

# Situación Colombia

Tercer Trimestre de 2014

Unidad de País

- **La recuperación global se vuelve lenta** como consecuencia del menor crecimiento de EE.UU. y China en el primer trimestre de 2014. No obstante, algunos indicadores son consistentes con una recuperación paulatina, aunque existe incertidumbre de los efectos que traería la subida de tasas en EE.UU..
- **La economía colombiana crecerá 4,9% y 4,8% en 2014 y 2015.** No obstante, su dinámica trimestral tendrá forma de U con un crecimiento impulsado inicialmente por una fuerte demanda pública, la cual se desacelerará a finales de 2014; mientras que en 2015 el crecimiento se acelerará paulatinamente a medida que aumentan las exportaciones y la inversión en maquinaria, equipo e infraestructura.
- **Inflación de 2014 y 2015 al alza.** En la primera mitad de 2014 hubo mayores presiones de demanda y sorpresas en el precio de alimentos lo que elevó los registros de inflación. Para fin de 2015 subimos nuestro pronóstico de inflación a 3,4% en respuesta al Fenómeno del Niño y sus efectos sobre la inflación de alimentos.
- **Normalización de la política monetaria:** el Banco de la República llevará su tasa hasta 4,50% en agosto de 2014, tomará una pausa tras una moderación del crecimiento económico, y continuará con más alzas a partir de mayo de 2015 hasta ubicar su tasa en 5,25%.

## Índice

1. Resumen	3
2. Entorno Global	4
3. Entradas de capital favorecieron la apreciación del tipo de cambio y redujeron los rendimientos de la deuda pública interna	7
4. Crecimiento económico de Colombia se ubicará alrededor de su potencial en 2014 y 2015	9
Recuadro 1: El crecimiento potencial de la economía colombiana depende de las mejoras en infraestructura y productividad	13
5. Aumenta el déficit de cuenta corriente por caída en las exportaciones de productos básicos y mayor demanda interna	15
6. Por inflexibilidad del gasto y menor producción de petróleo, el déficit del gobierno aumenta ligeramente	14
7. Aumentamos nuestro pronóstico de inflación para 2014 y 2015	19
8. Aumento de inflación y expectativas hacen prever incrementos adicionales en la tasa de interés del Banco de la República	21
9. Un mayor déficit de cuenta corriente y retrasos adicionales en los proyectos de infraestructura son los principales riesgos de la economía	20
10. Tablas con pronósticos	24

**Fecha de cierre: 5 de agosto de 2014**

# 1 Resumen

**El crecimiento global mejorará tras el freno de la primera mitad de 2014** con aceleración en EE.UU. y el área del euro y una suave desaceleración en China. Sin embargo, el ajuste de los balances de los agentes, aún pendiente, puede suponer un freno a la recuperación a medio plazo.

**El escenario en los mercados internacionales es complejo.** El riesgo de un ajuste intenso en China es bajo y la Reserva Federal de los Estados Unidos mantiene anclada la volatilidad financiera, pero surgen por doquier riesgos geopolíticos e incertidumbre por el inicio de la normalización de las condiciones financieras.

**Desde febrero Colombia se ha beneficiado de ingresos de capitales de portafolio por USD 7.650 millones**, en parte debido a la mayor ponderación del país en los índices de J.P. Morgan. Esto incrementó la tenencia de títulos del gobierno (TES) por extranjeros hasta 10,4% del total, valorizó los TES de mediano y largo plazo, indujo una apreciación de la moneda de 4% en lo corrido del año y fomentó la acumulación de reservas internacionales hasta 12,1% del PIB (+0,6%) en el año.

**Esperamos que el tipo de cambio de COP 1.960 para finales de 2014.** El menor crecimiento y la moderación en el flujo de capitales en el 2S14 que vendría tras la estabilización de la participación de Colombia en el índice de J.P. Morgan impulsarían el tipo de cambio hacia el nivel señalado. **Para finales de 2015, la normalización de la política monetaria en EE.UU. sería el principal factor que llevaría la tasa de cambio a COP 2.000.**

**La economía creció 6,4% anual en el primer trimestre gracias al impulso de la demanda pública.** Los datos más recientes muestran una moderación en la demanda pública, la inversión residencial y el consumo privado. Por su parte, la demanda privada seguirá expandiéndose a una tasa elevada, en línea con los buenos indicadores de confianza que mantiene el país.

**Estimamos un crecimiento del PIB de 4,9% en 2014.** Serán el consumo privado (3,3 puntos porcentuales) y las obras civiles (1,4 puntos) los que más contribuirán al crecimiento. **En 2015 se consolidará la recuperación de la inversión privada no residencial y las exportaciones, sosteniendo el crecimiento en 4,8%**, a pesar del menor impulso desde el sector público. A mediano plazo será necesario llevar a cabo el plan de infraestructura, reducir aún más de la informalidad y consolidar el comercio exterior para mantener el crecimiento por encima del 5% (Ver Recuadro 1).

**En el primer trimestre de 2014, el déficit de cuenta corriente se ubicó en 4,6% del PIB, el mayor valor desde 2010.** Esto nos llevó a incrementar el déficit esperado para 2014 de 3,1% a 3,5% del PIB. A mediano plazo el déficit en cuenta corriente se mantendrá en niveles próximos a 3% del PIB y será financiado principalmente con flujos de largo plazo.

**Aumentamos nuestra previsión de déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) a 2,4% del PIB (+0,1%),** debido a la menor producción de petróleo y al menor ajuste en el gasto del Gobierno respecto a sus pronósticos de febrero. En adelante, nuestra senda de déficit presenta un pequeño deterioro frente a lo proyectado en abril debido a la menor producción interna de petróleo que se compensa con mayores precios de petróleo.

**Identificamos dos riesgos para el crecimiento: un aumento en el déficit de cuenta corriente y retrasos adicionales en la ejecución de los proyectos de infraestructura.** Sin embargo, la probabilidad de este escenario de riesgo es baja por el repunte de las exportaciones y el hecho que ya se han licitado seis (de un total de once) de las grandes obras del plan de cuarta generación de infraestructura.

**Aumentamos nuestros pronósticos de inflación a 3,5% y 3,4% para 2014 y 2015, respectivamente.** Los aumentos de 30pb y 20pb se deben a sorpresas en la inflación de los alimentos y servicios públicos en 2014, y al impacto del El Niño sobre los precios de los alimentos en los primeros meses de 2015.

**Esperamos un aumento adicional de 25pb en la tasa de intervención del Banco de la República para lo que resta del año**, hasta alcanzar 4,50% a finales de agosto. Una inflación superior a la esperada, bajas tasas de interés reales y una dinámica actividad económica son las principales razones del aumento de la tasa de intervención. **Habrà un periodo de pausa por un menor ritmo económico que durará hasta mediados de 2015, donde esperamos un primer aumento de 25pb en la tasa de interés de intervención en mayo, seguido por dos más hasta alcanzar la tasa neutral de 5,25% en julio.**

## 2 Entorno Global

### Bajas tensiones financieras, dominadas por la Fed, apoyan un escenario favorable al crecimiento

Los indicadores de coyuntura global son consistentes con un escenario favorable al crecimiento. Por un lado, las tensiones en los mercados financieros se mantienen en valores bajos de acuerdo a nuestros indicadores, tanto en mercados emergentes —el repunte reciente se debe específicamente a Rusia— como desarrollados (Gráfico 2.1). Por otro, la actividad industrial y el comercio mundial mantienen un buen dinamismo. Todo ello en un entorno global en el que los eventos de riesgo geopolítico, aun sin ser claramente disruptivos de la actividad económica, sí que surgen por doquier, aumentando la incertidumbre. Por ahora, la volatilidad financiera se encuentra en niveles históricamente bajos, ya que el factor que domina el comportamiento de los mercados financieros globales es la Fed, que gestiona cuidadosamente una salida muy pausada de los excepcionales impulsos monetarios de los últimos años.

Gráfico 2.1  
**Índice BBVA de Tensiones en los mercados financieros**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**Previsiones de crecimiento del PIB (%)**



Fuente: BBVA Research

### En China, se aleja el riesgo de brusca desaceleración y se sostendría un crecimiento por encima del 7%

China se aleja del riesgo de brusca desaceleración, que algunos se planteaban hace pocos meses, gracias a la mejora de las exportaciones y a medidas de apoyo fiscal y monetario. La mejora de la demanda externa y el freno en la apreciación del yuan han favorecido la recuperación de las ventas al exterior, a la vez que las autoridades han puesto en marcha la relajación de la política monetaria con recortes de los ratios de reservas bancarias que han favorecido el crédito. El control del sector bancario en la sombra y los planes de liberalización del sector bancario más regulado están favoreciendo que la mayor parte de la nueva financiación la esté proporcionando este último. Esa combinación de medidas de control y a la vez liberalización para favorecer la competencia de la banca tradicional (libertad de fijación de tasas de interés, facilitar la entrada de inversión privada, favorecer el crédito a empresas privadas frente a las del sector estatal) son las que deben permitir que el proceso de desapalancamiento se produzca de modo ordenado,

sin ajustes bruscos. Finalmente, también se han tomado medidas de política fiscal, sobre todo con el aumento del gasto en infraestructuras, más dirigido que en otras ocasiones.

