

Situación Colombia

2º TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE COLOMBIA



01 El crecimiento global continúa frágil y dependiente de la economía china

02 En Colombia, la demanda interna sigue ajustándose con una desaceleración adicional del consumo

03 La industria reacciona y aprovecha el tipo de cambio para sustituir parte de las importaciones

04 Colombia crecerá menos en el mediano plazo, pero será un crecimiento más balanceado y sostenible

Índice

1 Editorial	3
2 Crecimiento global frágil y supeditado a China	4
3 El sector transable toma vigor al tiempo que la demanda interna sigue ajustándose	6
Recuadro 1. Sustitución de importaciones: ¿Está despegando la industria?	11
Recuadro 2. Empleo y crecimiento económico: hechos estilizados	13
4 La política monetaria en su laberinto: retos y perspectivas	15
5 Tablas con pronósticos	18

Fecha de cierre: 3 de mayo de 2016

1 Editorial

La mejora relativa del escenario económico global en el último trimestre continúa siendo frágil y supeditada a la evolución de la economía china como a la resolución de los focos de inestabilidad geopolítica presentes en Europa. En cualquier caso, no es descartable que se repitan episodios de volatilidad financiera como el de principios de este año, en un contexto de incertidumbre elevada sobre la capacidad del bloque emergente para sortear su desaceleración y de los bancos centrales desarrollados para relanzar el crecimiento.

El ajuste de la economía colombiana tras la caída de los precios del petróleo continuará en 2016. Ya en 2015 vimos un ajuste importante de la demanda interna, con una desaceleración de la inversión desde un crecimiento de 9,8% en 2014 a uno de 2,8% en 2015. En 2016, el consumo privado será la variable que ayudará a que el ajuste de la demanda continúe, pasando de crecer 3,9% a 2,6% entre 2015 y 2016 respectivamente.

Este será el último año de desaceleración económica. Con el inicio de las obras de infraestructura 4G en el segundo semestre del año, la inversión pública se acelerará en los próximos años. Además, en este año se están sentando los cimientos de una recuperación industrial, impulsada por un proceso de sustitución de importaciones que deberá seguir en el mediano plazo gracias a los niveles altos del tipo de cambio. **Sobre estos pilares, inversión y recuperación industrial, la economía se acelerará hasta crecer por encima del 4% a finales de esta década.** Será un crecimiento menor que el de los últimos años, pero será más balanceado y sostenible pues dependerá menos del precio de las materias primas.

La tasa de cambio ha sido clave en este proceso. Además de amortiguar en moneda local los menores precios del petróleo, ha servido para contener las importaciones, ayudando al cierre gradual de la cuenta corriente y contribuyendo a la recuperación industrial. **Este año se tendrá un déficit en la cuenta corriente del 6,3% del PIB,** inferior al 6,5% de 2015, y en 2017 creemos que se ubicará por debajo del 6,0%. Por su parte, **la industria, con un crecimiento del 8%, será el sector más dinámico este año,** con REFICAR aportando la mitad de esta tasa.

La fuerte sequía que trajo el fenómeno de El Niño y los niveles históricamente altos del tipo de cambio de comienzos de año llevaron a que la inflación continuara al alza. Estos dos factores seguirán impactando la inflación en los próximos meses, y solo desde el segundo semestre, cuando se corrija el precio de los alimentos y se marchite el traspaso del tipo de cambio a los precios, veremos un descenso en los precios. **Esperamos que la inflación termine el 2016 y 2017 en 6,2% y 4,1% respectivamente.**

Con la recuperación de los precios del petróleo el tipo de cambio descenderá paulatinamente en el mediano plazo. En el corto plazo, a pesar de la volatilidad, su nivel estará influenciado por los aumentos en la tasa de interés de la FED, impidiendo que el tipo de cambio tome desde ya una senda decreciente.

El ciclo de aumentos en la tasa de política monetaria terminará pronto. La normalización de la oferta agrícola y la desaceleración del consumo (incluyendo el crédito), son factores que determinarán una desaceleración de la inflación a finales de año. En el contexto actual, las variables más importantes para las discusiones de política monetaria serán la velocidad relativa en la cual la demanda doméstica - y particularmente el consumo privado - se desaceleren frente al PIB, como se interpretaran las señales mixtas que se han visto en varios indicadores líderes, la dinámica de la cartera y, de manera central, la dinámica de las expectativas de inflación.

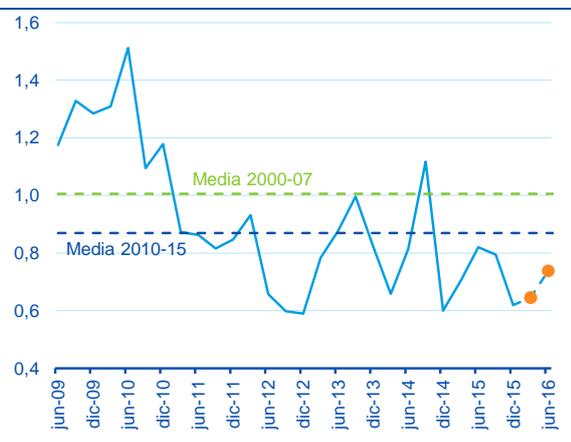
Clave en el proceso de transición de la economía colombiana es la implementación de una reforma tributaria estructural que aumente el recaudo y mejore la competitividad de las empresas del país.

2 Crecimiento global frágil y supeditado a China

Los datos disponibles para el primer trimestre de 2016 confirman nuestros pronósticos de estabilización del crecimiento de la economía mundial en tasas reducidas pero ligeramente superiores a las de finales de 2015. El indicador BBVA-GAIN¹ cifra el aumento trimestral del PIB mundial en 0,6% (2,6% en tasa anualizada), bien por debajo del promedio registrado entre 2010 y 2015 (Gráfico 2.1). Un ritmo de crecimiento que podría acelerarse ligeramente en el segundo trimestre si se consolidan las señales de menor deterioro que arrojan los indicadores disponibles de producción, comercio y confianza empresarial, pero que todavía resulta insuficiente para que el avance anual de la economía mundial se sitúe en torno al 3,2% (nuestra previsión para el conjunto de 2016).

