

Situación Colombia

Cuarto Trimestre de 2014
Unidad de Colombia

- Sigue aumentando el crecimiento mundial, aunque con ritmo lento y en medio de tensiones financieras. Las perspectivas de crecimiento de la Zona Euro desmejoran y las de EE.UU siguen en línea con lo esperado.
- En 2014 la economía crecerá 4,9% y en 2015, tendrá un crecimiento más balanceado; los efectos negativos de la reforma tributaria y los menores términos de intercambio serán compensados parcialmente con la recuperación industrial y un consumo privado más robusto.
- Inflación de 2014 cerrará en 3,5% como lo venimos anticipando. Un Fenómeno del Niño más débil y con una probabilidad de ocurrencia menor, dejaría la inflación en 3,3% para el cierre de 2015.
- El Gobierno radica una reforma tributaria que soluciona su necesidad de recursos temporalmente; sin embargo, en el mediano plazo, la reforma parece ser insuficiente para atender futuros compromisos.
- Normalización de la política monetaria: en medio de tensiones financieras, sin presiones inflacionarias y con el PIB cercano al potencial, el Banco de la República dejará su tasa en 4,5% y mantendrá la pausa hasta por lo menos el segundo trimestre de 2015.

Índice

1 Resumen	3
2 Lenta recuperación global y con mayor volatilidad financiera	4
3 Los mercados locales reaccionaron a la volatilidad global con desvalorizaciones	6
4 Crecimiento económico cerca al potencial	9
Recuadro 1. La NAIRU en Colombia cae y se acerca a tasas de un dígito	11
Recuadro 2. Análisis de la Reforma Tributaria	14
5 Balanza comercial negativa determina ampliación en el déficit de la cuenta corriente	20
6 Inflación en 2014 terminaría en 3,5% y un Fenómeno del Niño débil dejaría la inflación de finales de 2015 en 3,3%	22
Recuadro 3. Los efectos en la inflación del Fenómeno del Niño	24
7 Esperamos que la pausa monetaria se extienda hasta por lo menos el segundo trimestre de 2015	25
8 Riesgos determinan un sesgo a la baja en nuestra proyección de crecimiento económico	26
9 Tablas con pronósticos macroeconómicos	28

Fecha de cierre: 14 de noviembre de 2014

1 Resumen

Sigue aumentando el crecimiento mundial, aunque con ritmo lento y en medio de tensiones financieras. Las tensiones de los últimos meses es síntoma de la fragilidad de la recuperación mundial y resultado en parte de los ajustes a la baja en el crecimiento de la Zona Euro. El crecimiento de EE.UU. se mantiene en línea con lo esperado y en China se mantienen las perspectivas, aunque con un sesgo bajista.

La volatilidad global trajo desvalorizaciones moderadas al mercado local. La migración de capitales hacia activos más seguros y los menores precios del petróleo desvalorizaron los bonos soberanos y afectaron el desempeño de la bolsa colombiana.

La economía crecerá 4,9% en 2014. Menor inversión residencial y el saldo negativo de las exportaciones moderaron el crecimiento económico en el 2T14. Para el segundo semestre, esperamos un mejor desempeño de la inversión no residencial, mayor dinamismo de las exportaciones por cuenta de la recuperación industrial, y continuidad de la ejecución de los recursos de regalías.

En 2015 la economía tendrá un crecimiento de 4,8%. Aunque la reforma tributaria afectará el ritmo de inversión, el crecimiento se sostendrá gracias a un mayor consumo ayudado por un menor incremento de las tasas de interés y a una mejoría que traería el sector externo por cuenta de las mayores exportaciones industriales. **Con todo, el crecimiento en 2015 será sectorialmente más balanceado. Tenemos un sesgo a la baja en el crecimiento ante la persistencia de la caída en los términos de intercambio de la economía, deterioro de la confianza y lentitud en el inicio de la ejecución de obras de infraestructura.**

Aumentamos la devaluación del peso colombiano como respuesta a la caída en el precio del petróleo. Un sorpresivo aumento de la oferta con una menor demanda anticipan precios bajos en el corto plazo; no obstante, la estructura de costes de la industria petrolera impediría caídas adicionales del precio y apoyaría un regreso a niveles alrededor de 100 dólares por barril en el medio plazo.

El déficit en cuenta corriente se amplía por cuenta de un mayor déficit comercial. Para 2014 esperamos un déficit en cuenta corriente de 3,8% del PIB y un déficit comercial de 0,5% del PIB. **No obstante, este déficit será cubierto completamente por IED.** En el mediano plazo, la cuenta corriente se corregirá a niveles cercanos al 3,0%-3,5%.

El gobierno radica reforma tributaria en el Congreso que extiende por otros 4 años la tarifa de 0,4% en el Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF); crea un nuevo impuesto al patrimonio y aumenta las tarifas del impuesto a la renta de las empresas. **Sin embargo, la reforma parece insuficiente para atender los requerimientos futuros que traerán el proceso de paz y otros compromisos que pueda adquirir el Gobierno.**

Mantenemos nuestro pronóstico de inflación en 3,5% para finales de 2014 y ajustamos ligeramente a la baja la inflación para 2015. En 2014 observamos una moderación en el crecimiento del componente de alimentos que fue compensado por los mayores costos de transporte urbano decretados por el gobierno local de Bogotá. De otro lado, una menor intensidad del Fenómeno del Niño en 2015 nos llevaron a corregir ligeramente el crecimiento de los precios en 2015 de 3,4% a 3,3%.

El Banco de la República no hará más incrementos en su tasa de intervención en lo que resta de 2014. La mayor incertidumbre internacional, las bajas presiones de demanda reflejadas en los datos de inflación (básica) y en el crecimiento moderado que registrará la economía en el 2S14 sustentan esta pausa. En 2015, el menor precio de los productos básicos y el impacto que tendría la reforma tributaria sobre la confianza y la inversión, prolongaría la pausa monetaria hasta por lo menos el segundo trimestre de 2015.

2 Lenta recuperación global y con mayor volatilidad financiera

Sigue aumentando el crecimiento mundial, que cerraría en 3,2% en 2014 y 3,7% en 2015. Pero también aumentan las tensiones financieras y los riesgos geopolíticos

La economía mundial siguió creciendo en el tercer trimestre. Sin embargo, el crecimiento trimestral es muy moderado, especialmente en las economías más desarrolladas y, dentro de estas, más en Japón o la eurozona que en EE.UU.

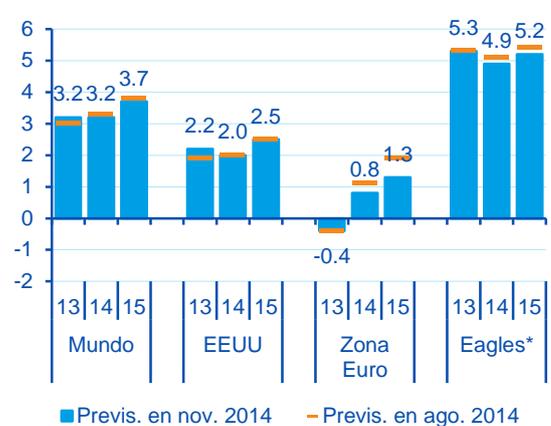
Los indicadores de confianza del mes de septiembre siguen siendo consistentes con la expansión de la actividad manufacturera, aunque hace algunos meses que, como poco, dejaron de mejorar en las principales áreas económicas. Una señal adicional de la fragilidad de la recuperación cíclica en marcha la da el repunte desde mediados de septiembre de los indicadores de tensiones en los mercados financieros, que se han situado en el caso de las economías emergentes en niveles no vistos desde mayo de 2013 (Gráfico 2.1). Entonces el mercado descontó una rápida retirada de los estímulos de la Fed que finalmente no se produjo y que sigue pendiente. Al tiempo, en las últimas semanas se multiplican los eventos de riesgo geopolítico y se acumulan las sorpresas negativas sobre el consenso en los indicadores de actividad, especialmente en la eurozona o en América del Sur.

Gráfico 2.1
Índice BBVA Research de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



*EAGLES es el grupo de economías emergentes que más contribuirán al crecimiento del PIB mundial en los próximos 10 años. Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Turquía y México.
Fuente: BBVA Research

Con todo, lo más probable es que el crecimiento mundial haya mejorado del segundo al tercer trimestre, al pasar de 0,6% trimestral a un 0,8% estimado, respectivamente. Estas cifras tendrían en todo caso un sesgo bajista dado que los indicadores de actividad industrial y del comercio mundial en septiembre aún podrían moderarse y puede que los efectos de la volatilidad financiera sobre la confianza de los agentes sean más persistentes de lo que prevemos. Además, están también los riesgos geopolíticos asociados a la situación en Siria e Irak o al frágil acuerdo entre Ucrania y Rusia, que siguen viviendo entre sanciones que ya impactan la actividad de sectores relevantes como el energético ruso.

En este entorno, la política monetaria sigue orientada al soporte de la actividad, mientras que la política fiscal tendrá un tono menos restrictivo en 2014-15 que en el pasado reciente en EE.UU. y en la eurozona. Incluso en China junto a la consolidación presupuestaria en los gobiernos locales y regionales, se considera que a nivel nacional se pueden implementar medidas adicionales de soporte al crecimiento.

Finalmente, hay que destacar el descenso de los precios del petróleo como factor favorable para las expectativas de crecimiento global —aunque no para los países exportadores— en la medida en la que sea resultado de un choque positivo de oferta.

El crecimiento en EE.UU. se mantiene en línea con lo esperado, siendo previsible que se alcance el 2,5% en 2015

Tras el inesperado y transitorio descenso de la actividad en el 1T14, los indicadores de actividad, gasto y empleo se han ido recuperando de modo que en el segundo semestre del año es previsible un ritmo de aumento del PIB cercano al 2,5%, que permitiría alcanzar el 2% promedio para el conjunto de 2014 (Gráfico 2.2). El papel de la Fed, que enfatiza la cautela y la paciencia antes de actuar ante los signos de mejora de la economía, sigue siendo un soporte del escenario de recuperación cíclica en EE.UU. apoyado por la sólida creación de empleo y el aumento de la riqueza de las familias.

En China se mantienen las perspectivas previas, pero con un sesgo bajista por el entorno externo y medidas de control del sistema bancario en la sombra.

