

Situación Colombia

Segundo trimestre de 2015
Unidad de Colombia

- El crecimiento mundial se reciente con la desaceleración de las economías emergentes
- Esperamos un crecimiento de 3,1% en el PIB para 2015 y de 3,6% para 2016. Estos ajustes a la baja obedecen a las perspectivas de menor inversión y un consumo privado menos dinámico
- Menores ingresos tributarios y de dividendos profundizan recorte en el gasto público. Los pobres resultados de Ecopetrol y un crecimiento del recaudo que se ubica por debajo de lo esperado anticipan recortes adicionales en gasto e inversión.
- La inflación se ubicará en buena parte de 2015 por encima del 4% El alto costo de los alimentos y los efectos de la devaluación sobre los importados explican esta dinámica. Esperamos que la inflación retorne al rango meta y se ubique en 3,6% y 3,2% a finales de 2015 y 2016.
- BanRep dejará inalterada su tasa de interés en 4,5% en el mediano plazo. El aumento en las expectativas de inflación, una reducción en el crecimiento potencial de la economía y bajas tasas de interés en términos reales justifican esta postura.

Índice

1 Resumen	3
2 El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes	4
3 Flujos de capital y desempeño accionario afectados por los bajos precios del petróleo	6
4 Economía Colombiana crecerá 3,1% y 3,6% en 2015 y 2016	8
Recuadro 1. Mejoras recientes en el mercado laboral servirán para amortiguar desaceleración económica	14
5 El ajuste de cuenta corriente no se dará antes de 2016	16
6 Menores ingresos tributarios y de dividendos obligan a profundizar el recorte en el gasto público	18
Recuadro 2. Ciclos políticos regionales y ejecución presupuestal	20
7 Choque de alimentos y transmisión del tipo de cambio a los precios ubicará la inflación por encima del 4% durante buena parte de 2015	21
8 Política monetaria: ¿existe capacidad de ser contracíclicos?	23
9 Riesgos de crecimiento económico están asociados a factores internos	25
10 Tabla con proyecciones	26

Fecha de cierre: 30 de abril de 2015

1 Resumen

En abril los flujos de capital revirtieron su caída de marzo, mes en el que la participación de los fondos de capital extranjero en la tenencia de la deuda pública retrocedió, incrementando las tasas de los TES y acentuando tanto la depreciación del tipo de cambio como las pérdidas del índice de la bolsa. En abril, junto con los flujos de capital, las tendencias de los mercados se revirtieron ligeramente. **Hacia delante, el incremento de las tasas de interés de la Reserva Federal será un reto importante para la economía colombiana.**

El año 2014 cerró con un crecimiento del PIB de 4,6%. **Seguimos considerando que la economía colombiana se desacelerará frente a los años previos por los menores precios del petróleo. Sin embargo, ahora creemos que la moderación será más fuerte que lo anticipado:** la confianza del consumidor se ha deteriorado muy rápido, las cuentas fiscales exigen un recorte en inversión y el estímulo monetario que teníamos en nuestro escenario anterior lo vemos menos factible.

Las cuentas fiscales del Gobierno se deterioran con respecto a nuestro escenario de enero. Los pobres resultados de Ecopetrol del 4T14, la reducción en el porcentaje de utilidades a distribuir en 2015, y el menor recaudo observado en 2014, hacen pensar en un deterioro de los ingresos del Gobierno y en la necesidad de recortar el gasto. Si bien en nuestro escenario anterior se planteaba la necesidad de una reforma de 0.5% del PIB para 2016, las actuales circunstancias podrían requerir de una reforma más ambiciosa. Un escenario intermedio y factible podría ser una reforma tributaria que incremente los ingresos y que el Gobierno al mismo tiempo reduzca su gasto. En cualquier caso, este nuevo panorama tendrá efectos negativos sobre la economía.

El crecimiento de 2015 se ubicará así en 3,1% (vs. 3,6% previo). Para 2016 hemos revisado también nuestra cifra de crecimiento desde 4,0% hasta 3,6%. A mediano plazo, hemos revisado nuestra senda del PIB potencial de la economía, acomodándonos a la nueva realidad del sector petrolero.

El déficit de cuenta corriente se ubicaría en 5,1% del PIB en 2015 y en 3,7% en 2016. La caída de la Inversión Extranjera Directa (IED) y el menor influjo de capitales de portafolio, podrían determinar una desacumulación de reservas internacionales inferior al 1% del PIB o un mayor endeudamiento externo durante 2015. En 2016, el financiamiento será suficiente para cubrir el déficit externo.