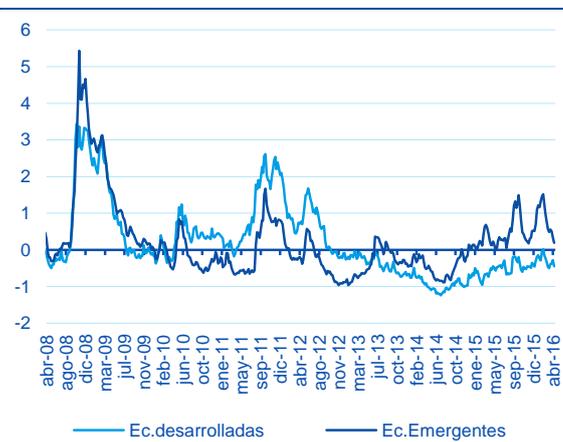
El fuerte aumento de la volatilidad financiera observado entre diciembre de 2015 y febrero de 2016, además de responder a la propia desaceleración de la actividad global, amenazaba con acentuarla si persistía con la misma intensidad y terminaba por traducirse en una contracción de las decisiones de gasto. El balance mejor de lo esperado de los indicadores económicos de China, junto con las menores presiones bajistas sobre la cotización del yuan, la recuperación de los precios de las materias primas y la moderación de las expectativas de subidas de tipos de interés por parte de la Fed, ha sido clave en la remisión de las tensiones financieras a partir de entonces y en la reducción, a su vez, de la probabilidad de ocurrencia de un escenario de estrés de dimensión global a corto plazo.

Gráfico 2.1
PIB mundial, % t/t. Previsiones 1T y 2T para 2016 en base a BBVA-GAIN



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)



Fuente: BBVA Research y Haver

China: menores riesgos a corto plazo, pero más dudas a largo plazo

El refuerzo de las políticas de estímulo, tanto monetario como fiscal, por parte de las autoridades chinas ha contribuido a suavizar los efectos del reajuste del sector manufacturero sobre la producción agregada y, por tanto, sobre los flujos comerciales del país con el resto del mundo. A corto plazo, la implementación de medidas contra-cíclicas puede facilitar una desaceleración de la economía más gradual de lo esperado; sin embargo, si ello trae aparejado un retraso en la corrección de desequilibrios fundamentales como el elevado

1: Véase <https://www.bbvarsearch.com/en/publicaciones/global-gdp-growth-remains-stuck-at-2-6-yoy-in-q1-less-cloudy-outlook-but-the-same-risks/>

apalancamiento del sector corporativo o el exceso de oferta en algunas ramas de la industria y la construcción, la vulnerabilidad financiera de China ante *shocks* como el observado en el verano de 2015 se estaría incrementando y, con ello, su potencial desestabilizador sobre el resto del mundo. Tomado en conjunto, estos factores nos llevan a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento en China en 2016, hasta el 6,4% en 2016, y mantener un crecimiento de 5,8% en 2017.

El entorno internacional condiciona las decisiones de la Fed y contribuye a aliviar las presiones sobre los emergentes

El peso otorgado por los agentes al deterioro del entorno internacional en la función de reacción de la Fed explica el retraso en las expectativas sobre la próxima subida de tipos de interés. Frente a los dos aumentos que pronostican los miembros del FOMC para 2016, el mercado ha trasladado el siguiente incremento a principios de 2017. La respuesta del dólar, depreciándose pese al buen comportamiento relativo que sigue exhibiendo la demanda doméstica de EE.UU., y la relajación de los tramos largos de la curva dólar han contribuido a aliviar las restricciones de financiación del bloque emergente, como refleja: (i) el índice BBVA de tensiones financieras para esta región, que ha corregido todo el repunte observado en los primeros meses de 2016 (Gráfico 2.2), y (ii) la reactivación de las entradas de capital extranjero, en donde se ha producido entradas netas de capital en los países emergentes desde mediados de febrero debido, en parte, a la relocalización de flujos de inversión hacia instrumentos con mayor rentabilidad.

Además, en la medida en que los bancos centrales desarrollados mantengan la dirección de política monetaria de los últimos meses (refuerzo o mantenimiento de los estímulos en el caso del BCE y el Banco de Japón; prudencia en la normalización de tipos de interés por parte de la Fed), las autoridades emergentes dispondrán de mayor margen de maniobra para priorizar, entre sus objetivos, la recuperación económica. La gradualidad esperada para la Fed (factor de soporte a los flujos de capital hacia la región) y la recuperación reciente de las divisas (contención del posible aumento de la inflación por encarecimiento de los bienes importados) limitan la necesidad de acometer subidas agresivas de tipos de interés.

Con todo, la mejora relativa del escenario económico global en el último trimestre continúa siendo frágil y supeditada, a corto plazo, tanto a la evolución de la economía china como a la resolución de los focos de inestabilidad geopolítica presentes en Europa. En cualquier caso, no es descartable que se repitan episodios de volatilidad financiera como el de principios de este año (de mayor o menor intensidad), en un contexto de incertidumbre elevada sobre la capacidad del bloque emergente para sortear su desaceleración y de los bancos centrales desarrollados para relanzar el crecimiento.

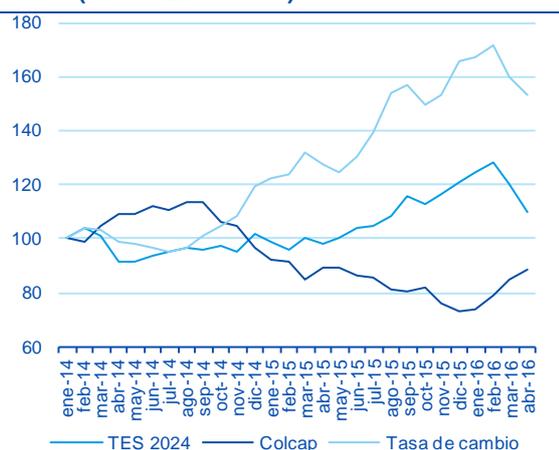
3 El sector transable toma vigor al tiempo que la demanda interna sigue ajustándose

Luego de un tenso comienzo de año, las bolsas y el precio de los commodities se recuperan

Luego del aguacero de malas noticias ocasionado por las perturbaciones del mercado financiero en China a comienzos de año, los activos financieros se mostraron más tranquilos y exhibieron valorizaciones al cierre del primer trimestre. Los incrementos en el precio del petróleo y las decisiones de política monetaria en los países desarrollados ayudaron a este comportamiento positivo. En el primer caso, el petróleo abandonó sus niveles mínimos de enero y, con mucha fuerza, se incrementó desde entonces en un 62%. Los bancos centrales de Estados Unidos y Europa, por otro lado, confirmaron las perspectivas de menores incrementos de tasas durante 2016 y una mayor expansión monetaria, respectivamente.

