

Situación Colombia

3° TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE COLOMBIA



01
Luego de un inicio de año complicado, las condiciones externas y domésticas parecen ir mejorando para la mayoría de los países de América Latina

02
La desaceleración de la economía colombiana sigue siendo gradual y ordenada, corrigiendo parte de los desequilibrios externos

03
La inflación siguió sorprendiendo al alza y su descenso a la meta será lento, obligando al BanRep a mantener una postura restrictiva

04
Las vulnerabilidades de la economía colombiana han disminuido, aunque no han desaparecido

Índice

1 Editorial	3
2 Entorno global: los bancos centrales responden a las incertidumbres del <i>brexit</i>	4
3 La desaceleración de la economía colombiana sigue siendo gradual y ordenada	6
4 Finanzas públicas apretadas imponen un reto a la política pública	10
5 Inflación aumenta presión sobre el banco central y profundiza el dilema entre inflación y crecimiento	12
6 Riesgos	13
7 Tablas con pronósticos	14

Fecha de cierre: 10 de agosto de 2016

1 Editorial

Luego de un inicio del año complicado las condiciones externas y domésticas parecen ir mejorando para la mayoría de los países de América Latina. Las menores dudas sobre China favorecieron una mayor calma en los mercados, que consiguieron absorber el *brexit* y el consecuente aumento de la aversión global al riesgo, sin duda gracias a la reacción de los bancos centrales de las economías desarrolladas, en el caso de la Fed haciendo aún más gradual la senda de subidas de tipos de interés.

La desaceleración de la economía colombiana sigue siendo gradual y ordenada. Consecuente con un menor ingreso nacional, el consumo y la inversión se han desacelerado, ayudando a que el déficit de cuenta corriente siga cerrándose. La economía crecerá 2,4% y 3,0% en 2016 y 2017 respectivamente. La construcción, los mejores precios de petróleo, la producción industrial, la agricultura (en particular en 2017) y un consumo privado que seguirá creciendo por encima del promedio de la economía, son los pilares sobre los que se sustenta esta expansión.

Los efectos de El Niño y de la devaluación se extendieron más de lo esperado, sorprendiendo la inflación al alza durante el primer semestre. Algunos factores de oferta seguirán afectando la inflación en el resto del año. El paro camionero, el aumento de los salarios que reporta la industria y el comercio, y el elevado uso de la capacidad instalada de la industria, evitarán un descenso rápido de los precios. En total, esperamos que la inflación se ubique al cierre de 2016 y 2017 en 6,9% y 4,6%, respectivamente.

La perspectiva de una convergencia más lenta de la inflación, con unas expectativas que se encuentran por fuera o muy cerca del techo de la meta, mantendrán al BanRep en una postura monetaria restrictiva. Existe la posibilidad de aumentos adicionales en la tasa este año y el inicio del ciclo de reducciones lo vemos para la mitad del año entrante.

La tasa de cambio seguirá contribuyendo al ajuste de la economía. Su incremento ha sido clave para corregir el déficit externo e impulsar algunos sectores económicos como el industrial y el turismo. En este contexto, creemos que el tipo de cambio se ubicará en promedio este año en 3.086 y en 2.900 en 2017.

Las vulnerabilidades de la economía Colombiana han disminuido, aunque no han desaparecido. El déficit de cuenta corriente se ha corregido más rápido que lo que anticipábamos, por lo cual hemos bajado su pronóstico a 5,9% del PIB en 2016 y a 5,5% del PIB en 2017 (ambos valores se ubican por debajo del 6,5% de 2015). Los precios del petróleo también se han recuperado más rápido de lo esperado y sus perspectivas son mejores que las que teníamos tres meses atrás. Asimismo, la sólida institucionalidad fiscal del país acelerará el cierre del déficit fiscal a un ritmo más rápido que el permitido por la regla fiscal, y el Gobierno está comprometido a aumentar el recaudo tributario a partir de 2017, con una reforma tributaria que debe presentar al Congreso pronto para evitar un ajuste en la inversión que castigaría fuertemente el crecimiento.

2 Entorno global: los bancos centrales responden a las incertidumbres del *brexít*

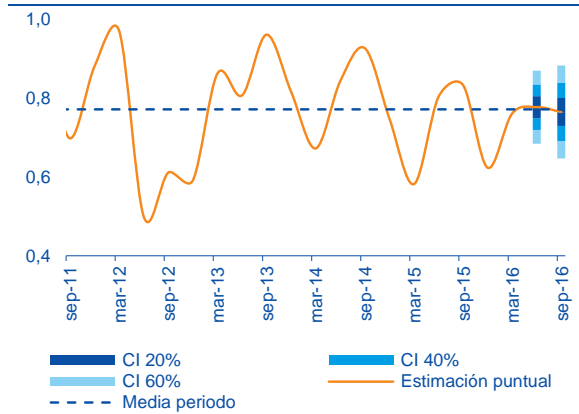
La economía global ha continuado en los tres últimos meses su evolución moderada de los trimestres precedentes, con tasas de crecimiento en torno al 3% (Gráfico 2.1), por debajo de los ritmos anteriores a la crisis. Dentro de este promedio, las economías desarrolladas no muestran signos de recuperación, mientras se empieza a ver un cierto punto de mejora en las economías emergentes, especialmente las asiáticas. Así, los datos agregados a nivel global han mejorado parcialmente o han frenado su deterioro.