Con todo ello, se mantienen las perspectivas de una desaceleración muy acotada, hasta el 7% en 2015 desde el 7,7% en 2013. Este movimiento lleva además aparejado un movimiento de largo plazo de aumento del peso del gasto en consumo de los hogares frente a la inversión empresarial, a la vez que la moneda china vuelve a tomar la tendencia previa de apreciación frente al dólar. En definitiva un rebalanceo económico con moderación del crecimiento de la deuda, para lo cual las autoridades cuentan con el margen de maniobra que les da el elevado nivel de reservas, el control de la balanza por cuenta corriente con un ahorro privado elevado y la relativamente baja deuda pública.

## Bache transitorio del crecimiento en EEUU. La política de comunicación de la Fed será clave para minorar la volatilidad de los mercados

La caída del PIB estadounidense en el primer trimestre de 2014 se debió principalmente a factores transitorios, pero la intensidad del ajuste obliga a rebajar las perspectivas de crecimiento de 2014 desde el 2,5% al 2% (Gráfico 2.2). El descenso del PIB de EE.UU. del 2,1% trimestral a ritmo anual es de los más intensos de la serie histórica en una etapa cíclica de crecimiento. La información coyuntural más reciente muestra que la economía norteamericana se ha recuperado del efecto intenso pero transitorio del mal tiempo y de una fuerte caída de la acumulación de stocks.

Mayor incertidumbre existe sobre las perspectivas de tensionamiento de la política monetaria de la FED y, sobre todo, del impacto global que ello tendrá en los mercados financieros. La FED dejará de ampliar su balance en octubre, iniciando entonces una etapa en la que será la llegada de nueva información sobre la fortaleza del ciclo económico y el anclaje de las perspectivas inflacionistas la que determinará el ritmo y las medidas monetarias a tomar. En nuestro escenario más probable, será en el tercer trimestre de 2015 cuando se produzca la primera subida de la tasa de los fondos federales, con un sesgo a que se pueda producir más cerca de mediados de año. En este escenario, la política de comunicación de la Fed ganará en importancia, y con ello, también es factible un aumento de la incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros globales.

## Mejoran las perspectivas de la zona del euro por el apoyo de las políticas de demanda y los avances en la Unión Bancaria

Los indicadores de coyuntura del área del euro son consistentes con una suave recuperación del PIB, acorde con la previsión de llegar al 1,1% en el conjunto del 2014, primer crecimiento anual desde 2011. La sostenida mejora de las condiciones de acceso a los mercados financieros, especialmente para las economías más estresadas de la periferia del área, es el principal factor de soporte al crecimiento del área, a lo que se une el relajamiento de los objetivos de déficit público en el corto plazo y un entorno exterior que es más positivo. Las razones últimas de este círculo virtuoso son básicamente dos. En primer lugar, la confianza generada por las decisiones tomadas por las autoridades del área para fortalecer el mercado único en el sector financiero y el apoyo de la política monetaria implementada por el BCE, yendo más allá de lo que era previsible hace pocos trimestres. En segundo lugar está el anclaje de las tensiones financieras globales en niveles mínimos. Además, las reformas emprendidas en los mercados de factores productivos de algunas economías, orientadas a favorecer una mejora de los precios relativos frente al exterior, también son un factor positivo.

Con todo, aunque mantenemos las cifras esperadas de crecimiento en el 1,1% para 2014 y 1,9% para 2015 (Gráfico 2.2), el sesgo de las mismas está sesgado al alza si se considera el potencial impacto de las medidas anunciadas por el BCE. Todo ello no elimina la existencia de un riesgo bajista que se puede

desencadenar por el empeoramiento de la crisis de Ucrania y los efectos de las sanciones económicas a Rusia, a lo que no sería ni mucho menos inmune el área del euro.

### En resumen, un crecimiento mundial que irá de menos a más a partir de la segunda mitad de 2014.

En el escenario más probable, la ralentización registrada en el crecimiento mundial en la primera parte de 2014 habrá finalizado ya. Los indicadores de confianza cíclica y de volatilidad financiera más recientes son consistentes con una mejora paulatina, que permitiría alcanzar un crecimiento mundial en 2014 del 3,3%, tres décimas más que en 2013 (Gráfico 2.2). El mantenimiento de unas favorables condiciones de financiamiento global y el apoyo de las políticas económicas de demanda favorecería que el crecimiento se acelerase adicionalmente en 2015 hasta tasas cercanas al 3,8%, con aumento de la contribución de las economías más desarrolladas, que podrían poco a poco ir planteando la salida de los excepcionales estímulos de los últimos años.

La incertidumbre de este escenario base sigue sesgada a la baja por el resurgimiento de riesgos geopolíticos y las dudas sobre el impacto global en flujos de capital y precios de activos financieros de la cercanía de la subida de tasas en EE.UU.

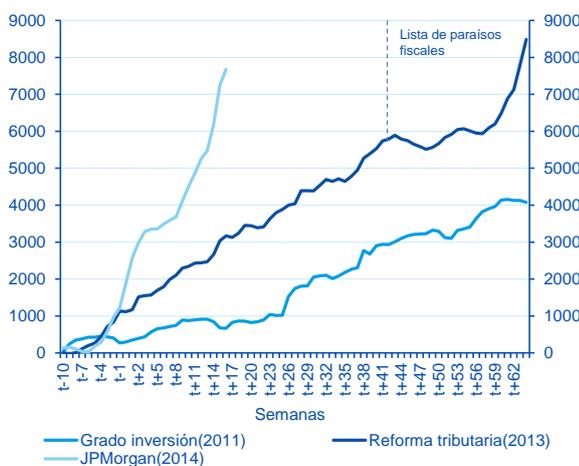
### 3 Entradas de capital favorecieron la apreciación del tipo de cambio y redujeron los rendimientos de la deuda pública interna

La entrada de capitales se acentuó desde el segundo trimestre y la tenencia de TES por parte de extranjeros alcanza records históricos

La mayor ponderación de Colombia en el índice de inversiones en deuda pública de J.P. Morgan ha propiciado una entrada de capitales al país no vista en años recientes, y un aumento en la tenencia de TES por inversionistas extranjeros. Desde el 19 de marzo, cuando se anunció el cambio progresivo del peso del país en el índice, hasta la segunda semana de julio (último dato disponible) la entrada de capitales de portafolio por no residentes en el país, según la balanza cambiaria, se ubicó en USD 5.800 millones. Sin embargo, si a esto le sumamos la entrada de capitales desde finales de febrero, que puede asociarse con una anticipación a la noticia, el flujo llegó a USD 7.650 millones (Gráfico 3.1), superando ampliamente la entrada de capitales en 2013 (USD 4.700 millones) y 2014 (USD 4.700 millones). Así las cosas, estimamos como probable el ingreso de USD 10.000 millones durante 2014.

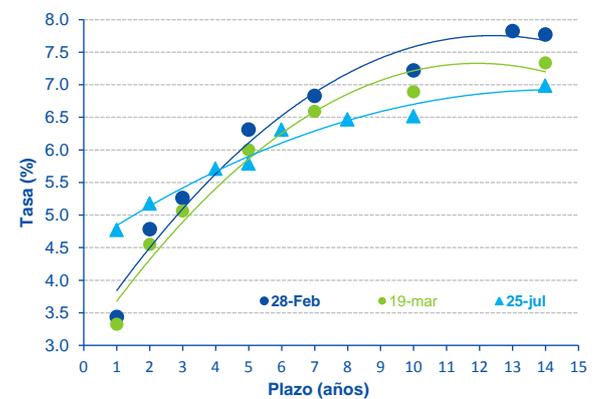
La tenencia de TES por extranjeros se ubicó al cierre de junio en 10,4% del total, cerca de cuatro puntos porcentuales por encima del nivel observado a finales de febrero (6,6%), lo cual implicó un aumento de COP 7,2 billones en la compra de TES. En contraste, la participación de los bancos en la deuda pública se redujo desde 22,8% a 19,7% en el mismo período, pues ampliaron la proporción del activo dedicada a los préstamos tras la mayor demanda por crédito de los meses recientes. Por otra parte, la tenencia de los fondos de pensiones se estancó en 27% del total, tras un aumento en inversiones en moneda extranjera que buscó una mayor diversificación de sus portafolios. Además, se están preparando para una reforma a su régimen de inversiones, en donde tendrán mayor ponderación las inversiones externas.

Gráfico 3.1  
**Entradas de capital de portafolio por no residentes en Colombia (millones de dólares)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research.  
Datos a julio 11 de 2014.

