

Situación Colombia

1^{er} TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE COLOMBIA



01
Un panorama global
de crecimiento
anémico y más
vulnerable

02
Nueva caída en los
precios del petróleo
prolonga la
desaceleración
económica

03
Disminuir el déficit en
cuenta corriente y
reemplazar los
ingresos fiscales del
petróleo son los
principales retos de la
economía

04
Aumento de la
inflación y sus
expectativas impulsan
al BanRep a subir
tasas

Índice

1 Editorial	3
2 Crecimiento global anémico y más vulnerable	4
3 Se prolongan y se intensifican los choques sobre la economía colombiana	6
Recuadro 1. ¿Qué va a ocurrir con los precios del petróleo?	10
Recuadro 2. Se redujo la incidencia del petróleo en la economía colombiana	19
4 Dos caras de la misma moneda en el ajuste de la cuenta corriente: se reduce el nivel del déficit, pero se mantiene alto en proporción al PIB	21
5 Las finanzas públicas se han ajustado, ante los menores precios del petróleo. Pero aún falta parte importante del ajuste	23
Recuadro 3. La reforma tributaria que propone la comisión de expertos	25
6 Los retos de la política monetaria y cambiaria	26
7 Tablas con pronósticos	28

Fecha de cierre: 15 de febrero de 2016

1 Editorial

La economía colombiana ha sido severamente afectada en los últimos dos años por un choque negativo en el precio del petróleo que se ha dado en tres etapas. Actualmente Colombia exporta crudo a cerca de un tercio del valor de 2013 y como resultado la tasa de cambio se ha depreciado 77% desde entonces, el déficit de la cuenta corriente y el déficit fiscal, a pesar de los recortes de gasto que ha hecho el Gobierno, se han ampliado.

A pesar de este choque la economía ha mantenido tasas de crecimiento promedio en el período 2013-2015 de 4,1%. Esta tasa es más baja que la del pasado reciente (promedio 2002 a 2012 es 4,5%), pero es una cifra que se destaca positivamente ante la severidad del choque. Creemos que la economía seguirá resistiendo este embate con una desaceleración gradual y ordenada, sin mayores traumatismos, pero sí con un crecimiento menor que estimamos de 2% y 3% en 2016 y 2017, respectivamente.

En 2016 la expansión del sector industrial superará el 7%, gracias a la apertura de REFICAR. La construcción también será otra fuente de impulso para este año apoyada por la construcción de vivienda de interés social y de clase media. **En 2017, el relevo en el liderato del crecimiento lo tomará las obras civiles,** año donde se consolidará el avance de todas las obras estructuradas bajo la primera ola de concesiones.

La flexibilidad de la tasa de cambio ha sido clave en esta coyuntura. La depreciación que se registra desde 2013 ha sido la más fuerte desde que se instauró el régimen de cambio flotante, y ha servido para amortiguar los menores ingresos de exportación y ayudar a cerrar el déficit en cuenta corriente. Sin dicha flexibilidad cambiaría, los desbalances internos y externos hubieran sido más pronunciados, implicando un mayor ajuste en el consumo posteriormente. Esperamos que el tipo de cambio siga ayudando al ajuste de la economía en 2016 con tipo de cambio promedio de COP 3.306. En 2017, cuando el precio del petróleo se recupere, se devolverá a niveles promedio de COP 2.873.

El balance externo muestra signos de corrección a pasar de que el déficit en cuenta corriente se va a ubicar alrededor del 6,7% como porcentaje del PIB en 2016 y 2017. En dólares, el déficit en 2016 será de USD 17.800 millones, cifra inferior a los USD 19.600 millones de 2015. Sin embargo, debido a la caída del PIB en dólares por la depreciación, su valor como porcentaje del PIB no refleja esta mejoría.

La inflación seguirá aumentando en el primer semestre del año debido a la tasa de cambio y al encarecimiento de los alimentos que provocó el fenómeno climático de El Niño. Lo anterior sumado a la indexación de los precios a la inflación retrasará la convergencia de la inflación al rango meta. **Así, esperamos que la inflación termine el 2016 en una tasa de 5,4% y el 2017 en una tasa de 3,7%.**

En esta coyuntura, el reto del BanRep es lograr el sutil balance entre el retorno de la inflación y las expectativas de inflación a la meta y que a su vez el ajuste de la economía no sea excesivo. Lograr dicho balance no es una tarea fácil, y dado los riesgos actuales sobre el desanclaje de las expectativas esperamos movimientos adicionales de la tasa repo hasta el 7% en los próximos meses

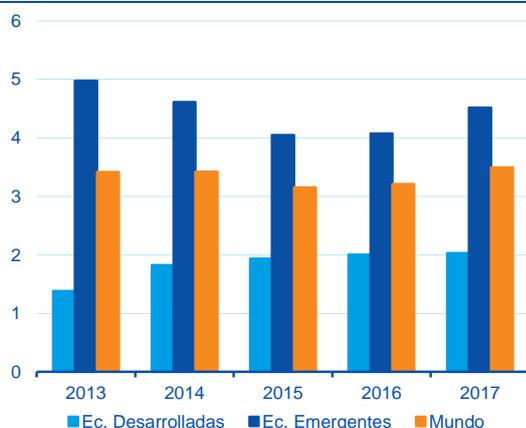
A nivel fiscal, el reto de las autoridades consiste en reemplazar los ingresos tributarios de las actividades minero-energéticas. El Gobierno ya ha hecho algunos ajustes en su gasto respondiendo a esta nueva realidad. Sin embargo, estos esfuerzos no son suficientes y es necesario que sus ingresos aumenten, para lo cual, el Gobierno ya anunció que tramitará una reforma tributaria en la segunda parte de este año.

2 Crecimiento global anémico y más vulnerable

La intensificación de algunos de los focos de riesgo con impacto global durante el último trimestre de 2015 ha provocado una nueva revisión a la baja en los pronósticos de crecimiento económico mundial para este año. La transición hacia un patrón de crecimiento más bajo en China, con reformas en la economía y cambios en la definición de objetivos clave como el tipo de cambio, está viniendo acompañada de episodios de fuerte volatilidad financiera y descensos de los precios de las materias primas. Todo ello genera un panorama global mucho menos favorable para las economías exportadoras de materias primas, pero también para aquellas percibidas como más vulnerables financieramente.

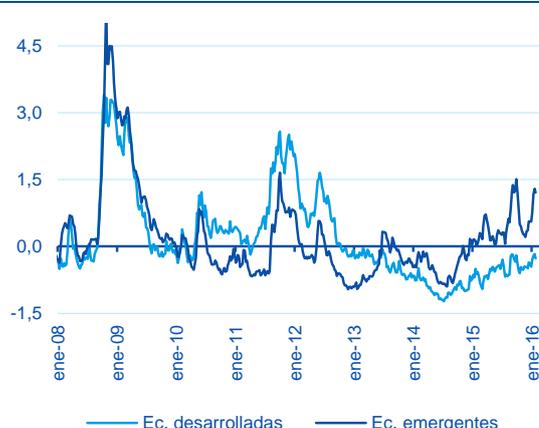
En efecto, los índices adelantados de confianza empresarial y el repunte de las tensiones financieras apuntan a un inicio de 2016 de crecimiento más moderado al previsto hace un trimestre. Así, el PIB mundial crecería apenas un 3,2% en 2016 (igual que 2015) y postergando la recuperación a 2017 cuando alcanzaría tasas cercanas al 3,5% (Gráfico 2.1). Este crecimiento reducido responde al deterioro de la demanda en las economías emergentes. La recuperación de las economías desarrolladas continúa siendo frágil y muy condicionada al impacto que, finalmente, tengan la desaceleración del comercio mundial y la inestabilidad financiera sobre la producción industrial, la inversión y el consumo. Con EE.UU. creciendo a tasas del 2,5% y la Eurozona haciéndolo por debajo del 2%, la tenue mejora de la actividad en el conjunto de economías desarrolladas no será suficiente para compensar la desaceleración de los países emergentes.

Gráfico 2.1
PIB mundial, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico mundial (incluyendo en particular a las economías emergentes) explican, en buena parte, el comportamiento reciente de los mercados financieros. Los indicadores de actividad industrial y el comercial concentran el mayor grado de deterioro. La actividad en los servicios, que hasta el momento se había visto beneficiada por la recuperación del consumo privado en las principales economías desarrolladas, también está empezando a mostrar signos de menor dinamismo. Así, el índice BBVA de tensiones financieras para el grupo de países emergentes ha repuntado hasta las cotas observadas en julio y agosto de 2015 (primera oleada de la crisis bursátil china), equiparándose con los niveles de estrés de 2011 (Gráfico 2.2). La volatilidad permanece contenida en las economías desarrolladas, en un contexto en el que el capital trata de refugiarse en activos financieros con un menor perfil de riesgo como los bonos soberanos de países como Japón, EE.UU. o Alemania.

De este modo, la economía mundial se enfrenta a un 2016 de crecimiento reducido y con un balance de riesgos sesgado a la baja y concentrado en el bloque emergente. La evolución de la economía china, tanto en lo que respecta al grado de desaceleración de la actividad como a la gestión que hagan las autoridades de los desequilibrios financieros existentes, seguirá condicionando la dinámica de los flujos de financiación y del precio de las materias primas (más allá del petróleo). La posición de endeudamiento empresarial de aquellos países emergentes más vulnerables al contexto externo constituye un foco adicional de inestabilidad, en un entorno de menores beneficios y costes de financiación al alza (mayores primas de riesgo). Junto a lo anterior, las tensiones geopolíticas en algunas geografías y el riesgo de un escenario de bajo crecimiento y baja inflación en las principales economías desarrolladas completan el panorama esperado para la economía mundial en 2016.

EE.UU.: crecimiento moderado y dependiente del consumo.

Durante el último semestre de 2015, la economía estadounidense ha estabilizado su crecimiento en tasas del orden del 2,5% anual. Por el momento, nuestro escenario base mantiene un crecimiento estimado del 2,5% para este año y el próximo, pero la desaceleración de la actividad en el cuarto trimestre, junto con las señales adelantadas que ofrecen los indicadores de confianza empresarial, eleva la probabilidad de que el crecimiento en 2016 pudiera ser menor. Por su parte, la Fed sigue reiterando que la senda de subidas de tipos de interés será gradual y condicionada al seguimiento continuo de la dinámica de gasto doméstico e inflación. Sin presiones alcistas sobre la inflación y ante la caída de precios del petróleo esperamos como máximo dos aumentos de tipos de interés en 2016.

China: el reto de eliminar la inestabilidad financiera

Las dudas sobre la capacidad de China para gestionar con éxito la transición hacia un patrón de crecimiento económico más moderado y equilibrado han vuelto a acrecentarse en el último trimestre de 2015 tras un nuevo episodio de inestabilidad financiera que tuvo su origen, como el pasado mes de agosto, en los mercados bursátil y de divisas.