La inflación en 2015 se ubicará en buena parte del año por encima del 4%. El fuerte aumento del costo de los alimentos y la transmisión del tipo de cambio a los precios han llevado la inflación a tasas por encima del 4%. Esperamos que la inflación retorne al rango meta en 3T15, ubicándose a final de año en 3,6%. **La reciente dinámica de los precios elevó las expectativas de inflación para 2015;** no obstante estas permanecen ancladas en el mediano plazo. Para finales de 2016, esperamos que la inflación se sitúe en 3,2%

Cambiamos nuestro panorama de política monetaria: ahora creemos que las tasas permanecerán estables en 4,5%, en vez del recorte de 50 pb que teníamos en el escenario anterior. El aumento de las expectativas de inflación, las altas tasas de crecimiento de la cartera, entre otras razones, explican el cambio de nuestra perspectiva. Cualquier cambio de la postura monetaria será altamente dependiente de la información económica y no descartamos un recorte en tasas si la actividad se desacelera más de lo que esperamos.

Una mayor caída del precio del petróleo y la no consolidación de la recuperación económica en los países desarrollados son los principales riesgos externos. A nivel interno, los riesgos provienen de cuatro frentes: un empeoramiento de la confianza interna, un mayor déficit de cuenta corriente, una mala ejecución de la inversión del Gobierno y la no recuperación de la industria a pesar de la devaluación cambiaria.

2 El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes

El crecimiento mundial se moderó en el primer trimestre de 2015

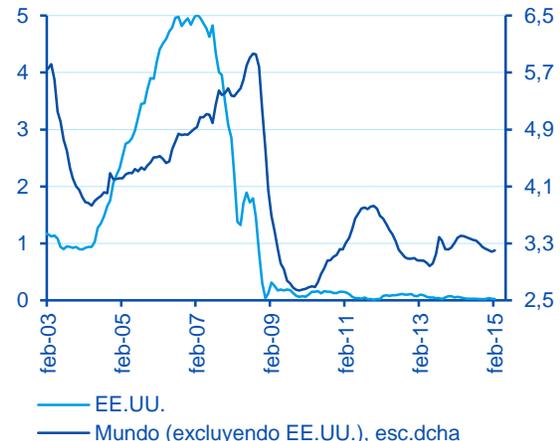
La moderación del crecimiento mundial en el primer trimestre se produjo por la desaceleración de la economía de EE.UU., el menor dinamismo de China y el deterioro de la actividad en algunos de los principales países emergentes (es el caso de Rusia y Brasil). La consolidación del crecimiento en el bloque de países desarrollados contrasta con la pérdida de pulso, prácticamente generalizada, de los emergentes, más intensa en Asia y Latinoamérica que en Europa del Este.

Gráfico 2.1
Crecimiento del PIB mundial (%): Previsiones 2015-16



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.1
Tipos de interés nominales a corto plazo (%)



Fuente: BBVA Research

Así, revisamos el crecimiento mundial para 2015 hasta el 3,5%, una décima menos de lo estimado en enero pasado y solo una décima más que la cifra de 2014 (Gráfico 2.1). En 2016, el PIB mundial registraría un crecimiento promedio del 3,9% como resultado, en parte, de las políticas monetarias expansivas en los países desarrollados, que obtendrían su mejor registro desde 2010. Las economías emergentes, en un escenario de desaceleración tendencial y gradual de China, revertirían la desaceleración actual gracias al efecto arrastre de las desarrolladas, el paulatino aumento de precios de las materias primas y un posible incremento de las tasas de interés más contenido que en anteriores episodios de normalización de la Fed.

La subida progresiva del precio de las materias primas, en línea con nuestras previsiones, y el refuerzo de políticas monetarias laxas de alcance global han sido dos de los elementos destacados del panorama económico en los últimos meses. En efecto, se ha producido un mayor activismo de los bancos centrales, tanto desarrollados como emergentes. Aunque la Fed opte por una estrategia de endurecimiento monetario gradual, las economías emergentes han decidido priorizar la reactivación de su demanda doméstica buscando recortar los tipos de interés (Gráfico 2.2), en algunos casos a costa de asumir una mayor volatilidad en la cotización de sus divisas y de menores incentivos a la entrada y mantenimiento de flujos de capital extranjero.