El *brexít* trajo consigo un aumento sustancial de la volatilidad financiera, común al grueso de activos. Su efecto, sin embargo, fue transitorio y no sistémico (Gráfico 2.2), en parte por la respuesta de los bancos centrales, retrasando el proceso de normalización de los tipos de interés (en el caso de la Fed) o manteniendo la predisposición a reforzar su esquema de estímulos (BCE, BoE y Banco de Japón). En particular, la respuesta de la Fed fue determinante para explicar la resistencia de los mercados emergentes. La búsqueda de rentabilidad, en un contexto de tipos de interés muy reducidos, y el alivio generado por el retraso de la Fed sobre las condiciones de financiación, han fomentado la reorientación de flujos de capital hacia el bloque emergente, que en julio recibieron las mayores entradas de capital extranjero desde 2013.

En EE.UU., los malos datos del primer y segundo trimestre siguen sin mostrar la recuperación esperada. Esto, sumado a la incertidumbre ligada a las elecciones en la segunda mitad del año y a los riesgos globales (*brexít* y otros riesgos en Europa, China más a largo plazo) nos llevan a reducir nuestra previsión de crecimiento en 2016-17 del entorno de 2.5% al entorno del 2%. Por su parte, la Reserva Federal ha mostrado en sus últimas reuniones mayores dudas sobre el potencial de crecimiento de la productividad y el PIB de la economía americana a largo plazo, lo que, unido a los riesgos de la economía global, le ha hecho retrasar su proceso de normalización de tipos. Así, ahora prevemos una sólo subida adicional este año (probablemente el diciembre) y dos en 2017.

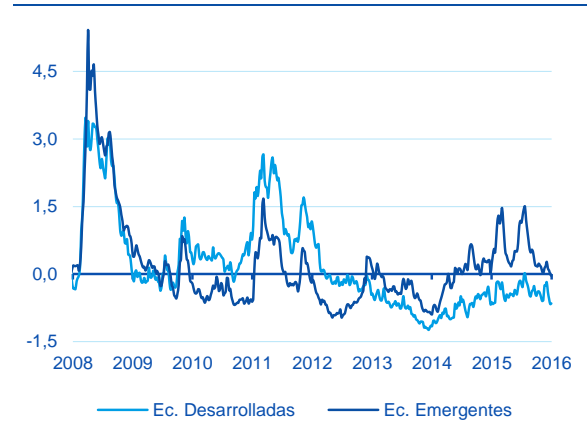
Por su parte, en China, los temores a una desaceleración brusca de la economía se han disipado en parte tras registrar un crecimiento del PIB estable del 6,7% en el segundo trimestre del año, si bien hay señales menos optimistas provenientes de la debilidad de la inversión (sobre todo privada). Con todo, se mantiene la previsión de una desaceleración del crecimiento hasta el 6,4% en 2016 (desde el 6,9% 2015) y el 5,8% en 2017. Continúan los riesgos a corto plazo sobre la de estabilidad financiera, la depreciación del Renminbi y la salida de capitales, así como el mercado inmobiliario y el endeudamiento de las empresas, mientras que a largo plazo continúan las dudas sobre las perspectivas de crecimiento debido al lento progreso de las reformas estructurales en algunas áreas clave, en particular las empresas públicas.

Gráfico 2.1
PIB mundial, % t/t. Previsiones 2T y 3T 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

3 La desaceleración de la economía colombiana sigue siendo gradual y ordenada

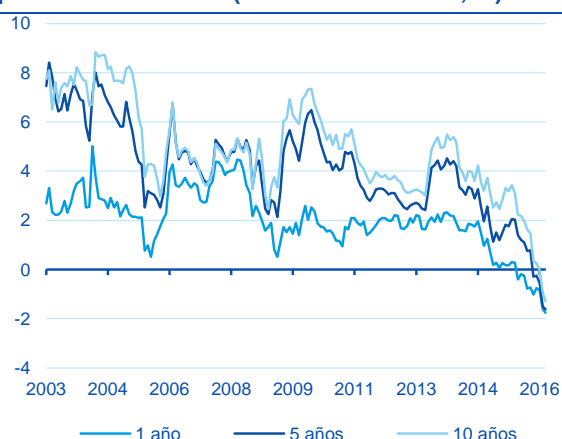
Brexit elevó volatilidad internacional y cambió el panorama de la política monetaria externa. El peso colombiano seguirá volátil en esta coyuntura

Los mercados internos reaccionaron con desvalorizaciones y mayor volatilidad en los días posteriores al *brexit*. La desvalorización de la bolsa colombiana (medida a través del índice ColCap) llegó a ser de 2% en los dos días siguientes a la aprobación del referendo. Sin embargo, rápidamente el mercado local incluyó en sus expectativas el viraje hacia una política monetaria más laxa de la FED y los bancos centrales de Europa, lo cual determinará menores tasas de interés en el mundo, y unas condiciones externas de flujos de capital más positivas para las economías emergentes. De esta forma, las pérdidas en los mercados se revirtieron.

La caída en las perspectivas de las tasas de interés externas propició una mayor entrada de flujos de capital externos, valorizando fuertemente la curva de deuda pública y llevando la tenencia de TES por parte de extranjeros al 20% del total (en agosto de 2015 esta participación era de 16%). Como resultado, en todo el tramo de la curva, los rendimientos están por debajo de la inflación a julio, y en el tramo inferior a los 6 años están por debajo de la tasa de política monetaria (Gráfico 3.1).