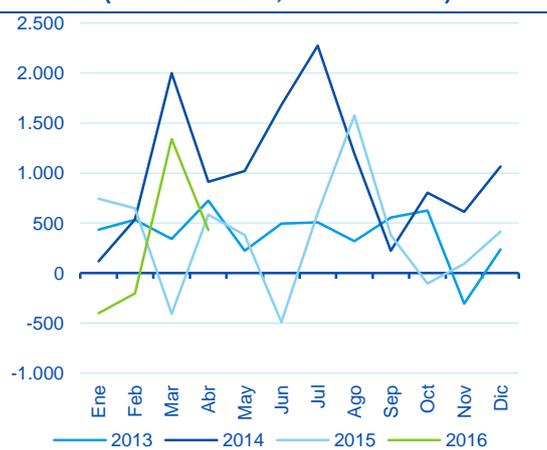
Al mismo tiempo, las tasas de interés internas de la curva de la deuda pública se redujeron notablemente (110 puntos básicos desde sus máximos en febrero), acompañando a una reducción de 158 puntos básicos en la prima de riesgo país medida a través del EMBI (Gráfico 3.1). Estas correcciones deberían ser permanentes en un horizonte de mediano plazo donde los precios del petróleo serán más altos, el crecimiento económico será más dinámico y las tasas de interés del Banco de la República bajarán hacia su nivel natural. Finalmente, la tasa de cambio se apreció un 18% desde su máximo de febrero, en línea con los mejores términos de intercambio y con los mayores flujos de capitales de portafolio que ingresaron a los países emergentes, incluyendo Colombia, desde la segunda mitad del mes de febrero (Gráfico 3.2). Los capitales externos aprovecharon las bajas cotizaciones de la deuda pública y de las acciones y entraron a ambos tipos de activos, aunque siendo más intensivos en el primero de ellos.

Gráfico 3.1
Evolución del TES 2024, COLCAP y de la tasa de cambio (Índice Ene14=100)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.2
Entrada de capitales de portafolio por no residentes (Valor mensual, USD millones)



*: Los datos de abril de 2016 corresponden a la información disponible hasta la segunda semana de este mes
Fuente: Banco de la República y BBVA Research

En 2016 el ajuste de la demanda interna sigue y se sientan los cimientos para la recuperación industrial

El consumo de los hogares, aunque siguió su tránsito hacia una fuerte desaceleración de los bienes durables, que venía desde el año anterior, tuvo un repunte significativo en los primeros meses del año en las compras de alimentos, bebidas, textiles y servicios, bienes con mayor participación en la canasta total del consumo privado y que compensan el comportamiento de los otros grupos de productos. Al mismo tiempo, las importaciones en dólares cayeron a ritmos de 26% en los dos primeros meses del año, menguadas por la devaluación del tipo de cambio.

Por lo tanto, el equilibrio entre una demanda de consumo aún creciente y la oferta restringida por las importaciones se logró mediante el proceso de recuperación de la industria interna en los dos primeros meses del año. La actividad manufacturera mostró resultados positivos más allá de la Refinería de Cartagena y más fuertes de lo esperado, con lo cual se comprueba el proceso de sustitución de importaciones que se va materializando en la economía colombiana, fruto del cambio en los precios relativos que implicó la devaluación (Ver Recuadro 1).

En lo que resta del año, esperamos que la demanda interna siga su proceso de ajuste consecuente con la caída del ingreso nacional. Sin embargo, al contrario de 2015, donde el ajuste provino principalmente de la inversión, esperamos que sea el consumo privado el que lidere la desaceleración y el ajuste de la demanda interna, al tiempo que la inversión tendrá una ligera aceleración respecto a su crecimiento del año anterior. Las alzas en los tipos de interés, la moderación en los desembolsos para crédito de consumo y la menor confianza de los hogares son los indicios del recorrido hacia un menor crecimiento del consumo. El deterioro del mercado laboral típico de los periodos con bajo crecimiento económico se traduce en una desaceleración en la creación del empleo (especialmente el formal), como se muestra en el Recuadro 2. Este deterioro que prevemos del mercado laboral en 2016 afectará negativamente el consumo.

La inversión, por su parte, se acelerará sucesivamente gracias a los mejores resultados de la producción interna, al buen balance de la vivienda de precios intermedios impulsada por los subsidios estatales a la tasa de interés hipotecaria y por el arranque de las obras de la cuarta generación de infraestructura en el segundo semestre del año. No obstante, los primeros trimestres serán débiles en inversión pública, por la baja ejecución que caracteriza los primeros años de los gobiernos locales y regionales, y por los problemas de estructuración y ejecución de proyectos que acusan las entidades territoriales con los recursos de regalías. En total, durante 2016 esperamos un crecimiento de 2,0% en la actividad económica, con un mejor comportamiento de la inversión fija (3,7% de incremento anual, vs 2,6% de 2015) que del consumo final (2,0% vs 3,8% de 2015.), acompañado de un ajuste en las importaciones (-0,1%) y un tímido repunte de las exportaciones (a 1,8% desde -0,7% de 2015).

Para 2017, el crecimiento aumentará a 3,0%. La inversión fija con una variación de 5,9% seguirá liderando la dinámica, gracias a la continuación de las obras de cuarta generación de infraestructura, con mayores niveles de ejecución que en 2016, y la consolidación en la recuperación de los sectores económicos transables. El consumo final aumentará su tasa de crecimiento a 2,6%, con una composición que favorecerá el gasto de los hogares (2,9% anual) sobre el incremento del gasto público (1,3%). El consumo privado estará limitado por el posible aumento de dos puntos porcentuales en el IVA a partir del año fiscal 2017.

La demanda interna crecerá en total un 3,4% en 2017, con lo cual las importaciones se acelerarán a una tasa de 4,7% anual y superarán el desempeño de las exportaciones que se incrementarán un 3,1%. En este último componente del PIB, se esperan disminuciones en la producción y exportación de petróleo (en miles de barriles diarios) y una gradual mejora en el comercio de otros bienes no mineros, aunque aún limitada por el bajo crecimiento de nuestros principales socios comerciales.

A nivel sectorial, la recomposición del PIB continuará en estos años, con el sector transable ganando cada vez más importancia (Ver Recuadro 1 sobre la recuperación industrial). La industria y la agricultura crecerán por encima del promedio de toda la economía, gracias a la sustitución de importaciones y a los niveles altos de la tasa de cambio. La industria tendrá una expansión del 8% en 2016, impulsada por la apertura de Reficar que pondrá cerca de la mitad de este crecimiento y por los sectores que están tomando ventaja de la tasa de cambio: bebidas, alimentos, textiles, vehículos y algunos productos químicos (farmacéuticos, plásticos, productos de cuidado personal). La agricultura seguirá impulsada por las buenas cosechas de café del 1S16 y por la normalización de la oferta agrícola en el 2S16. En el sector no transable, la construcción acelerará su crecimiento gracias al inicio de las obras de infraestructura 4G y a las subsidios de construcción de vivienda de clase media. El turismo seguirá con los buenos resultados que mostró en 2015 y seguirá contribuyendo para que el sector de restaurantes y hotelería siga con una buena dinámica