Gráfico 3.2  
**Curva de rendimientos de la deuda pública en Colombia. Fechas seleccionadas. (porcentaje)**



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

## La tasa de cambio se ha revaluado con el mayor flujo de capitales. No obstante, la menor liquidez que acompaña la normalización monetaria de Estados Unidos impulsará el tipo de cambio a niveles cercanos a COP 2.000

Como consecuencia de los mayores ingresos de capital y del positivo panorama económico, el COP fue la moneda de la región más apreciada desde marzo, acumulando una variación de -4% en el año corrido de 2014 a la primera semana de agosto, compensando la devaluación que se había presentado en los dos primeros meses del año. Además, determinaron un aplanamiento significativo de la curva de deuda pública interna, pues se dieron desvalorizaciones en el corto plazo ante las decisiones de política monetaria y valorizaciones en el mediano y largo plazo por la mayor demanda de TES (Gráfico 3.2). Esto incentivó al Gobierno a aumentar la emisión interna en las referencias con bajas tasas de interés para pre-financiar el período fiscal de 2015 (como explicaremos más adelante).

Los flujos de capitales, en un contexto de apreciación cambiaria, permitieron al banco central aumentar las compras diarias de dólares con el objetivo de acumular reservas internacionales. En efecto, desde un promedio de USD 10 millones diarios desde enero hasta mediados de abril, pasó a una compra media diaria de USD 19 millones desde entonces hasta finales de junio. A partir de ese momento, desde el primer día hábil de julio, las compras aumentaron a USD 31 millones diarios, y se pretende mantenerlas en este nivel hasta septiembre para acumular un máximo de USD 2.000 millones durante los tres meses siguientes, a menos que las condiciones del mercado cambiario cambien drásticamente. En total, el saldo de reservas internacionales aumentó en USD 2.366 millones en lo corrido del año hasta el 23 de julio (un equivalente al 0,6% del PIB) para ubicarse en USD 46.005 millones (12,1% del PIB).

Nuestra perspectiva cambiaria implica menor espacio de acumulación de reservas internacionales en el cuarto trimestre, pues seguimos creyendo que el tipo de cambio se encuentra en los niveles mínimos del año y que la tendencia en adelante debería ser al alza. La estimación al cierre del año es de 1.960 pesos por dólar, explicado por factores internos y externos, siendo éstos últimos de mayor impacto. En el frente interno, es posible que los influjos de capitales se moderen drásticamente después de septiembre, una vez terminado el ajuste en el índice J.P. Morgan. Además, el crecimiento económico del segundo semestre será inferior al de la primera mitad del año y no exigirá intervenciones adicionales de política monetaria en el cuarto trimestre (ver sección de política monetaria). En el contexto externo, tendremos la finalización de las compras mensuales de bonos por la FED, la aceleración del crecimiento de Estados Unidos y la preparación de los mercados para la primera subida de tasas en ese país. Esto último cobrará mayor importancia el próximo año y presionará el tipo de cambio hacia niveles cercanos a COP 2.000 hacia finales de 2015.

Finalmente, queremos destacar que al cierre de esta edición la agencia calificadora de riesgo Moody's Investors elevó la calificación de la deuda del gobierno de largo plazo en moneda extranjera desde Baa3 a Baa2, y la de corto plazo desde P-3 a P-2. Con este cambio, Moody's se une a la calificación dada por otras agencias calificadoras de riesgo como Fitch y Standard&Poor's las cuales ya habían clasificado a Colombia con un riesgo de BBB/Baa2, ubicando al país dos niveles por encima del grado de inversión. Este cambio no solo ratifica la confianza que tienen los mercados en el país, sino también confirma la solidez de la economía colombiana.

## 4 Crecimiento económico de Colombia se ubicará alrededor de su potencial en 2014 y 2015

---

### Una dinámica sobresaliente en el primer trimestre de 2014

El crecimiento económico se ubicó en 6,4% anual en el primer trimestre, tras una fuerte aceleración inter-trimestral de 2,3% t/t (Gráfico 4.1). La demanda pública fue fundamental para el buen resultado del PIB, con un crecimiento de 25,4% anual en la inversión en obras civiles y de 7,5% en el consumo público. Adicionalmente, se confirmó la fortaleza del consumo privado el cual registró un crecimiento de 5,1%, en línea con los mejores resultados del mercado laboral, y el gradual rebote de la inversión no residencial. Asimismo, la demanda privada se mantuvo como el componente con la mayor contribución al crecimiento (5,3 puntos porcentuales del 6,4% de crecimiento), seguida de la demanda pública (3,4 puntos) los cuales compensaron la contribución negativa de la demanda externa neta (-3,2 puntos) (Gráfico 4.2)<sup>1</sup>.

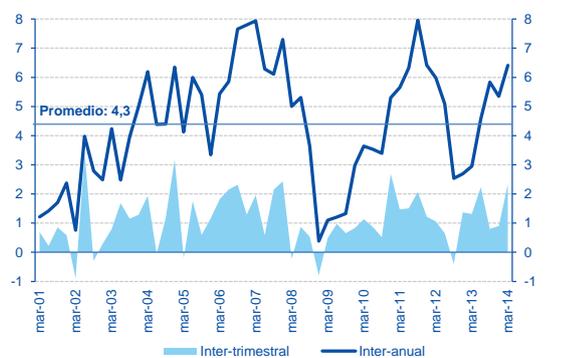
El resultado negativo de la demanda externa del primer trimestre es consecuencia del fuerte crecimiento de la demanda interna (8,7% anual), en parte explicado por el (i) repunte de la inversión y (ii) el consumo de bienes durables, dos componentes con un alto porcentaje importado. En el primer caso, su evolución positiva proviene de la minería (5,6% anual) y la industria (3,3%). Estos dos sectores tuvieron un buen comportamiento al inicio del año incentivándolos a iniciar sus planes de inversión: la minería porque valoró que el choque de oferta que afectó su actividad entre enero y abril era transitorio, y se mantuvo con expectativas positivas. Y la industria porque poco a poco alcanza de nuevo unos niveles promedio de actividad por el incremento de las ventas internas, no así las externas. En el segundo caso, el consumo de bienes durables creció impulsado por las bajas tasas de interés y por el mejor balance del mercado laboral.

Otros sectores destacados fueron la construcción (17,2% anual) y la agricultura (6,1%). Además de las obras civiles, el sector de la construcción también se benefició de un desempeño por encima del PIB de las edificaciones privadas, las cuales se concentraron en las viviendas de interés social y en obras no residenciales con demanda empresarial y comercial. La agricultura, por su parte, sigue teniendo el impulso del café (14,9% anual), pero también presentó crecimientos, aunque más moderados, en las otras actividades del sector.

---

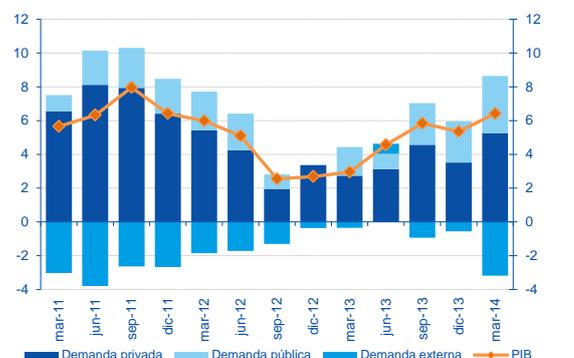
<sup>1</sup> La suma no es exacta porque no se tiene en cuenta a la acumulación de inventarios (0,6 p.p.) ni los errores de la medición por los factores encadenados (0,3 p.p.).

Gráfico 4.1  
**PIB de Colombia. Crecimiento anual y trimestral (porcentaje)**



Fuente: DANE y BBVA Research.

Gráfico 4.2  
**Composición del crecimiento económico (puntos porcentuales)<sup>1</sup>**



Fuente: Bloomberg y previsiones de BBVA Research<sup>a</sup>.

## En lo que resta del año la economía seguirá creciendo a buen ritmo, pero iniciará su moderación para converger al nivel potencial

Los datos más recientes de la actividad económica muestran una ligera moderación. Por ejemplo, el nuevo índice de seguimiento a la economía —ISE— señaló una expansión interanual de 5,1% en abril, por debajo de su nivel promedio de 5,4% en el primer trimestre (Gráfico 4.3). Esto quiere decir que la demanda privada seguirá expandiéndose a una tasa elevada, en línea con los buenos indicadores de confianza que mantiene el país (Gráfico 4.4).