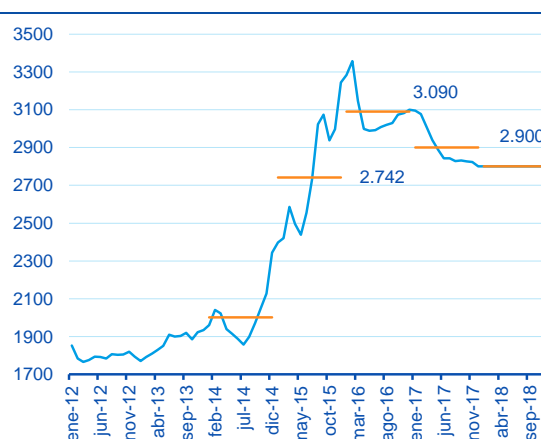
Existe un riesgo de cambio súbito en la curva de deuda pública. La tendencia creciente en la tasa de inflación, que se mantendrá hasta el tercer trimestre, y los incrementos pasados y futuros de la tasa de intervención del Banco de la República pueden causar desvalorizaciones rápidas de la curva. Otros riesgos que apuntan hacia este mismo sentido incluyen una desaceleración en las entradas de capital extranjero, o un viraje en las perspectivas de tasas de la FED.

Gráfico 3.1
Rendimientos de TES a varios plazos deflactados por la inflación total (Tasa efectiva anual, %)



Fuente: Banco de la República, Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.2
Senda de tasa de cambio



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Por otra parte, esperamos que la tasa de cambio en todo 2016 registre una devaluación promedio de 12,7% y en 2017 una apreciación de 6,1%. Con esto, el COP finalizará el año 2016 en cerca de 3.100 pesos por

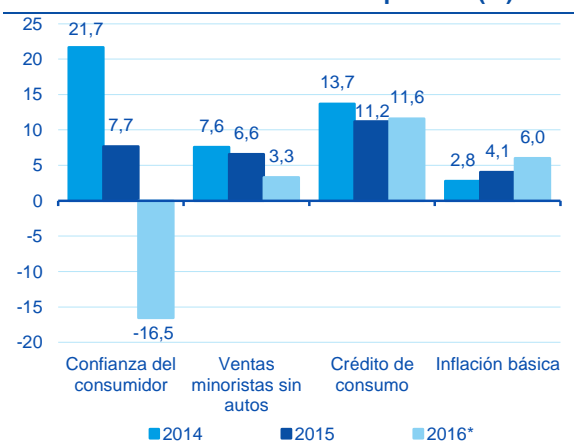
dólar, dejando el promedio del año en \$3.090 (Gráfico 3.2). Durante el segundo semestre del año esperamos que la volatilidad de la tasa de cambio siga en niveles altos, siendo el contexto externo el principal elemento detrás de dicha dinámica. Para 2017, anticipamos una convergencia gradual de la tasa de cambio. Será el resultado de una mejora de las cuentas externas del país y de un mayor precio del petróleo. Así, esperamos que la tasa de cambio se sitúe en un promedio en 2.900 pesos por dólar durante el próximo año (\$2800 al cierre del año 2017).

Mejora gradual en el crecimiento colombiano a partir del año entrante

El consumo privado, y los datos del PIB del primer trimestre y los indicadores líderes publicados para los siguientes meses muestran una desaceleración gradual y ordenada de la economía. Por ejemplo, las ventas minoristas, excluyendo vehículos, acumulan un crecimiento de 3,3% a mayo (Gráfico 3.3). Este desempeño del consumo, que sigue desconectado de la confianza de los hogares, la cual se mantiene muy débil, junto con las mejores perspectivas del precio del petróleo y la sorpresa positiva de la construcción en el primer trimestre de 2016, son algunos de los factores detrás de nuestro pronóstico de crecimiento de 2,4% anual para 2016. La desaceleración del consumo no ha sido tan marcada (de hecho la inflación básica siguió en aumento en el 1S16 como lo evidencia el Gráfico 3.3) y su crecimiento este año se ubicará por encima del promedio de la economía.

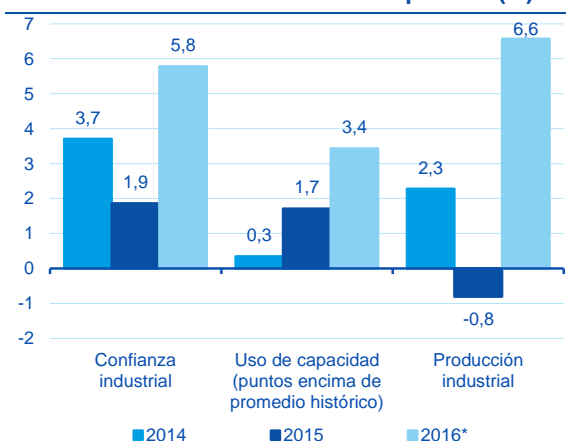
La explicación de la baja confianza de los hogares pasa más por la percepción del país y la devaluación (disposición a compra de bienes durables muy baja), que por una reducción generalizada en la capacidad de gasto de los consumidores. Por una parte, existe una desconfianza sobre el desempeño presente y esperado del país que se puede relacionar con la incertidumbre política y la elevada inflación. Por otra parte, la disposición a comprar bienes durables responde negativamente a los altos niveles del tipo de cambio que siguen vigentes. Al contrario, la percepción sobre las condiciones del hogar, específicamente, sigue en terreno positivo.