Aun cuando el mantenimiento de la estabilidad financiera sea clave para evitar que se repitan episodios de aversión al riesgo como el reciente, la dinámica de crecimiento que muestre China a corto y medio plazo sigue siendo determinante para el ciclo económico mundial. Por ahora continúa la senda de moderación gradual del crecimiento y recomposición del mismo iniciada en 2011. Nuestro escenario base mantiene el crecimiento del PIB para 2016 en el 6,2% y en el 5,8% para 2017. No son descartables medidas adicionales de estímulo monetario durante 2016 en forma de rebaja de los tipos de interés de referencia aunque éstas estarán condicionadas al impacto que puedan tener sobre los flujos de capital. Con todo, hay una probabilidad relevante de que este escenario derive en uno de mayor riesgo dadas las dudas sobre el ritmo del rebalanceo de la economía y el margen de maniobra de las autoridades para gestionarlo sin sobresaltos.

Eurozona: sin cambios en el crecimiento esperado

Si se mantiene la dinámica de recuperación reciente, la Eurozona podría crecer este año un 1,8% y un 2,0% en 2017, los mismos registros que se anticipaban el trimestre anterior. El efecto positivo que la corrección de los precios energéticos, el tono más expansivo de la política fiscal y el mantenimiento de condiciones monetarias laxas sería parcialmente compensado por el impacto negativo de la desaceleración del comercio internacional sobre las exportaciones de bienes y del aumento de la inestabilidad financiera y política sobre las decisiones de inversión.

3 Se prolongan y se intensifican los choques sobre la economía colombiana

Mercados locales con elevada volatilidad ante nuevo ajuste a la baja en precios del petróleo

El petróleo ha tenido tres episodios de reducciones en su precio desde mediados de 2014. El primero de ellos empezó en junio de 2014 y se extendió hasta finales de ese año, donde el crudo de referencia Brent acumuló una caída de 53%. Luego, entre abril y agosto de 2015, el valor del barril se redujo 28% más, aunque sólo se ubicó un 8% por debajo de su mínimo de finales de 2014 gracias a una recuperación previa que había tenido el precio. El último episodio comenzó en octubre de 2015, en el cual el petróleo ha caído en 42% al cierre de esta edición y se espera que su cotización se reduzca más hasta alcanzar un promedio de USD 30 en 2016.

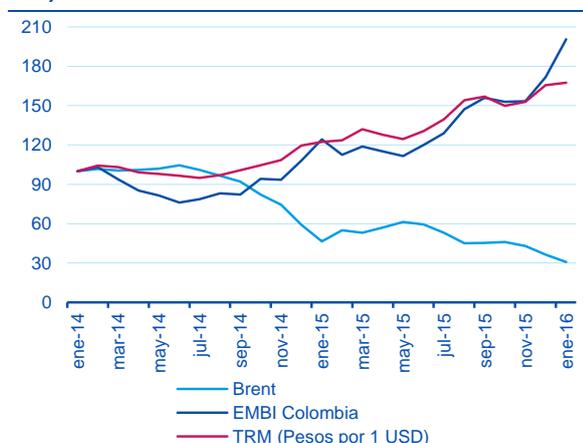
La solidez financiera de los productores de petróleo, tanto los de la OPEP como los no OPEP, ante un escenario de precio de petróleo bajo, la incertidumbre sobre el aterrizaje suave de los mercados emergentes y el impacto real de las innovaciones tecnológicas en el sector del petróleo hacen pensar que la recuperación de los precios del petróleo será lenta (Recuadro 1). En este contexto BBVA estima que solo hasta finales de 2018 el precio del petróleo retornaría a su nivel de largo plazo de USD 60.

Los menores precios del petróleo, la volatilidad de los mercados financieros internacionales y un menor apetito por riesgo han determinado en buena parte el comportamiento de los activos locales. En dicho contexto, las principales variables sufrieron un importante retroceso durante el 2015. Las tasas de los títulos de referencia del título de deuda pública (TES) 2024 incrementaron su tasa 98pb mientras que la referencia de 2016 lo hizo en 117pb. En el mercado accionario el retroceso alcanzó un 23,8%. Finalmente, algunas mediciones de riesgo país, como el EMBI y el CDS (a 5 años), subieron 125pb y 102pb, cerrando el año en 321 y 243 respectivamente (Gráfico 3.1). En enero de 2016 dichos indicadores continuaron mostrando un comportamiento débil, influenciado en gran medida en el complejo panorama de los mercados financieros internacionales al comienzo del año y la caída adicional del precio del petróleo.

Hasta ahora, la valoración de los activos internos ha recibido un apoyo significativo de los inlujos de capitales de portafolio. En efecto, durante 2015, las entradas de portafolio, registradas en la balanza cambiaria, se ubicaron en USD 4.418 millones. Este nivel fue más alto que los valores observados en 2011 y 2012, similar al de 2013 e inferior al de 2014. Debe recordarse que en 2014 el ingreso de capitales fue extraordinario por el cambio en la ponderación de Colombia en los índices de JP Morgan. Por otra parte, durante 2015 se dio un aumento en la participación de los fondos de capital extranjero en el mercado de deuda pública interna: pasaron de representar el 15,4 de los TES emitidos en diciembre de 2014 a participar con el 17,4% en enero de 2016.

Hacia delante, la incertidumbre es mayor en cuanto a la entrada de capitales. En efecto, en el panorama de los países emergentes, los flujos se desaceleraron notablemente al inicio de 2016 y en ese contexto esperamos una menor entrada de capitales de portafolio y de inversión extranjera directa (IED) para este año (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1
Petróleo, EMBI y tipo de cambio (índice, Ene14 = 100)



Fuente: Bloomberg, Banco de la República, JP Morgan y BBVA Research

Gráfico 3.2
Influjos de capitales de portafolio por no residentes (USD millones)



Fuente: Balanza cambiaria del Banco de la República y BBVA Research

Aún falta una parte del ajuste sobre el crecimiento de la economía

La desaceleración de la economía seguirá siendo gradual. Esperamos un crecimiento de 2% en 2016. Esto significará una moderación adicional con respecto a la expansión de 2015, la cual estimamos cercana a 3%. Esta desaceleración es el resultado de la acomodación gradual y controlada de la economía a los fuertes choques externos que la afectaron recientemente: la caída adicional del precio del petróleo, el más lento crecimiento de China, el inicio del ciclo restrictivo de la FED y el menor influjo de capitales.

En este contexto la economía en este año registrará un consumo más débil y una inversión pública menos dinámica. Las expectativas para el consumo no son tan positivas ya que la confianza de los hogares está cercana a cero (en un rango entre -100 y 100), por debajo de su promedio histórico de 16 de los últimos 15 años. Además, las disposiciones a comprar vehículos y otros bienes durables se ubicaron en terreno negativo y existe un menor optimismo sobre la compra de vivienda. Por otro lado, las restricciones fiscales aumentaron con el nuevo panorama de menores precios de petróleo, lo que anticipa menos recursos para el Gobierno Central y las entidades descentralizadas (Ver Sección 5).

Por otra parte, el mercado laboral mostró un deterioro en 2015. Se observó una destrucción de empleo de 0,5% entre diciembre de 2014 y diciembre de 2015 (equivalente a 53 mil empleos) y un aumento en la tasa de desempleo de 0,5 puntos porcentuales hasta 9,8% en las trece principales ciudades. Consideramos que este deterioro en el desempleo continuará en 2016, lo que llevará a la tasa de desempleo al 10,6% al final del año. A nivel nacional, a pesar de que hubo una mayor creación de empleo, también fue evidente el deterioro del mercado laboral: mientras que en 2014 todo el empleo creado fue en actividades salariales (formal), en 2015 el 57% de los 475 mil empleos fue no asalariado (en su mayoría, por cuenta propia o informal). Esta tendencia podría profundizarse durante 2016, con una menor creación de empleo, la cual estaría sesgada hacia la generación de más empleo informal.

Las ventas minoristas ya empiezan a mostrar mayores impactos de estos factores sobre el consumo. Mientras que los datos de la primera parte de 2015 sólo mostraban una moderación en la venta de vehículos, recientemente señalan una desaceleración más generalizada en todos los grupos de productos. Con base en esta tendencia, creemos que la variación interanual del gasto de los hogares continuará reduciéndose, alcanzando un mínimo a mediados de año, y luego iniciaría un proceso lento de

recuperación. El ajuste en el consumo final también estará explicado por el menor consumo público (ante los recortes presupuestales anunciados y por anunciar del Gobierno Nacional Central).

Otra fuente importante de desaceleración desde el Gobierno proviene del menor gasto en obras civiles. Estas últimas pasarían de crecer 10% en 2015 a 4% en 2016 (Gráfico 3.3). De hecho, si no fuera por el despegue de las obras de infraestructura de cuarta generación, que esperamos se de en el segundo semestre, según el avance que va de acuerdo al cronograma inicial, el sector de obras civiles caería fuertemente. Esto se debe a los menores recursos petroleros del Gobierno Central y el consecuente recorte de gastos, al ajuste en el plan de inversiones de las empresas minero-energéticas y la caída en las regalías giradas a las regiones descentralizadas. Además, las empresas minero-energéticas pueden tener mayores costos de endeudamiento que las corporaciones de otros sectores menos golpeados por las caídas en los precios de las materias primas, lo cual las restringe para ejecutar grandes proyectos de inversión.

Los factores que apoyarán el crecimiento de 2016, además de las obras 4G, son varios. La industria (especialmente, la apertura de la Refinería de Cartagena) con un crecimiento de 7,5% anual (del cual la refinería contribuye con 5pp), la cual tendrá un efecto positivo sobre la inversión privada no residencial. La agricultura tendrá también un crecimiento por encima del promedio de la economía, apoyada por las buenas cosechas de café del primer trimestre y por un repunte en la producción de otros productos agrícolas (arroz, flores, palma), especialmente en el 2S16. Otros sectores con resultados positivos en 2016 serán los de hoteles y restaurantes (ayudados por la devaluación), la intermediación financiera y la construcción (Gráfico 3.4).

Respecto a este último sector, la inversión residencial será apalancada por la construcción de vivienda de interés social y de clase media, impulsada por los subsidios públicos a estos segmentos, y por la continuación de la edificación de las aulas escolares proyectadas en el Plan de Impulso a la Productividad, llamado PIPE II. Finalmente, las exportaciones no mineras tendrán un leve repunte, pasando de una tasa de crecimiento negativa en 2015 a una cifra similar a la de la variación del PIB en 2016.

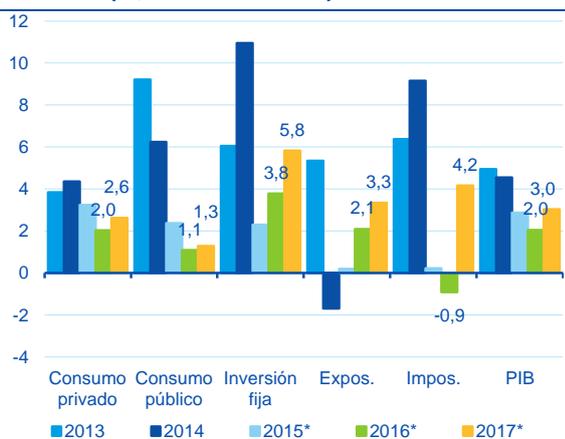
La minería en 2016 será el lastre de la economía, con una contracción de 7,3%. Esperamos que la producción promedio del petróleo se ubique en 919 mbd, 8,6% por debajo del promedio de 2015. Asimismo, estimamos caídas en la producción de carbón de cerca del 6% y en la producción de níquel del 9%. En este sector, solo habrá un repunte en la producción de minerales no metálicos, impulsada por el inicio de las obras de cuarta generación. Sin embargo, dada su baja participación dentro de la minería, no será suficiente para compensar la caída de los otros subsectores.