Gráfico 3.3
Demanda interna y su composición entre consumo e inversión (variación anual, %)



*: Previsiones de BBVA Research
Fuente: DANE

Gráfico 3.4
Crecimiento del PIB por el lado de la oferta (variación anual, %)



*: Previsiones de BBVA Research
Fuente: DANE

Menor crecimiento económico y recuperación de los precios del petróleo ayudan al cierre del déficit de la cuenta corriente

Durante 2016 se presentará una reducción en el déficit de la cuenta corriente del país, tanto en porcentaje del PIB como en sus valores en dólares. En el primer caso, pasará de 6,5% del PIB en 2015 a 6,3% del PIB en 2016. En el segundo caso, de USD 18,9 miles de millones a USD 17,6 miles de millones. Esta mejora no estará explicada por unas mayores exportaciones, las cuales incluso serán menores en 4,8% en su valor en dólares respecto a 2015, sino por el ajuste importante que está observándose en los otros agregados externos, tales como las importaciones y la renta de los factores.

Las importaciones, al igual que sucede en las cuentas nacionales del PIB, responderán al menor crecimiento de la demanda interna y se ajustarán a la devaluación cambiaria. Se espera una caída de 7,3% de su valor en dólares. En la cuenta de la renta de los factores, por su parte, los bajos precios del petróleo mantendrán limitados los envíos de dividendos al exterior por parte de las empresas extranjeras con presencia en Colombia, principalmente en el sector minero-petrolero.

En 2017, el déficit de la cuenta corriente se ubicará en USD 18,6 miles de millones y en 5,7% del PIB. Con lo cual, se marcará un incremento en el valor del déficit, pero una reducción en su proporción respecto al PIB entre 2016 y 2017. La explicación es sencilla. El valor del PIB aumenta más que el déficit por la apreciación del tipo de cambio que esperamos entre los mismos dos años, lo cual tiene un efecto contable positivo sobre las cuentas nacionales valoradas en dólares.

En 2017, las exportaciones aumentarán su valor en dólares en 14,5% y volverán a estar por encima de los USD 41,0 miles de millones. Los precios del petróleo determinarán buena parte de este comportamiento positivo (+25,8% anual en las exportaciones de este combustible), pero también aportará la recuperación de los envíos no mineros, aunque en menor intensidad (+6,8%). Compensarán estos buenos resultados el crecimiento de las importaciones (+6,7%) hasta niveles superiores a los USD 51,0 miles de millones y el mayor envío de dividendos al exterior (+17%) hasta USD 8,4 mil millones.

Compensarán estos buenos resultados el crecimiento de las importaciones (+6,7%) hasta niveles superiores a los USD 51,0 miles de millones y el mayor envío de dividendos al exterior (+17%) hasta USD 8,4 mil millones.

El financiamiento de la cuenta corriente no será holgado, pero tampoco estrecho. Será más bien exacto. Una parte importante del déficit será cubierto con la inversión extranjera directa, que llegará a USD 11,5 miles de millones en 2016 y a USD 9,8 miles de millones en 2017. Adicionalmente, los capitales de portafolio alcanzarán una cifra de USD 5,0 miles de millones en 2016 y USD 8,1 miles de millones en 2017. Finalmente, otros créditos al sector público y privado cerrarán el balance entre las necesidades de financiamiento y los ingresos de capitales, garantizando una relativa estabilidad de las reservas internacionales en dólares durante el período 2015-2017.

A nivel sectorial, esperamos que la IED siga llegando a actividades de construcción, turismo (hoteles y restaurantes), agricultura (impulsada por el por el proceso de paz) y que la inversión en minería repunte con la recuperación de los precios del petróleo.

Gráfico 3.5

Cuenta corriente y su financiamiento (USD miles de millones)

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

Senda de déficit fiscal: imprescindibles reforma tributaria y esfuerzo fiscal

Los resultados fiscales del Gobierno Nacional Central de 2016 y 2017 se proyectan en -3,9% y en -3,6% del PIB. Este balance sigue siendo apretado y cuenta con las mejoras de la administración de impuestos en términos de eficiencia en el recaudo de los impuestos tanto internos como externos (0,3 puntos del PIB para ambos años). En 2016 los ingresos petroleros del Gobierno son el 0,1% del PIB y se limitan a los recursos provenientes de impuestos. El balance incluye, en línea con las medidas de ajuste del Gobierno (recorte de gasto por 0,6% del PIB en el GNC anunciado por MinHacienda), una reducción del gasto con respecto al presupuestado inicialmente por el Gobierno al momento de aprobar el Presupuesto General de la Nación.

En este escenario se contemplan unas mayores transferencias a las regiones en 2017 ya que se deberán compensar las menores transferencias realizadas en 2016 (que se subestimaron porque la inflación de finales de 2016 se ubicó por encima de los proyectados). La menor tasa de cambio que reduce la presión de los intereses externos y los mayores precios del petróleo permitirán compensar ese mayor gasto en transferencias.

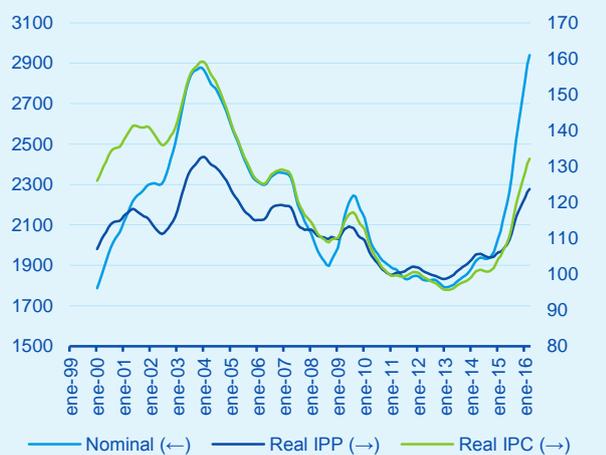
Para 2017, nuestro escenario sigue suponiendo unos ingresos adicionales de 2 puntos del IVA provenientes de la reforma tributaria que se tramitará en el segundo semestre de 2016, unos recursos por incrementos en eficiencia por 0,3 puntos del PIB, lo que dejaría el déficit del GNC en 3,6% del PIB.

En el mediano plazo se requerirán recursos adicionales al 1,5% del PIB que traerá la reforma tributaria ya que en 2018 expiran los impuestos transitorios: sobretasa temporal del CREE (en 2018), el impuesto a la riqueza (en 2018) y se empieza a desmontar el Gravamen a los Movimientos Financieros (en 2019).

Recuadro 1. Sustitución de importaciones: ¿Está despegando la industria?