Gráfico 3.3
Indicadores líderes del consumo privado (%)



* Confianza es valor promedio. Ventas es variación promedio en el período. Crédito e inflación es variación al final del período. Datos de 2016 a junio para confianza e inflación y a mayo para ventas y crédito.
Fuente: DANE, Fedesarrollo, SuperFinanciera y BBVA Research

Gráfico 3.4
Indicadores líderes de la inversión privada (%)



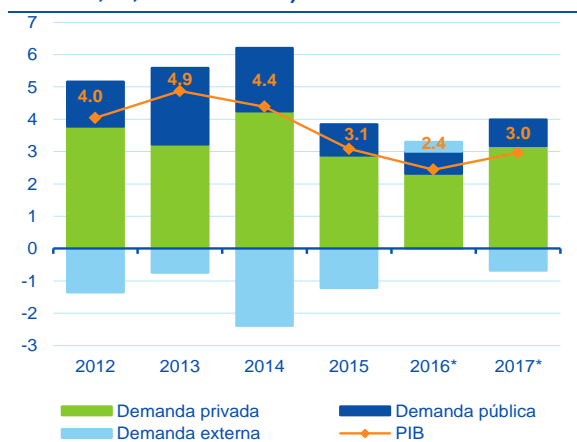
* Confianza es valor promedio. Capacidad es el porcentaje de uso respecto al total de la capacidad instalada y restada del promedio histórico. Producción industrial es la variación promedio en el período. Datos de 2016 a junio para confianza y a mayo para producción y capacidad.
Fuente: DANE, Fedesarrollo y BBVA Research

La economía colombiana acelerará su crecimiento a 3% en 2017. Este comportamiento se explica fundamentalmente por la inversión, tanto pública como privada, y marginalmente por las exportaciones. La inversión pública se beneficiará de la consolidación de las obras de infraestructura de cuarta generación — 4G—. Estas obras deberían iniciar en el último trimestre de 2016, teniendo una mayor contribución al crecimiento durante 2017. Además, permitirán compensar el crecimiento lento que tendrá la inversión del Gobierno Nacional Central. El repunte de la inversión privada, por su parte, vendrá de la recuperación de la industria (por sus elevados niveles de uso de la capacidad instalada, con una producción que viene en aumento, Gráfico 3.4) y el retorno de las inversiones a la minería ante el mejor precio del petróleo.

En total, el repunte de crecimiento de la demanda privada en 2017 se explica principalmente por la mayor inversión, pues el consumo privado crecerá apenas 3,1%, superando levemente el 2,9% de 2016 (Gráfico 3.5). La desaceleración del consumo con respecto a las tasas de crecimiento actuales de alrededor de 4% se explica por el alza en las tasas de interés del Banco de la República, la mayor inflación, la baja creación de empleo y el pesimismo que muestran los consumidores. Además, al inicio de 2017, se resentirá por el incremento del IVA y el impuesto al consumo que suponemos en nuestro escenario fiscal (Ver sección 4). La desaceleración progresiva del consumo privado cambiará su tendencia a mediados de 2017.

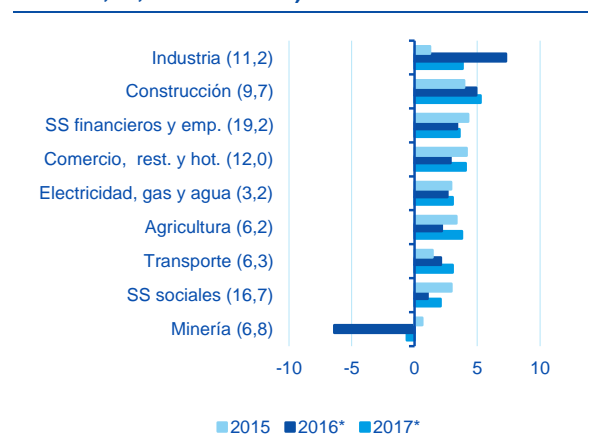
En términos sectoriales, la construcción, la industria y el sector agropecuario serán los motores del crecimiento (Gráfico 3.6). En el caso de la construcción, los impulsos provendrán, además de las obras civiles, de la edificación de las viviendas de precios bajos y medios, mientras que las edificaciones de vivienda de precios altos y de destinos no residenciales tendrán un menor aporte al crecimiento, incluso negativo en el segundo tipo. El crecimiento de la industria seguirá liderado este año por REFICAR, y por el repunte de otros sectores industriales dentro de los cuales se destaca el de bebidas, alimentos, productos químicos y minerales no metálicos. En 2017, la industria deberá continuar con el proceso de sustitución de importaciones, impulsada por el aumento de capacidad de producción que deberá emprender en los próximos trimestres. La agricultura tendrá un inicio lento, como consecuencia del fenómeno de El Niño, pero los precios altos que se registran actualmente, junto con el tipo de cambio serán acicates para que la producción aumente desde el segundo semestre de 2016. Finalmente los servicios sociales seguirán con un crecimiento bajo, por los recortes en gasto del Gobierno, y la minería será el lastre de la economía en 2016 y 2017 por las secuelas que están dejando los bajos precios de las materias primas (Gráfico 3.6).