En 2017, el crecimiento del PIB debería rebotar a 3%. La principal fuente de expansión serán las obras 4G, pues será en este año cuando se consolide el avance de todas las obras estructuradas bajo la primera ola de concesiones. Además, se dará la ejecución de una mayor cantidad de aulas escolares, considerando que ya estarán licitados en aquel momento una buena cantidad de los proyectos. A renglón seguido, pero también importante, se tendrá un rebote menos significativo del consumo privado y las exportaciones. El primero, será una consecuencia de las mejoras en la confianza interna, si bien el gasto de los hogares se encontrará limitado por los efectos del posible aumento del IVA en 2017. El segundo, por el mejor panorama global, especialmente en los países desarrollados. Esto último, además, implicará un mejor comportamiento de la industria diferente a refinería y de la agricultura, acompañadas del proceso de sustitución de importaciones iniciado por la devaluación del tipo de cambio.

En total, el ajuste del bienio 2016-2017 frente a las tendencias previas tendrá varias noticias positivas. Primero, se cambiará el perfil de crecimiento con una mayor importancia de los sectores transables diferentes a la minería. Segundo, las exportaciones tendrán una composición de mayor valor agregado en los productos. Tercero, habrá un cambio en el perfil de consumo con una menor incidencia de los bienes importados. Cuarto, el sector del turismo tendrá mejores crecimientos por la señal positiva del tipo de

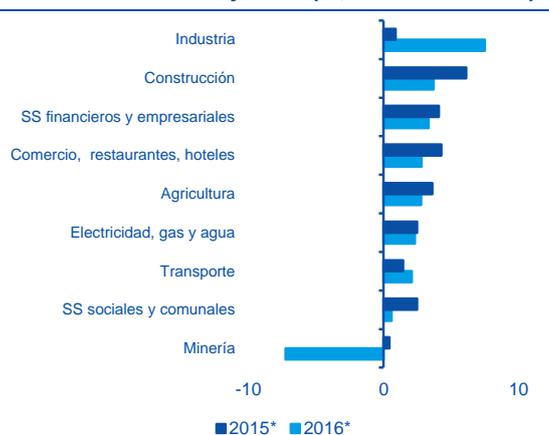
cambio. Y, quinto, el sector de la construcción concentrará su crecimiento en los rangos de ingresos con mayor demanda potencial (a juzgar por el déficit habitacional): los bajos y medios. Sin embargo, también habrá cambios retadores para la economía nacional. Los términos de intercambio de la economía se mantendrán en niveles menores a los observados en los años previos a la caída del petróleo. La generación de divisas (y con esto, su impacto en el ingreso nacional) será menor. Y el desarrollo de los establecimientos especializados de comercio (centros comerciales, por ejemplo) se dará a una tasa de expansión más lenta que la que venía teniendo.

Gráfico 3.3
Previsión del PIB y sus componentes de la demanda (% variación anual)



Fuente: DANE. *Previsiones/estimaciones de BBVA Research

Gráfico 3.4
PIB sectorial en 2015 y 2016 (% variación anual)



Fuente: DANE y BBVA Research. *Previsiones/estimaciones de BBVA Research

La aceleración del crecimiento económico en el mediano plazo dependerá del éxito del plan de infraestructura y de los aumentos en productividad

Colombia tiene el gran reto de reemplazar las fuentes de crecimiento, tras la caída estructural de los precios del petróleo y la menor liquidez internacional de mediano plazo. El candidato a sustituirlos es la construcción de infraestructura: aportará no sólo mayor actividad en los años de ejecución de las obras, sino también productividad a las actividades transables, las cuales se viene favoreciendo de la devaluación del tipo de cambio.

Igualmente, el cambio de prioridades en el Gobierno de Bogotá, con mayor representación de las obras de infraestructura y de vivienda dentro del presupuesto total, podría aumentar la contribución que actualmente hace la capital del país al PIB de la construcción nacional. Estos factores no están contabilizados completamente en nuestras proyecciones de 2017 y 2018 y podrían representar un sesgo al alza sobre nuestros cálculos del PIB total.

Recuadro 1. ¿Qué va a ocurrir con los precios del petróleo?

El fin de una era

Entre principios de la década de 2000 y la segunda mitad de 2014, el precio del petróleo mostró un aumento sostenido interrumpido temporalmente por la Gran Recesión. En este “superciclo” de las materias primas, las condiciones del mercado petrolero se caracterizaron por un robusto crecimiento tanto de la demanda proveniente de fuera de los países de la OCDE, como de la oferta de crudo no OPEP. Una política monetaria flexible, avances tecnológicos sin precedentes y estrategias de inversión en busca de rentabilidad permitieron asignar enormes cantidades de recursos al sector del gas y petróleo.

La demanda global fue impulsada en gran medida por la formidable expansión económica de los mercados emergentes. Entre 2000 y 2015, los mercados emergentes contribuyeron con 70 céntimos de cada dólar adicional de PIB mundial, ajustado por PPA. En el mismo período, el aumento de la demanda mundial de productos derivados del petróleo estuvo impulsado en su totalidad por los mercados emergentes. Además, el impresionante crecimiento medio del PIB de China (9,5%) durante este periodo y sus importantes repercusiones en otros mercados emergentes explican el 62% del incremento neto de la demanda de productos derivados del petróleo en los últimos 15 años.

Gráfico R.1.1
Precio al contado del WTI (\$ por barril)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Gráfico R.1.2
Demanda de productos del petróleo (variación a/a, miles de barriles/día)

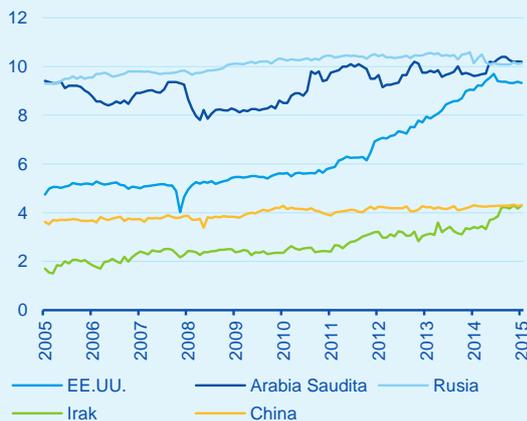


Fuentes: BBVA Research y Haver

El crecimiento de la oferta no OPEP estuvo liderado por EE.UU., donde la combinación de unos precios del petróleo elevados, el *fracking* (fracturación hidráulica), la perforación horizontal, las tecnologías de aguas profundas y los tipos de interés históricamente bajos alentaron una importante cantidad de inversiones en el sector del gas y petróleo. Así, el total de inversiones de capital en gas y petróleo respecto al PIB aumentó del 0,4% en 2000 al 2,1% en 2014, acumulando 2,8 billones de dólares en 15 años. La consecuencia de ello es que la producción de petróleo de EE.UU. pasó de 5,7 millones de

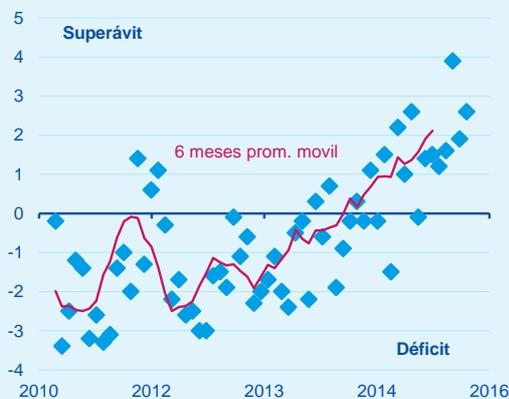
barriles diarios en 2011 a 9,7 millones de barriles diarios en abril de 2015. En este periodo, EE.UU. representó el 83% del incremento neto acumulado en la oferta de petróleo mundial.

Gráfico R.1.3
Producción de petróleo (millones de barriles/día)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Gráfico R.1.4
Equilibrio de la oferta y demanda de petróleo mundial (millones de barriles/día)



Fuentes: BBVA Research y Haver

El aumento de los precios del petróleo durante este periodo indica que el factor de la demanda dominó las expectativas del mercado. Sin embargo, a principios de 2011, cuando la oferta de EE.UU. empezó a repuntar, los precios del petróleo se estabilizaron, pues las expectativas daban por descontado un mercado más equilibrado. No obstante, en 2014 la demanda no pudo absorber la oferta, dando lugar a una caída de los precios que continúa hasta la fecha.

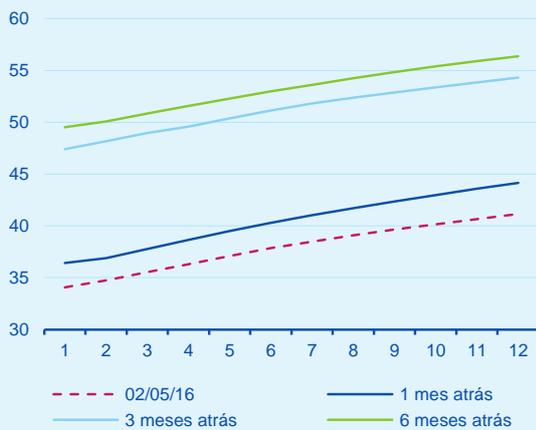
En anteriores episodios de contracción de precios, la reacción de la OPEP hubiera sido reducir su producción, como lo hizo en 2001 y 2008; sin embargo, en noviembre de 2014 el cártel sorprendió a los mercados con su decisión de mantener los niveles de la misma, lo que se entendió como un intento de proteger su cuota de mercado. La reticencia a recortar la producción, e incluso el aumento de la misma en 2015 cuando los precios seguían cayendo, fue interpretado por algunos expertos como un intento de forzar a los productores con mayores costes a salir del mercado.

Al mismo tiempo, a mediados de 2014, la desaceleración económica de China se había hecho aún más evidente. Por ejemplo, el PMI manufacturero ha caído de forma continuada desde julio de 2014, tras alcanzar su máximo nivel (51,7). Los efectos en el resto de los mercados emergentes han sido notables. Por ejemplo, el crecimiento de la producción industrial y el volumen de comercio exterior desde y hacia esta región se ha frenado hasta situarse en los niveles más bajos en seis años.

Nuestro análisis econométrico confirma que la caída del precio del petróleo se debe a los fundamentos: oferta y demanda, incluidas las expectativas con respecto a ambos factores. En concreto, la solidez y las expectativas acerca de la oferta de petróleo no OPEP, y la debilidad y las expectativas acerca de la demanda agregada de los países de fuera de la OCDE han desempeñado un papel preponderante en la determinación del nivel del precio del petróleo y en su volatilidad. Además, la revisión de las expectativas de crecimiento mundial a favor de las economías desarrolladas con respecto a los mercados emergentes y la divergencia de las políticas monetarias en las economías desarrolladas, dos factores que fortalecen el valor relativo del dólar, han generado aún más presiones bajistas sobre los precios. La volatilidad de los precios también refleja factores geopolíticos como el levantamiento de las sanciones en Irán y los conflictos de Oriente Medio.