Con todo, y pese a que las políticas económicas continuarán siendo acomodaticias, los riesgos a la baja para el crecimiento mundial persisten. Los más relevantes residen en el alcance de la desaceleración de China y las repercusiones del inicio de la normalización de tipos de interés de la Fed. Las presiones deflacionarias asociadas al descenso del precio del petróleo, las tensiones geopolíticas y el posible fracaso del BCE a la hora de relanzar las expectativas de inflación en la eurozona son riesgos que, pese a mostrar una menor probabilidad e impacto esperado que hace meses, no pueden descartarse. Finalmente, un riesgo que sigue latente es la falta de acuerdo entre el gobierno griego y las instituciones europeas y el FMI sobre la refinanciación de su deuda.

Se ralentizó el crecimiento en EEUU en el primer trimestre...

EE.UU. ha iniciado 2015 con una ralentización significativa de su ritmo de crecimiento hasta el 0,2% trimestral anualizado frente a un incremento del 1% en promedio en los tres trimestres anteriores. La atípica severidad de las condiciones meteorológicas explica parte de esta desaceleración, a lo que se une la caída del precio del petróleo y su impacto sobre el sector energético y el efecto incipiente de la apreciación del dólar sobre las exportaciones. Con todo, la fortaleza que sigue exhibiendo el mercado laboral debería continuar dando soporte a la renta de los hogares y al consumo privado. Así, el crecimiento anual de EE.UU. podría alcanzar el 2,9% en 2015 y mantener tasas cercanas al 3% también en 2016.

La interpretación que realice la Fed de la naturaleza, transitoria o permanente, del menor crecimiento del primer trimestre definirá su función de reacción en adelante. Lo más probable es que el primer aumento de los *fed funds* se produzca en septiembre de 2015, con una subida gradual posterior para llegar no más allá de 1,5% a finales de 2016.

... y también lo hizo en China

En China, la desaceleración económica ha ganado intensidad en los últimos meses, al crecer 7% interanual en el primer trimestre de 2015, con un ajuste de la producción industrial y la inversión, pero un mejor comportamiento relativo del consumo privado. La desaceleración viene de la mano de la corrección en curso del mercado inmobiliario, la incertidumbre política previa a la celebración de la Asamblea Popular Nacional de marzo; el deterioro de competitividad por la apreciación global del renminbi y, por último, los efectos de la consolidación fiscal de las administraciones locales iniciada en 2014.

El carácter estructural de los factores mencionados soporta el pronóstico de que China crecerá a medio plazo menos y con una volatilidad mayor. El objetivo de crecimiento anual del 7% para 2015 establecido por las autoridades del país descansa en la implementación de nuevas medidas de estímulo, tanto monetario como fiscal. Ya en 2016, el crecimiento se seguiría ajustando al 6,6%.

La eurozona mostró la mayor recuperación en los últimos meses

La eurozona es, de las economías desarrolladas, la que ha mostrado un mejor comportamiento relativo en el arranque de 2015. El PIB podría haber crecido al ritmo más elevado desde mediados de 2011, con Alemania y España liderando el crecimiento del conjunto del área. La recuperación viene impulsada por las mejores condiciones de financiación y la depreciación del euro, ambas generadas por el programa de *quantitative easing* del BCE, junto con el descenso de los precios del petróleo. El carácter menos restrictivo de la política fiscal y la contención de la caída de los salarios nominales en los países periféricos también están contribuyendo a relanzar el crecimiento. De este modo, el avance anual del PIB sería 1,6% en 2015, que aumentaría a 2,2% en 2016.

3 Flujos de capital y desempeño accionario afectados por los bajos precios del petróleo

La entrada de flujos de capital se moderará en 2015

Los flujos de capitales en marzo se moderaron, tanto los de inversión extranjera directa —IED— como los de portafolio. En el primer caso, de acuerdo a la balanza cambiaria, la entrada de capitales durante marzo ascendió a USD 978 millones, un nivel inferior a los USD 1.042 millones de febrero. Así, en el primer trimestre la IED se ubicó en USD 4.474 millones, 25% por debajo de su registro un año atrás. Estimamos que durante todo el año 2015 la IED alcanzará USD 10.400 millones, con un cambio en la composición de la misma. Los recursos destinados a actividades industriales, comerciales y en menor medida de servicios ganarán participación, en detrimento de la participación de la inversión petrolera (30% de la IED en 2014).