Con el boom del petróleo, Colombia registró un proceso largo de apreciación nominal y real de su tasa de cambio, el cual se extendió por 10 años entre 2003 y 2013. (Gráfico R.1.1). Como resultado, el precio de los productos importados disminuyó comparándolo con los precios locales, impactando la industria del país.

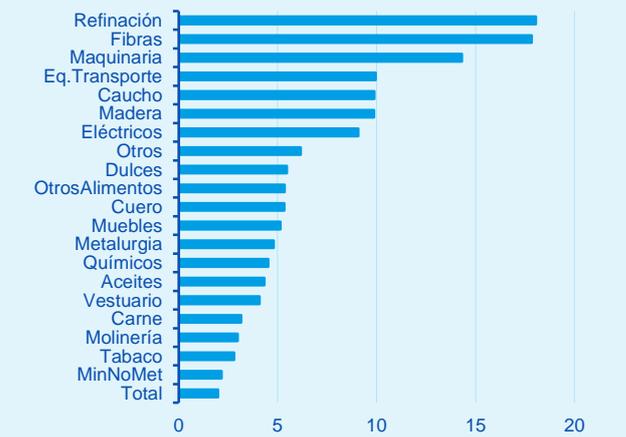
Gráfico R.1.1
Índices de tasa de cambio real y tasa de cambio nominal (índice real: 2005 = 100, tasa nominal: promedio del mes, todas las series están en promedio móvil de 12 meses)



*: el índice de tasa de cambio real corresponde al de los bienes no tradicionales
Fuente: DANE y cálculos de BBVA Research

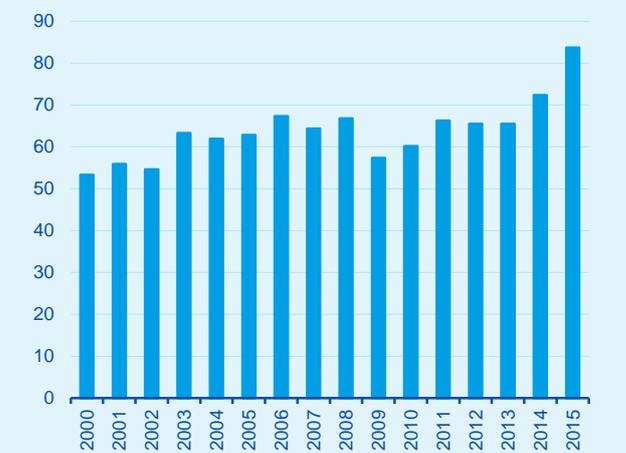
El abaratamiento de los productos importados llevó a que la participación de éstos en la oferta interna aumentara. En el mercado de fibras textiles, maquinaria, equipo de transporte, caucho, productos de madera, los productos importados ganaron más de 10 pp en la cuota de la oferta local de estos productos entre el 2000 y 2014. Este aumento se dio tanto en productos terminados, como en productos intermedios, donde la participación de insumos importados en el valor agregado de la industria aumentó en más de 20 pp en este periodo como lo evidencia el Gráfico R.1.2.

Gráfico R.1.2
Cambio en la participación de las importaciones en la oferta interna nacional entre 2000 y 2014 (pp)



*: se muestran los sectores con los mayores cambios
Fuente: DANE y cálculos de BBVA Research

Gráfico R.1.3
Importaciones de bienes intermedios y de capital por la industria (% del valor agregado industrial)



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

Los niveles actuales del tipo de cambio, tanto nominal como real, representan una oportunidad para la reactivación industrial, lo que podría revertir en parte la dinámica descrita arriba. La industria crece en lo corrido del año a marzo a una tasa del 7,9% (5,0% excluyendo REFICAR), al tiempo que las importaciones siguen cayendo. Esto parece mostrar un quiebre en la tendencia anémica de la producción industrial que podría

interpretarse como el inicio de un proceso de sustitución de importaciones. El momento del quiebre definitivo se ubicó entre el último trimestre de 2015 y el primero de 2016, a pesar de que la devaluación del tipo de cambio, determinante fundamental de la tendencia, había empezado desde mediados de 2014. El detonante fue la caída rápida y fuerte que tuvieron los precios del petróleo.

El efecto positivo de la devaluación sobre el suministro doméstico, en reemplazo de las importaciones, tardó en materializarse. La industria nacional tuvo que adaptarse al nuevo precio del dólar. Pues, así como las importaciones ganaron participación en la oferta interna total de bienes (intermedios y finales), la industria aumentó la compra externa de insumos y bienes de capital. Con esto, el impacto inicial de la devaluación sobre el aparato productivo interno fue ambiguo. Incrementó el valor de los insumos como porcentaje del valor agregado de la industria, al tiempo que mejoraba la competitividad industrial frente a los productos externos con la modificación de los precios relativos que determinó el nuevo nivel del tipo de cambio (Gráficos R.1.1. y R.1.2.).

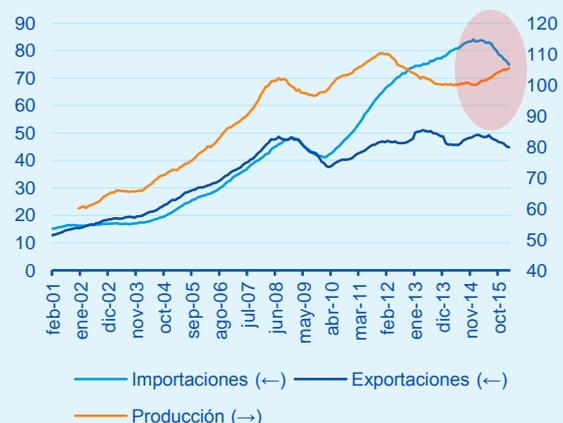
Gráfico R.1.4
Crecimiento de la industria y de las importaciones (crecimiento anual, %)



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

Un claro ejemplo de lo anterior, es la industria de plásticos². La producción y las exportaciones de este sector crecieron de forma constante hasta el 2008. Sin embargo, la producción y las exportaciones se estancaron desde este año, por la continua apreciación del peso. Solo recientemente, con la caída de las importaciones y la debilidad del tipo de cambio, la producción muestra signos de aceleración (Gráfico R.1.5).

Gráfico R.1.5
Índice de producción industrial y valor de las exportaciones e importaciones de la industria plástica (índice de producción 2014 = 100; exportaciones e importaciones en millones de dólares. Todas las series se muestran en promedio móvil de 12 meses)



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

Finalmente, a pesar de que la industria mejoró su comportamiento en el mercado interno, aún no se ven avances importantes en las exportaciones manufactureras. De hecho, continúan cayendo en términos anuales al inicio del año 2016. Sin embargo, en la medida que la tasa de cambio se mantenga en niveles elevados y los principales socios comerciales de Colombia consoliden su recuperación, esperamos que las mejoras en sustitución de importaciones también se verifiquen en el mercado externo de la industria.