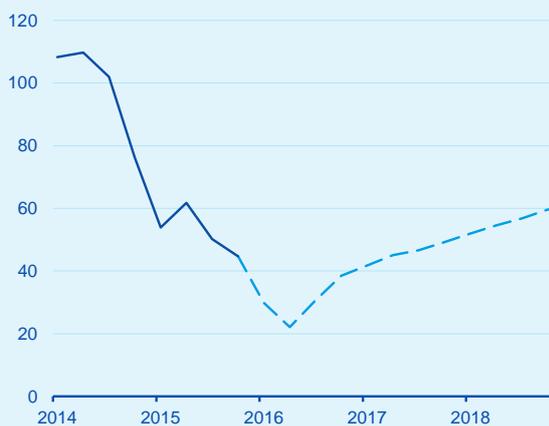
De esta forma, nuestro escenario central prevé un ajuste a la baja durante el primer semestre del año, seguido de una recuperación suave a partir de entonces. A finales de 2018 se prevé que los precios se estabilizarán en torno a 60 \$/barril, precio en el que estimamos el nivel de equilibrio a largo plazo.

Gráfico R.1.5
Futuros del petróleo Brent (\$ por barril)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Gráfico R.1.6
Previsión del precio del petróleo: referencia (Brent, \$ por barril)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Es posible que se produzca una nueva corrección de precios en los próximos meses

Desde que el precio empezó a caer, los contratos de futuros han revisado a la baja las expectativas persistentemente, lo que indica que aún existe incertidumbre sobre el momento en el cual el

precio alcanzará su mínimo. Desde el punto de vista de la oferta, aún persisten preocupaciones respecto al exceso de la misma. La OPEP no ha mostrado indicios sobre la posibilidad de recortar la producción, lo que podría explicarse por dos factores. Por un lado, el coste marginal por barril para Arabia Saudita y otros miembros de la OPEP sigue muy inferior a 20 \$/barril. Por otro lado, Arabia Saudita, el mayor productor y propietario de las segundas mayores reservas probadas, ha podido absorber el impacto de los bajos precios en su economía mediante una combinación de medidas de austeridad y venta de reservas de divisas. Teniendo en cuenta el nivel de reservas de divisas (616.000 millones de dólares, es decir, el 100% del PIB) y que la deuda pública es baja (6,7% del PIB), el país dispone de un margen para soportar un periodo prolongado con el precio del petróleo bajo.

Gráfico R.1.7
Arabia Saudita: Reservas de divisas (total menos oro, final del periodo, miles de millones de USD)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Gráfico R.1.8

Irán: Producción de petróleo (millones de barriles/día)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Las divisiones dentro de la OPEP dificultan la posibilidad de acuerdo entre los miembros. El cártel está dividido en dos grupos. El primero incluye países como Venezuela, Nigeria, Irán, Irak y Libia, cuyas maltrechas economías necesitan desesperadamente unos precios del petróleo más altos. Estos países desearían que los miembros con mayor solidez económica recortaran la producción.

El segundo grupo está compuesto por Arabia Saudita y otros estados del Golfo, que creen que cualquier corte de la producción debería compartirse, no solo por los miembros de la OPEP sino también por los productores no OPEP, una condición necesaria para mantener sus cuotas de mercado. Sin embargo, algunos países que no pertenecen a la OPEP, como Rusia, que es el segundo mayor productor del mundo, y Brasil, podrían tener dificultades para recortar la producción voluntariamente, pues sus economías se contraen y los ingresos del petróleo son críticos para apoyar la política fiscal. No es sorprendente, por tanto, que hayan fracasado los recientes esfuerzos por persuadir a Rusia para que se una a un recorte de la producción de la OPEP.

Otra fuente de presiones bajistas sobre los precios está relacionada con la capacidad de Irán para exportar crudo tras el levantamiento de las sanciones como resultado del acuerdo con el

grupo P5+1. El gobierno iraní tiene como objetivo aumentar la producción en 1 millón de barriles/día en 2016, lo que significaría volver a su plena capacidad de producción, estimada en cerca de 4 millones de barriles/día. No obstante, una estimación más razonable apunta a que la cantidad de petróleo adicional que el país puede inyectar en el mercado mundial a corto plazo se ubica entre 300.000 y 500.000 barriles/día. Un crecimiento mayor de la producción llevará tiempo, pues se necesitan importantes inversiones para modernizar una infraestructura deteriorada. Estas inversiones no van a producirse inmediatamente, dadas las estrictas condiciones crediticias y el menor apetito por el riesgo.

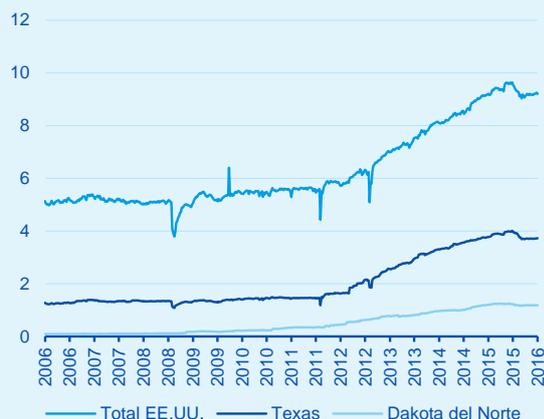
Dado que las negociaciones entre la OPEP y Rusia parecen estar en un callejón sin salida y que se está produciendo la reintegración de Irán en el mercado mundial, la atención ha girado hacia EE.UU., donde la producción ha mostrado más fortaleza de la esperada. Desde su último nivel máximo de 9,7 millones de barriles/día en abril de 2015, la producción de petróleo de EE.UU. ha ido disminuyendo gradualmente hasta situarse en 9,3 millones en noviembre de 2015.

La ausencia de una caída abrupta en la producción de EE.UU. puede explicarse por una serie de factores. Primero, los operadores, muy apalancados, necesitan seguir produciendo y vendiendo petróleo para pagar la deuda. Segundo, los costes variables se han ajustado más rápido de lo previsto, proporcionando un alivio temporal para absorber parcialmente la caída del precio. El tercer factor es la heterogeneidad del sector. Los precios de equilibrio varían entre los distintos yacimientos de esquisto y lo mismo ocurre con las respuestas de los operadores ante la caída del precio, ya que algunas empresas están más diversificadas que otras o tienen activos de mejor calidad. Los ajustes de la producción han sido heterogéneos entre los distintos yacimientos de esquisto; por ejemplo, a fecha de diciembre de 2015, la producción seguía expandiéndose en Permian y Utica, pero se había contraído en Bakken y en Eagle Ford. Sin embargo, estos factores no

pueden ser considerados como permanentes, de forma tal que la caída de la producción de petróleo de EE.UU. será más intensa en la medida en que continúe el actual escenario de precios bajos.

Gráfico R.1.9

Producción de petróleo de EE. UU.
(millones de barriles/día)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Tabla R.1.1

Crecimiento del PIB real
(variación % a/a)

	Estimaciones		Previsiones	
	2015	2016	2016	2017
Rusia	-3,7	-1,0	1,0	
China	6,9	6,2	5,8	
India	7,3	7,6	8,0	
Brasil	-3,8	-3,0	1,3	
Sudáfrica	1,3	0,7	1,8	

Fuentes: BBVA Research, FMI y Haver

Por el lado de la demanda, las perspectivas de crecimiento global han disminuido a causa de la debilidad de los mercados emergentes y del modesto crecimiento de las economías desarrolladas. En concreto, se prevé que el crecimiento económico de China pasará del 6,9% en 2015 al 6,2% en 2016, y al 5,8% en 2017. Nuestro escenario central presupone un "aterrizaje suave"; sin embargo, la incertidumbre

sobre la magnitud de la desaceleración y la capacidad del gobierno para manejar el ciclo a través de la política fiscal y monetaria ejercerá probablemente presiones a la baja sobre los precios del petróleo a corto plazo. El crecimiento más lento de China tendrá efectos secundarios en otros mercados emergentes, con repercusiones negativas para la demanda de petróleo.

Otro factor que impedirá que los precios suban a corto plazo son los niveles persistentemente elevados de los inventarios, sobre todo en EE.UU., donde las existencias de petróleo excluyendo las reservas estratégicas son las más altas de los últimos ochenta años, y donde a pesar del aumento, las presiones sobre la capacidad de almacenamiento operativo todavía se mantienen contenidas.

Modesta mejora en el segundo semestre de este año y durante 2017

Aunque el precio podría caer aún más durante el primer semestre, un ajuste más intenso en la producción de EE.UU. podría hacer que este suba en el segundo semestre y durante el 2017, en especial si la caída de la producción de EE.UU. es mayor que el incremento potencial de la oferta de otros productores (por ejemplo Irán). La rápida reducción de los pozos activos indica que la producción de petróleo de EE.UU. podría caer alrededor de 1 millón de barriles/día en los próximos doce meses. Esto supondría recortar una parte sustancial del exceso de oferta del mercado, que actualmente se calcula que está entre 1,5 y 1,8 millones de barriles/día.

En 2015, la inversión fija privada real en prospección minera y pozos se contrajo un 35%, es decir 47.300 millones de dólares menos que en 2014. Es probable que esta tendencia continúe en 2016, pues el sector de gas y petróleo reducirá más el CAPEX como respuesta a las presiones sobre la rentabilidad. El CAPEX del sector de gas y petróleo en EE.UU. caerá hasta el 1,5% del PIB, que representa el nivel más bajo desde 2008. La producción de EE.UU. también se verá afectada por el creciente número de quiebras y un entorno de mayor aversión al riesgo, que se refleja en

unas normas crediticias más estrictas para la financiación del sector de gas y petróleo¹.

Gráfico R.1.10
Número de pozos activos en EE. UU. y petróleo WTI (unidades y \$/barril)



Fuentes: BBVA Research y Haver

Gráfico R.1.11
Inversiones de capital en EE. UU. en el sector del gas y petróleo (porcentaje del PIB, %)



Fuentes: BBVA Research y Haver

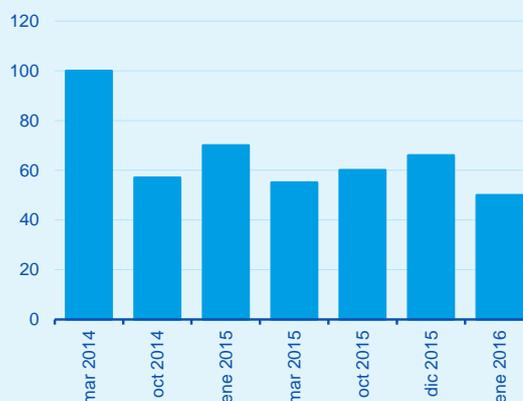
Aunque un ajuste más profundo de la producción de EE.UU. o un acuerdo de la OPEP con Rusia podrían provocar un nuevo incremento del precio, éste estará limitado por los siguientes factores: en primer lugar, si Arabia Saudita y sus socios desean mantener o ganar cuota de mercado necesitan que los precios estén justo por debajo de los precios de equilibrio de los productores que

1: Según el programa Shared National Credit, aproximadamente 4.200 millones de dólares de deuda sindicada en el sector de gas y petróleo puede estar en riesgo de impago, es decir uno de cada siete préstamos de más de 20 millones de dólares. En 2015, aproximadamente 40 empresas se declararon en quiebra, con una deuda total estimada de 16.700 millones de dólares.

tienen altos costes. Esto significa que no pueden recortar la producción hasta un punto en que los productores con altos costes vuelvan a ser competitivos.