La moderación de los flujos de portafolio ha sido errática. En marzo hubo salidas de capitales de inversionistas extranjeros (ver Gráfico 3.1), situación que no se veía desde noviembre de 2013, cuando los mercados estaban anticipando el “*tapering*” en Estados Unidos. También, cayó la tenencia de bonos públicos por fondos de capital extranjero, lo cual no sucedía desde diciembre de 2013, perdiendo 0,7pp de participación entre febrero y marzo para ubicarse en 16,1% (ver Gráfico 3.2). Esta tendencia era predecible debido a la entrada histórica de capitales de 2014, luego de que Colombia ganara participación en el índice del portafolio de renta fija de JP Morgan.

Gráfico 3.1
Ingresos de capitales de portafolio por extranjeros (USD millones)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 3.2
Participación externa en la deuda pública interna (%) y variación neta de la posición (COP billones)



Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

Como resultado de la anterior dinámica, en marzo los TES se desvalorizaron, la tasa de cambio se depreció y el índice de la bolsa tuvo variaciones negativas. En cuanto a la cotización de los bonos de deuda pública, la tasa promedio de los TES a 10 años se cotizó en marzo en 6,90%, mientras que en enero y febrero había estado en 6,77% y 6,59%, respectivamente. El dólar, por su parte, llegó a su nivel máximo en marzo, como lo habíamos

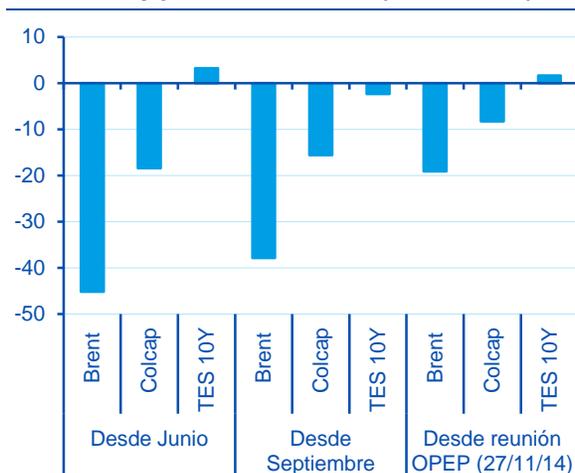
anticipado (ver sección 5). El ColCap (índice de la bolsa) en marzo se ubicó en su nivel más bajo desde noviembre de 2009 y, luego, inició una recuperación gradual.

En abril estas tendencias se han revertido ligeramente, gracias a la entrada de capitales, las monetizaciones de las grandes empresas que tenían que pagar una cuota importante del impuesto a la renta y el incremento del precio del petróleo (ver Gráfico 3.3). Con datos al 17 de abril, la entrada de capitales de portafolio se ubicó en USD 447 millones, compensando completamente la salida que se registró en marzo. Además, hacia delante, el comportamiento de la bolsa se podría favorecer de las empresas exportadoras, las cuales serán beneficiadas de la devaluación y el crecimiento económico externo. En total, para 2015 estimamos que la entrada de capitales de portafolio por extranjeros se ubicará en USD 4.300 millones, monto inferior a los USD 12.400 que entraron en 2015.

Finalmente, la liquidez de la economía colombiana aún se mantiene en niveles aceptables: los niveles de las tasas interbancarias y de la DTF se mantienen muy cercanas a la tasa de intervención del Banco de la República, reflejando la alta disponibilidad de recursos financieros tomados del público (ver Gráfico 3.4).

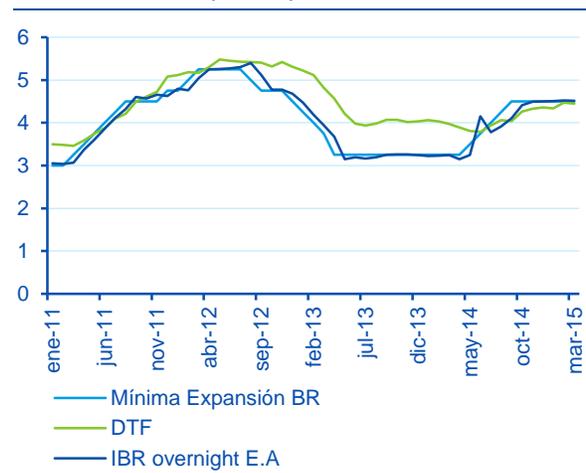
Hacia delante, el incremento de las tasas de interés de la Reserva Federal será un reto importante para la economía colombiana. En compensación, creemos que la expansión monetaria de Europa tendrá efectos positivos sobre las entradas de capital a la economía colombiana, aunque en una intensidad mucho menor que la observada cuando Estados Unidos tuvo una política similar. Es decir, la liquidez de la economía podría ser menos amplia, con impactos al alza sobre las tasas de interés internas, tanto del mercado crediticio como de las negociaciones de la deuda pública. Ante esto, el Gobierno y algunas empresas colombianas han buscado en los mercados internacionales garantizar de una vez su financiamiento del año, pues es todavía un momento propicio para encontrar alta demanda internacional y bajas tasas de interés.