En el tercer trimestre el PIB siguió desacelerándose, hasta el 7,3%, resultado de la moderación de la actividad doméstica, sobre todo en la constructora e inmobiliaria, pero parcialmente compensada por un inesperado e intenso repunte de las exportaciones. Se mantienen las perspectivas de crecimiento de 2014 en el 7,2%. Con todo, los sesgos del escenario de crecimiento en China siguen siendo bajistas a partir de 2015 (7.0%), precisamente por el freno que puede suponer la demanda externa procedente de Europa y por el ajuste en marcha en el sector inmobiliario en un entorno de elevado apalancamiento y de medidas de control del sistema bancario menos regulado.

China se enfrenta a la gestión de la desaceleración en marcha mientras reduce los riesgos financieros y recompone el crecimiento hacia la demanda doméstica. En este escenario, las autoridades intervendrían para que la desaceleración no se intensifique por debajo de los objetivos establecidos. Así, es previsible una flexibilización adicional de la política monetaria, una política fiscal expansiva en el gobierno central (aunque con consolidación en gobiernos locales) y la continuidad en la ejecución de reformas estructurales.

En la eurozona la recuperación será aún más lenta de lo previsto

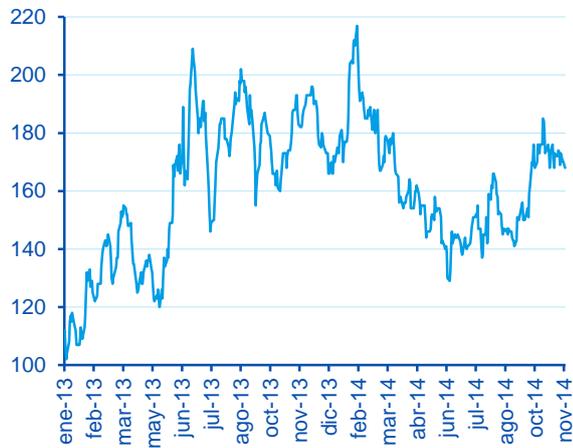
El estancamiento del PIB en el segundo trimestre, con comportamientos más débiles en general en las economías más grandes, ha supuesto la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área para 2014 y 2015 (Gráfico 2.2). El impacto de la crisis entre Ucrania y Rusia se está dejando sentir en el comercio y los indicadores de confianza de las economías del centro de Europa, incluyendo Alemania. El BCE ha seguido actuando, con medidas orientadas a acercar las expectativas de inflación al objetivo de estabilidad de precios, del que se han venido alejando desde 2012. A este objetivo ha de contribuir, en el escenario más probable, la depreciación del euro, consistente con las diferentes expectativas de actuación de la FED y del BCE, con una retirada de estímulos en el primer caso y un aumento de su balance en el segundo.

3 Los mercados locales reaccionaron a la volatilidad global con desvalorizaciones

Desde septiembre, la mayor volatilidad en los mercados internacionales ha generado un comportamiento negativo en los activos locales, principalmente en la prima de riesgo, la bolsa y los bonos soberanos. El riesgo soberano para Colombia, medido a través del EMBI, había fluctuado alrededor de 150 puntos básicos, quizás con alguna excepción en los días posteriores a los pronunciamientos de política monetaria en *Jackson Hole*, cuando estuvo un poco más alto. Sin embargo, desde el 19 de septiembre, por las dudas sobre la recuperación económica en Europa y China, el riesgo se ha venido incrementando recurrentemente, hasta llegar a valores de 168 puntos básicos al cierre de esta edición (Gráfico 3.1).

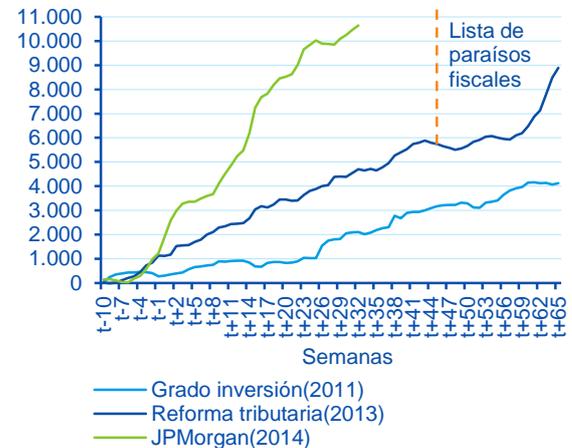
Un factor que reforzó esta percepción de riesgo fue la pausa que arrancó en agosto de la fuerte entrada de capitales que traía la economía hasta ese momento. Entre febrero y agosto, el ingreso semanal de capitales por no residentes en el país equivalió a USD 335 millones. A partir de entonces, el promedio semanal se moderó a USD 125 millones, con algún repunte limitado a finales del mes de octubre. Hubo dos causas detrás de la desaceleración. Por una parte, *J.P. Morgan* emitió un mensaje errático sobre la ponderación colombiana en su índice de deuda soberana de países emergentes, el cual parecía reducir la importancia del país. En segundo lugar, los capitales migraron hacia activos más seguros impulsados por la mayor aversión al riesgo global (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1
Aversión al riesgo en Colombia (EMBI)



Fuente: BBVA Research y JP Morgan

Gráfico 3.2
Ingreso de capitales de portafolio (USD millones)

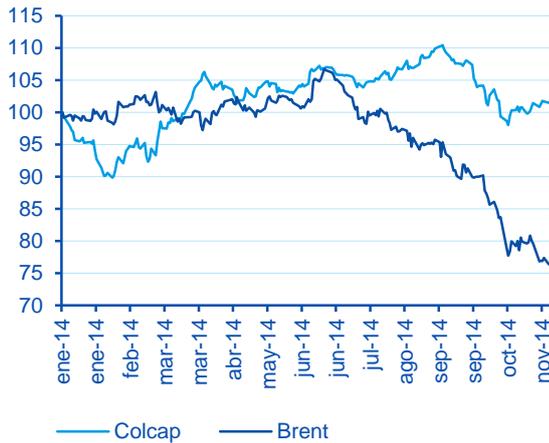


Fuente: BBVA Research y Banco de la República

La bolsa colombiana respondió a esta mayor aversión al riesgo con una desvalorización de 6,5% desde el 19 de septiembre en su índice Colcap, a pesar de un tímido repunte reciente (Gráfico 3.3). Parte de su caída se debió a la presión que ejercieron los menores precios del petróleo sobre las acciones de las empresas petroleras listadas en bolsa. Por su parte, los bonos soberanos de largo plazo tuvieron incrementos en sus tasas de rendimiento, muy significativos en algunos momentos, y luego se revirtieron parcialmente. Por ejemplo, el bono a 10 años pasó de transarse a 6,42% a principios de septiembre a 6,86% al final de ese mes y hoy en día, después de corregir parte de ese aumento, se cotiza a 6,56% (Gráfico 3.4).

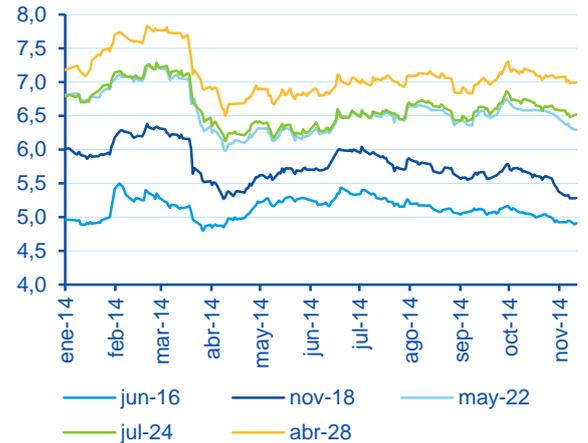
En conclusión, los mercados locales sintieron el impacto de la aversión global, pero las reacciones fueron moderadas. Además, los capitales que entraron al país en el transcurso del año demostraron que no son tan cortoplacistas al mantener sus posiciones en TES. Esto será una fortaleza importante de la economía colombiana de cara a la menor liquidez global que traerá las decisiones de la FED.

Gráfico 3.3
Índice accionario colombiano (Colcap) y precio del petróleo Brent (USD/barril) (02Ene14=100)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 3.4
Tasa de interés de la deuda pública interna a diferentes plazos (%)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Nueva senda de tipo de cambio

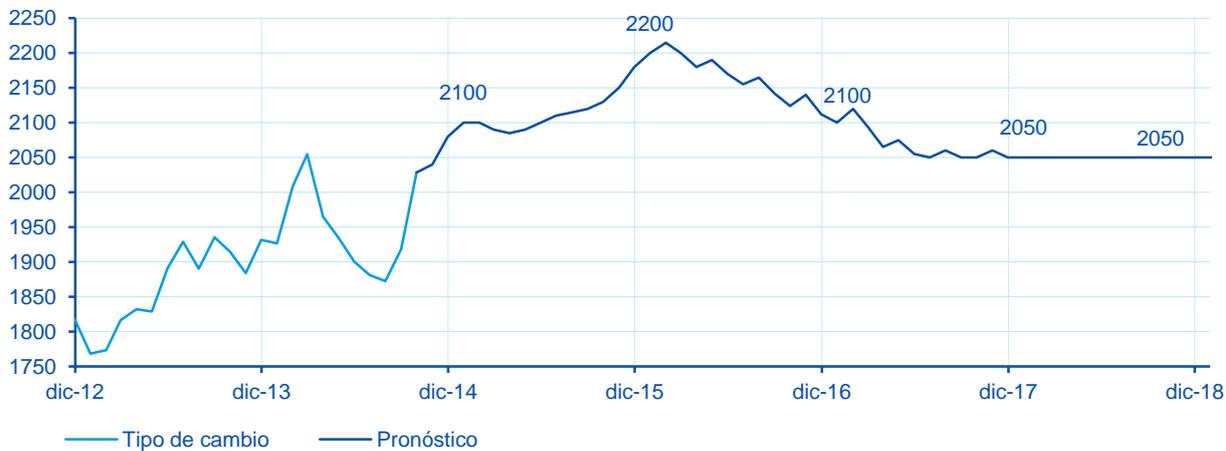
El tipo de cambio se ha devaluado cerca de 10% desde el inicio de agosto (cuando se dieron las declaraciones en *Jackson Hole*). Entre esas fechas, los períodos de aversión al riesgo global, la reducción en los precios de las materias primas y la mayor certeza del inicio de la normalización de las condiciones monetarias de Estados Unidos en 2015 reforzaron el movimiento final del tipo de cambio.