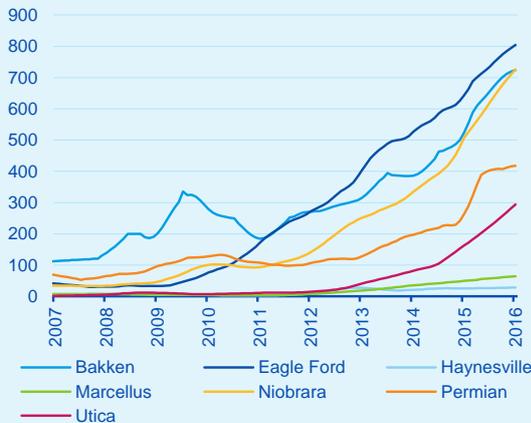
En segundo lugar, la flexibilidad y la eficacia del sector del esquisto de EE.UU. indican que las empresas pueden revitalizar su producción relativamente rápido una vez que perciban que los precios vuelven a subir. El corto plazo entre la decisión de inversión y la producción efectiva dificulta que el sector del esquisto de EE.UU. sea el factor clave para mantener el repunte de los precios. En tercer lugar, las perspectivas de un menor crecimiento económico podrían contrarrestar las subidas derivadas de un ajuste de la oferta. Dicho de otro modo, para que la estrategia saudita funcione, el periodo de precios del petróleo bajos tiene que ser prolongado para evitar una vuelta rápida de los productores de petróleo de esquisto.

Gráfico R.1.12
Precios medios de equilibrio de América del Norte (producción de petróleo ajustada, \$ por barril)



Fuentes: BBVA Research, FT, HIS, Wood Mckenzie

Gráfico R.1.13
Productividad de los pozos (barriles/día por pozo)



Fuentes: BBVA Research y AIE

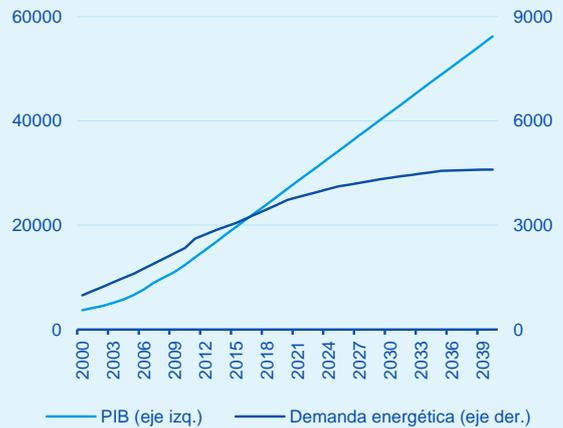
¿Se dirigen los precios del petróleo a un equilibrio más bajo a largo plazo? Sí, es probable que así sea, pero la incertidumbre es elevada

Los cambios estructurales en el mercado de la energía tendrán un impacto importante a largo plazo. Por el lado de la oferta, la creciente competencia de productores fuera de la OPEP seguirá debilitando su función como estabilizador de precios. La mayor competencia fomentará la innovación, lo que podría bajar los precios de equilibrio, de modo que los productores que actualmente tienen costes altos serían más competitivos en el futuro. La revolución del esquisto en EE.UU. ha demostrado que un entorno más competitivo promueve innovaciones que aumentan la productividad y ofrecen acceso a recursos que antes no estaban disponibles.

Los avances tecnológicos han hecho que la noción de "pico de producción petrolera", es decir, el momento hipotético en que la producción alcanza su nivel máximo a partir del cual entra en declive hasta el agotamiento, sea menos relevante en un mundo en el que siguen descubriéndose reservas y la extracción es cada vez más viable. Un ejemplo de ello es la tecnología plasma-pulso, que potencia al máximo la recuperación del petróleo utilizando un arco de plasma de alta energía en vez de inyectar fluidos a alta presión para estimular el yacimiento. Esta

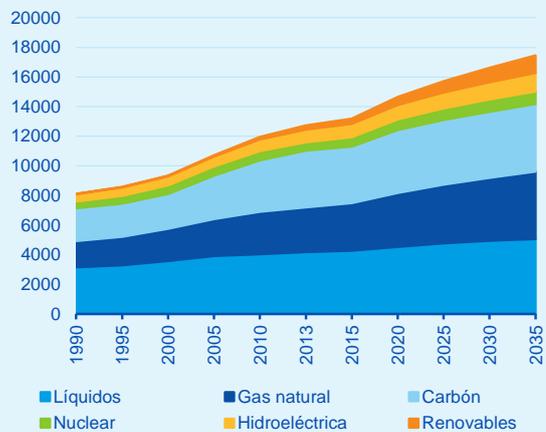
tecnología es más eficaz y es una opción más respetuosa con el medio ambiente.

Gráfico R.1.14
China: PIB y demanda energética (billones de \$ PPA y millones de toneladas equivalentes de petróleo)



Fuentes: BBVA Research y AIE

Gráfico R.1.15
Consumo energético mundial por combustible (millones de toneladas equivalentes de petróleo)



Fuentes: BBVA Research y AIE

Por el lado de la demanda, los mercados emergentes seguirán impulsando el crecimiento mientras que la demanda de los países desarrollados seguirá perdiendo importancia relativa; sin embargo, el reequilibrio de la economía china podría tener repercusiones de mayor alcance para el petróleo. Aunque el PIB de China se mantuviera muy por encima del 6%, la recomposición de las fuentes de crecimiento podría implicar un ajuste mucho más pronunciado

en la demanda de petróleo que si el crecimiento se mantuviera principalmente con el apoyo del sector industrial.

En la medida de que en China haya una transición de una economía impulsada por la inversión a una economía impulsada por el consumo, es probable que el consumo energético por PIB cambie, como ha sucedido en los países desarrollados. En este sentido, la Agencia Internacional de la Energía prevé que la demanda energética de China empezará a desvincularse del PIB a finales de esta década y se estabilizará en cerca de 4.000 millones de toneladas equivalentes de petróleo en 2040². Esta divergencia hará bajar la ratio de energía-PIB, lo que implica mayor eficiencia energética en el transporte y en la actividad comercial e industrial.

Por último, se prevé que los compromisos para reducir las emisiones de CO₂ en la atmósfera, a partir de la Conferencia de la ONU sobre el Cambio Climático de 2015, promoverán la inversión de cara a aumentar la cuota de las energías renovables en el mix energético mundial. Estas inversiones, junto con incentivos fiscales, prometen incrementar la competitividad en costes de las energías limpias con respecto a los combustibles fósiles. La adopción de la tecnología por parte de los mercados emergentes podría hacer que tuvieran una transición relativamente rápida a fuentes energéticas eficientes y renovables aunque los precios del petróleo se mantengan bajos durante un periodo de tiempo prolongado.

Estas tendencias conllevarían un nuevo precio de equilibrio para el petróleo, razonablemente más bajo de lo previsto, aunque hay una enorme incertidumbre en cuanto a la intensidad o incluso en cuanto a la manifestación efectiva de estos factores a largo plazo en el horizonte de las previsiones.

Desde una perspectiva de largo plazo, el mercado podría avanzar hacia un nuevo paradigma en que los hidrocarburos serán más accesibles, y donde

la demanda energética cambia hacia múltiples fuentes. Las necesidades energéticas del mundo son enormes, pero también complejas. Por un lado, se necesitan enormes cantidades de energía barata para apoyar el crecimiento económico de los países en desarrollo, donde se prevé el mayor crecimiento demográfico. Sin embargo, a medida que el impacto del cambio climático se agudiza más y los gobiernos y organismos privados de todo el mundo se conciencian, la necesidad de una energía "limpia y barata" ya no es una opción sino algo imprescindible. Los hidrocarburos solo encajan en la parte "barata" de la ecuación. Las energías renovables, por otro lado, son limpias, pero se tardará algún tiempo antes de que sean una alternativa rentable para el desarrollo económico, y aún más si los precios se mantienen bajos. En este nuevo paradigma, el petróleo seguirá siendo necesario, pero menos importante en términos relativos.

Elevada incertidumbre en torno a nuestro escenario central, también a corto y a medio plazo

La incertidumbre no desaparece a corto y medio plazo. Los precios podrían dejar de caer y repuntar rápidamente si: 1) la OPEP decide recortar la producción, 2) la producción de EE.UU. muestra un ajuste más rápido de lo esperado con un impacto duradero en el sector, y 3) la desaceleración de la economía mundial resulta más suave de lo previsto.

Los acontecimientos inversos podrían producir un escenario de precios opuesto, es decir si: 1) se materializa un "aterrizaje brusco" de la economía china, 2) la OPEP mantiene sus cuotas de producción actual y se embarca en una guerra de precios contra otros productores, y 3) la producción de EE.UU. se mantiene sólida mientras que los precios de equilibrio bajan debido a la innovación.

2: Fuente: AIE, World Energy Outlook 2015.

En conclusión, la solidez financiera de los productores de petróleo, tanto los de la OPEP como los no OPEP, ante un escenario de precio de petróleo bajo, la incertidumbre sobre el aterrizaje suave de los mercados emergentes y el impacto real de las innovaciones tecnológicas en el sector del petróleo condicionarán el resultado final de los precios del petróleo.

Gráfico R.1.16
Previsiones del precio del petróleo Brent, \$/barril



Fuentes: BBVA Research

Tabla R.1.2
Previsiones del precio del petróleo

	Escenario central	Al alza	A la baja
2015	52,6	52,6	52,6
2016	30,3	45,0	20,3
2017	45,7	63,7	26,4
2018	55,7	75,7	26,8
2019	59,6	83,5	23,7
2020	59,6	87,7	21,4

Fuentes: BBVA Research

Recuadro 2. Se redujo la incidencia del petróleo en la economía colombiana

Aunque los tamaños del choque inicial del mercado energético—cuando los precios se redujeron de USD 120 a USD 60 por barril— y del choque final —cuando los precios volvieron a bajar desde USD 60 a USD 30 por barril— son ambos equivalentes a una destorcida del 50% del precio, sus efectos sobre la economía colombiana son menores en el segundo de los casos. A este fenómeno los economistas lo llamamos una “no-linealidad” en la relación entre dos variables: el efecto marginal se reduce cuando el choque se repite en proporción similar.

¿Por qué los efectos sobre la economía son inferiores en el segundo caso? Esta no-linealidad tiene varias razones. Parten de la idea de que la economía absorbió el choque inicial y se ajustó en buena medida a la nueva realidad del precio del petróleo.

Los ingresos energéticos, que representaban el 20% de los ingresos del Gobierno Nacional (3,3% del PIB) en 2013, pasarán a significar cerca del 0% de los ingresos en 2017 (Gráfico R.2.1). Este ajuste se logró mediante el recorte de gastos del Gobierno y con una ampliación del déficit fiscal (Ver Sección 5).