Gráfico 3.5
PIB y contribuciones por demanda (Variaciones anuales, %, *Previsiones)



Fuente: DANE y previsiones de BBVA Research

Gráfico 3.6
Crecimiento sectorial del PIB¹ (Variaciones anuales, %, *Previsiones)



¹ Participación de cada sector en el PIB de 2015 en paréntesis
Fuente: DANE y previsiones de BBVA Research

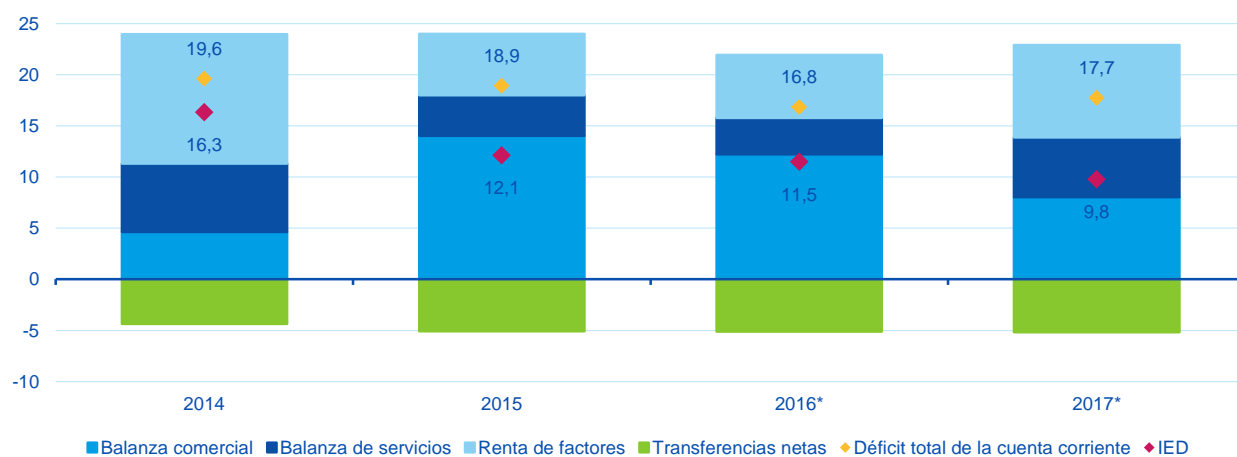
Cierre de la cuenta corriente se materializará gradualmente y más de la mitad de su financiamiento se hará con inversión extranjera directa

Esperamos un déficit de cuenta corriente para el cierre de 2016 de 5,9% del PIB (menor al 6,3% de nuestras anteriores proyecciones). La recuperación del precio del petróleo, con una producción interna similar a lo estimado antes, más que compensará el peor comportamiento esperado en las exportaciones no mineras de 2016 y 2017. Esperamos también unos menores envíos de dividendos al exterior, siendo ésta la cuenta que más se ajustó con respecto a los datos observados en años anteriores. El déficit se ubicará en USD 16,8 miles de millones, comparado con USD 18,9 miles de millones de 2015 y USD 19,6 miles de millones de 2014. Para 2017 el déficit como porcentaje del PIB se ubicará en 5,4% (menor al 5,9% de nuestra anterior proyección) y en dólares en USD 17,7 miles de millones (Gráfico 3.7).

La Inversión Extranjera Directa cubre el 69% y el 56%, en 2016 y 2017, respectivamente, del déficit en la cuenta corriente. El resto del financiamiento provendrá del endeudamiento (en buena parte, público) y los flujos de capitales de portafolio. Estos últimos vienen siendo mayores gracias a la menor probabilidad de incrementos de la tasa de la FED, como lo anotábamos arriba, pero con mucha volatilidad.

Gráfico 3.7

Componentes del déficit de la cuenta corriente e inversión extranjera directa (USD miles de millones, *Previsiones)



Fuente: Banco de la República y previsiones de BBVA Research. Un valor negativo en un componente de la cuenta corriente significa superávit.

4 Finanzas públicas apretadas imponen un reto a la política pública

El Marco Fiscal de Mediano plazo un ejercicio de transparencia que muestra la fortaleza institucional y el escenario fiscal apretado al que nos enfrentamos

En su ejercicio de transparencia anual, el Ministerio de Hacienda publicó a mediados de junio el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) que es el faro sobre el que se construyen las perspectivas fiscales del país. Sobre él se pueden destacar cuatro elementos. Primero, el MFMP refleja la fortaleza institucional del país, con una autoridad económica comprometida con unas metas de déficit fiscal puntuales impuestas por un Comité Consultivo de Regla Fiscal -CCRF- que muestra su independencia. Segundo, el MFMP evidencia a un CCRF cumpliendo un papel clave para dar un ritmo de menor gradualidad al ajuste fiscal que necesita el país, exigiendo un déficit menor al permitido por la regla fiscal en 2017 y 2018 (Gráfico 4.1). Tercero, el documento hace explícito que la variable de ajuste con la que cuenta el Gobierno Nacional para cumplir las metas fiscales es la inversión pública, y por tanto, implica un recorte muy fuerte en este rubro desde el año entrante, que de materializarse, afectaría fuertemente la recuperación de la economía. Cuarto, el MFMP confirma lo imperativo de aumentar el recaudo tributario a partir de 2017.