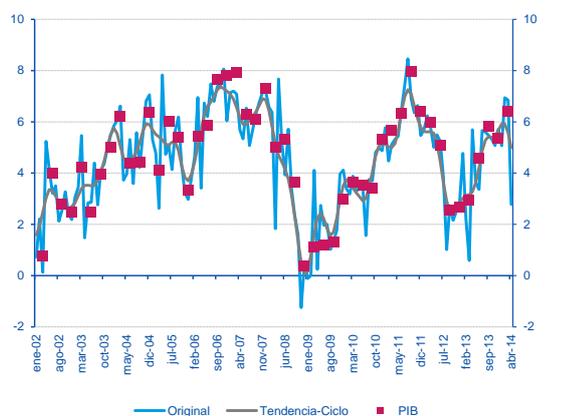
No obstante, habrá una corrección por cuenta, muy seguramente, de la inversión residencial y el consumo privado, mientras que la demanda externa continuará teniendo una contribución negativa al crecimiento. La inversión será menos dinámica por cuenta de la menor iniciación de obras nuevas (-4,2% anual en el primer trimestre en las 16 áreas de medición del censo de edificaciones), especialmente las dirigidas a apartamentos, locales de comercio, bodegas y edificios para entidades públicas. El consumo, por su parte, tendrá un menor impulso porque las mejoras en el mercado laboral serán más reducidas en los próximos meses (Gráfico 4.5) y por los efectos que traerá el proceso de normalización monetaria (aumentos en tasas de interés) sobre las decisiones de los hogares. Además, la apreciación del tipo de cambio ejerce un factor desfavorable (contable) para las exportaciones del trimestre, al tiempo que la demanda interna se mantiene en niveles positivos para el impulso de las importaciones.

Sin embargo, el principal factor de convergencia del PIB hacia su nivel potencial (4,7% para 2014) será la demanda pública. El primer semestre tuvo una elevada ejecución de obras regionales gracias a la mayor ejecución de las regalías: el valor de los contratados en ejecución pasó de COP 4,4bn en diciembre de 2013 a COP 7,1bn en abril de 2014, lo que representa un aumento del más de 60% en la ejecución de los proyectos aprobados. Además, estuvo ayudado por la buena gestión del gobierno nacional en el periodo previo a las elecciones. Una vez concluya este periodo de máximo gasto, tendremos una segunda mitad del año mucho más lenta en términos de contratación pública, a menos que los gobiernos locales aceleren notablemente su ejecución con las nuevas fuentes de ingresos por regalías o que Bogotá, ciudad con unos niveles muy bajos de ejecución en lo corrido del año, mejore su gestión de inversión.

Estimamos un crecimiento de 4,4%, en promedio, en los siguientes tres trimestres de 2014. El mejor desempeño de la inversión no residencial en el cuarto trimestre, resultado de la recuperación industrial y la aceleración minera, y de las exportaciones durante el segundo semestre, gracias a la dinámica de Estados Unidos, no lograrán compensar el menor aporte de las obras civiles, el gasto público, la inversión residencial y el consumo privado (Gráfico 4.6). De tal forma que el crecimiento convergerá saludablemente a su nivel potencial. En total, la expansión de todo el año 2014 se ubicará en 4,9%, dos décimas por encima de nuestra estimación previa de 4,7% (Gráfico 4.6). Por componentes, a pesar de la moderación en el segundo semestre, serán el consumo privado (3,3 puntos porcentuales) y las obras civiles (1,4 puntos), en su orden, los que más contribuirán al crecimiento de este año.

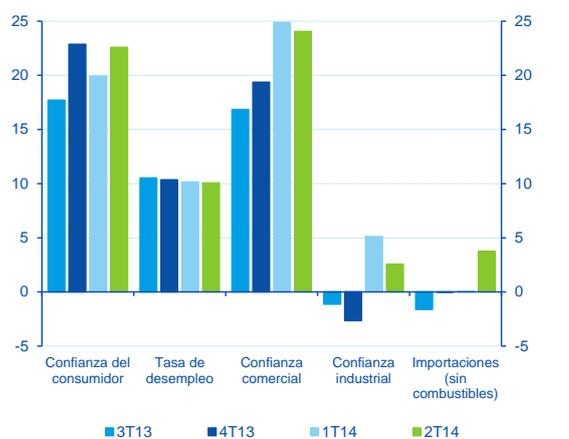
El crecimiento de la economía colombiana en 2014 se destaca en el contexto regional, no solo porque alcanzará el crecimiento más alto entre las 7 economías más grandes de la región, sino también porque su ciclo económico se encuentra en ascenso, lo que contrasta con la fuerte desaceleración económica que evidencian algunos países como Perú, Chile y México en el primer semestre de este año (ver Situación Latinoamericana del 3T14).

Gráfico 4.3  
**Indicador de Seguimiento a le Economía, ISE, y PIB de Colombia. (variación anual)**



Fuente: DANE y BBVA Research.

Gráfico 4.4  
**Indicadores de actividad económica (porcentaje y balance de respuestas)**



Fuente: DANE, Fedesarrollo y BBVA Research.

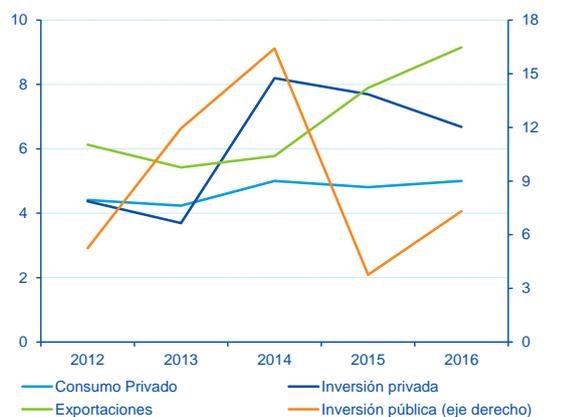
## En 2015 la economía crecerá 4,8% con una menor incidencia de la demanda pública

En 2015 se consolidará la recuperación de la inversión privada no residencial y las exportaciones, ambos componentes creciendo a tasas superiores a las de sus promedios entre 2012 y 2014, mientras que el consumo privado se mantendrá creciendo muy cerca del PIB. El incremento de la producción y las ventas de los sectores minero e industrial, acompañado de una mayor demanda externa desde los países desarrollados, será decisivo para el dinamismo de la inversión y las exportaciones. Al tiempo que el consumo privado tendrá un menor impulso de la política monetaria y por eso se tendrá una moderación en su expansión.

El sector de la construcción será menos determinante para la expansión del PIB en 2015 debido, principalmente, al menor gasto en obras civiles del gobierno nacional durante el primer semestre del año. De esta forma, el incremento promedio del PIB en el primer y el segundo trimestre de 2015 será de 4,2%. Además, las obras de infraestructura de cuarta generación que actualmente están siendo licitadas por el Gobierno no empezarán antes de la segunda mitad de 2015, momento en el cual aportarán al crecimiento y determinarán la aceleración de la expansión del PIB hasta niveles superiores al 5%. De esta forma, 2015 empezará con un crecimiento moderado que se acelerará con el inicio de las obras de infraestructura en el segundo semestre.

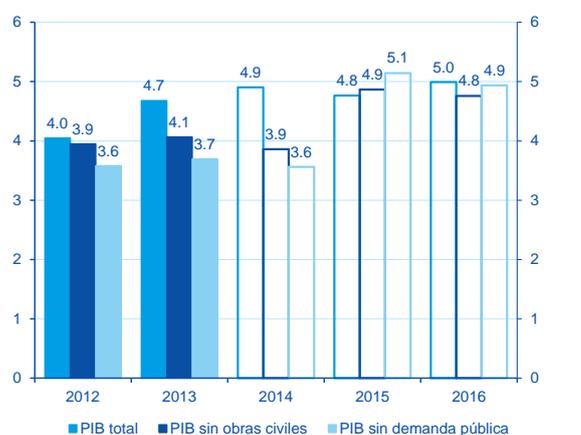
En total, en 2015 el crecimiento de 4,8% no dependerá drásticamente del gasto público, como sí pasó en 2013 e inicios de 2014 (Gráfico 4.6). Al contrario, serán la demanda privada (especialmente, la inversión) y la demanda externa las principales columnas que sostendrán la expansión.

Gráfico 4.5  
**Previsiones de crecimiento anual de los componentes del PIB (porcentaje)**



Fuente: DANE y BBVA Research.

Gráfico 4.6  
**Crecimiento anual del PIB total, sin obras civiles y sin demanda pública<sup>a</sup> (porcentaje)**



Fuente: DANE y previsiones de BBVA Research.  
<sup>a</sup>La demanda pública agrega obras civiles y consumo público.

## El crecimiento de mediano plazo estará alrededor de 5%

Existen dos condiciones necesarias para que en el mediano plazo la economía colombiana pueda mantener un crecimiento por encima del 5%: un buen comportamiento del comercio exterior y la consolidación de los planes de infraestructura. El comercio exterior debe ir más allá de los productos básicos, si bien un aumento en los volúmenes exportados de minerales e hidrocarburos también se requiere, y debe ampliarse a la exportación de productos manufacturados, algunos de ellos con mayor intensidad tecnológica y valor agregado. La infraestructura, por su parte, es imprescindible para mejorar los niveles de competitividad e impulsar el comercio exterior. Sin los desarrollos en transporte proyectados bajo la agenda interna de integración económica, es difícil un buen aprovechamiento de los tratados de libre comercio que tiene firmados el país. Además, son necesarios para el incremento de la productividad total multifactorial, la cual tiene que aportar en los próximos años por encima del promedio histórico para garantizar un PIB potencial estable y superior al 5% anual (ver Recuadro 1).