El valor de las exportaciones de petróleo crudo pasó de 47% del total del valor de los envíos externos en 2013 a 36% en 2015. Además, se espera que se reduzca su participación a 22% en 2016 y repunte ligeramente a 30% en 2017, sólo si se consolida la recuperación del precio del petróleo que estamos anticipando en BBVA Research (Gráfico R.2.1). La menor participación de las exportaciones de petróleo se profundizará, entre otras cosas, por la recuperación anticipada en las exportaciones no mineras, las cuales se favorecerán de la devaluación del tipo de cambio y el repunte en el crecimiento de los países desarrollados.

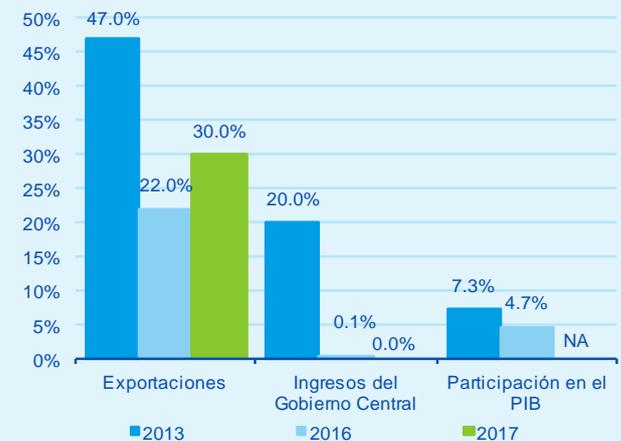
El sector petrolero también fue importante para atraer inversión extranjera directa, la cual se ha venido moderando y abriendo paso para que otros sectores ganen protagonismo en la atracción de capitales externos. Así, la inversión

dirigida a petróleo cayó un 25% desde sus niveles de 2013 hasta 2015, mientras que la inversión conjunta en construcción, comercio, actividades financieras, empresariales e inmobiliarias y en las manufacturas aumentó un 26% desde entonces, aunque desde niveles más bajos, con la imposibilidad de compensar en valor la pérdida de inversión en el sector petrolero.

El aporte de la extracción de petróleo crudo (incluyendo gas natural y minerales de uranio y torio) al PIB real pasó de 7,3% en 2013 a 5,2% en 2015 (en el año corrido a septiembre). Incluso, se espera que esta proporción siga descendiendo en línea con la menor producción de petróleo que esperamos para 2016 y 2017. Respecto a 2015, la producción diaria media de petróleo será un 10% menor en 2017.

Gráfico R.2.1

Cambio en la importancia del petróleo en diferentes agregados macroeconómicos (% del total)



Fuente: DANE, Ministerio de Hacienda y cálculos de BBVA Research

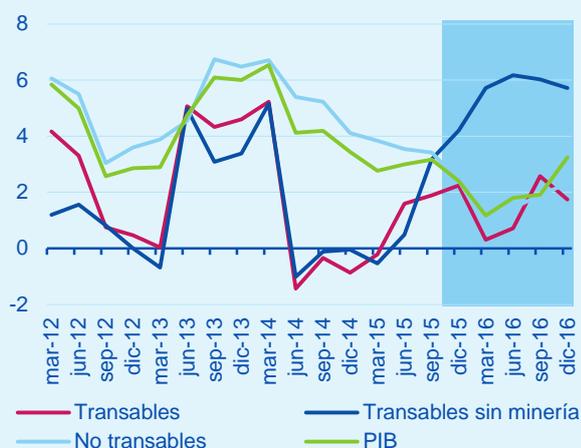
Adicionalmente, en las cuentas nacionales, el petróleo tiene un efecto indirecto sobre el PIB en la inversión en obras civiles del sector minero, las cuales se desincentivaron con el menor precio del petróleo. La participación de las obras de la minería en las obras civiles se redujo de 51% del total en 2011 (cuando tuvo su máxima incidencia) a 34% en 2015. También, las ejecuciones de las obras de construcción civil por parte de los gobiernos

regionales y locales y financiadas con las regalías minero-petroleras se ajustaron rápidamente a la baja entre 2015 y 2016. Según los cálculos del Gobierno, las regalías pasarán de COP19,3 billones el bienio 2013-2014 a COP12 billones para el bienio 2015-2016 y podrían reducirse aún más en los años 2017-2018.

Por último, los demás sectores económicos, que estuvieron afectados negativamente por las altas valoraciones del petróleo y la consiguiente apreciación cambiaria, han retomado un dinamismo gradual. Esto no fue posible de una forma inmediata en la primera parte del choque, pues requiere de un período adicional de adaptación, con el cual contaron en el periodo siguiente (Gráfico R.2.2).

En conclusión, Colombia redujo notablemente su exposición a los recursos del petróleo. Esto sucedió en las cuentas fiscales, en las cuentas externas, en las cuentas nacionales del PIB y en el equilibrio sectorial del crecimiento. De esta forma, las caídas adicionales en el precio del petróleo tuvieron (y tendrán) menores repercusiones sobre el desempeño de la economía colombiana que los observados en la parte inicial del choque.

Gráfico R.2.2
Crecimiento por grupos de sectores económicos (Variación anual, %)



Fuente: DANE y proyecciones de BBVA Research

Simultáneamente, el ajuste de las importaciones, aunque a un ritmo más lento que la caída de las exportaciones, viene abriendo paso para un cambio en el perfil de producción-consumo en el país. De hecho, se espera un mayor impulso a los productos internos, en compensación a las menores compras externas. De esta forma, la caída adicional del precio del petróleo y la devaluación resultante tendrán menores impactos adicionales sobre la estructura de compras de los hogares, cuya proporción de importados se viene reduciendo. Así, también se cumple la no linealidad.

4 Dos caras de la misma moneda en el ajuste de la cuenta corriente: se reduce el nivel del déficit, pero se mantiene alto en proporción al PIB

Uno de los grandes retos de la economía colombiana es lograr un ajuste ordenado en la cuenta corriente. Durante 2015, el déficit externo debió terminar en alrededor de 6,7% del PIB y para 2016 se espera un valor similar, también en proporción del PIB (Gráfico 4.1). Sin embargo, su valor en dólares se reducirá entre 2015 y 2016, incluso quedando por debajo del valor de 2014, cuando el déficit se ubicó en 5,2% del PIB. En dólares el déficit en cuenta corriente pasó de 19.500 millones en 2014 a USD 19.600 millones en 2015 (estimado), a pesar de la caída tan fuerte en el precio del petróleo, cuyos envíos totales significan un 40% de las exportaciones. En 2016, habrá un ajuste adicional del déficit en su valor en dólares, hasta USD 17.800 millones. Finalmente, la recuperación de la economía en 2018 llevaría al déficit a subir de nuevo a una cifra de USD 18.600 millones, y se quedará en alrededor de USD 18.000 millones en el mediano plazo.

Esto demuestra que, aunque de forma muy gradual, el balance externo se ha venido corrigiendo, lo cual es necesario para compensar la fuerte caída en el valor de las exportaciones de petróleo y la consecuente caída en el ingreso y el ahorro nacional. También muestra que gran parte del aumento en el déficit se explica por la devaluación del peso y la consecuente caída del PIB valorado en dólares. En efecto, durante 2016, el déficit externo se ubicaría en 4,7% del PIB (en vez de 6,8%) si la devaluación del peso en 2016 fuera nula.

Los ajustes más importantes se están dando en los componentes de importaciones y envío de utilidades al exterior. Durante 2015, las importaciones debieron tener una caída de 15% (a USD 52.300 millones) y en 2016 caerán un 9% adicional (a USD 47.500 millones). Esto es coherente con la desaceleración adicional que esperamos en el consumo privado. Luego, en 2017, repuntarán un 8,7% (a 52.700 millones), pero no volverán a registrar los niveles que alcanzaron en 2014 (USD 61.600 millones) antes del final de la década actual. A su vez, el envío de dividendos va a pasar de casi USD 15.600 millones en 2012 a casi la tercera parte de este valor en 2016, con un pequeño repunte a partir de 2017, el cual no bastará para que el envío regrese a sus niveles máximos en los próximos cinco años.

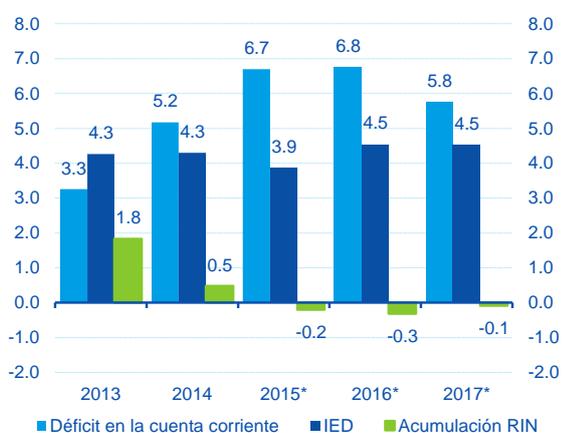
La recuperación de los ingresos externos, también necesarios para el ajuste de la cuenta corriente, no se consolidará antes de 2017, pues en 2016 reportarán una nueva caída (-7,1% anual) a USD 35.100 millones. La buena noticia, en medio de esa caída, es que será totalmente explicada por el menor valor de los envíos de petróleo (-39% anual) y café (-19% anual), pues las demás partidas presentarán mejoras respecto a 2015. Entre 2015 y 2017 se espera un aumento acumulado de 13% en las exportaciones tradicionales (café, petróleo, ferroníquel y carbón) y de 14% en el resto de las exportaciones. En total, en 2017 las exportaciones se ubicarán en USD 42.700 millones. Finalmente, las remesas de los empleados en 2016 y 2017 se situarán muy cerca de USD 4.800 millones, frente a USD 4.100 millones reportados en 2014 (Gráfico 4.2).

La financiación de la cuenta corriente (esto es, el balance de la cuenta financiera o de capitales) será menos holgada que en años anteriores y podría requerir una desacumulación de reservas internacionales por no más de USD 1.000 millones durante 2016, pero después tendrían una relativa estabilidad durante 2017 (Gráfico 4.1). La Inversión Extranjera Directa —IED— se mantendrá estable en 2016 respecto a 2015 en un valor cercano a USD 12.000 millones. No obstante, el valor de 2016 sería inferior si no se contara con los recursos de la venta de ISAGEN, los cuales estimamos en USD 3.400 millones. En 2017, la IED podría aumentar a un nivel de USD 13.000 millones. Se espera que los sectores de construcción (sobre todo en obras de infraestructura), industria, financiero, comercio e industria muestren los mayores dinamismos en la

recepción de capitales, compensando en parte la menor entrada de inversión a las actividades minero-petroleras.