Particularmente, al ser el petróleo el principal producto de exportación de Colombia, una caída en su precio tiene un impacto significativo sobre la disponibilidad de divisas en el mercado local y, por lo tanto, en la depreciación de la tasa de cambio. Además, la correlación entre la tasa de cambio y el precio del petróleo aumentó notablemente hasta llegar a valores cercanos al -0,7% a finales de septiembre, si bien se moderó recientemente a niveles inferiores al -0,5%. Aun así, niveles tan elevados de correlación no se veían desde julio de 2013 y octubre de 2011. Mientras esta correlación se mantenga elevada, las caídas de los precios serán asumidas en buena parte por la devaluación del tipo de cambio, favoreciendo sobre todo el comportamiento de las cuentas fiscales.

En BBVA Research hemos decidido cambiar la senda estimada del tipo de cambio y ahora proyectamos una mayor devaluación del peso colombiano en 2014 y 2015. No es un fenómeno particular del peso colombiano, pues prácticamente la totalidad de las monedas del mundo se vieron afectadas. En la nueva senda, la devaluación promedio del peso para 2014 es 5,8% y para 2015 es 7,4%, crecimientos superiores a la devaluación que anteriormente esperábamos de 3,9% y 2,1%, respectivamente. Además, hemos aumentado el valor para el final del año 2014 hasta COP 2.100 y al final de 2015 hasta COP 2.200.

Gráfico 3.5

Senda esperada para el tipo de cambio con el dólar



Fuente: BBVA Research y Banco de la República

4 Crecimiento económico cerca al potencial

Desaceleración del crecimiento en segundo trimestre de 2014 estuvo en su justa medida

Durante el segundo trimestre de 2014 la economía colombiana creció 4,3% anual, teniendo una desaceleración anticipada frente al comportamiento de los tres trimestres previos. Las principales fuentes de desaceleración fueron la inversión residencial y las exportaciones. La moderación residencial era esperada y es saludable para la economía, en la medida que evita una sobre-oferta de vivienda si su rápido ciclo de expansión continuaba. La caída de las exportaciones fue consecuencia de los choques de oferta sobre el sector minero y los bajos envíos industriales, además de la apreciación cambiaria vista durante el trimestre.

Al contrario, se dio un sobresaliente comportamiento del consumo final, tanto público (si bien, se desaceleró) como privado, de la inversión privada no residencial y de la ejecución de las obras civiles (Gráfico 4.1). El consumo de los hogares está liderado por el ciclo de expansión que se está consolidando en los bienes durables, el cual inició a finales de 2013. No obstante, esta vez el ciclo será menos pronunciado y más sostenible que en 2011 debido a las medidas contractivas del Banco de la República (ver sección de política monetaria). En aquella vez, el crédito de consumo creció cerca de tres veces la expansión del PIB nominal y el consumo de bienes durables aumentó a tasas anuales cercanas al 30% real. Ahora los hogares aumentarán más lentamente su apalancamiento financiero.

La buena evolución del mercado laboral anticipa un panorama positivo para el consumo de los hogares. La tasa de desempleo urbano, se ubica en niveles cercanos al 10%. El desempleo, además de venir disminuyendo sostenidamente en los últimos meses, no ha generado presiones inflacionarias, lo cual es sintomático de que la tasa de desempleo NAIRU ha caído en los últimos años (Ver [Observatorio Económico](#) o su resumen en el Recuadro 1). Más destacable aun es el hecho de que el nuevo empleo es en su mayoría de carácter formal, cuya relación es más directa con una mayor capacidad de compra.

La dinámica de la inversión privada no residencial, por su parte, es el resultado de la recuperación esperada en la industria y la minería. Y la mayor ejecución de las obras civiles sigue muy de cerca el mayor giro de recursos por regalías represadas en años anteriores y algún impulso del ciclo económico – político previo a las elecciones presidenciales.

En cuanto a regalías, de los COP 17,6bn presupuestado para el bienio 2013-2014 se han aprobado proyectos por COP 13,2bn. De este monto, los entes reportan egresos por COP 6,6bn quedando como saldo en sus cuentas COP 6,5bn. Es decir, queda un espacio aún muy grande para garantizar un crecimiento sostenido de las obras civiles durante el resto del año, a medida que las entidades ejecuten este saldo.

Recuperación industrial a la vista

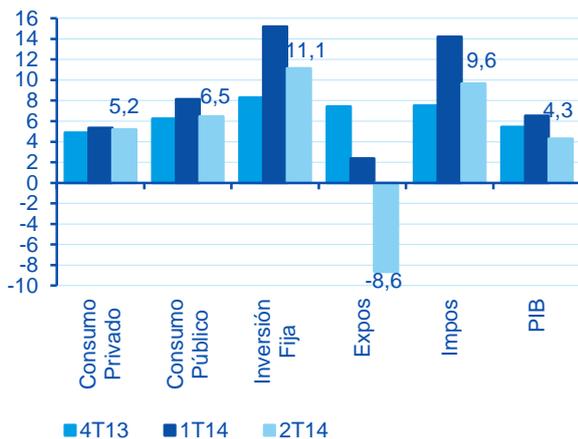
En el primer semestre de 2014, la construcción fue el sector líder en el crecimiento. También presentaron un buen comportamiento los sectores de servicios (transporte, servicios financieros y actividades sociales y comunales), comercio y, en menor medida, agricultura. Sin embargo, los sectores de la minería y la industria presentaron rezagos con respecto al comportamiento de las demás ramas de actividad. La minería dependerá de la solución a los choques de oferta y se mantiene alerta al comportamiento de los precios del petróleo. Mientras tanto, la industria empieza a mostrar señales de recuperación.

En efecto, por primera vez desde 2010-2011, todos los indicadores líderes que ayudan a anticipar la actividad industrial se alinearon en el lado optimista. Las exportaciones industriales crecieron (10% en promedio en julio y agosto), los pedidos reportados por los industriales aumentan hasta niveles de 2011, la confianza industrial está en niveles positivos y crecientes, el uso de la capacidad instalada sobrepasa el

promedio histórico, los inventarios se vuelven nulos y las importaciones de bienes de capital y materias primas para la industria muestran un comportamiento al alza (Gráfico 4.2).

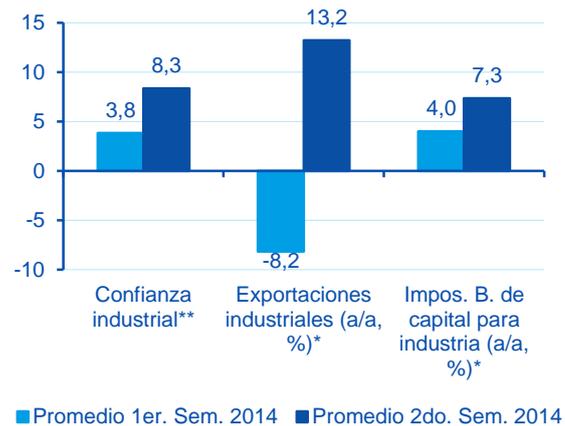
Para que se consolide la recuperación industrial es necesario aumentar las ventas externas. Hasta julio, en el año corrido las ventas totales de la industria crecieron 2,6% anual, pero las del mercado nacional, que representan un 86% del mercado total (datos a 2012), crecieron 4,4% anual, reflejando el bajo dinamismo de los envíos al exterior. Existen dos condiciones para que este desempeño mejore: el dinamismo externo y un tipo de cambio más cerca de su equilibrio. La recuperación ya se está dando en Estados Unidos, el principal socio comercial del país (que compra el 22% de los envíos diferentes a combustibles), si bien ha sido menos profunda en otras regiones de Europa y Latinoamérica. Por su parte, el tipo de cambio con el dólar se sitúa por encima de COP 2.000, reflejando valores más cercanos al equilibrio estimado por nosotros entre COP 1.953 y 2.068. Este “nuevo normal” cambiario apoyará la recuperación de los sectores transables diferentes a la minería, los cuales venían teniendo la menor dinámica desde 2008 con un crecimiento de solo 0,7% en promedio anual en relación a la expansión de 4,2% en el PIB.

Gráfico 4.1
Comportamiento reciente del PIB y sus componentes por demanda (variación anual, %)



Fuente: BBVA Research y DANE

Gráfico 4.2
Indicadores líderes de la industria (variación anual, %)



Fuente: BBVA Research y DANE

* Datos a agosto

** Datos a septiembre

El crecimiento del segundo semestre será en promedio de 4,5% anual

Durante el segundo semestre la dinámica de la economía entró en una etapa de corrección en el consumo público y (más moderadamente) en el consumo privado. El gasto público suele crecer menos en las épocas pos-electorales y el gasto de los hogares tiene un menor estímulo monetario que en el primer semestre. Asimismo, por cuenta de los menores precios del petróleo, la minería podría seguir con crecimientos bajos durante los próximos trimestres.

La compensación vendrá de la recuperación sostenida de la inversión no residencial, la continuidad de la buena ejecución en las regalías destinadas a infraestructura de transporte y el mayor dinamismo de las exportaciones (industriales, en buena parte). Todos estos factores llevarán a la economía a crecer por encima de 4% en el segundo semestre de 2014 y en el primer trimestre de 2015, aunque por debajo del 5%. En total, durante 2014 mantenemos nuestra previsión de crecimiento de 4,9% anual, pero con algunos cambios al interior de la previsión (Gráfico 4.3). Hemos reducido la perspectiva anual de las exportaciones por los menores datos observados durante el segundo trimestre. Al contrario, hemos aumentado la perspectiva de la inversión, especialmente la proveniente de obras civiles y la no residencial.

Recuadro 1. La NAIRU en Colombia cae y se acerca a tasas de un dígito

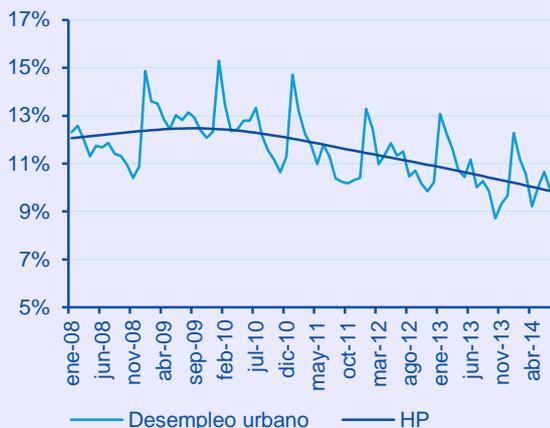
La caída de la tasa de desempleo y las pocas presiones inflacionarias observadas en los últimos años en Colombia nos llevaron a replantearnos si los estimativos de la NAIRU (una tasa de desempleo neutral que no acelera ni desacelera la inflación) existentes hasta ahora podían ser altos para el momento actual. Debido a lo anterior, se consideró adecuado estimar la NAIRU para el periodo comprendido entre 2008 y 2014.