Esperamos una reforma tributaria que aumente el recaudo tributario desde comienzos de 2017

En este contexto esperamos que la reforma tributaria que el Gobierno tramitará en el segundo semestre de este año aumente el recaudo tributario desde 2017. Esta reforma incluiría un aumento de tres puntos del IVA que se materializarán gradualmente (dos puntos en 2017 y uno punto en 2018) y un aumento en la tarifa del impuesto al consumo. Estos cambios permitirán aumentar los ingresos en 0,7% del PIB en 2017 y en un 0,3% del PIB adicional en 2018. Adicionalmente se cuenta con mayores ingresos por reducción de la evasión.

Entendiendo el efecto que tiene un recorte abrupto de la inversión pública como el propuesto para 2017 en el MFMP, en nuestro escenario decidimos hacer un supuesto en el que el nuevo recaudo por la reforma tributaria estará destinado a inversión pública. Con esto, la inversión pública en 2017 se ubicaría en 1,8% del PIB, nivel muy superior al contenido en el MFMP (de 1,1% del PIB) y similar a su nivel promedio de 2006-2010 (2% del PIB). En todo caso, la inversión para 2017 seguirá siendo inferior a la observada entre 2011-2015 (3 % del PIB).

Déficit fiscal del Gobierno Nacional central será 3,3% en 2017 frente al 3,9% de 2016

En síntesis, el déficit de 2016 se ubicará en 3,9% del PIB, en línea con los estimativos que tenemos desde inicios de año y con las proyecciones del MFMP. Para 2017 el balance del Gobierno será del 3,3% del PIB. Nuestro escenario actual es muy similar al anterior, pero supone un ajuste del gasto de funcionamiento adicional, de por lo menos 0,15% del PIB durante 2017 e incluye más recursos por la reforma (pasan de 0,6% del PIB a 0,7% del PIB). Estos dos supuestos posibilitan pasar del déficit de 3,6% del PIB de nuestro escenario anterior al 3,3% del PIB impuesto por el CCRF. Como lo comentamos en su momento ([Situación Colombia 1er trimestre 2016](#)), el déficit de 3,6% era conservador con respecto al admitido por los ciclos del precio del petróleo y crecimiento del PIB. El déficit de 3,3% muestra una disciplina mayor. Además, una vez se establezca a mediados de septiembre el monto del presupuesto de 2017 consistente con el MFMP

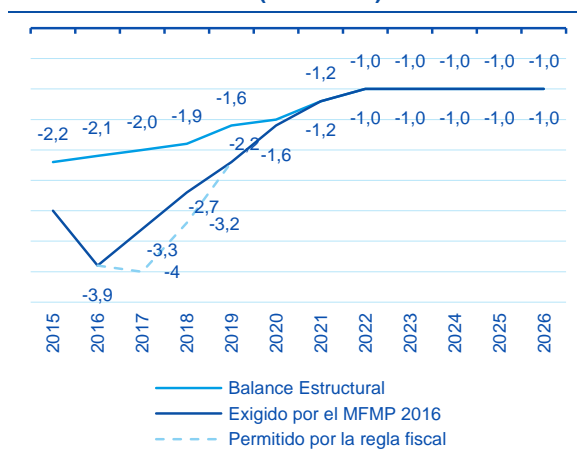
presentado, cualquier gasto adicional tendría que hacerse con una adición presupuestal previa. El 2017 será un año ajustado en términos de las finanzas públicas.

Destacamos que el principal riesgo idiosincrático de nuestro escenario es la no aprobación de la reforma tributaria. Si esto ocurriese, la inversión pública seguiría la proyección del MFMP para 2017 de 1,1% del PIB (COP 10 billones). Para darse una idea de lo bajo de esta inversión estos recursos apenas cubrirían lo que el Gobierno destinó de inversión en inclusión social (6,7 bn), trabajo (1,8 bn) y salud (1,4bn) en 2014, dejando por fuera la inversión en educación, agricultura, transporte, justicia y defensa, entre otros (datos de la Contraloría). Con estimaciones preliminares, creemos que este bajo nivel de inversión presupuestado por el gobierno para 2017 puede tener un efecto de menor crecimiento del PIB en una magnitud que podría estar en un rango entre 0,4 p.p. y 0,7 p.p..

A pesar de la reforma tributaria, las presiones fiscales seguirán en el mediano plazo

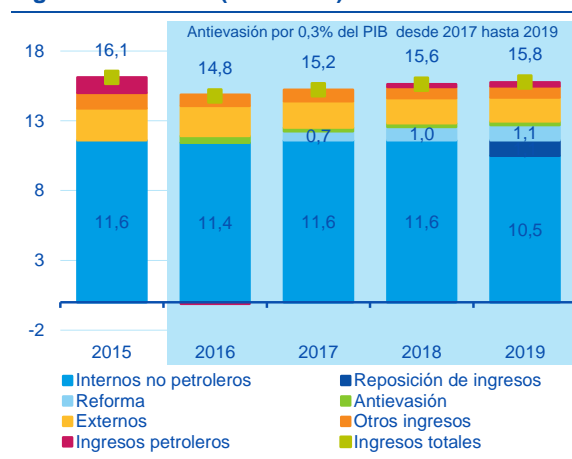
Más allá de 2017 la presión de las finanzas públicas aumentará progresivamente. Para alcanzar el déficit requerido por la Regla Fiscal en 2019 se requerirá de ingresos adicionales con respecto a 2015 de 2,5% del PIB (Gráfico 4.2). De este monto, 1,1% estarán garantizados con la reforma tributaria de este año y 0,3% por una política de antievasión; sin embargo, se requerirán ingresos adicionales por 1,1% del PIB para reponer los ingresos de los impuestos que se desmontarán gradualmente (CREE y Gravamen a los Movimientos Financieros). Además, se requerirá de un fuerte ajuste de gasto (de 1% del PIB entre 2015 y 2019). Nuestro escenario supone que el Gobierno conseguirá estos recursos adicionales, con lo cual la deuda presentará una senda ligeramente decreciente, ayudada además por la moderación de la tasa de cambio. En 2015 la deuda bruta del GNC cerró en 45,1% del PIB, un crecimiento de 4.6 puntos porcentuales del PIB con respecto a 2014, explicado principalmente por la mayor tasa de cambio.