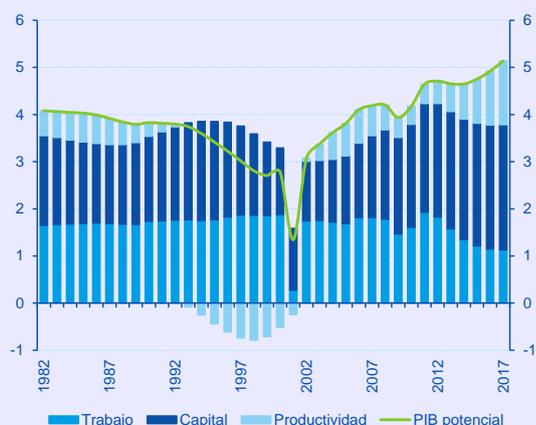
## Recuadro 1. El crecimiento potencial de la economía colombiana depende de las mejoras en infraestructura y productividad

El crecimiento potencial de una economía depende de diversos factores: la estructura de capital, el nivel de empleo, la formación del capital humano, el desarrollo científico en su cadena productiva y la innovación de procesos, gestiones y productos, entre muchos otros. Sin embargo, para simplificar el análisis podemos hablar de tres factores: capital, trabajo y productividad, siendo este último componente la suma de todos los elementos diferentes a los dos primeros, desde la calidad de la educación hasta la tecnología de producción, pasando por la provisión de infraestructura. Por lo tanto, una combinación eficiente y completa de estos tres factores, corrigiendo por la tasa de desempleo natural y la tasa de uso del capital, nos lleva directamente al valor del PIB potencial de Colombia.

Según las estimaciones más recientes que hemos hecho en BBVA Research, el crecimiento del PIB potencial del país se incrementaría desde un 4,7% actual hasta un 5,5% en 2020. Estos cálculos son ligeramente más bajos que nuestros resultados de hace un año para 2020, cuando teníamos que el PIB potencial podría incrementarse a una tasa de 5,7% en 2020, pero son idénticos para 2014.

Gráfico R.1

**PIB potencial y determinantes. Contribución a la variación anual. (porcentaje)**



Fuente: BBVA Research.

### ¿Y qué explicaría este crecimiento potencial?

La respuesta es sencilla, si no se afecta positivamente a la productividad es imposible tener los resultados aquí estimados. Esto es necesario porque el aporte del empleo seguirá reduciéndose paulatinamente, dado que el bono demográfico del país está en su última década, terminándose en 2019. Asimismo, la contribución del capital difícilmente se ubicará por encima de sus niveles actuales, puesto que la tasa de inversión ya se está estabilizando como porcentaje del PIB, después de un impresionante ascenso desde 14% del PIB en 2000 hasta 29% al final de este año (Gráfico R.1).

Existen al menos dos formas de aumentar la productividad, las cuales son plausibles según los planes del Gobierno. En primer lugar, es imprescindible llevar a cabo el plan de infraestructura de cuarta generación, el cual le dará un impulso adicional a la actividad económica, con mejoras evidentes en los procesos de producción y transporte de materias primas y bienes finales. El segundo camino es la formalización laboral y empresarial. Una fuerza laboral sin seguridad social y sujeta a varios riesgos conlleva una menor productividad y desincentiva la acumulación de capital humano. Por su parte, las firmas, sin posibilidad de acceder a créditos o a mercados grandes operan en una escala que no es óptima y se privan de acceder a fuentes de innovación que pueden aumentar su productividad.

Estos dos elementos, que están en marcha y que son recogidos en nuestros cálculos de PIB potencial, deberán llevar la productividad a un incremento no visto nunca antes. Por ejemplo, mientras que en el período de expansión más reciente, entre 2005 y 2007, la productividad contribuyó al potencial con 0,7 puntos porcentuales —p.p.— en promedio anual, entre 2015 y 2020 este factor deberá contribuir con 1,4 p.p. cada año, es decir, el doble de lo observado en una fase expansiva del ciclo. De lo contrario, el

PIB potencial crecería a niveles más similares a los actuales. En efecto, un aporte de la productividad no mayor a 0,7 puntos porcentuales dejaría el incremento del potencial entre 4,5% y 4,7% al año.

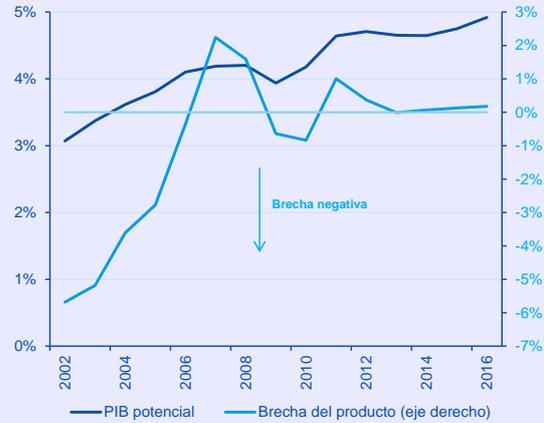
**¿Cuándo es el cierre de la brecha del producto?**

La brecha del producto fue ligeramente negativa durante 2013, es decir, el valor del PIB observado fue inferior al valor del PIB potencial. Gracias a los elevados crecimientos de finales de 2013 e inicios de 2014, nuestras estimaciones sugieren que el cierre de la brecha del producto se dio al final del primer semestre de este año, con las respectivas presiones de inflación por el lado de la demanda que esto implica. No obstante, dado que el crecimiento observado será muy parecido al del potencial en los próximos años, es decir, sólo ligeramente por encima del 5%, la brecha del producto no se ampliará notablemente en el cuadrante positivo, en donde el observado es superior al potencial. Al contrario, el nivel observado permanecerá muy cercano al potencial, dándole espacio de laxitud al Banco de la República en sus decisiones de política monetaria al final de este año (Gráfico R.2).

**Conclusiones**

El gran salto en productividad es necesario para garantizar un crecimiento superior al 5% en el mediano plazo. De no lograrse la ejecución de la infraestructura planeada ni la formalización pretendida en las reformas laborales y tributarias, es imposible superar esa barrera y Colombia continuará creciendo entre 4,5% y 4,7% hasta 2020. En el otro caso, si se logran esos avances, se garantizará un escenario propicio para consolidar los indicadores macroeconómicos que han diferenciado al país en los años recientes. Además, se seguirá mejorando la calificación crediticia del país y se reducirá el costo de financiamiento del sector público y el sector privado.

Gráfico R.2  
**PIB potencial y brecha del producto<sup>a</sup>**



Fuente: BBVA Research.

<sup>a</sup> Brecha: diferencia porcentual entre el PIB observado y el PIB potencial.

## 5 Aumenta el déficit de cuenta corriente por caída en las exportaciones de productos básicos y mayor demanda interna

### Déficit en cuenta corriente se amplía en el primer trimestre de 2014

El déficit de cuenta corriente en el 1T14 se ubicó en 4,6% del PIB, superando el promedio que traía desde 2011 (3%). Este incremento del déficit externo se explica principalmente por la balanza comercial, la cual fue negativa por primera vez desde 2010. En el primer trimestre, el comportamiento de las exportaciones decepcionó por los choques de oferta que sufrió la producción minera (voladuras de oleoductos y adecuación en la infraestructura para la carga de carbón) y por la menor demanda externa de productos manufacturados, especialmente del sector automotor. Además, las importaciones siguieron fuertes gracias a la dinámica de la demanda interna y por las necesidades de importar combustibles con estándares ambientales no ofrecidos en el país. En los períodos anteriores, el superávit comercial compensó parcialmente el déficit de la renta de factores, este último explicado por el envío de utilidades a la casa matriz de empresas extranjeras con funcionamiento en Colombia.

Por primera vez después del choque de Lehman Brothers, la inversión extranjera directa —IED— no logró cubrir el déficit de la cuenta corriente. El flujo de IED se ubicó en USD 3.408 millones (3,7% del PIB y 40,4% del total de la cuenta financiera), teniendo una caída de 6,6% anual. Por sectores económicos, las actividades de petróleo y minería recibieron el 43% de estos ingresos, seguidos por los dirigidos a industria manufacturera (20%), transporte (19%), y comercio (6%). Aun así se logró la acumulación de USD 677 millones de reservas internacionales, gracias a la emisión de títulos de deuda externa (55,2% del total de la cuenta financiera).