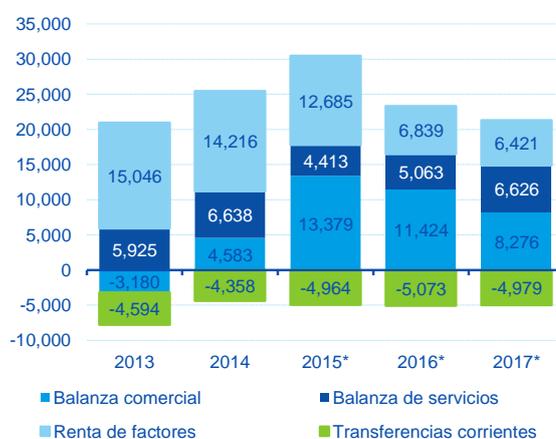
Sin embargo, existe una fuerte incertidumbre sobre la capacidad de Colombia de atraer estos flujos de capitales, incluso en los niveles bajos en que estamos esperándolos. Esto tiene que ver con la fuerte aversión al riesgo que primó en el mundo emergente al inicio del año y los incrementos en los EMBI y los CDS subyacentes. En ese entorno, los flujos de capitales hacia países no desarrollados se frenaron rápidamente. Si los recursos de entrada fueran inferiores, las reservas internacionales podrían caer más sin afectar la sostenibilidad de la economía colombiana, puesto que las importaciones y el PIB en dólares caen a un ritmo más fuerte.

Gráfico 4.1
Déficit en la cuenta corriente y financiamiento (% del PIB)



Fuente: Banco de la República. *Previsiones/estimaciones de BBVA Research

Gráfico 4.2
Composición del déficit de la cuenta corriente (USD Millones)



Fuente: Banco de la República. *Previsiones/estimaciones de BBVA Research. Una cifra positiva significa aporte al déficit

5 Las finanzas públicas se han ajustado, ante los menores precios del petróleo. Pero aún falta parte importante del ajuste

El ajuste de las finanzas públicas como consecuencia del choque en el precio del petróleo continuará dándose en 2016 y 2017 y llegará a sus máximos en 2017. Los ingresos del gobierno nacional central provenientes del sector pasarán de representar el 3,3% del PIB en 2013, al 1,2% en 2015, al 0,2% en 2016 y serán nulos en 2017. Por su parte los ingresos por regalías se reducirán de COP19,3 billones el bienio 2013-2014 a COP12 billones para el bienio 2015-2016.

Los efectos de esta caída en los ingresos harán que el déficit del Gobierno Nacional Central alcance máximos de 3,9% y 3,6% en 2016 y 2017 respectivamente. Después de cerrar el 2015 con un déficit alrededor del 3% del PIB (frente al 2,3% de 2013 y al 2,4% del 2014), éste se incrementará a 3,9% y 3,6% en 2016 y 2017, respectivamente. Esta estimación de BBVA Research incluye un ajuste en los gastos como porcentaje del PIB que pasan del 19,1% en 2014-2015 a 18,8% en 2016 y a 18,7% en 2017. Lo anterior implica un crecimiento real del gasto total mucho más moderado (1,5% promedio anual entre 2013 y 2016) si se compara con su crecimiento entre 2000 y 2013 (6,6% promedio anual). Es de mencionar el ajuste del gasto de inversión, el cual pasa de representar un 3,1% del PIB en 2013 a un 1,9% del PIB en 2016, es decir, una caída de cerca del 14% promedio anual en términos reales (36% acumulado entre estos años).

Por el lado del ingreso, nuestra estimación para 2017 incluye 0,6 puntos del PIB de ingresos adicionales como resultado de la reforma tributaria que el Gobierno pondría a consideración del Congreso Nacional en la segunda mitad de este año (Ver Recuadro R.3 sobre las propuestas preliminares). Así mismo la estimación incluye ingresos fiscales por 0,3 puntos del PIB para 2016 y 2017 por eficiencia en la administración tributaria. Estos esfuerzos son adicionales a los que viene realizando el Gobierno en esta materia. Según las cifras del Gobierno, entre 2013 y 2015 a la gestión de la DIAN se le atribuyen ingresos anuales por 0,6 puntos porcentuales del PIB³. En nuestro escenario, con ingresos adicionales por 0,3 puntos porcentuales de gestión en 2016 y 2017, los ingresos por gestión deberían ubicarse en 0,9 puntos porcentuales del PIB (incluye los 0,6 puntos porcentuales que ya se han logrado y los 0,3 puntos porcentuales adicionales).

Nuestra proyección de déficit de 3,9% del PIB para 2016, es consistente con el déficit estructural exigido por la regla fiscal de 2,1%. A pesar de que el menor crecimiento del PIB aunado a los menores precios del petróleo, permitirían al Gobierno registrar un déficit efectivo superior al 4% del PIB, el Gobierno parece comprometido con tratar de mantener el déficit lo más bajo posible. Por lo tanto, nuestra cifra de déficit para 2016 también es exigente.

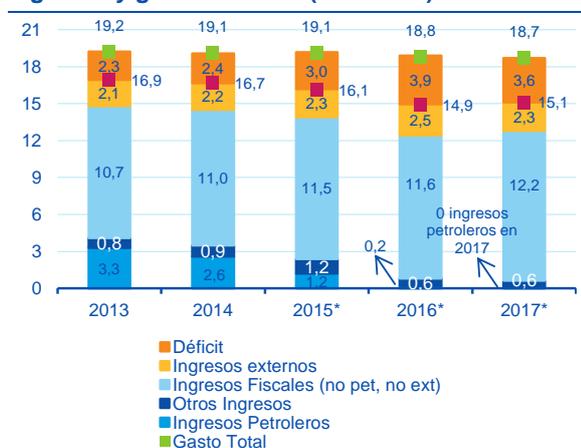
De la misma forma, para 2017, el precio de largo plazo estimado con nuestra senda de precios se estaría ubicando en US\$ 69,2 por barril, lo que comparado con el precio promedio que se observará en 2016 estaría mostrando un diferencial de US\$ 39 por barril. Con este diferencial el ciclo energético se estaría ubicando en cerca de 2 puntos del PIB. Así, en 2017, debido a los ciclos del precio del petróleo y macroeconómico, el déficit admitido por la regla fiscal podría ser superior al 4% del PIB.

En términos de deuda pública, los esfuerzos realizados por el país por reducir el componente externo de la deuda, aumentar su vida media y reducir el costo de la misma, han permitido una mayor maniobrabilidad al

3: Según la DIAN, en 2013 y en 2014 los recursos de gestión efectiva de fiscalización se ubicaron en COP 4,4bn, cada año. La presentación de la actualización del Plan Financiero de 2016 menciona unos ingresos de gestión de COP 5bn en 2015 (COP 3,5bn de gestión y COP 1,5bn de condiciones especiales de pago). Estos ingresos ya están incorporados en los ingresos totales del GNC para ese año.

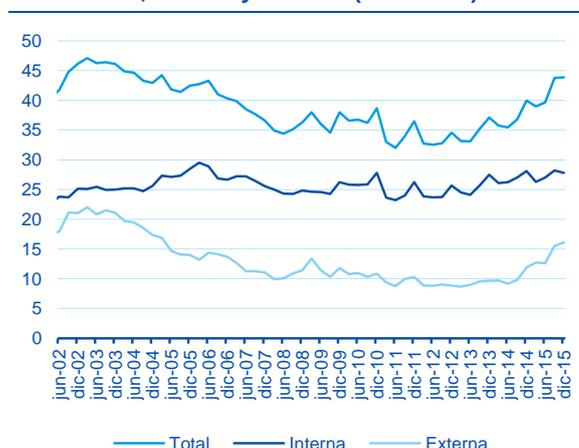
Gobierno en la actual coyuntura. La deuda total del GNC pasó de representar el 46,2% del PIB en 2002 a ser el 37,1% del PIB en 2013. Quizá, algo más importante que esta reducción, fue el cambio de composición de ésta, donde la deuda externa pasó de representar el 46% de la deuda bruta total en 2002 a ser apenas el 26% en 2013. De esta forma, pese a la devaluación del 63% observada entre el cierre de 2013 y el cierre de 2015, se estima que para este último año la deuda externa participe en el orden del 37% en la deuda total del GNC. Para 2015 y 2016 estimamos que la deuda del Gobierno se ubicará en 43,9% del PIB, nivel superior al observado en 2014 (40% del PIB), lo que se explica primordialmente por el aumento de la deuda externa, comentado antes. A partir de 2017, la deuda como proporción del PIB empezará a moderarse, tal como lo prevé la regla fiscal, una vez los efectos cíclicos de actividad y precios del petróleo se moderen

Gráfico 5.1
Ingresos y gasto del GNC (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda. * Estimaciones de BBVA Research

Gráfico 5.2
Deuda total, interna y externa (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Recuadro 3. La reforma tributaria que propone la comisión de expertos

La discusión sobre los alcances de la reforma tributaria que el gobierno presentaría al Congreso en la segunda parte del año aún son inciertos pero existe un avance muy importante para la discusión en el documento final de la Comisión de Expertos en Reforma Tributaria (CET) que fue presentado hace algunas semanas al Gobierno Nacional⁴. Este documento pone en contexto las dificultades del sistema de tributación actual y da recomendaciones muy interesantes para mejorarlo. Entre sus propuestas, resalta que en el campo de los impuestos indirectos hay espacio para aumentar el recaudo y propone incrementar la tarifa general de IVA del 16% a 19%; además propone limitar los bienes excluidos a aquellos que tienen un interés público o que su consumo tiene externalidades positivas, dejar la tarifa mínima del 0% solamente a los bienes exportados y donados, aumentar la tarifa del impuesto al consumo al 11% (del 7% actual) y permitir el descuento pleno del IVA en la compra de bienes de capital. La eliminación de las excepciones parece ser importante ya que en las condiciones actuales el impuesto es, según la CET, ineficiente.

En cuanto a los impuestos directos, la CET propone eliminar el impuesto al patrimonio tanto para personas naturales como jurídicas y aumentar la tarifa de la renta presuntiva. Por otro lado, propone ampliar la base del impuesto de renta para personas naturales, reduciendo el umbral desde el cual se empieza a pagar el mismo. También propone incluir entre los recursos que se gravan aquellos provenientes de las pensiones y de los dividendos. Las pensiones se estarían gravando de manera similar a los ingresos salariales pero los pensionados podrían descontar el aporte obligatorio a salud. Sobre los dividendos habría un descuento del 20%, teniendo en cuenta que parte de estos son gravados a nivel de las empresas. En cuanto a las personas jurídicas, la CET propone establecer un solo impuesto, el Impuesto sobre los Utilidades

Empresariales—IUE— y eliminar el impuesto sobre la renta y complementarios, el CREE y su sobre tasa. La base gravable del impuesto sería la utilidad contable de las empresas (con ajustes muy limitados) y la tarifa se ubicaría entre el 30% y el 35%. Todas las empresas, con contadas excepciones, estarían sujetas al impuesto y en ese sentido se estaría ampliando la base.

En impuestos relacionados con el mercado de trabajo, la CET propone la eliminación de los parafiscales aún vigentes y la contribución a las cajas de compensación familiar. También hay que destacar las recomendaciones de la CET encaminadas a reducir la evasión que se da por lo vacíos legales y de control de las Entidades sin Ánimo de Lucro (ESAL).