Gráfico 4.1
Déficit fiscal del GNC (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda, MFMP de 2016

Gráfico 4.2
Ingresos del GNC (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

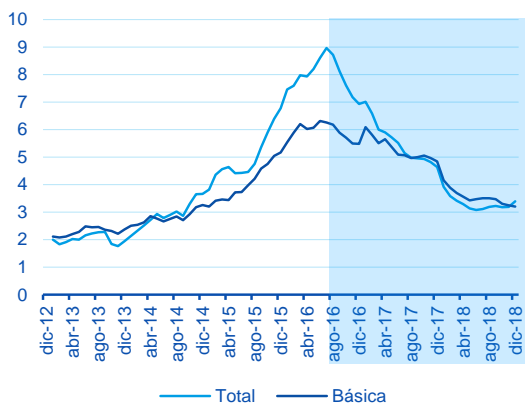
5 Inflación aumenta presión sobre el banco central y profundiza el dilema entre inflación y crecimiento

La inflación de los últimos meses siguió sorprendiendo al alza, incluyendo su componente básico (sin alimentos) y no muestra una tendencia clara de desaceleración. Al finalizar el primer semestre la inflación total se ubicó en 8,6% anual y en al finalizar julio en 9,0%, y las diferentes inflaciones básicas en un promedio de 6,5% (6,6% incluyendo julio). Tanto el precio de los alimentos (por fenómeno de El Niño) como la inflación de los transables (por tasa de cambio) y no transables (principalmente por la indexación de los arriendos a la inflación de 2015) afectaron negativamente la trayectoria de la inflación. Como resultado, las expectativas de inflación, salvo las de 24 meses adelante, siguieron al alza al cierre del primer semestre.

Esperamos que la inflación termine el 2016 en 6,9% y en 2017 nuevamente por fuera del rango meta en 4,6% (Gráfico 5.1). En 2016 vemos una desaceleración más lenta de la inflación de transables, unas presiones de demanda más fuertes que las esperadas, un aumento en los costos laborales en la industria y el comercio, y un aumento brusco en el precio de los alimentos en julio como consecuencia del paro camionero. En 2017 esperamos una mayor indexación de algunos productos y servicios al dato observado de inflación de 2016; asimismo subimos el precio de los alimentos como consecuencia de La Niña, e incorporamos el efecto del impuesto al consumo que traerá la reforma tributaria que se tramitará en el 2S16.

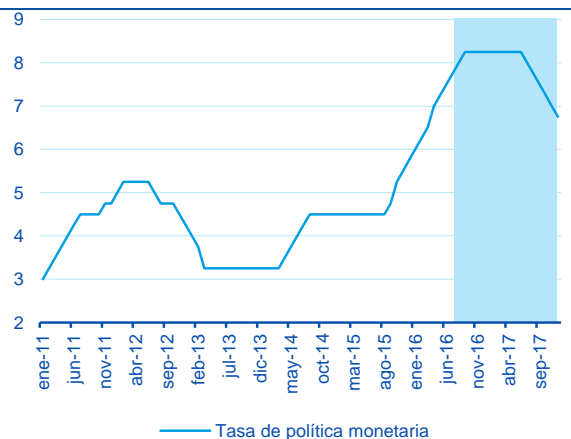
Ante esta nueva información, particularmente la tendencia de la inflación básica, es posible que el ciclo de subidas de tasa de intervención del banco central no haya llegado a su fin y que incrementos adicionales sean necesarios con el fin de contener incrementos en las expectativas de inflación. En este contexto, anticipamos que el Emisor incrementará la tasa repo en 25pb en agosto y septiembre hasta alcanzar un nivel de 8,25%, el cual se mantendría hasta el primer semestre de 2017 (Gráfico 5.2). Hacia adelante, el Banco Central tendrá que monitorear los posibles cuellos de botella que se generen en la industria ante la estrechez de la capacidad instalada, la configuración del fenómeno climático de La Niña y la gradualidad en el cierre de la brecha del producto, lo cual esperamos se de más allá de 2020. De estas condiciones dependerá que inicie un ciclo de bajada de tasas del segundo trimestre de 2017 hasta alcanzar una tasa nominal de 6,75% y real de 1,8% a finales de 2017.

Gráfico 5.1
Senda de inflación (total y básica, var. % anual)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 5.2
Tasa del BanRep (tasa % efectiva anual)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

6 Riesgos

Los riesgos de crecimiento de la economía colombiana tienen un balance a la baja. De origen externo, de menor a mayor probabilidad, puede darse un incremento más rápido de lo esperado de las tasas de interés de la FED. Esto tendría un efecto negativo sobre los mercados de capitales. Además, es posible una desaceleración más brusca de China, con impactos adversos adicionales sobre el comercio mundial e impulsando el tercer riesgo, que trata sobre una reducción fuerte de los precios de las materias primas.