Hemos cambiado nuestra previsión del déficit en cuenta corriente para 2014, de 3,1% a 3,5% del PIB. Esto se debe al menor superávit comercial que se espera para 2014, debido a los choques de oferta descritos anteriormente y a una recuperación lenta de las exportaciones que se consolidará a finales de 2014. Sin embargo, creemos que los flujos de IED al final del año serán suficientes para cubrir el faltante en las cuentas externas, al contrario de lo ocurrido en el primer trimestre. Esto se debe a una reducción del déficit en cuenta corriente, más que a un repunte de la IED. La corrección en la cuenta corriente se explica por el repunte de la balanza comercial, liderado por una recuperación de las exportaciones industriales y de productos básicos que esperamos para la segunda parte del año. Ya en mayo la balanza comercial volvió a terreno positivo en USD 595 millones, anticipando un regreso de la cuenta corriente hacia niveles de déficit más cercanos al 3% del PIB. Por lo tanto, creemos que la acumulación de reservas internacionales al final del año puede ser de USD 5.400 millones.

A mediano plazo el déficit en cuenta corriente se mantendrá en niveles próximos, aunque ligeramente superiores, al 3% del PIB. Este nivel será financiado con flujos de largo plazo, pues los flujos de corto plazo serán menores en un contexto de menor expansión monetaria en Estados Unidos y la finalización del ajuste del índice de J.P. Morgan en Colombia.

## 6 Por inflexibilidad del gasto y menor producción de petróleo, el déficit del gobierno aumenta ligeramente

### Aumenta el déficit del Gobierno en 2014 pero respetando la regla fiscal

Las cifras fiscales presentadas recientemente por el Gobierno (Marco Fiscal de Mediano Plazo - MFMP2014) muestran que el gobierno no logró ajustar totalmente el gasto para compensar los menores ingresos en 2014 por cuenta de las menores cuotas de renta y mantener el déficit efectivo en 2,3% del PIB. En febrero, el Gobierno había planteado una reducción en el gasto de funcionamiento, reducción que no logró completamente según el último MFMP. Por este motivo en el MFMP2014 el gobierno anticipa un déficit de 2,4% del PIB.

Este déficit es acorde con la meta de regla fiscal la cual establece un déficit estructural de 2,3% del PIB. El Gobierno estima que para 2014 el crecimiento de la economía se ubicará en 4,7%, una décima por debajo de su estimativo del crecimiento potencial (4,8%). En esa medida, dado que el crecimiento esperado por el Gobierno se ubicaría por debajo del potencial, los ingresos fiscales efectivos en 2014 serán inferiores a los ingresos estructurales. Con una brecha del producto negativa (que el Gobierno estima para 2014) los ingresos cíclicos del GNC serían negativos, ubicando el déficit efectivo por encima del déficit estructural en 0,1% del PIB (el déficit efectivo sería de 2,4% del PIB frente un 2,3% del estructural). Cabe mencionar que, según nuestros estimativos, como se mencionó en el Recuadro 1, la brecha de producto se cerrará durante el 2014.

### Las proyecciones de BBVA muestran una senda de mayor déficit del GNC

Nuestros estimativos de déficit efectivo para 2014 eran de 2,3% del PIB, conforme con el ajuste de gasto presentado por el Gobierno en febrero. No obstante, las cifras mostradas por el MFMP2014 revelan que este ajuste no se hizo completamente. Adicionalmente, en 2014 los menores ingresos producto de la menor producción interna de petróleo se compensan sólo parcialmente por la mayor senda de precios de petróleo y el incremento del PIB de nuestro nuevo escenario. Por lo anterior nuestro estimativo de déficit pasa de 2,3% a 2,4% del PIB para 2014 (Gráfico 6.1). En adelante, nuestra senda de déficit presenta un pequeño deterioro frente a lo proyectado en abril del orden de 0,1% del PIB, debido, nuevamente, a la menor producción de petróleo. Cabe mencionar que la senda de déficit es decreciente y honra la regla fiscal.

Debemos enfatizar, tal como lo hemos hecho en anteriores ediciones de Situación Colombia, que los resultados de 2015 en adelante incorporan una reforma tributaria que elimina el desmonte del 4x1000 y del impuesto al patrimonio de la forma en que existe actualmente. Esta reforma no estaría teniendo en cuenta, sin embargo, el gasto potencial de la materialización de un acuerdo de paz, el cual según algunos expertos podría ascender anualmente al 1% del PIB por cuenta de la formalización de tierras, el establecimiento de jueces especializados en el tema rural y la creación de un fondo especial de tierras (Fedesarrollo, 2014).

Gráfico 6.1  
**Déficit fiscal del GNC (porcentaje del PIB)**



Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research.

Gráfico 6.2  
**Deuda Interna Bruta y Deuda Bruta Total del GNC (porcentaje del PIB)**



Fuente: DANE y previsiones de BBVA Research.

## En 2014 el Gobierno retirará liquidez de la economía

En términos de financiamiento, los últimos datos presentados por el Gobierno revelan un aumento de COP 2,9bn en las fuentes de financiación interna en 2014 (pasando de COP 30,3 en febrero a COP 33,2 bn en junio), correspondientes a un aumento en subastas de TES por COP 1bn (pasando de COP 18,3bn a COP 19,3bn), y a un incremento en COP 1,9bn de la deuda emitida por las entidades públicas. Al terminar 2014, los estimativos del Gobierno muestran un saldo final del GNC superior en COP 3,8bn respecto al proyectado en febrero, lo que parece indicar que el mayor financiamiento interno corresponde a un financiamiento adelantado para 2015, más que una necesidad de cubrir los compromisos del año en curso (el déficit del GNC para 2014 aumentó en \$0,6b con respecto a lo anunciado en febrero). Otro factor que contribuye al aumento en el saldo final en pesos, aunque en menor medida que la mayor emisión de deuda interna, es la reducción de las amortizaciones internas (COP 1bn). El aumento en las emisiones de TES y las menores amortizaciones tienen efectos tanto en el saldo de la deuda interna como en la liquidez de la economía.

Con estos cambios, la deuda interna neta del GNC en 2014 será ligeramente mayor a la estimada por el Gobierno en febrero y se ubicará en niveles similares a los observados al cierre de 2013 (25,4% del PIB). Esta deuda había presentado cambios menores entre 2012 y 2013 cuando su saldo creció en 0,7 p.p. del PIB. En contraste, los niveles de deuda interna bruta presentaron cambios más significativos, aumentando cerca de 2 p.p. entre 2012 y 2013 (Gráfico 6.2), debido al aumento en el saldo de TES de control monetario que pasó de COP 2bn (0,3% del PIB) a COP 10bn (1,4% del PIB), respectivamente. Debemos recordar, sin embargo, que los recursos que se obtienen de la emisión de TES de control monetario se depositan en el Banco de la República y en esa medida son un mecanismo de esterilización monetaria y no de financiación de gasto. De esta forma, el aumento de la deuda interna bruta responde más a una medida de política monetaria y su efecto presupuestal se limitaría a los intereses que se deberán pagar por estos TES (financiados indirectamente por el GNC). Según nuestros estimativos el saldo de TES de control monetario se ubicará en algo más de COP 9bn al finalizar 2014, dado que los vencimientos de estos TES durante 2014 se ubicarán en COP 7bn y a que se ha autorizado una emisión por COP 6bn para la vigencia 2014. En tal sentido, la emisión de TES de control monetario no presionará hacia una mayor deuda interna bruta durante 2014.

Las últimas cifras de financiamiento del GNC muestran para 2014 una relación entre las emisiones de TES y el servicio de la deuda de 111%, porcentaje que se ubicaba en 96% en los estimativos del Gobierno de febrero. De esta forma, si bien las cifras actuales las emisiones superan al servicio de la deuda en COP 3,3bn, en febrero éstas eran inferiores al servicio de la deuda en COP 1.3b. Las últimas proyecciones muestran, por lo tanto, un Gobierno retirando liquidez de la economía en contraposición a lo que se esperaba con las cifras de febrero.

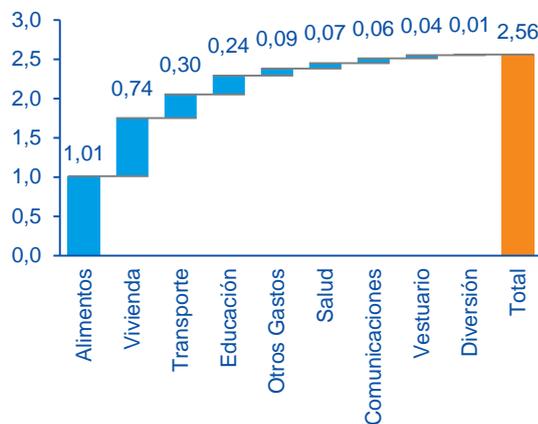
## 7 Aumentamos nuestro pronóstico de inflación para 2014 y 2015

### Sorpresas en el precio de alimentos y servicios públicos impulsaron la inflación en la primera parte del año

En los primeros cinco meses del año, todos los resultados de inflación se ubicaron por encima de los que esperaba el mercado. La sorpresa de estos meses provino del grupo alimentos y vivienda, donde algunos productos perecederos (especialmente tubérculos) y el costo de los servicios públicos (especialmente el de la energía) tuvieron crecimientos acentuados. Con esta dinámica, la inflación acumuló en el primer semestre de 2014 un crecimiento de 2,57%. El 68% de este crecimiento se explica por la dinámica del grupo de vivienda y alimentos, los cuales aportaron 1,75 puntos porcentuales a la variación total de la inflación del semestre (Gráfico 7.1).