Para ello se utilizó el modelo desarrollado por Mankiw y Ball en 2002, con el cual se estimó una NAIRU promedio para el periodo y una NAIRU dinámica para ver cómo esta tasa ha cambiado en el tiempo. A partir de la estimación se obtuvo una tasa NAIRU promedio para el periodo de 12.2% entre 2008 y 2014; además se encontró evidencia de que esta tasa ha caído en los últimos años hasta ubicarse en una tasa actual de 10%. Estas estimaciones se contrastaron con otra metodología donde se extrajo la tendencia del desempleo en el largo plazo usando directamente la tasa de desempleo; con esta metodología, se determinó que la tasa de largo plazo se ubicó en un nivel de 10,2% en los últimos 12 meses

(Gráfico R.1.1). Por su parte, al comparar dos periodos de tiempo en los cuales la inflación se mantuvo estable, uno entre enero y septiembre de 2008 y el otro entre octubre de 2013 y marzo de 2014 se encontró que la tasa natural o la NAIRU se ubicó en 12,2% y en 10,2%, respectivamente.

Estos resultados muestran que efectivamente la NAIRU se ha reducido y que esto se ha debido en gran medida a la moderación en el crecimiento de la oferta laboral y principalmente de la oferta laboral de los jóvenes (Gráfico R.1.2). Lo anterior puede estar relacionando con un cambio en el salario de reserva de los jóvenes debido a la mayor formalización laboral y a los programas sociales que han aumentado los ingresos de los hogares, entre otros. La reforma tributaria, al reducir los costos no salariales, pudo haber incidido en ese mismo sentido al potenciar el empleo asalariado frente al no asalariado y con esto la productividad y el ingreso. (Haga clic [aquí](#) para descargar el Observatorio Económico de la NAIRU)

Gráfico R.1.1
Tasa de desempleo urbano mensual y tendencia de largo plazo (en %)



Fuente: BBVA Research y DANE

Gráfico R.1.2
Población Económicamente Activa de 14 a 28 años (% crecimiento anual)



Fuente: BBVA Research y DANE

En 2015 el crecimiento será más balanceado

En nuestra previsión de 2015 estamos materializando una disminución en los precios esperados para el petróleo y los efectos de la reforma tributaria que cursa en el Congreso de la República (Ver Recuadro 2). En el primer caso, habrá efectos sobre las exportaciones y la inversión del sector minero (o en la financiada con recursos energéticos). En el segundo caso, un análisis preliminar, pues al cierre de esta edición no se conocían los detalles de la versión aprobada por Congreso, nos permite afirmar que la reforma tendrá efectos negativos sobre de la inversión privada por las mayores tasas impositivas para las empresas más grandes del país, y que que implican además restricciones sobre el flujo de caja mensual de éstas.

Sin embargo, un mejor comportamiento del consumo privado y las exportaciones no mineras y el ajuste esperado en las importaciones permiten mantener nuestro pronóstico de crecimiento de 4,8% para todo el año, igual al estimado en nuestra anterior edición de Situación Colombia pero con un sesgo a la baja si se materializa una reducción permanente de los precios del petróleo. El consumo privado tendrá un mejor comportamiento que el anticipado en meses anteriores por un menor incremento de las tasas de interés del Banco de la República durante 2015, respecto a lo esperado previamente por nosotros (ver sección de política monetaria).

Será clave la recuperación sostenida de las exportaciones no mineras, impulsadas ciertamente por la devaluación del tipo de cambio. Además, y más importante aún, serán sostenidas por la mayor demanda de Estados Unidos. Ayudará a compensar el efecto precio sobre los bienes mineros y tendrá efectos positivos sobre la industria y la agricultura. De esta forma, la economía colombiana tendrá un crecimiento más balanceado entre los sectores transables y no transables, gracias a la mayor dinámica del primer grupo y la posible desaceleración de la edificación residencial.

Por otra parte, consideramos que existen tres factores que ayudarán las importaciones a que se ajusten en 2015. En primer lugar, la parálisis en la refinación de petróleo ha impulsado una cifra sin precedentes de compras de combustibles al exterior: pasaron de representar el 10,4% de las importaciones totales entre enero y agosto de 2013 a 12,3% en los mismos meses de 2014, además crecieron 26% anual en el año corrido frente a un 6,8% en el total de las importaciones. Por lo tanto, la apertura de la refinación doméstica acotará el aporte negativo de la demanda externa neta. En segundo lugar, el menor crecimiento de la inversión, que suele ser de origen importado entre un 65% y 85%, también limitará su expansión. Y, por último, el tipo de cambio más elevado, vía efecto precio, provocará un efecto sustitución por productos nacionales.

Finalmente, la dinámica del segundo semestre de 2015 dependerá en buena parte de los resultados en materia de inversión en infraestructura, resultado de las concesiones viales de la primera ola de las obras de cuarta generación ya adjudicadas por el gobierno, algunas desde principios de este año. Asimismo, desde 2015 las exportaciones crecerán de nuevo a una mayor tasa que la del PIB total, reflejando las ganancias en competitividad por el tipo de cambio en niveles equilibrados y la mayor demanda externa, principalmente de Estados Unidos.

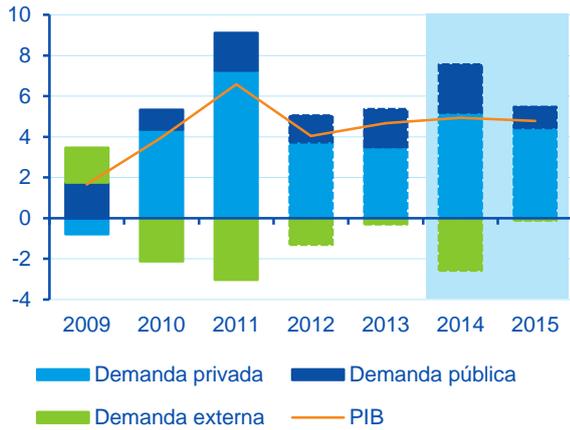
Crecimiento de mediano plazo estará alrededor del 5%.

La economía crecerá a un nivel promedio de 5% a partir de 2016. Esto significa crecer muy cerca del potencial de la economía, que estimamos en una cifra ligeramente superior al 5% para entonces. Por lo tanto, la expansión del PIB a esos niveles no ampliará la brecha positiva del producto en el mediano plazo, determinando pocas presiones inflacionarias y un cierre del déficit en cuenta corriente (Gráfico 4.4).

El reto de la economía en el mediano plazo será reemplazar la fuente minera de crecimiento, pues este sector ya se encuentra muy cerca de sus máximos niveles de producción. Los candidatos, en orden de importancia, a ocupar el liderazgo sectorial son infraestructura, industria, agricultura y comercio. El primero

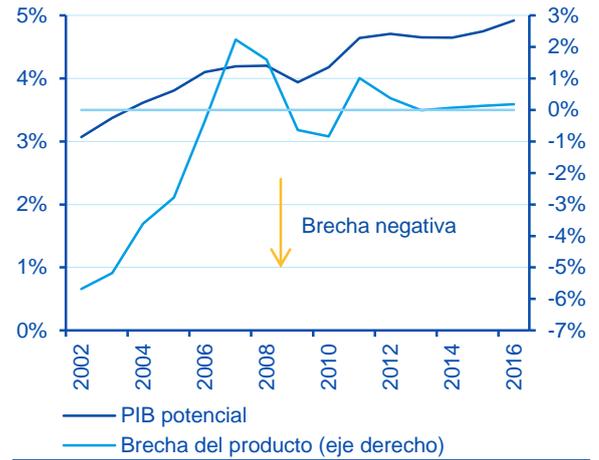
de ellos es fundamental para el desarrollo de los dos siguientes, pues servirá de acicate para la competitividad que puedan tener estas actividades en los años siguientes a la puesta en marcha de la nueva conectividad vial. El último deberá su dinámica a las mejoras en términos de ingresos de la población colombiana.

Gráfico 4.3
Previsiones del PIB y contribuciones por tipo de demanda (variación anual, %)



Fuente: BBVA Research y DANE

Gráfico 4.4
PIB potencial y brecha del producto (%)



Fuente: BBVA Research

Recuadro 2. Análisis de la Reforma Tributaria

A mediados de septiembre el Congreso aprobó el monto del Presupuesto General de la Nación para 2015 —PGN— por COP 216bn. Se trató de un presupuesto desfinanciado, con unos gastos superiores en COP 12.5bn a los ingresos. Constitucionalmente, a un presupuesto desfinanciado debe seguirle un proyecto de ley que detalle los recursos necesarios para cubrir el gasto aprobado. De esta forma, el 3 de octubre el Gobierno radicó en el Congreso la ley de financiamiento, la cual pretende buscar fuentes de ingresos para reemplazar los menores ingresos por concepto de patrimonio y de 4 por mil, compensar los menores ingresos petroleros y obtener ingresos adicionales para cubrir unos mayores gastos. En la tabla R.2.1. se enuncian las principales medidas de la reforma, mostrando sus posibles efectos en cuanto a eficiencia, equidad y simplicidad, y su impacto sobre algunas variables macro como son el ahorro, la inversión, el consumo y el crecimiento económico. Adicionalmente, se incorporan en la tabla los estimativos del Gobierno del recaudo adicional que se obtendrá con cada una de las medidas.

Dentro de los principales puntos de la reforma se encuentra la extensión por otros 4 años de la tarifa de 0,4% en el Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF) y un desmonte total del impuesto en 2022; un nuevo impuesto al patrimonio y un aumento de 1 punto en la tarifa del impuesto a la renta de las empresas en la forma del impuesto a la Equidad -CREE- de manera permanente desde 2016 acompañado por una sobretasa de 3 puntos durante 4 años para las empresas con utilidades superiores a COP 1000 millones.

La valoración de la reforma debe hacerse en términos de sus efectos en equidad, eficiencia y simplicidad. Dentro de este marco se puede decir que un impuesto indirecto al consumo suele caracterizarse por su regresividad a cambio de su neutralidad y simplicidad (Steiner y Soto, 1999, Steiner y Cañas, 2013). En términos generales los impuestos al gasto, son menos distorsionantes que los impuestos a los ingresos pero son más

regresivos que éstos (Steiner y Cañas, 2013). Impuestos al patrimonio y a la renta, como los propuestos por esta reforma, que son impuestos a los ingresos, a la riqueza, deberían alterar más las decisiones inter temporales que los impuestos al gasto. De otra parte, un impuesto al gasto como puede ser el IVA y el 4x1000 resultan ser menos progresivos si se tiene en cuenta que las personas con menores ingresos pagan, proporcionalmente con su ingreso, más que una persona de mayores ingresos.