Cualquier propuesta de reforma debe partir de la premisa de la necesidad de contar con mayores recursos. En ese sentido, y dado el espacio que aún existe en el impuesto de IVA, consideramos que aumentar su tarifa general podría ser una medida recomendable. Adicionalmente, se debería tratar de eliminar algunos impuestos sobre los cuales existe algún consenso acerca de su carácter distorsionante como son el Gravamen a los Movimientos Financieros, el impuesto a la riqueza y la falta de devolución total del IVA de los bienes de capital. De otra parte, la reforma debería tratar de aligerar la carga tributaria de las empresas y aumentar la base de tributación de las personas naturales. De esta forma, la propuesta de la CET de reducir el umbral desde el cual se grava la renta de las personas naturales y gravar los ingresos de pensiones y de dividendos, parece ser una medida adecuada no sólo en términos de recaudo sino igualmente en términos de equidad. Lo anterior es consistente con la percepción de que el sistema tributario colombiano no es progresivo, ya que las exenciones, deducciones, descuentos, entre otras “excepciones”, van muchas veces en detrimento de la progresividad, la equidad horizontal, la simplicidad y la capacidad de recaudo del sistema.

4: Comisión de Expertos para la Equidad y la Competitividad Tributaria. Diciembre de 2015. Informe final presentado al Ministro de Hacienda y Crédito Público.

6 Los retos de la política monetaria y cambiaria

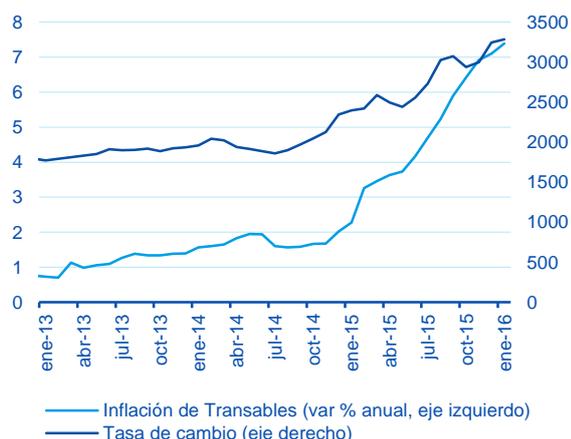
El sutil equilibrio entre el control de la inflación y el ajuste macroeconómico

La inflación terminó 2015 con un registro alto (6,8%), superando el techo de 4% del rango meta. La depreciación del tipo de cambio explica un porcentaje alto de este resultado, ya que determinó alzas en la inflación de transables (incluyendo el precio de algunos alimentos importados), subidas en las tarifas de gas (19% en el cierre de 2015), y un encarecimiento de las materias primas que elevó a su vez el precio de algunos productos de forma indirecta (Gráfico 6.1). También fue determinante la sequía que trajo el fenómeno de El Niño y que redujo la oferta agrícola y el nivel de los embalses, elevando el precio de los alimentos (10,8% a/a en 2015) y las tarifas de energía eléctrica (9% a/a en 2015). Como resultado, la inflación en 2015 terminó al alza, tanto la total como la básica (Gráfico 6.2).

En enero, la inflación siguió acelerándose, como consecuencia del prolongado Fenómeno del Niño y la depreciación del 8% m/m del tipo de cambio en diciembre. La persistencia de estos choques climáticos y cambiarios afectarán los precios en el primer semestre, haciendo que la convergencia de la inflación hacia la meta sea muy gradual. Esta dinámica se acentúa además con la activación de mecanismos de indexación en la economía que llevan a que la convergencia hacia la meta no se dé antes de 2017. De hecho, nuestras proyecciones contemplan que la inflación se ubicaría por encima del rango meta durante todo el 2016, con valores cercanos al 7,7% durante el primer semestre del año. En la segunda mitad del año, debería presentarse un descenso paulatino, con un cierre proyectado para la inflación de 5,4% como consecuencia de la reversión parcial de los choques en los precios de alimentos, menores presiones de demanda y una corrección en el tipo de cambio.

Gráfico 6.1

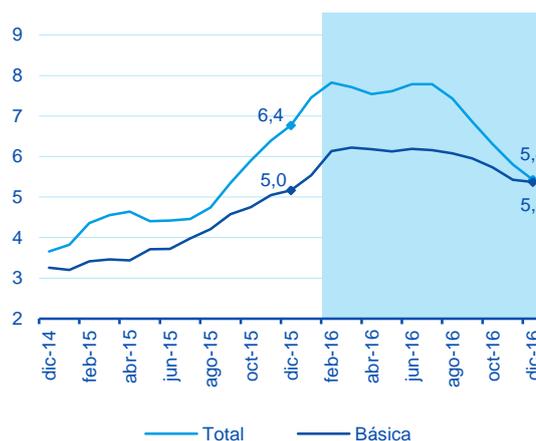
Tasa de cambio e inflación transables



Fuente: DANE, BanRep y BBVA Research

Gráfico 6.2

Proyecciones de Inflación total y básica



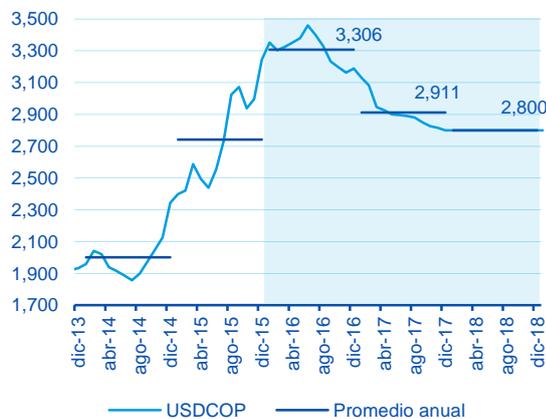
Fuente: DANE y BBVA Research

Aunque la devaluación del peso ha generado sin duda presiones en el frente inflacionario, la flexibilidad cambiaria sigue siendo una política adecuada que sirve para amortiguar parcialmente el choque externo. De no haberse presentado dicha flexibilidad en la tasa de cambio, los desbalances internos y externos hubieran sido más pronunciados y persistentes, implicando un mayor ajuste en el consumo posteriormente. En ese contexto, esperamos que la tasa de cambio siga siendo un “amortiguador” de los choques externos, lo cual, dado el contexto internacional, implica que la tasa de cambio continuaría depreciándose durante el 2016.

Esperamos una depreciación promedio cercana al 21% en 2016 con una apreciación a fin de periodo (diciembre) de 1,7%. Para el 2017 esperamos una normalización de la tasa de cambio, en línea con un ajuste gradual de los precios del petróleo, aunque en promedio se ubicaría por encima de los COP 2900 (Gráfico 6.3).

En este complejo panorama, el BanRep tiene varios retos durante el año. En el frente cambiario, si bien la flexibilidad cambiaria es favorable, los altos niveles de volatilidad pueden ser perjudiciales al incrementar la incertidumbre en el sector real y limitar la capacidad del sector transable de reaccionar ante la señales dadas por una tasa de cambio más depreciada. Así, es probable que el programa de subastas de opciones se mantenga (aún no se ha activado) o incluso sus condiciones sean menos estrictas en algún punto del año.

Gráfico 6.3
Tasa de cambio proyectada



Fuente: BanRep y BBVA Research

Gráfico 6.4
Tasa Repo proyectada



Fuente: BanRep y BBVA Research

En el campo inflacionario, el reto del Emisor se centra en lograr el sutil balance entre el retorno de la inflación y las expectativas de inflación a la meta y que a su vez el ajuste de la economía no sea excesivo. Lograr dicho balance no es una tarea fácil, y dado los riesgos actuales sobre el desanclaje de las expectativas esperamos movimientos adicionales y graduales en la tasa repo hasta el 7% en los próximos meses. No obstante, los temores sobre un sobreajuste de la economía colombiana, harán que el banco central actúe en un modo altamente dependiente de los datos, con el fin de evitar una sobre-reacción a la baja de la demanda doméstica. Adicionalmente, ante las menores presiones de demanda y una normalización de las expectativas de inflación hacia finales de año, nuestro escenario contempla dos reducciones de 25pb tanto en la reunión de noviembre como de diciembre de 2016, cerrando el año en 6,50% (Gráfico 6.4).

Así, los indicadores que serán centrales en las discusiones de la Junta Directiva del BanRep, con el fin de garantizar tanto la convergencia de la inflación como un ajuste macroeconómico adecuado, sobresaldrá el ajuste de la cuenta corriente, la velocidad relativa en la cual la demanda doméstica - y particularmente el consumo privado - se desaceleren frente al PIB y la dinámica de la cartera. Con respecto a esta última variable, es importante señalar que durante el episodio actual de desaceleración económica, la cartera ha presentado un comportamiento favorable. No obstante, y como consecuencia tanto de menores niveles de actividad económica como de los incrementos en la tasa de interés, debería presentarse una desaceleración gradual de este indicador durante el año.

7 Tablas con pronósticos

Tabla 7.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2014	2015	2016	2017
PIB (% a/a)	4,6	2,9	2,0	3,0
Consumo Privado (% a/a)	4,4	3,2	2,0	2,6
Consumo Público (% a/a)	6,2	2,4	1,1	1,3
Inversión Fija (% a/a)	10,9	2,3	3,8	5,8
Inflación (% a/a, fdp)	3,7	6,8	5,4	3,7
Inflación (% a/a, promedio)	2,9	5,0	7,1	4,0
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	3.392	3.149	3.189	2.790
Devaluación (vs. USD, fdp)	24,2%	31,6%	1,3%	-12,5%
Tipo de Cambio (vs. USD, prom.)	2.001	2.742	3.306	2.873
Devaluación (vs. USD, prom.)	7,1%	37,0%	20,6%	-13,1%
Tasa de interés BanRep (% fdp)	4,50	5,75	6,50	5,25
Tasa de interés DTF (% fdp)	4,34	5,24	6,79	5,42
Tasa de desempleo (% fdp)	9,3	9,8	10,6	11,0
Balance Fiscal (% PIB)	-2,4	-3,0	-3,9	-3,6
Cuenta Corriente (% PIB)	-5,2	-6,7	-6,8	-5,8

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

Tabla 7.2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés del BanRep (% fdp)
T1 14	6,5	2,5	1.965	3,25
T2 14	4,1	2,8	1.881	4,00
T3 14	4,2	2,9	2.028	4,50
T4 14	3,5	3,7	2.392	4,50
T1 15	2,8	4,5	2.576	4,50
T2 15	3,0	4,4	2.585	4,50
T3 15	3,2	5,4	3.122	4,75
T4 15	2,4	6,8	3.149	5,75
T1 16	1,2	7,7	3.325	6,50
T2 16	1,8	7,8	3.460	7,00
T3 16	1,9	6,9	3.233	7,00
T4 16	3,2	5,4	3.186	6,50
T1 17	4,0	4,2	2.951	5,75
T2 17	3,4	3,9	2.817	5,25
T3 17	2,5	3,8	2.793	5,25
T4 17	2,2	3,7	2.790	5,25

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 Colombia

Economista Jefe de Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Fabián García
fabianmauricio.garcia@bbva.com

José Vicente Romero
josevicente.romero@bbva.com

Mauricio Hernández
mauricio.hernandez@bbva.com

María Claudia Llanes
maria.llanes@bbva.com

Con la colaboración de:

Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Marcial Nava
marcial.nava@bbva.com

Estudiantes en práctica profesional:

Sebastian León
juansebastian.leon@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@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

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
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