² En los próximos días lanzaremos un observatorio con un análisis más detallado de todas las industrias en la actual coyuntura.

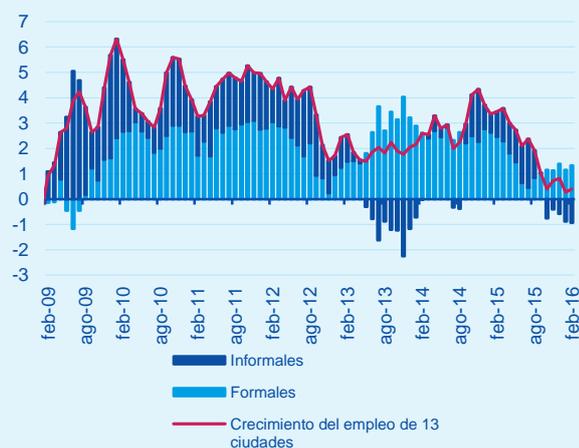
Recuadro 2. Empleo y crecimiento económico: hechos estilizados

La desaceleración de la economía en los últimos meses vino acompañada, paradójicamente, por una mayor dinámica de la demanda laboral. La creación de empleo se aceleró entre octubre de 2014 y mayo de 2015, creciendo al 3,5% anual, después de crecer de forma moderada, al 2,2% anual entre octubre de 2012 y septiembre de 2014 (Gráfico R.2.1). Sin embargo, este impulso del empleo provino del empleo informal.

El empleo informal pasó de decrecer en 0,2% promedio anual entre octubre de 2012 y septiembre de 2014 a crecer en 2,5% promedio anual entre octubre de 2014 y septiembre de 2015. Este tipo de empleo dejó de contribuir negativamente a la creación de empleo anual antes de la desaceleración (en -0,2 puntos porcentuales), a contribuir en 1,2 puntos porcentuales en este mismo periodo (Gráfico R.2.1.).

Gráfico R.2.1

Contribución al crecimiento del empleo anual según formalidad* (puntos porcentuales, 13 ciudades, trimestre móvil)



Fuente: DANE y cálculos de BBVA Research. *Definición DANE.

El empleo formal por su parte mostró resistencia al comienzo de la desaceleración y solo en el segundo semestre de 2015 mostró un menor dinamismo, pero siempre contribuyendo al crecimiento del empleo

Vale decir que si bien en esta ocasión el empleo formal ha crecido a tasas menores que antes de

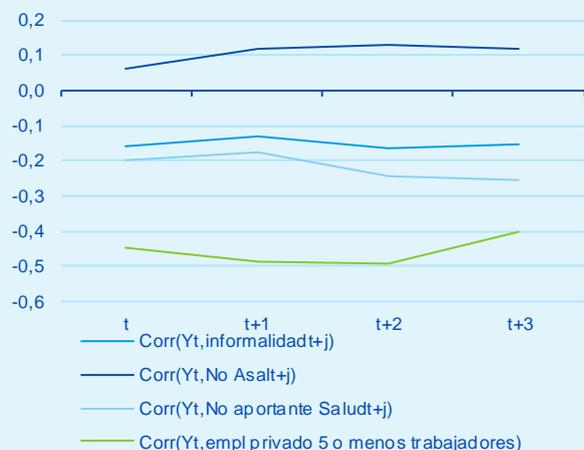
la desaceleración, no se ha destruido como en ciclos anteriores, como ocurrió en la crisis de finales de 2008. La desaceleración ha venido entonces, con una menor dinámica en la creación de empleo, sin sacrificar tanto el empleo formal y sin un aumento significativo de la informalidad. Esto ha permitido que la tasa de informalidad no se haya deteriorado y que incluso haya mejorado en los últimos meses.

Unas correlaciones simples para el caso de Colombia³, entre 2008 y 2015, muestran alguna similitud con lo reportado por Fernández et al (2015) para México. En Colombia, la correlación entre el crecimiento económico y tres de las variables de informalidad utilizadas para el cálculo son negativas. En el caso colombiano, sin embargo, estas correlaciones son más bajas y menores en valor absoluto a 0,2 (Gráfico R.2.2). Con respecto a la informalidad calculada por el DANE⁴ se encuentra una correlación negativa, $\rho(Y_t, \text{Informalidad}_{\text{DANE}t})$, igual a -0,16. Además, el efecto del crecimiento económico en t sobre la creación de empleo informal parece mantenerse durante varios meses, siendo la correlación entre el crecimiento en t y el crecimiento del empleo informal en $t+3$, $\rho(Y_t, \text{Informalidad}_{\text{DANE}t+3})$, igual a -0,15.

³ Para el cálculo de estas correlaciones se usa como proxy del crecimiento económico la variación anual del Índice de Seguimiento Económico —ISE— que publica el DANE y cuya periodicidad es mensual y, como variables laborales, la variación anual del empleo total, del informal y del formal.

⁴ El DANE mide la informalidad como los trabajadores en establecimientos de cinco o menos de 5 trabajadores, diferentes de los empleados del Gobierno y de los trabajadores por cuenta propia profesionales.

Gráfico R.2.2
Correlación crecimiento en informales y crecimiento económico 2008-2015 (crecimiento anual, datos mensuales)

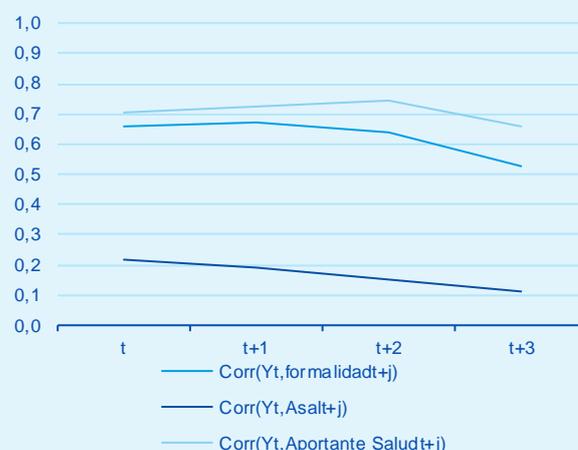


Fuente: DANE y cálculos de BBVA Research

Un resultado similar se encuentra con la variable de informalidad en la seguridad social en salud, medida como los no aportantes al sistema contributivo en salud. La correlación contemporánea, $\rho(Y_t, \text{No Aportantes}_t)$, es de -0,2 y el efecto del crecimiento en t sigue teniendo un fuerte impacto en la creación de empleo de los “No aportantes” en meses posteriores, incluso un impacto mayor. La correlación más negativa entre la informalidad y el crecimiento económico, entre las que se calcularon, se presenta al medir la creación de empleo informal con los empleados privados en establecimientos de cinco o menos trabajadores. Para este caso la correlación contemporánea se ubica en -0,45 (para el período 2009-2015). Por su parte, los “No asalariados” muestran un comportamiento diferente al esperado, con una correlación positiva⁵.