A continuación se detallan los principales puntos de la reforma:

1. *Extensión del impuesto a las transacciones (GMF) por cuatro años más con una tarifa de 4x1000. El desmonte del impuesto comenzará en 2019, al pasar a 3x1.000; 2x1.000 para 2020 y finalmente 1x1.000 en 2021.*

Esta medida pospone la eliminación del GMF hasta 2022, frente al escenario vigente en el cual el gravamen se habría desmontado totalmente en 2018. Es decir que no sólo el impuesto se mantiene durante 4 años más con respecto al escenario vigente (su eliminación pasa de 2018 a 2022) sino que su desmonte gradual se inicia tan sólo en 2019. Si bien el mantenimiento del GMF en su nivel actual (4x1000) para 2015 había sido descontado por la mayoría de los analistas, sorprendió la propuesta de mantenerlo hasta el 2018 en ese nivel y que se vuelva “permanente”.

El GMF es un impuesto que grava las transacciones, se trata por lo tanto de un impuesto indirecto que no depende del ingreso de las personas y que estaría en ese sentido, imprimiéndole inequidad al sistema tributario. De otra parte, el 4x1000 ha resultado distorsionante al promover el uso del efectivo. Según Clavijo (2005), “durante el periodo 1993-1998, la relación Efectivo/Medios de pago promedió un 34%, mientras que en el periodo de vigencia del impuesto a las transacciones (1999-2004) dicha relación se había elevado a un promedio del 46%” (en 2014, con un GMF de 4x1000, esta relación se encuentra en 46%).

Tabla R.2.1

Principales puntos de la Reforma Tributaria

Medida	Valoración	Efectos macro	Recaudo en 2015 (COP)
1. Permanencia del GMF en 4x1000 durante 4 años (2015-2018) y desmonte total en 2022.	<p>Eficiencia: distorsiona las decisiones promoviendo el uso del efectivo.</p> <p>Equidad: reduce la equidad ya que su cobro es independiente del nivel de ingreso de las personas</p> <p>Implementación: simple, adicionalmente ya existe</p>	Afecta el consumo , incentiva la informalidad y castiga la bancarización	3.4bn
2. Impuesto a la riqueza durante 4 años con tarifas fijadas con respecto a la base gravable (base gravable=patrimonio líquido -deducciones).	<p>Eficiencia:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Grava un capital que ya fue gravado durante su acumulación. - Altera las decisiones de ahorro e inversión. Afecta la asignación de recursos al promover la inversión en los patrimonios que se pueden excluir para el cálculo de la base gravable como las acciones. <p>Equidad:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Inequitativo debido a las deducciones (equidad horizontal). Esta inequidad se incrementa con respecto al mismo impuesto porque ahora no sólo se liquida basándose en la base gravable sino igualmente se fija la tarifa con base en la base gravable. - Recae primordialmente sobre las empresas y castiga a aquellas con mayores requerimientos de capital para operar como el sector energético, el sector minero, entre otros (dado que grava la riqueza y no el ingreso). - Al gravar la riqueza y no el ingreso, las empresas más castigadas son aquellas cuyos ROEs (utilidad/patrimonio) son más bajos. - Grava a la misma tasa a los accionistas minoritarios y a los mayoritarios. <p>Implementación: fácil dado que ya existía el impuesto al patrimonio</p>	Encarece el ahorro y castiga la inversión (no sólo incita a no invertir sino a "reducir" lo invertido). Castiga el crecimiento.	6.2bn
3. Aumento del CREE (1 punto desde 2016) y sobretasa de 3 puntos para personas con utilidades mayores a COP 1000 millones y pago anticipado del 100% de la sobre tasa en dos contados.	<p>Eficiencia: Aumentar el impuesto castiga el crecimiento. El CREE es un impuesto sobre las personas jurídicas y por lo tanto el aumento en su tasa acrecienta el desbalance tributario existente en Colombia entre empresas y personas naturales. Además, el pago anticipado de la sobretasa afecta el flujo de caja de las empresas y genera restricciones al uso del capital y por lo tanto a la inversión.</p> <p>Equidad:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Los impuestos a los ingresos son más equitativos que los impuestos al gasto. Sin embargo, el impuesto de renta existente en Colombia presenta inequidades por la gran cantidad de beneficios tributarios que otorga. El impuesto de renta a través del CREE es menos inequitativo y por lo tanto un aumento del mismo no afecta tanto la equidad. <p>Simplicidad: fácil dado que ya existía</p>	Afecta el crecimiento.	2.5bn
4. Eliminación la devolución de dos puntos del IVA para pagos con tarjetas y con banca móvil.	Al eliminar una exención al pago de IVA la medida promueve la equidad, la simplicidad y la eficiencia del impuesto. En términos de recaudo, se desconoce el efecto neto, por un lado los ingresos aumentan por la eliminación de la exención, pero por el otro, dificulta la bancarización.		0.4bn
5. Medidas contra la evasión	Propenden por la mayor eficiencia fiscal, la mayor equidad y aumentan la base tributaria y el recaudo		
Total	<ul style="list-style-type: none"> - La reforma incrementa el desbalance tributario que hay hacia las empresas y castiga la inversión. - La estructura tributaria actual tiene muchas exenciones, deducciones y beneficios tributarios que generan inequidad, minan la base y redundan en un sistema complejo y en un menor recaudo. Se debería estudiar con criterios técnicos qué beneficios tributarios se debe eliminar (en principio se debe gravar todas las rentas con las mismas tablas). 		12.5bn

Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

A pesar de sus debilidades el 4x1000 resulta muy atractivo por su fácil recaudo, fácil administración y baja oposición política, a juzgar por la agilidad con la que se pospuso su desmonte en 2014.

Actualmente se recauda un 0.8% del PIB por concepto del 4x1000, equivalente al 4.2% de los ingresos tributarios. Un cálculo muy grueso sobre los ingresos recaudados por el GMF sería que cada punto del 4 por 1000 genera ingresos anuales equivalentes a 0.2% del PIB. Dado el cronograma de desmonte vigente, la medida generará recursos adicionales al fisco de cerca de 0.4% del PIB en 2015 (COP 3,4 bn), de 0.6% del PIB en 2016 y en 2017 (los ingresos equivalente a 3x1000 del impuesto) y de 0.8% del PIB en 2018 (COP 8,8 bn), ya que para este último año el desmonte es total en el escenario vigente. Después de 2018 y hasta el 2021 la medida sigue generando recursos adicionales ya que para estos años el impuesto no existiría en el escenario vigente.

2. *La sustitución del impuesto al patrimonio por el impuesto a la riqueza con unas tasas muy parecidas a las existentes por rango de las respectivas bases, pero cobradas como tasas marginales y sobre bases diferentes.*

El impuesto a la riqueza, como su nombre lo indica, grava la riqueza, la cual ya se gravó al momento en que se fue constituyendo y recae en su mayoría en las empresas, gravando las inversión y la acumulación de capital (Salazar, 2013). Lo anterior con sus consecuentes efectos en términos de productividad y de crecimiento económico. Según el Consejo de Competitividad (2012) el impuesto al patrimonio incentiva el enanismo económico pues las empresas deciden crecer hasta cierto punto para no llegar al umbral en el que deben pagar el impuesto.

De otra parte, **el impuesto a la riqueza de la forma propuesta puede ser más regresivo que el anterior impuesto al patrimonio en lo concerniente a las exclusiones patrimoniales**, ya que no sólo la liquidación del impuesto sino la fijación de la tarifa se ven afectadas por éstas. Dado lo anterior, dos personas con el mismo

patrimonio líquido pueden estar sujetas a diferentes tarifas del impuesto.

La tabla R.3.2. contiene las tarifas del impuesto al patrimonio y del impuesto a la riqueza. Se puede observar que las tarifas son muy similares por rangos de las respectivas bases. Sin embargo, las bases son diferentes: la base para la fijación de la tarifa del impuesto al patrimonio es el patrimonio líquido, mientras la del impuesto a la riqueza es la base gravable (patrimonio líquido – exclusiones patrimoniales). De esta forma, una persona con un patrimonio líquido de COP 2100 millones y que pueda deducir COP 200 millones tendría una tarifa de 0.35% sobre la base gravable con el impuesto al patrimonio y una de 0.2% sobre la base gravable con el impuesto a la riqueza.

Tabla R.3.2.

Tarifas del impuesto al patrimonio y del impuesto a la riqueza (tarifa anual)

Tarifa del impuesto al patrimonio		
Patrimonio líquido (miles de millones de COP)	Tarifa patrimonio, % (incluye sobre tasa)	
>=1 y 2<=	0,25	
>2 y 3<	0,35	
>= 3 y <=5	0,75	
>5	1,5	

Tarifa impuesto a la riqueza ¹		
Base gravable (miles de millones de COP)	Tarifa con reforma, % (se aplica por rangos)	Tarifa efectiva ² , %
>0 y <2	0,20	0,20
>=2 y <3	0,35	0,25
>=3 y <5	0,75	0,45
>=5	1,5	

¹ Se aplica por rangos de base gravable. Los primeros dos mil millones son gravados a una tarifa de 0,2%, los siguientes mil con una de 0,35%, y así sucesivamente.

² % del límite superior del rango de base gravable.

Fuente: BBVA Research.

Entre las exclusiones se encuentran el valor patrimonial de la casa de habitación, el valor patrimonial neto de las acciones, cuotas o partes de interés en sociedades nacionales poseídas directamente o a través de fiducias mercantiles o fondos de inversión colectiva. Si bien el impuesto al patrimonio también privilegiaba la tenencia de esta clase de activos al permitir deducirlos para el cálculo de la base gravable, el actual impuesto profundiza este privilegio, al permitir también su deducción para la fijación de la tarifa (la tarifa del impuesto a la riqueza se fija con respecto a la

base gravable y no con respecto al patrimonio líquido como el impuesto al patrimonio).

Al gravar la riqueza, no el ingreso, **el impuesto castiga las actividades que requieren de mayores patrimonios** (mayor capital), para su operación y no necesariamente aquellas que generan mayores ingresos. En ese sentido, las empresas más afectadas por el impuesto a la riqueza son aquellas cuyos ROEs son relativamente bajos y cuyo patrimonio es alto (y que no tienen patrimonio que se pueden excluir para el cálculo de la base gravable). Otra fuente de inequidad del impuesto es que **al gravar a las empresas se está gravando a todos los accionistas de la empresa a la misma tasa** (a la tasa que le corresponde a la empresa según su patrimonio) independientemente de la participación accionaria de los mismos (Fedesarrollo, 2014).