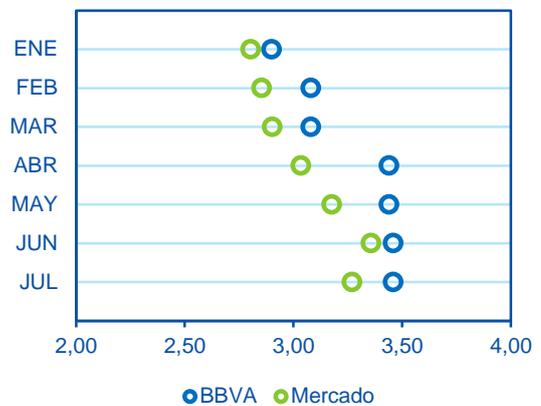
Conforme avanzó el año y con las sorpresas de los registros de inflación de los primeros meses, el mercado subió sus expectativas de inflación para fin de año (Gráfico 7.2). Actualmente estas expectativas se ubican en 3,3% de acuerdo a la encuesta de julio publicada por el Banco de la República, retrocediendo levemente frente al registro del mes anterior dado la baja variación que registró la inflación en junio (+0,09% m/m).

Gráfico 7.1  
**Inflación acumulada a Junio por contribución de grupos de gasto (puntos porcentuales)**



Fuente: DANE y BBVA Research.

Gráfico 7.2  
**Pronósticos de inflación para fin de 2014 (%)**



Fuente: Banco de la República y BBVA Research.

La inflación básica, que excluye los bienes regulados y los componentes más volátiles de la inflación, continúa creciendo aunque evidencia una ligera desaceleración en los últimos meses. Sin embargo, el crecimiento extraordinario de la economía en el primer trimestre llevó a que la brecha del producto se cerrara o incluso a que pasara a terreno positivo. Con un crecimiento cercano al potencial en los próximos trimestres y mientras las tasas crediticias terminan de absorber los aumentos que se esperan en la tasa de referencia del Banco de la República, las presiones de demanda seguirán activas presionando la inflación.

No solo las sorpresas inflacionarias de los primeros meses y el aumento de la inflación básica nos han llevado a aumentar nuestro pronóstico de inflación a 3,5% para fin de año. También esperamos alzas

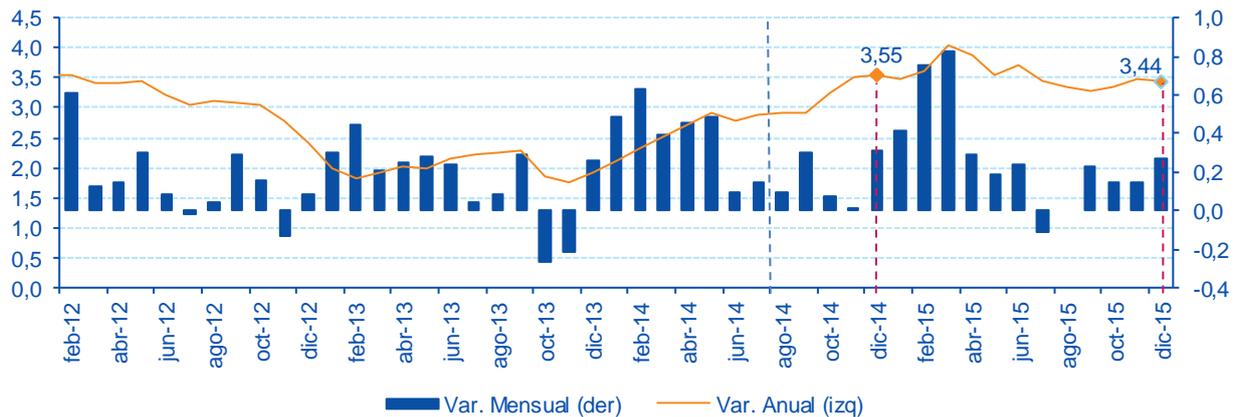
adicionales en el costo de la energía que obedece a un uso más extensivo (y más costoso) de fuentes térmicas en la generación eléctrica del país. De hecho, esta fuente generó el 35% de la demanda de energía en mayo, 18 puntos porcentuales por encima de su aporte un año atrás. Esta recomposición en las fuentes de generación busca cuidar los recursos hídricos (embalses) para afrontar un eventual Fenómeno del Niño.

Nuestro pronóstico hubiera sido mayor sino fuera por la estabilización (alrededor del 1,9% a/a) en la aceleración que traía el componente transable y por un ajuste a la baja de nuestra senda de precios de alimentos. No obstante, reconocemos que existen riesgos que podrían llevar a una inflación mayor para fin de año y que dependen de la evolución del conflicto en Irak y su impacto en el precio del petróleo, y que el impacto del Fenómeno del Niño, que los esperamos para el primer trimestre de 2015, no se adelante.

### Por Efecto Niño subimos en 20 puntos básicos nuestro pronóstico de inflación en 2015

Nuestro panorama económico no ha cambiado para 2015 en términos de crecimiento de la actividad. El único ajuste que hicimos, en respuesta al aumento en probabilidad del fenómeno climático para los próximos meses, fue cambiar la senda inflacionaria de alimentos que nos lleva a aumentar su crecimiento en el 1T15 y que termina afectando la inflación de fin de 2015. De esta forma, nuestro pronóstico de inflación para fin de 2015 se eleva de 3,2% a 3,4%.

Gráfico 7.3  
**Pronósticos de inflación para 2014 y 2015**  
(crecimiento anual y mensual, %)



Fuente: DANE y BBVA Research.

## 8 Aumento de inflación y expectativas hacen prever incrementos adicionales en la tasa de interés del Banco de la República

---

Esperamos un aumento adicional de 25pb en la tasa de intervención del Banco de la República para lo que resta del año, hasta alcanzar 4,50% a finales de agosto. Son tres las razones del esperado aumento de la tasa de intervención y por lo cual hemos aumentado en 25pb nuestra previsión de tasa del Banco de la República para 2014.

Primero, como lo mencionamos anteriormente, la inflación acumulada en lo corrido del año ha sorprendido al mercado y al Banco de la República al ubicarse en 2.56% en junio. Esto implica que en términos reales la tasa de intervención del Banco de la República se ha mantenido estable a pesar de los 100pb de aumento desde abril y continúa siendo expansiva como al inicio del cambio en la política monetaria (Gráfico 8.1).

Segundo, las tasas de interés reales de la economía se encuentran en niveles bajos y no vistos desde 2000, lo que implica que la transmisión del cambio en la política monetaria aún no se ha reflejado de forma completa sobre las demás tasas de interés de la economía y por lo tanto continúan impulsando la actividad económica.

Tercero, el desempeño de la actividad económica en lo corrido del año, especialmente en el primer trimestre, ha sido superior a los pronósticos del mercado y al nuestro. El buen desempeño hace más probable que la brecha del producto, la diferencia entre el PIB observado y lo que se considera como PIB potencial, haya alcanzado su mínimo (cerrado) hacia junio. En adelante esperamos crecimientos menos fuertes y levemente por debajo del potencial de la economía, lo que reduciría las presiones inflacionarias. Lo anterior justifica una pausa en los aumentos de la tasa de intervención a partir de agosto hasta mayo de 2015 (Gráfico 8.2). Una esperada aceleración del crecimiento en la segunda mitad de 2015 hace razonable una aproximación adicional de la tasa de intervención hacia su nivel de largo plazo y considerada como neutral el año entrante (i.e., 5,25%).

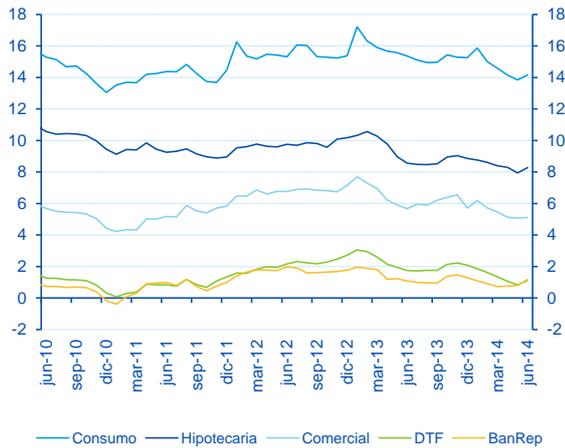
Aunque el alza en la tasa de intervención refuerza aún más la entrada de capitales, el banco central, como mencionamos anteriormente, ha acompañado estas alzas con compras de divisas en el mercado cambiario, e incluso en los últimos meses aumentó en más del 60% el promedio diario de compras con el fin de mitigar la apreciación del peso colombiano.