Gráfico 3.3
Comportamiento reciente de algunos activos financieros y productos básicos (variación, %)



Fuente: Banco de la República, BVC y BBVA Research

Gráfico 3.4
Tasas de interés (E.A. %)



Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

4 Economía Colombiana crecerá 3,1% y 3,6% en 2015 y 2016

El cierre del año 2014 mostró signos de desaceleración económica

El año 2014 cerró con un crecimiento del PIB de 4,6%, luego de una desaceleración considerable en el último trimestre (ver Gráfico 4.1). En efecto, entre octubre y diciembre la expansión se ubicó en 3,5% anual (0,7% trimestral), limitada por el menor incremento de las obras civiles (demanda pública) y por una caída en la demanda externa (ver Gráfico 4.2). Estas últimas tuvieron una variación negativa en todo el año 2014 por primera vez desde 2009.

Mientras tanto, el consumo privado se aceleró al final del año pasado, como respuesta al mayor gasto de los hogares en bienes durables, especialmente en autos particulares (ver Gráfico 4.1). Los consumidores aprovecharon las bajas tasas de interés y la limitada transmisión de la devaluación a los precios internos para realizar las compras. A su vez, la inversión privada creció bien, impulsada por edificaciones y bienes de equipo, donde algunos agentes, evitando los mayores costos futuros de los importados, anticiparon parte de la inversión planeada para 2015.

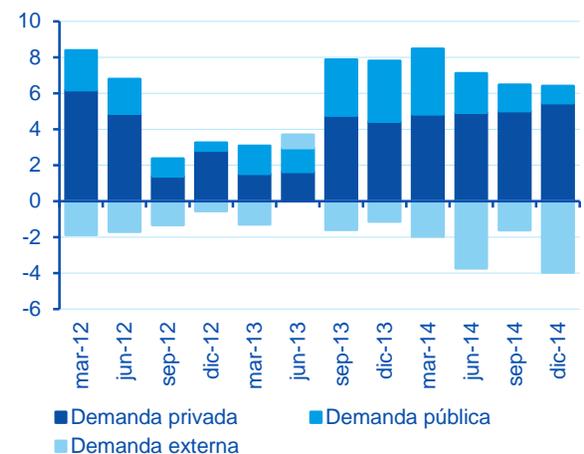
A nivel sectorial, en el cuarto trimestre, fueron edificaciones, comercio, servicios personales y comunales y sector financiero, en ese orden, los sectores con mayor expansión, registrando variaciones anuales superiores al 4%. Al contrario, la construcción de obras civiles se desaceleró notablemente por los recortes de gasto del gobierno nacional, como respuesta a la caída de los precios del petróleo y sus efectos sobre el recaudo (ver sección 6), y, posiblemente, por la moderación en la inversión de las petroleras del país. De hecho, la minería completó tres trimestres consecutivos con caídas, siendo la del final de 2014 la más profunda de los últimos diez años.

Gráfico 4.1
PIB por algunos componentes de la demanda (variación anual, %)



Fuente: DANE y proyecciones de BBVA Research

Gráfico 4.2
PIB por algunos componentes de demanda (contribución a la variación anual, pp)