Al comparar el impuesto a la riqueza con el impuesto al patrimonio en términos de la carga para los contribuyentes, parece que el primero resulta menos oneroso que el segundo por dos motivos. Primero, en el impuesto a la riqueza, la tarifa puede ser menor en el caso de tener valores patrimoniales para disminuir el cálculo de la base gravable. Segundo, debido a que las tarifas del impuesto a la riqueza se aplican por tramos de la base gravable, los primeros tramos tienen tarifas menores que el último tramo. La tarifa efectiva para una misma base gravable se ve reducida con respecto al impuesto al patrimonio (cuadro R.3.2.). Esta reducción se desvanece en el caso de empresas con patrimonio muy alto, las cuales terminan pagando una tarifa efectiva muy cercana a 1,5%.

El recaudo estimado si se mantuviera el impuesto al patrimonio existente entre 2011-2014 con una base mayor (usando el patrimonio a enero de 2015 en lugar del de enero de 2011) sería del orden de los COP 6bn para 2015. Sin embargo, en el caso del impuesto a la riqueza el recaudo podría ser menor como consecuencia de las menores tarifas. Según los estimativos del Gobierno esta medida le generará recursos adicionales por COP 6,2bn en 2015.

3. *Aumento de tres puntos del impuesto a la renta sobre las empresas a través de una sobretasa del impuesto a la Equidad (CREE) para empresas con utilidades superiores a mil millones de pesos y aumento permanente del CREE en 1 punto a partir de 2016.*

Es de recordar que el impuesto de renta para la Equidad, o CREE, nació con la reforma tributaria de 2012 cuando se dividió el impuesto a la renta en dos impuestos, el impuesto de renta tradicional con una tarifa de 25% (antes del 33%) y el impuesto de renta a la Equidad, o CREE, con una tarifa de 8%. El CREE, además, se recargó con una sobretasa de 1% de forma provisional (2013-2015).

Es de mencionar que el CREE tiene una base gravable mayor al impuesto de renta dado que presenta menos beneficios tributarios que el impuesto a la renta. En este sentido, al evaluar los efectos de la reforma de 2012 en cuanto a tarifas pagadas, Ayala (2014) aduce que: "las sociedades que no gozan de beneficios especiales en renta - sea en forma directa o a través de contratos de estabilidad jurídica- la suma de los impuestos de Renta y CREE deberían incrementarse en un punto porcentual, al menos hasta el año 2015, respecto de la tarifa vigente hasta 2012. Las sociedades que gozan de beneficios tributarios especiales, tales como las exenciones para empresas editoriales, hoteleras, agrícolas o deducciones por compra de activos fijos, conservan los beneficios para determinar el Impuesto de Renta, pero no para el CREE". Luego, para estas últimas, la tasa efectiva conjunta de CREE y de impuesto a la renta debió aumentar más de un punto con la reforma de 2012. De igual forma, Steiner y Medellín (2014) afirman, con relación al impuesto a la renta, que "el elevado monto de beneficios permitidos entre los que se destacan las rentas exentas, las deducciones y los descuentos tributarios además de perforar la base, pueden ocasionar distorsiones en las asignaciones de recursos e inequidades horizontales, donde empresas de distintos sectores terminan por enfrentar diferentes tasas efectivas de tributación. Adicionalmente, según el

Consejo Nacional de Competitividad (2012) no son tan claras las bases técnicas para el establecimiento de algunas de estas exenciones teniendo en cuenta que se dirigen muchas veces a los sectores más pujantes y en esa medida no estarían encaminadas a corregir distorsiones.

Una reforma del impuesto a la renta debería ir encaminada a reducir los beneficios tributarios de dicho impuesto propendiendo por una mayor equidad y un mayor recaudo, esto último vía una base más grande. La creación del CREE, con la reforma de 2012, fue una manera de lograr parcialmente esto ya que, como se mencionó antes, este impuesto admite menos beneficios tributarios que el impuesto a la renta. En ese sentido, la propuesta actual si bien no elimina los beneficios del impuesto a la renta, al menos incrementa un impuesto que es más equitativo y tiene una mayor base que el impuesto a la renta.

Sin embargo, al aumentar el CREE, el cual va dirigido a las personas jurídicas, se está acentuando aún más el desbalance en términos de carga tributaria entre las empresas y las personas naturales. Según el Consejo Nacional de Competitividad (2012) “mientras en Estados Unidos el 80% del impuesto a la renta lo pagaban las personas naturales y 20% las empresas, en Colombia ocurría exactamente lo contrario”. Adicionalmente, dado que la sobretasa al CREE se concentra en las empresas con utilidades de mil millones o más se recarga sobre una pocas empresas (sobre 6025 empresas según el Ministerio de Hacienda).

Otro aspecto a mencionar acerca de la medida es el pago anticipado del 100% de la sobretasa al CREE, en dos contados, lo cual afecta el flujo de caja de las empresas y genera restricciones al uso del capital y por lo tanto a la inversión.

En términos de recaudo, dado que el CREE tiene una base mayor que el impuesto de renta, el efecto de la medida es mayor que el de haber introducido la sobretasa al impuesto de renta tradicional. Según los estimativos del Gobierno esta medida le generará al fisco recursos adicionales por COP 2,5bn en 2015. Se debe

destacar que la sobretasa del CREE tiene una bondad con respecto al CREE y es que no tiene destinación específica y por lo tanto no le introduce más inflexibilidades al sistema tributario.

4. *Eliminación la devolución de dos puntos del IVA para pagos con tarjetas y con banca móvil*

Las devoluciones que se pretende eliminar estaban encaminadas a potenciar la bancarización. Según el Gobierno la medida ya cumplió con su objetivo y su eliminación representa recursos adicionales para el fisco. Adicionalmente, la medida pone fin al costo operativo que implicaba la devolución de parte del IVA para la DIAN y para las entidades que administran las tarjetas. Según Steiner y Medellín (2014) la eficiencia C del IVA se ubica en Colombia en 0.53. En el caso de un recaudo totalmente eficiente el indicador se ubicaría en 1. La diferencia se explica por las exenciones en 11 puntos porcentuales y por la evasión en 36 puntos porcentuales. En ese sentido, parecería que se debería atacar más la evasión de IVA. La bancarización puede ser una buena forma de reducir la evasión. La medida reduce por un lado las exenciones, de forma directa, pero no son claros los efectos sobre la bancarización. En términos de recaudo la medida estaría aportando COP\$0,4bn.

Conclusiones

Si bien se esperaba la prolongación del 4x1000 y del patrimonio para 2015 no era tan predecible que estas mismas fuentes de ingresos se prolongaran hasta el 2018 en el caso de patrimonio y hasta el 2021 en el caso de 4x1000. Efectivamente, si bien las proyecciones fiscales de BBVA tenían implícitas, en línea con la regla fiscal, unos ingresos tributarios no petroleros estables en términos de PIB a partir de 2015, no eran claras las fuentes de ingresos a partir de 2016. En el mediano plazo se esperaba una reforma más estructural que corrigiera en parte los “problemas” del sistema tributario actual, a saber, las muchas exenciones y deducciones que le imprimen inequidad, baja base y poca simplicidad al impuesto a la renta. Entre la fuentes de inequidad

está la proveniente de no gravar algunas rentas altas, incluyendo las pensiones y los dividendos o de excluir las acciones de la base gravable del patrimonio. En el caso de las pensiones éstas no son gravadas en el momento de su constitución, ya que las contribuciones a la seguridad social están exentas en materia tributaria, ni una vez constituidas. De esta forma se debería proceder a gravarlas con la tabla del impuesto a la renta.

La reforma propuesta acentúa el desbalance en cuanto a carga tributaria de las empresas con respecto a las personas naturales y castiga la inversión mediante el impuesto a la riqueza. El impuesto a la riqueza aporta ingresos importantes al fisco. Dichos ingresos se podrían sustituir con la reducción de las exenciones y deducciones del impuesto a la renta, con un aumento del IVA, impuesto que es menos distorsionante y cuyos efectos negativos en cuanto a equidad podrían corregirse mediante un gasto público progresivo.

Referencias

- R. Steiner y C. Soto (1999). "Productividad, evasión y progresividad". Fedesarrollo -Tercer Mundo, Bogotá.
- S. Clavijo, A. Vera y N.Vera (Sep.2014). "Elementos para una reforma tributaria estructural (2014-2018)". ANIF, Bogotá.
- H. Ayala (Sep.2014). "El impuesto de renta en Colombia efectos de la ley 1607 de 2012 (2014-2018)". ANIF, Bogotá.
- D. Forero y L. Villar (Abril.2014). "Escenarios alternativos y necesidades de recursos para el cuatrenio" Cuadernos de Fedesarrollo 52, Bogotá.
- R. Steiner y J C. Medellin. (Abril.2014). "Elementos para una nueva reforma tributaria" Cuadernos de Fedesarrollo 52, Bogotá.
- S. Clavijo (2005). "Tributación, equidad y eficiencia en Colombia". Borradores de Economía # 325 Banco de la Republica de Colombia.
- R. Steiner y A. Cañas (2013). "Tributación y equidad en Colombia". Documentos CEDE ISSN 1657-7191 Edición electrónica.

5 Balanza comercial negativa determina ampliación en el déficit de la cuenta corriente

Choques de oferta en minería crean déficit comercial

Desde 2008 la economía colombiana venía registrando importantes superávits en la balanza comercial, llegando a un máximo de USD 6.148 millones en 2011 (1,8% del PIB). Esto compensaba en buena parte el déficit característico en la balanza de servicios y, principalmente, la renta factorial. Sin embargo, desde mediados de 2012 el balance comercial inició un proceso de reversión, por el avance de las importaciones, y, principalmente, por los menores términos de intercambio que, desde entonces, cayeron 20,8%.

El proceso se profundizó en el primer semestre de 2014, cuando además de los bajos precios internacionales de las materias primas surgieron unos choques de oferta significativos en la producción de petróleo y carbón y hubo un incremento importante en las importaciones de combustibles por el cierre de la principal refinera doméstica. De este modo, por primera vez desde 2007, se tuvo un balance comercial negativo en los primeros seis meses del año configurándose un déficit en cuenta corriente de 4,4% del PIB, el más alto desde el primer semestre de 1998. No obstante, esta vez, a diferencia de la crisis de finales de los noventa, el déficit fue cubierto en su totalidad por inversión extranjera directa.