Las correlaciones con respecto a las variables de empleo formal son positivas y mayores en valor absoluto a las observadas con las medidas de informalidad (Gráfico R.2.3).

Gráfico R.2.3
Correlación crecimiento en formales y crecimiento económico 2008-2015 (crecimiento anual, datos mensuales)



Fuente: DANE y cálculos de BBVA Research

En el caso de la formalidad_{DANE}, la correlación es de 0,66 y en el caso de los aportantes a salud de 0,71. Si bien la $\rho(Y_t, \text{Asalariados})$ es positiva, es menor a las dos anteriores, ubicándose en 0,22. Tal vez lo que jalona esta correlación hacia abajo es el carácter contra cíclico del empleo asalariado privado en establecimientos de cinco o menos trabajadores. Por último, la correlación entre el crecimiento económico y el crecimiento de los ocupados es positiva pero inferior a la que presenta el empleo formal (ubicándose en 0,37).

Los hechos estilizados parecen mostrar una relación clara y positiva entre la formalidad y el crecimiento económico. Sin embargo, la relación entre la informalidad y el crecimiento es muy débil, lo que podría estar asociado a la flexibilidad que ganó el mercado laboral con la reducción de parafiscales de la reforma de 2012. En todo caso, la desaceleración de la economía tiene efectos negativos en el mercado laboral que se traducen en una menor creación de empleo (formal y total), con consecuencias negativas en la capacidad de consumo que tiene la economía.

⁵ Los “no asalariados” son todos, exceptuando los obreros y empleados particulares y los empleados del Gobierno. Incluye por lo tanto a los trabajadores por cuenta propia, a los empleados domésticos, a los patrones o empleadores, a los trabajadores familiares sin remuneración, a los trabajadores sin remuneración en otras empresas y a los jornaleros y peones.

4 La política monetaria en su laberinto: retos y perspectivas

Inflación continúa al alza y se retrasa su convergencia hacia la meta

El fenómeno de El Niño siguió impactando el costo de los alimentos, cuyos precios a marzo acumulan un crecimiento de 12,4% a/a, el más alto de los últimos 7 años. El precio de los productos perecederos ha sido el más afectado por la sequía (26% a/a, 13,8% en lo corrido del año a marzo), seguido por el precio de cereales y grasas (11,3% a/a, 7,6% en lo corrido del año a marzo). La inflación del grupo de productos transables también siguió al alza, luego de que la tasa de cambio llegará a máximos históricos en los primeros meses del año. La inflación de este grupo se ubicó en 7,4% a/a en marzo, con alzas significativas en el precio de los vehículos y electrodomésticos.

La sequía y la debilidad del tipo de cambio determinaron un alza en el precio de los servicios públicos. La mayor participación de las plantas térmicas en la generación de energía elevó el precio de la bolsa, el cual se transmitió en un alza en la tarifas de energía en algunas zonas del país. La depreciación del tipo de cambio elevó el Índice de Precios al Productor (IPP) el cual, junto con la tasa de cambio, son usados para actualizar mensualmente las tarifas de gas. Estos dos efectos llevaron a que las tarifas de gas y energía registren un crecimiento de 27% y 15% a/a a marzo, respectivamente.

La buena noticia en el frente inflacionario es que estos dos factores que llevaron al alza los precios actuarán en sentido contrario y contribuirán a que la inflación retroceda. El fortalecimiento del tipo de cambio de los últimos meses ayudará a que el precio de los transables y de los servicios públicos se estabilice e incluso retroceda. Por otro lado, la normalización del clima garantiza que la oferta agrícola mejorará en el segundo semestre del año, aliviando así el precio de los alimentos. Además esperamos que los aumentos en la tasa de política monetaria desaceleren el consumo y moderan aún más el crecimiento de la demanda interna, complementando estas dos fuerzas y asegurando que la inflación se desacelere en el corto plazo.

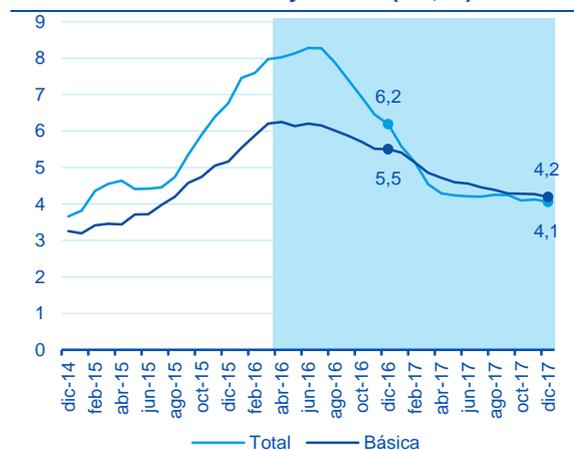
Lo anterior no implica que estos alivios se sentirán de forma inmediata. Aún vemos presiones en la inflación de alimentos y creemos que falta algo de transmisión del tipo de cambio a los precios. De esta manera anticipamos que la tasa de inflación se mantendrá en niveles altos en el primer semestre, con tasas que en algunos meses superarán ligeramente el 8%. En este contexto creemos que la inflación retrocederá sólo a partir del 3T16, terminando el año con un registro de 6,2%. Para 2017, la inflación seguirá descendiendo y se ubicará a final de año muy cerca de la meta (4,1%). En los primeros meses de 2018 la inflación estará finamente dentro del rango objetivo fijado por la autoridad monetaria.