Fuente: DANE y proyecciones de BBVA Research

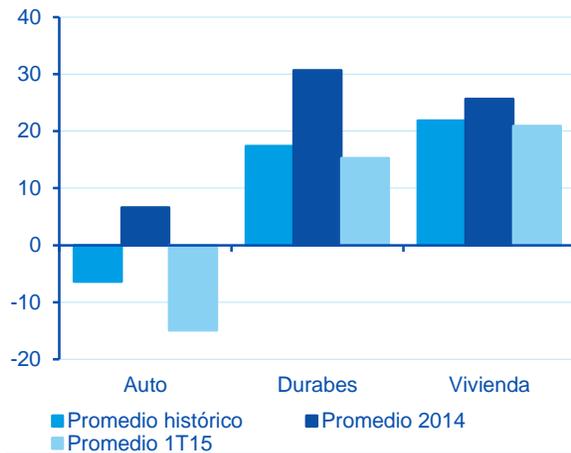
El balance de 2014 evidenció un sector industrial que mostró un bajo dinamismo, afectado por el cierre de la refinería de Cartagena (que se encuentra en modernización) y la recuperación muy lenta que vienen teniendo los demás sectores manufactureros, a pesar de la devaluación del tipo de cambio y el mejor comportamiento de Estados Unidos. En total, la industria cerró el 2014 con un crecimiento de 0,2%, con la industria de refinación, la cual participa con el 19% en la producción industrial, registrando una caída de 8,7%. Construcción fue el sector con el máximo crecimiento (9,9%), seguido por el sector de servicios sociales y gobierno (5,5%), servicios sociales y empresariales (4,9%) y comercio (4,6%). De esta forma, la economía colombiana creció 4,6% en 2014, tasa ligeramente inferior a la de 4,9% en 2013.

Una menor dinámica del consumo privado y de la inversión pública ajustan a la baja el crecimiento económico de 2015 y 2016

Al igual que hace tres meses, seguimos considerando que la economía colombiana se desacelerará frente a los años previos por los menores precios del petróleo. Sin embargo, ahora creemos que la moderación puede ser más fuerte que lo anticipado. Los datos más recientes de la confianza del consumidor muestran que hubo un deterioro adicional inesperado y que los hogares pueden estar aplazando sus decisiones de gasto. Esto se relaciona con el mayor temor a perder el empleo que sienten los hogares, no obstante la buena condición actual del mercado laboral (Ver Recuadro No. 1). Como consecuencia, la intención de compra de bienes durables y vivienda se redujo notablemente, siendo más pronunciada la caída en la disposición de compra de vehículos (ver Gráfico 4.3). Asimismo, las ventas minoristas en los primeros dos meses del año mostraron una desaceleración mayor a la que esperaban el mercado y BBVA.

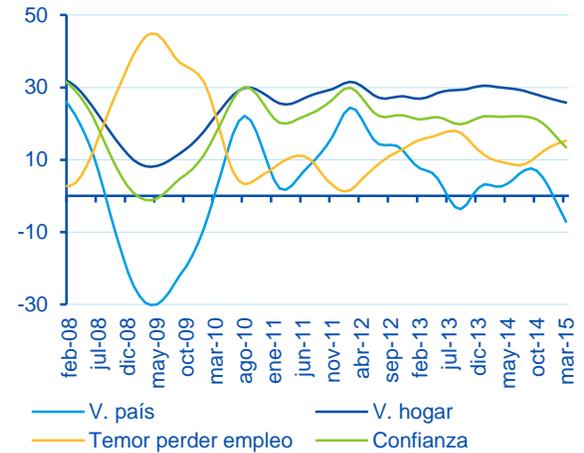
La confianza de los consumidores se ubicó en marzo en 2,3, un nivel similar al observado en 2009. Sin embargo, el aplazamiento del gasto actual no sería comparable con el de entonces. Existe una diferencia fundamental en el presente: la desconfianza se explica casi en su totalidad por el desempeño esperado de las condiciones económicas, mientras que las perspectivas de las condiciones del hogar se redujeron en menor intensidad (ver Gráfico 4.4). Probablemente la fortaleza que mantiene el mercado laboral sigue sustentando las positivas perspectivas de los hogares. En todo caso, el temor de perder el empleo en los hogares ha subido, aunque su nivel actual se encuentra muy por debajo del nivel reportado durante la crisis de 2009.