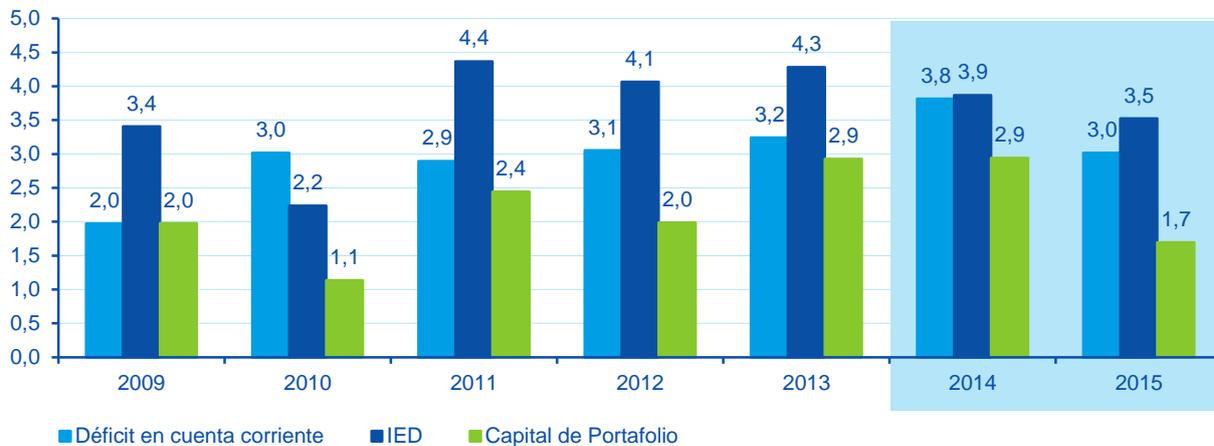
Para todo el año 2014 esperamos un déficit en cuenta corriente de 3,8% del PIB y un déficit comercial de 0,5% del PIB. Al igual que en el primer semestre, creemos que el déficit será completamente cubierto por inversión extranjera directa, la cual se ubicará en 3,9% del PIB (Gráfico 5.1). Además, la economía logrará adicionar USD 3.700 millones a las reservas internacionales durante todo el año, ubicando en 12,2% del PIB el saldo total de las mismas. Parte de este aumento en las reservas se debió a la respuesta que tuvo el Banco Central a las mayores entradas de capital de portafolio. De hecho, los flujos de portafolio fueron de USD 10.000 millones en los primeros nueve meses del año, por el impacto que tuvo sobre los inversionistas internacionales el rebalanceo en el índice de J.P. Morgan de mercados de deuda pública emergentes.

En el mediano plazo, anticipamos una corrección en el déficit en cuenta corriente

En el mediano plazo, la cuenta corriente se corregirá a niveles cercanos al 3,0%-3,5%. Una mayor disminución del déficit no es posible en la medida en que Colombia incrementará la inversión en infraestructura y requiere financiamiento externo para este propósito. No obstante, el déficit estará completamente financiado por IED en todos los años.

Esto es coherente con nuestras estimaciones de déficit de cuenta corriente estructural, el cual se mantendrá por encima de 3% hasta 2020. A partir de ese momento, empieza a corregirse con mayor velocidad por los aumentos en productividad que traerán los avances en infraestructura. La descomposición del déficit de cuenta corriente estructural en los factores que lo explican comprueba el incremento de la inversión y el crecimiento demográfico son los elementos que lo impulsan al alza (hacia una mayor déficit), mientras que el sector público aportará a su menor valor (hacia un menor déficit) gracias a los ajustes de la regla fiscal. Por lo tanto, en el corto plazo, el déficit en cuenta corriente cercano al 4% (para 2014) reflejaría el impacto coyuntural de los choques de oferta y la recuperación aún en marcha de las exportaciones.

Gráfico 5.1
Déficit en cuenta corriente y financiamiento (% del PIB)



Fuente: BBVA Research y Banco de la República

6 Inflación en 2014 terminaría en 3,5% y un Fenómeno del Niño débil dejaría la inflación de finales de 2015 en 3,3%

Sin mayores cambios, mantenemos la inflación para finales de 2014 en 3,5%

La inflación de alimentos y el costo de la energía y el gas son los grupos que más han impulsado la inflación en 2014. En el grupo de alimentos, el componente de perecederos acumula una variación de 14,2% en lo corrido del año, aunque su crecimiento que se ubicó en tasas de 6,4% y 5,1% en el primer y segundo trimestre de 2014, se ha moderado en los últimos meses. Por otra parte, los servicios públicos acumulan un crecimiento de 6,4% a octubre debido a las alzas que han presentado las tarifas de energía y gas, las cuales registran una inflación de 8,7% y 6,7% en lo corrido a octubre. En total, el grupo de perecederos y servicios públicos explican la tercera parte (114pb) del 3,29% que acumula la inflación a octubre del presente año. Con la evolución que han traído los precios, las expectativas de inflación para finales de 2014 han venido en aumento y el mercado de acuerdo a la última encuesta de expectativas espera que la inflación para finales de 2014 se ubique en 3,4%, cifra ligeramente inferior al pronóstico de 3,5% de BBVA.

La inflación básica en los últimos meses ha mostrado cierta estabilidad, luego de que su crecimiento se acelerara en la primera parte del año. El promedio de estos indicadores pasó de variaciones anuales de 2,43% a finales de 2013 a variaciones de 2,78% a mediados de 2014. En los últimos meses, su crecimiento se ha moderado alcanzando una variación promedio de 2,67% en octubre. El menor crecimiento de este indicador es consistente con un crecimiento económico más ponderado que esperamos para el 2S14 y es además un factor que trae tranquilidad a la junta monetaria soportando su decisión de iniciar una pausa en los incrementos que empezó el pasado abril.

La inflación de transables se desaceleró en el 3T14 (variación promedio de 1,56%) frente al crecimiento de 1,76% que registró en el 1S14. Un tipo de cambio más revaluado que se ubicó en COP 1.909 en el 3T14 frente al promedio de COP 1.961 del primer semestre, explica la moderación en el crecimiento que traía el grupo de transables. Sin embargo, el rebote que tuvo el tipo de cambio en los últimos meses como consecuencia del menor flujo de capitales apunta a que la inflación de transables se acelerará en el 4T14; no obstante, su incremento no representa mayor riesgo para la inflación dado que su crecimiento actual es bajo (1,66% a/a en septiembre) y parte de su efecto será moderado con los menores precios de petróleo que muy probablemente veamos para lo que resta de este año.

Ajustamos a la baja el comportamiento del precio de alimentos (perecederos) para el 4T14 dado la desaceleración en el crecimiento registrada por este grupo de bienes en los últimos meses. La menor inflación de alimentos sería compensada por el incremento en 8,3% en las tarifas de taxis que el gobierno distrital de Bogotá decretó a finales de septiembre y que jalonó el registro en octubre. El cambio en tarifas es importante no solo porque es un incremento que excede con creces al reajuste normal de 3% en las tarifas que vimos en los últimos años sino también porque el IPC de taxis representa 1,25% del IPC total y además el peso que tiene Bogotá en el gasto total asciende a 42,4%. De este forma, el ajusta a la baja en la senda de alimentos, junto con los mayores costos de transporte urbano, se compensan entre ellos y dejan inalterado en 3,5% nuestro pronóstico de inflación para finales de este año.

Con una intensidad del Niño menor a la que esperábamos bajamos nuestro pronóstico de inflación a 3,3% para 2015

La agencia NOAA (National Oceanic and Atmospheric Administration) corrigió a la baja las probabilidades de El Niño pasando de un 85% a un 58% la posibilidad de su ocurrencia. También ajustó su intensidad pasándola de un rango moderado-fuerte a un rango de intensidad débil. Nuestras estimaciones de los efectos de El Niño en la economía (Ver [Observatorio Económico](#) o su resumen en el Recuadro 3) señalan que un fenómeno de intensidad débil aumenta en 26 pb la inflación en el 2T15 y 3T15, y en 37 pb la inflación del 4T15.

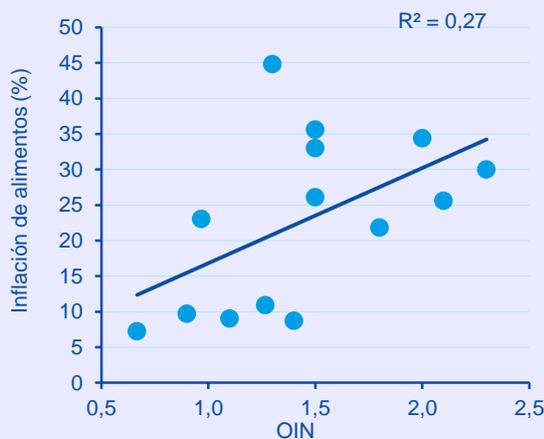
Estos resultados, al ser ajustados por la probabilidad de ocurrencia del fenómeno dejan la inflación para el cierre de 2015 en 3,3%. Nuestras estimaciones tienen un sesgo a la baja: por un lado si el precio del petróleo se mantiene en los niveles actuales, los costos de producción y el precio de los bienes importados podrían ejercer presiones negativas sobre la inflación; adicionalmente, si se materializan los riesgos que describimos en la siguiente sección habría un menor crecimiento y naturalmente una menor inflación.

Recuadro 3. Los efectos en la inflación del Fenómeno del Niño

El Fenómeno del Niño es un fenómeno climático que se manifiesta con temporadas secas y de mayor temperatura en la región Andina y Caribe de Colombia. Es difícil determinar su intensidad y duración con suficiente anticipación. Aún más, es difícil anticipar con precisión la aparición de este fenómeno ya que se puede desacoplar con el tiempo, aun cuando los expertos hayan pronosticado una probabilidad alta de su ocurrencia. En Colombia, el fenómeno encarece los alimentos, especialmente los perecederos (Gráfico 1), merma el nivel de los embalses, incrementando las tarifas de energía, y tiene impactos marginales sobre el PIB de la economía. El efecto del fenómeno sobre la inflación de alimentos ha venido disminuyendo gracias a la mayor oferta alimentaria que ha traído la mejora en infraestructura y la mayor integración comercial. Adicionalmente, las mejoras de almacenamiento (refrigeración) y bodegaje, junto con la menor participación de este componente en el IPC total han permitido mitigar el impacto sobre la inflación.

