasajeros. Asimismo, el número de cruceros aumentó al +1.4% en el período de análisis (vs. -6.6% un año atrás), llegando a 86 cruceros.

Con relación al transporte de carga, el transporte acuático tiene una participación muy baja a nivel nacional (1.4%), pero alta a nivel internacional (96%). En este sentido, durante el primer trimestre de 2018, la movilización de carga

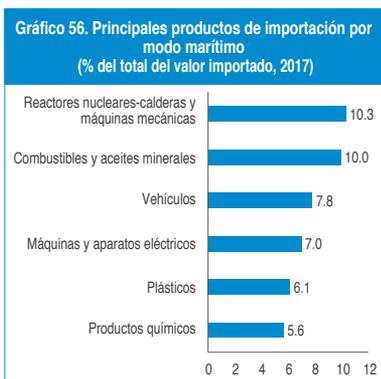
internacional por modo marítimo estuvo afectada por la menor dinámica de las importaciones (representando cerca del 25% movilizado), con contracciones del -1.7% anual (vs. +0.3%), y, en menor medida, de las exportaciones (representando el 75% movilizado), con caídas del -0.5% (aunque menores al -4.6% de un año atrás).

Con relación a los principales productos movilizados por modo marítimo, las cifras más recientes corresponden al cierre de 2017. En el frente de exportaciones, los principales bienes transportados por vía marítima en 2017 fueron: combustible y aceites minerales (63.4% del total); café y té (8.2%); plásticos (3.8%); frutas (3.3%); y grasas y aceites (1.6%), ver gráfico 55. Por su parte, en el frente de importaciones, los principales



Fuente: cálculos Anif con base en SIEEX.





Fuente: cálculos Anif con base en SIEX.

bienes transportados por vía marítima en 2017 fueron: reactores nucleares-calderas y máquinas mecánicas (10.3%); combustibles y aceites minerales (10%); vehículos (7.8%); máquinas y aparatos eléctricos (7%); plásticos (6.1%); y productos químicos (5.6%), ver gráfico 56.

Actividades de correo, almacenamiento y complementarias al transporte

Las actividades de correo, almacenamiento y complementarias al transporte, que representan el 20% del sector, tuvieron un crecimiento del +3.9% en el primer trimestre de 2018, recuperándose frente al -3.2% registrado un año atrás. Ello es consistente con la recuperación de los ingresos nominales de las actividades de correo-mensajería (+8.9% en enero-marzo de 2018 vs. +5.5 un año atrás) y almacenamiento (+3.4% vs. -1.7%), así como

de las agencias de viaje (+1.4% vs. -1.2%). En este último caso, cabe mencionar que el avance tecnológico ha llevado a las agencias de viaje a rediseñar sus esquemas de operación, ofreciendo servicios complementarios a sus clientes. Ello gracias a que dichas agencias tienen la ventaja de contar con un importante poder de negociación con las aerolíneas y los hoteles, lo cual les permite ofrecer paquetes turísticos a precios competitivos.

Perspectivas

Para 2018 (como un todo), Anif estima que el PIB-real del sector transporte exhibirá una recupera-

ción hacia el 1.2% anual, superior al 0.3% registrado en 2017. En particular, el transporte terrestre



se recuperaría hacia crecimientos del +1% anual (vs. -0.3% en 2017), gracias a las perspectivas de mejor desempeño en sectores intensivos en carga terrestre como la industria (+0.5% en 2018 vs. -2% en 2017), la minería (+0.5 vs. -4.3%) y el comercio (+3.4% vs. +1.3%). Por su parte, el transporte aéreo registraría una recuperación hacia el 2.2% en 2018 (vs. 1.6% en 2017), impulsada por un aumento en la movilización de pasajeros, en línea con la recuperación prevista en el consumo de

los hogares (2.6% vs. 1.8% en 2017). Por el contrario, el transporte acuático experimentaría una leve desaceleración hacia el 2% en 2018 (vs. 2.5% en 2017), debido a los bajos crecimientos que se observarían en los volúmenes tanto de exportaciones (2.2%) como de importaciones (2.6%). Con todo ello, las actividades de correo-almacenamiento y complementarias al transporte estarían manteniendo crecimientos del 1.3% en 2018, cifra similar a la de 2017.