En el caso de las tasas de la FED, los más recientes eventos de riesgo global, en los cuales sobresale el *brexit*, supusieron una presión acomodaticia para las políticas monetarias. Es decir, se redujo notablemente la probabilidad de que las tasas de interés en el mundo, y en especial en Estados Unidos, subieran súbita y fuertemente en algún punto en el futuro.

En el segundo riesgo externo, un aterrizaje forzoso de China, los datos recientes han ayudado a reducir las probabilidades de este evento. Los crecimientos trimestrales publicados para los dos primeros períodos de 2016 se estabilizaron en tasas entre el 6,5% y el 7,0%. Incluso en un contexto de incertidumbre sobre el papel menos expansivo de la política fiscal y la transición gradual que está teniendo la economía: desde una expansión basada en el impulso desde la inversión hacia una mayor participación del consumo de los hogares y los servicios.

Finalmente, en el tercer riesgo externo, aunque mantiene una probabilidad alta de ocurrencia, su efecto negativo adicional sobre la economía colombiana es pequeño. El gran impacto de la caída de los precios del petróleo ya se absorbió. Ahora, una caída adicional de los precios de las materias primas, desde niveles tan bajos para los precios, tendría un efecto mucho menor al que tuvo en la caída inicial.

De otra parte, de origen interno, identificamos los siguientes riesgos de mayor a menor intensidad: imposibilidad de presentar una reforma tributaria; mayores sorpresas negativas en la inflación que lleve a una política monetaria más restrictiva que la establecida por nosotros y dificulte el financiamiento de las obras de cuarta generación de infraestructura; un déficit en la cuenta corriente más amplio y con dificultades para su financiamiento; y movimientos al alza muy fuertes en la curva de rendimientos de la deuda pública.

La presentación de una reforma tributaria ha sido puesta como una de las prioridades de la agenda legislativa del segundo semestre. Su aprobación es necesaria para garantizar que la inversión pública no tenga un ajuste mayor que sea muy perjudicial para el crecimiento de 2017 y los siguientes años, limitando además la expansión del PIB potencial a largo plazo.

Presiones adicionales de la inflación requerirían que la política monetaria busque restringir con mayor ahínco la demanda interna, ocasionando un menor crecimiento de la demanda privada en 2017. Además, las mayores tasas de interés limitarían el acceso al financiamiento de los principales contratos de infraestructura y se rezague significativamente el cronograma de las obras licitadas. Al mismo tiempo, la curva de rendimientos de la deuda pública podría depreciarse rápidamente, afectando la rentabilidad de los fondos de inversión del país, entre ellos, los fondos de pensiones.

El déficit de la cuenta corriente ha estado corrigiéndose rápidamente en su valor en dólares, aunque permanece elevado como porcentaje del PIB por el efecto contable negativo que tiene la devaluación sobre la medición del PIB en dólares. Esto ha hecho reducir la probabilidad de este riesgo. Además, los mercados internacionales permanecen muy líquidos, incluso más que lo observado hace tres meses, por cuenta de las políticas expansivas que están llevando a cabo algunos bancos centrales de países desarrollados.

Finalmente, estos riesgos de origen interno se mantienen aún con una baja probabilidad, ya sea por las tendencias más recientes de las variables o por el compromiso político del gobierno en su tarea tributaria.

7 Tablas con pronósticos

Tabla 7.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2014	2015	2016	2017
PIB (% a/a)	4,4	3,1	2,4	3,0
Consumo Privado (% a/a)	4,2	3,9	2,9	3,1
Consumo Público (% a/a)	4,7	2,8	1,1	0,8
Inversión Fija (% a/a)	9,8	2,8	3,2	6,2
Inflación (% a/a, fdp)	3,7	6,8	6,9	4,6
Inflación (% a/a, promedio)	2,9	5,0	7,9	5,4
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	2.743	3.086	2.900
Devaluación (vs. USD, prom.)	7,1%	37,0%	12,5%	-6,0%
Tasa de interés BanRep (% fdp)	4,50	5,75	8,25	6,75
Tasa de interés DTF (% fdp)	4,34	5,24	8,09	7,38
Tasa de desempleo (% fdp)	9,3	9,8	10,3	10,6
Balance Fiscal (% PIB)	-2,4	-3,0	-3,9	-3,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-5,2	-6,5	-5,9	-5,4

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	6,4	2,5	1.965	3,25
T2 14	3,9	2,8	1.881	4,00
T3 14	3,9	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	3,1	5,4	3.122	4,75
T4 15	3,4	6,8	3.149	5,75
T1 16	2,5	8,0	3.022	6,50
T2 16	2,4	8,6	2.916	7,50
T3 16	2,6	8,0	3.030	8,25
T4 16	2,3	6,9	3.100	8,25
T1 17	1,8	6,0	3.007	8,25
T2 17	2,7	5,5	2.843	8,25
T3 17	3,3	5,1	2.832	7,50
T4 17	4,0	4,6	2.800	6,75

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

Mauricio Hernández
mauricio.hernandez@bbva.com

María Claudia Llanes
maria.llanes@bbva.com

José Vicente Romero
josevicente.romero@bbva.com

Estudiante en práctica profesional:

Natalia Roa
angienatalia.roa@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