No obstante, es sobre el precio de alimentos donde más se siente el impacto: un niño de magnitud débil como el que los meteorólogos esperan para 2015, ubicaría la inflación anual de alimentos en un promedio de 63 puntos básicos por encima de la inflación total durante 5 trimestres. Por su parte, la inflación total también se aceleraría aunque con menor fuerza y en el segundo y tercer trimestre de 2015, se ubicaría 46 puntos básicos por encima de nuestro escenario base de 3,2% para ambos trimestres. En este caso, los efectos sobre la inflación total son menos persistentes y en el escenario simulado sus efectos no durarían más de 4 trimestres, dejando la inflación para finales de 2015 en 3,57%, 27 puntos básicos por encima de nuestro escenario base (Gráfico 2). Si estos cambios los ponderamos por la probabilidad de ocurrencia del fenómeno, la cual al cierre de esta edición se encuentra en 58%, la inflación a final de 2015 se ubicaría e 3,3%. (Haga clic [aquí](#) para descargar el Observatorio con los efectos económicos del Niño)

Gráfico R.3.1
Relación entre la inflación de alimentos y el OIN (picos de cada indicador en cada episodio), 1950-2010



Fuente: BBVA Research y DANE

Gráfico R.3.2
Comparación de la inflación anual entre el escenario base y el escenario con Fenómeno del Niño (%)



Fuente: BBVA Research

7 Esperamos que la pausa monetaria se extienda hasta por lo menos el segundo trimestre de 2015

Desde abril el Banco de la República aumentó su tasa de intervención en 125pb hasta alcanzar 4,5% en agosto, con el objetivo de normalizar las condiciones monetarias de la economía. La Junta Directiva consideró que la brecha del producto posiblemente se había cerrado a mediados del año, lo que hacía razonable un aumento de las tasas de interés con el objetivo de disminuir las condiciones expansivas de la política monetaria y limitar así las posibles presiones inflacionarias que se pudieran generar.

La pausa observada desde agosto la habíamos anticipado, debido a que esperábamos una desaceleración en el crecimiento económico a partir de 2T14 y que continuaría a un ritmo similar para lo que restaba del año. Efectivamente el segundo trimestre del año mostró una desaceleración en el crecimiento (4.3% a/a) en línea con el crecimiento esperado en promedio para el segundo semestre del año (4.5%). Además, las expectativas de un fenómeno de El Niño de intensidad alta se han desvanecido, reduciendo el impacto sobre los precios y las expectativas de inflación que traería este fenómeno. De forma similar, el componente básico de la inflación, que sirve como termómetro del nivel de demanda, ha mostrado cierta estabilidad en los últimos meses luego de que se acelerara en la primera mitad del año. Lo anterior unido a la mayor incertidumbre mundial sobre el desempeño de la zona Euro, el aumento en volatilidad del mercado y la reducción en el precio de los commodities, nos llevan a pensar que la autoridad monetaria mantendrá congelada su tasa de intervención para lo que resta de 2014.

En 2015 esperamos un primer aumento de 25pb en la tasa de interés del Banco de la República en mayo y otro en junio, luego de observarse dos trimestres de un crecimiento intertrimestral del PIB robusto y un aumento en la inflación cercanos al rango superior de la meta de inflación (3.8%) debido al posible impacto en el precio de alimentos y energía de un fenómeno del niño débil. Con el objetivo de mantener las expectativas de inflación ancladas a la meta de largo plazo (3%) y con una brecha del producto levemente positiva, esperamos que el Banco de la República lleve la tasa de interés de intervención hacia un nivel neutral de 5.0%.

Sin embargo, los menores precios del crudo observados recientemente podrían tener un impacto sobre la confianza de los inversionistas y los consumidores locales, lo que tendría un impacto negativo sobre el crecimiento esperado para 2015. Lo anterior eliminaría la necesidad de un aumento en la tasa de interés de intervención hacia su nivel neutral el próximo año.

8 Riesgos determinan un sesgo a la baja en nuestra proyección de crecimiento económico

Los precios internacionales del petróleo se encuentran actualmente en los niveles más bajos registrados desde el periodo posterior a la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Y podrían mantenerse bajos durante un tiempo prolongado si, entre otras cosas, la OPEP no logra concebir una política conjunta de recortes de producción en los próximos meses. De ser así, el precio sólo volvería a niveles de USD 100 dos años más tarde cuando haya restricciones de costo para los nuevos proyectos de producción no convencional (Ver [Situación Latam](#)). En este escenario habría un efecto negativo sobre la actividad económica interna, si bien, sería compensado por nuevas fuentes de crecimiento desde la industria y la agricultura.

Sin embargo, existen incertidumbres sobre la capacidad de los sectores transables no mineros de tomar el liderazgo de las exportaciones. Por una parte, la base industrial aún está en un proceso de recuperación débil, con notables problemas de competitividad (Ver [Documento de Trabajo](#) sobre competitividad) y con demandas importantes de innovación y productividad que aún no se han dado. Por otra parte, la agricultura aún es muy dependiente de la estructura cafetera y de la palma de aceite, dos productos que también podrían ver afectada su rentabilidad si se da un comportamiento común entre estas materias primas y las energéticas.

Aun así, nuestros análisis de sensibilidad anticipan que si la dinámica agrícola y manufacturera no es sobresaliente y suficiente para compensar el efecto petrolero, el crecimiento económico del país sería menor pero no inferior al 4,0% anual durante 2015 y volvería rápidamente a las tasas actuales en los años siguientes. Esto sucede porque, pese al fuerte aumento de la producción petrolera recientemente, este sector no es más que el 5% del PIB y las reducciones del precio del petróleo sólo generan efectos de una sola vez. Bajo este escenario, el Banco de la República no subiría las tasas hasta 2016, dejándolas en 4,5% hasta el final de 2015 para impulsar la demanda interna.

Hay que tener en cuenta que esto sucedería en un entorno de menor liquidez global por la finalización de la compra de activos por parte de la FED (aunque mantiene una política de re-inversión de cupones y principal) y el posible primer incremento en la tasa de política monetaria de Estados Unidos a mediados de 2015. Esto último traerá consigo una mayor volatilidad en los mercados internacionales, un incremento en el costo para la deuda colombiana y menores precios de otras materias primas dependientes de la liquidez.

Una consecuencia adicional de una materialización de estos riesgos es una ampliación del déficit en cuenta corriente hasta niveles de 4% del PIB tanto en 2014 como en 2015, con lo cual es probable que la inversión extranjera directa no sea suficiente para el financiamiento del déficit del año entrante. En este contexto, es posible que el Banco de la República tenga que recurrir a desacumular reservas internacionales a lo largo de 2015, para lo cual está preparado gracias a las compras que ha hecho en los últimos años, como veíamos anteriormente.

La probabilidad de que se verifique este escenario de riesgo no es despreciable, por eso requiere de atención recurrente porque las condiciones van a ir cambiando en el tiempo, aportándonos más datos sobre cómo la economía mundial y la colombiana van a afrontarlo.

Un riesgo adicional, pero con efecto más de mediano plazo, sobre todo en los años de 2016 en adelante, es que la ejecución de infraestructura sea significativamente menor a lo esperado. La primera ola de concesiones ya está firmada en su mayoría y seguramente empezará a ejecutarse a mediados de 2015 con una muy alta probabilidad (escenario base). Sin embargo, la segunda ola tendrá el reto de concesionarse durante 2015. De no contar con recursos públicos suficientes (venta de ISAGEN, por ejemplo) y de no

contar con licitantes de buena capacidad patrimonial, es posible que el inicio de estas obras no se de en 2016, como lo esperamos. Esto implicaría un retraso en las mejoras en infraestructura y una barrera a la ampliación al crecimiento potencial de la economía. La probabilidad de ocurrencia de este escenario es baja actualmente, pero irá cambiando en el tiempo en la medida que el Gobierno aporte nueva información sobre el dinero que tendrá a disposición y se sepa qué contratistas están interesados en llevar a cabo los proyectos.

9 Tablas con pronósticos macroeconómicos

Tabla 9.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2012	2013	2014	2015
PIB (% a/a)	4,0	4,7	4,9	4,8
Consumo Privado (% a/a)	4,4	4,2	5,2	5,0
Consumo Público (% a/a)	5,7	5,8	4,9	3,8
Inversión Fija (% a/a)	4,6	6,1	12,2	5,3
Inflación (% a/a, fdp)	2,4	1,9	3,5	3,3
Inflación (% a/a, promedio)	3,4	3,2	2,9	3,3
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1.768	1.927	2.100	2.200
Devaluación (vs. USD, fdp)	-9,0%	9,0%	9,0%	4,8%
Tipo de Cambio (vs. USD, prom.)	1.798	1.869	1.977	2.123
Devaluación (vs. USD, prom.)	-2,7%	3,9%	5,8%	7,4%
Tasa de Interés BanRep (% fdp)	4,25	3,25	4,50	5,00
Tasa de interés DTF (% fdp)	5,22	4,06	4,56	5,30
Tasa de desempleo (% fdp)	10,2	9,7	9,2	8,8
Balance Fiscal (% PIB)	-2,3	-2,4	-2,3	-2,2
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,2	-3,4	-3,8	-3,0

Fuente: DANE, Banco de la República, Ministerio de Hacienda y BBVA Research Colombia.

Tabla 9.2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés (% fdp)
T1 12	6,0	3,4	1.766	5,25
T2 12	5,1	3,2	1.793	5,25
T3 12	2,5	3,1	1.803	4,75
T4 12	2,7	2,4	1.794	4,25
T1 13	3,0	1,9	1.810	3,25
T2 13	4,5	2,2	1.909	3,25
T3 13	5,8	2,3	1.919	3,25
T4 13	5,4	1,9	1.934	3,25
T1 14	6,5	2,5	2.022	3,25
T2 14	4,3	2,8	1.888	4,00
T3 14	4,3	2,9	1.971	4,50
T4 14	4,7	3,5	2.100	4,50
T1 15	4,1	3,6	2.085	4,50
T2 15	5,3	3,4	2.110	5,00
T3 15	5,2	3,4	2.130	5,00
T4 15	4,6	3,3	2.200	5,00

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de país

Economista Jefe

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Fabián García
fabianmauricio.garcia@bbva.com

Mauricio Hernández
mauricio.hernandez@bbva.com

María Claudia Llanes
maria.llanes@bbva.com

Santiago Muñoz
santiago.munoz.trujillo@bbva.com

Estudiantes en práctica profesional:

Jorge Avellaneda
jorgeluis.avellaneda@bbva.com

Laura Ramos
lauramaria.ramos@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech Vilariño
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz Pérez
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sánchez-Caro
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Colombia
Carrera 9 No 72-21 Piso 10
Bogotá, Colombia
Tel: 3471600 ext 11448
E-mail: bbvaresearch_colombia@bbva.com
www.bbvaresearch.com