### Desaceleración del crecimiento en 2S14 llevará a una pausa en los aumentos de tasa de interés

A partir de agosto esperamos una pausa en los aumentos en la tasa de intervención del Banco de la República hasta mayo de 2015 debido a dos razones. Primero, una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía en la segunda parte del año tal que el crecimiento se ubique por debajo del potencial durante los últimos dos trimestres del año. Segundo, existe incertidumbre sobre el cierre de la brecha del producto en junio de 2014, y dado que las expectativas de inflación se encuentran ancladas al punto medio del rango meta del Banco de la República, le otorga a la Junta del emisor espacio para esperar el impacto de los 125pb de aumentos en la tasa en 2014 y no llevar a cabo un ajuste mayor al requerido.

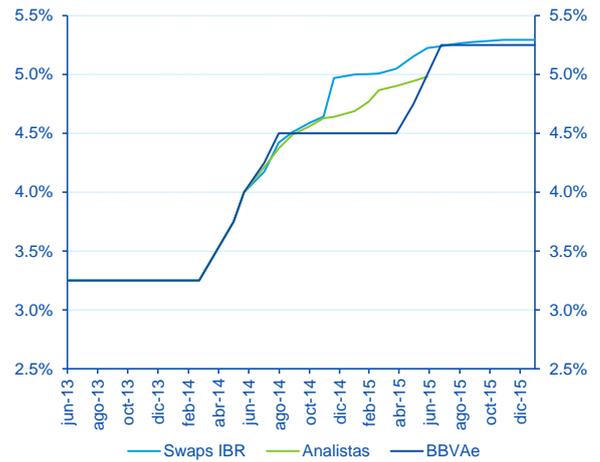
En mayo de 2015 anticipamos el fin de la pausa con tres aumentos consecutivos de 25pb cada uno hasta alcanzar una tasa de referencia de 5.25% a finales de julio. De acuerdo con nuestros modelos, esta última tasa es considerada como neutral y por lo tanto no impulsa ni contrae la actividad económica.

Gráfico 8.1  
**Tasa de interés real de colocación y captación (%)**



Fuente: BBVA Research.

Gráfico 8.2  
**Senda de intervención del Banco de la República y expectativas del mercado (%)**



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

## 9 Un mayor déficit de cuenta corriente y retrasos adicionales en los proyectos de infraestructura son los principales riesgos de la economía

---

Si el déficit en la cuenta corriente no se corrige y se mantiene por encima de 4,5% del PIB, podría necesitarse un ajuste fuerte en la demanda interna, máxime en un contexto de dudas sobre el impacto global en flujos de capital que tendría la subida de tasas en EE.UU, tal como lo vimos en la sección de entorno global. En caso de ajuste, sería necesario un aumento del ahorro privado y del público, a través del menor gasto en actividades de consumo e inversión. Los hogares terminarían abruptamente el ciclo de expansión de bienes durables que acaba de iniciar, parcialmente controlado por la política monetaria, y las empresas retrasarían nuevamente sus planes de inversión, los cuales deben acelerarse en el segundo semestre de este año.

Además, un rezago adicional en las licitaciones de infraestructura del plan de cuarta generación y/o en la ejecución regional de las inversiones en transporte podrían implicar un choque de confianza sobre el sector privado, limitarían la expansión del PIB potencial y reduciría las perspectivas de mediano plazo de la economía. Ante esto, las actividades económicas relacionadas con la construcción, y que sirven como indicadores adelantados del desempeño, reducirían drásticamente su producción anticipando una menor demanda futura, con implicaciones negativas sobre el empleo y los ingresos laborales. Este panorama podría llevar a un nuevo ciclo de baja confianza, reforzando el ajuste en la demanda interna iniciado por el déficit externo.

Sin embargo, la probabilidad de este escenario de riesgo es baja. Por una parte, las exportaciones empezaron a repuntar en mayo y se espera que la minería aporte de nuevo una buena cantidad de divisas a la economía. En segundo lugar, como resultado de un primer trimestre con choques de oferta que limitaron la producción de carbón y petróleo, las utilidades de las empresas extranjeras del sector serán menores que lo anticipado previamente. Con lo cual, el déficit de la renta de factores tendría que mantenerse moderado durante 2015 ante un envío más controlado de dividendos al exterior. En tercer lugar, el Gobierno ya ha licitado seis de las grandes obras del plan de cuarta generación de infraestructura, lo cual garantiza un aporte positivo al crecimiento de las obras concesionadas desde el segundo semestre de 2015, tal como está concebido en nuestro escenario base. En cuarto lugar, la venta del 57,6% de las acciones de ISAGEN se dará muy seguramente este año, pues ya se superaron las etapas jurídicas de las demandas en contra del proceso de venta; con estos recursos se respalda el financiamiento de una buena parte de las obras de la segunda ola de concesiones de cuarta generación.

## 10 Tablas

Tabla 10.1

## Previsiones macroeconómicas anuales

	2012	2013	2014	2015
PIB (% a/a)	4,0	4,7	4,9	4,8
Consumo Privado (% a/a)	4,4	4,2	5,0	4,8
Consumo Público (% a/a)	5,7	5,8	5,2	3,6
Inversión Fija (% a/a)	4,6	6,1	10,7	6,4
Inflación (% a/a, fdp)	2,4	1,9	3,5	3,4
Inflación (% a/a, promedio)	3,4	3,2	2,9	3,4
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1.794	1.934	1.960	2.000
Devaluación (vs. USD, fdp)	-8,8%	7,8%	1,3%	2,0%
Tipo de Cambio (vs. USD, prom.)	1.797	1.869	1.939	1.982
Devaluación (vs. USD, prom.)	-2,7%	4,0%	3,7%	2,2%
Tasa de Interés BanRep (% fdp)	4,25	3,25	4,50	5,25
Tasa de interés DTF (% fdp)	5,22	4,06	4,62	5,32
Tasa de desempleo (% fdp)	10,2	9,7	9,2	8,8
Balance Fiscal (% PIB)	-2,3	-2,4	-2,4	-2,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,2	-3,4	-3,5	-3,1

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

Tabla 10.2

## Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés (%, fdp)
T1 12	6,1	3,4	1.766,3	5,25
T2 12	5,1	3,2	1.792,6	5,25
T3 12	2,5	3,1	1.803,2	4,75
T4 12	2,7	2,4	1.793,9	4,25
T1 13	2,9	1,9	1.809,9	3,25
T2 13	4,6	2,2	1.909,5	3,25
T3 13	5,8	2,3	1.919,4	3,25
T4 13	5,3	1,9	1.934,1	3,25
T1 14	6,4	2,5	2.022,2	3,25
T2 14	4,5	2,8	1.888,1	4,00
T3 14	4,3	2,9	1.910,0	4,50
T4 14	4,5	3,5	1.960,0	4,50
T1 15	3,9	3,8	1.969,0	4,50
T2 15	4,5	3,2	1.977,0	5,00
T3 15	5,3	3,2	1.993,0	5,25
T4 15	5,3	3,4	2000,0	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 país

**Economista Jefe**

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

Fabián García  
fabianmauricio.garcia@bbva.com

Mauricio Hernández  
mauricio.hernandez@bbva.com

María Claudia Llanes  
maria.llanes@bbva.com

Santiago Muñoz  
santiago.munoz.trujillo@bbva.com

Estudiantes en práctica profesional:

Jorge Avellaneda  
jorgeluis.avellaneda@bbva.com

Laura Ramos  
lauramaria.ramos@bbva.com

Sara Gamboa  
saramilena.gamboa@bbva.com

## BBVA Research

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech Vilariño  
r.domenech@bbva.com

*España*

Miguel Cardoso Lecourtois  
miguel.cardoso@bbva.com

*Europa*

Miguel Jimenez González-Anleo  
mjimenezg@bbva.com

*Estados Unidos*

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

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

*Análisis Transversal de Economías Emergentes*

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

*Asia*

Le Xia  
le.xia@bbva.com

*México*

Carlos Serrano Herrera  
carlos.serranoh@bbva.com

*Coordinación LATAM*

Juan Manuel Ruiz Pérez  
juan.ruiz@bbva.com

*Argentina*

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

*Chile*

Jorge Selaive Carrasco  
jselaive@bbva.com

*Colombia*

Juana Téllez Corredor  
juana.tellez@bbva.com

*Perú*

Hugo Perea Flores  
hperea@bbva.com

*Venezuela*

Oswaldo López Meza  
oswaldo.lopez@bbva.com

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

*Sistemas Financieros*

Ana Rubio arubiog@bbva.com

*Inclusión Financiera*

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

*Regulación y Políticas Públicas*

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

*Política de Recuperación y Resolución*

José Carlos Pardo  
josecarlos.pardo@bbva.com

*Coordinación Regulatoria Global*

Matías Viola  
matias.viola@bbva.com

**Áreas Globales**

*Escenarios Económicos*

Julián Cubero Calvo  
juan.cubero@bbva.com

*Escenarios Financieros*

Sonsoles Castillo Delgado  
s.castillo@bbva.com

*Innovación y Procesos*

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