Gráfico 4.1
Inflación por grupo de productos (a/a, %)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 4.2
Senda de inflación total y básica (a/a, %)



Fuente: DANE y BBVA Research

Garantizar la convergencia de la inflación dentro del horizonte de política definirá las decisiones de política monetaria

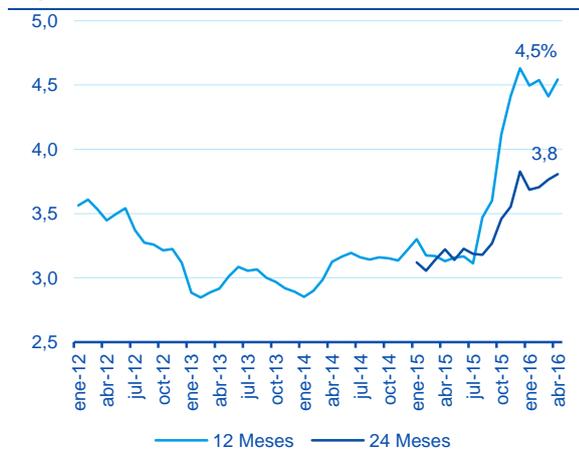
En una retadora coyuntura inflacionaria, los principales retos del BanRep consistirán en generar una reducción de las expectativas de inflación y garantizar la convergencia de la inflación hacia su rango meta dentro del horizonte de política, en un contexto en el cual la demanda interna ha mostrado señales de desaceleración graduales. Así, y dada la dinámica reciente de la inflación, el persistente riesgo de un mayor desanclaje de las expectativas y la preocupación sobre el desbalance entre el gasto y el ingreso nacional, podrían darse algún movimiento adicional de la tasa repo durante el segundo trimestre de 2016. Es importante señalar que dadas las señales mixtas que se han visto en los indicadores líderes para el primer trimestre, seguimos esperando que la Junta Directiva del BanRep actúe en un modo altamente dependiente de los datos, con el fin de evitar una sobre-reacción de la actividad económica pero a la vez tratando de contener las presiones inflacionarias. Una vez la inflación comience a dar señales claras de convergencia hacia la meta, esperamos que el BanRep comience un proceso, muy gradual de normalización de la tasa repo en el 2017 (gráfico 4.4).

En el contexto actual, los indicadores que seguirán siendo centrales en las discusiones de política monetaria serán la velocidad relativa en la cual la demanda doméstica - y particularmente el consumo privado - se desaceleren frente al PIB, como se interpretaran las señales mixtas que se han visto en varios indicadores líderes, la dinámica de la cartera y, de manera central, la dinámica de las expectativas de inflación. Es importante señalar, con respecto a la cartera, que los últimos datos disponibles de la Superintendencia Financiera evidencian una desaceleración gradual en términos reales, especialmente en la cartera de consumo. Adicionalmente, y como resultado de la moderación de la actividad económica, esperamos que los indicadores de calidad muestren algún deterioro moderado durante el año.

En el frente cambiario, la flexibilidad cambiaria es favorable y continúa siendo una política adecuada, la cual ha logrado contrarrestar de manera parcial los efectos del choque externo por los menores precios del petróleo. En ese contexto, y dada una mejores perspectivas para los precios del petróleo que el que se tenía a comienzo del año, esperamos una senda más apreciada frente a nuestro escenario anterior, pero que en promedio seguiría siendo mayor que la observada en 2015. Adicionalmente, nuestro escenario central contempla niveles de tasa de cambio más depreciados en el segundo semestre de 2016 que los observados a finales de abril. En esta dinámica, es importante señalar que los factores externos -

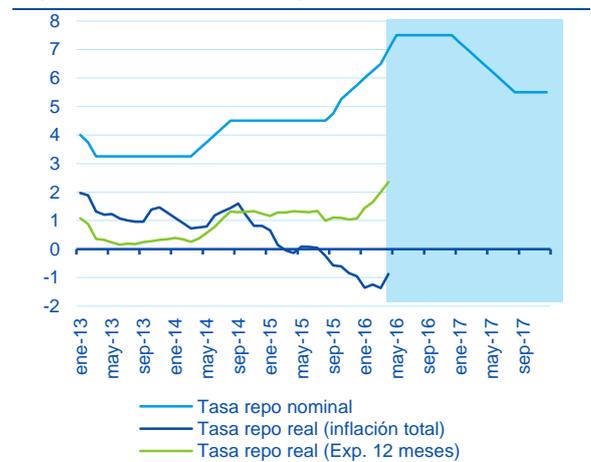
particularmente el comportamiento de la economía estadounidense, los movimientos esperados en la tasa de interés de la FED, China y el precio del petróleo - seguirán siendo los principales determinantes del nivel y de la volatilidad de la tasa de cambio. Por lo anterior, esperamos que el BanRep mantenga su mecanismo de intervención de subasta de opciones (el cual aún no se ha activado) para prevenir depreciaciones fuertes y rápidas de la tasa de cambio en caso de llegar a presentarse. Finalmente, para el 2017 esperamos una convergencia gradual de la tasa de cambio hacia niveles de 2,800 pesos por dólar a finales de dicho año, en línea con un ajuste paulatino de los precios del petróleo, condiciones externas más estables y un ajuste moderado de las cuentas externas del país.

Gráfico 4.3
Expectativas de inflación



Fuente: BanRep y BBVA Research

Gráfico 4.4
Senda del BanRep en términos nominales y reales (con inflación observada y con expectativas de inflación)



Fuente: BanRep y BBVA Research

5 Tablas con pronósticos

Tabla 5.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2014	2015	2016	2017
PIB (% a/a)	4,4	3,1	2,0	3,0
Consumo Privado (% a/a)	4,2	3,9	2,6	2,9
Consumo Público (% a/a)	4,7	2,8	1,1	1,3
Inversión Fija (% a/a)	9,8	2,8	3,7	5,9
Inflación (% a/a, fdp)	3,7	6,8	6,2	4,1
Inflación (% a/a, promedio)	2,9	5,0	7,5	4,4
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	3.392	3.149	3.100	2.800
Devaluación (vs. USD, fdp)	24,2%	31,6%	1,6%	-9,7%
Tipo de Cambio (vs. USD, prom.)	2.001	2.742	3.097	2.880
Devaluación (vs. USD, prom.)	7,1%	37,0%	13,0%	-7,0%
Tasa de interés BanRep (% fdp)	4,50	5,75	7,50	5,50
Tasa de interés DTF (% fdp)	4,34	5,24	7,67	5,78
Tasa de desempleo (% fdp)	9,3	9,8	10,7	11,1
Balance Fiscal (% PIB)	-2,4	-3,0	-3,9	-3,6
Cuenta Corriente (% PIB)	-5,2	-6,5	-6,3	-5,7

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

Tabla 5.2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés del BanRep (% fdp)
T1 14	6,3	2,5	1.965	3,25
T2 14	4,0	2,8	1.881	4,00
T3 14	4,0	2,9	2.028	4,50
T4 14	3,3	3,7	2.392	4,50
T1 15	2,7	4,5	2.576	4,50
T2 15	3,1	4,4	2.585	4,50
T3 15	3,2	5,4	3.122	4,75
T4 15	3,3	6,8	3.149	5,75
T1 16	1,8	8,0	3.022	6,50
T2 16	1,9	8,3	3.002	7,50
T3 16	2,0	7,4	3.064	7,50
T4 16	2,3	6,2	3.100	7,50
T1 17	3,2	4,5	2.982	6,75
T2 17	3,0	4,2	2.821	6,00
T3 17	3,3	4,2	2.804	5,50
T4 17	2,6	4,1	2.800	5,50

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

Fabían 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

Estudiante 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