Gráfico 4.3
Disposición de compra de los hogares por tipo de bien (balance de respuestas)



Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

Gráfico 4.4
Confianza de los hogares (descomposición de valoraciones, balance de respuestas)



*V.: valoración
Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

Una razón adicional para la corrección que estamos haciendo sobre el consumo privado se relaciona con las decisiones de política monetaria. Ya no estamos anticipando una reducción de la tasa de interés del Banco de la República durante este año, aunque entendemos que la probabilidad de su ocurrencia dependerá de la reacción de la economía al menor ingreso nacional que trajo los menores precios del petróleo. Una desaceleración muy fuerte, mayor a la que anticipamos en esta edición, sin duda elevará la probabilidad de un recorte. Sin embargo, las condiciones actuales que muestran que el crédito sigue creciendo a tasas altas, que la inflación ha sorprendido al alza elevando las expectativas de inflación y que el déficit externo (cuenta corriente) es significativo, justifican una estabilidad en la tasa de intervención (ver Sección 6). Este cambio en el panorama monetario afectará negativamente la inversión y el consumo en 2016.

Según nuestros cálculos, cada vez que se aumentan las tasas de intervención en un punto porcentual —100 puntos básicos—, el consumo privado se desacelera de forma rezagada, respecto al escenario contra factual de ausencia de reducción de tasas, en 0,7 puntos porcentuales. Sobre 2015 el efecto de la estabilidad de tasas es casi imperceptible, porque además de ser apenas 50 puntos básicos, el impacto habría de empezar en noviembre. Sobre 2016, el efecto de las mayores tasas de interés sí implican una reducción del crecimiento del consumo en al menos 0,3 puntos porcentuales, que se suma al impacto negativo ya anticipado del posible incremento del IVA a partir de enero de 2016.

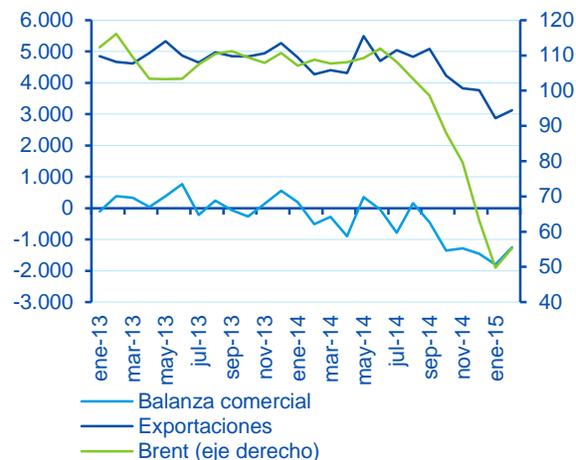
En total, sumando el efecto del menor dinamismo en el consumo que anticipa el deterioro de la confianza del consumidor con el retiro del estímulo monetario que contemplábamos en nuestro escenario anterior, creemos que el consumo privado crecerá 3,6% anual en 2015 y en 2016. Este crecimiento es inferior al 4,3% y 3,9% de expansión que teníamos en nuestra publicación anterior.

El efecto de la política monetaria también se sentirá en la inversión privada. Una parte importante del repunte de la inversión no residencial entre 2015 y 2016 (25%) se consideraba como resultado de las menores tasas de interés. Como ya este impulso se excluyó, creemos que la inversión privada no residencial crecerá a tasas de

1,3% y 4,0% anual en 2015 y 2016 respectivamente, comparadas con las tasas del 1,3% y 5,4% de nuestro escenario anterior.

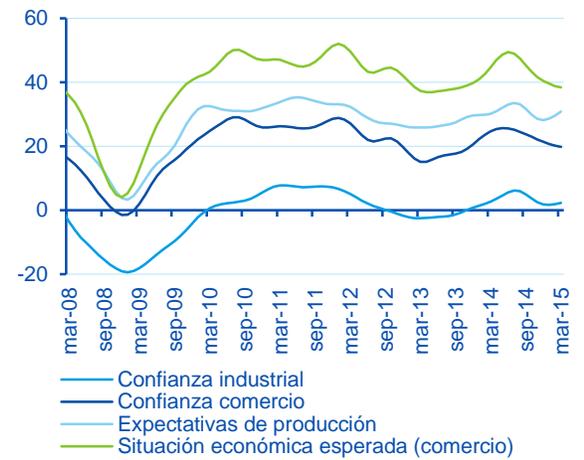
Los demás datos económicos conocidos hasta la fecha han estado en línea con nuestras perspectivas. Las exportaciones se mantienen con caídas fuertes, explicadas casi en su totalidad por los bajos precios del petróleo (ver Gráfico 4.5). Mientras que los demás rubros muestran ligeras recuperaciones en productos específicos. Por su parte, la producción industrial muestra un comportamiento negativo en el primer trimestre, en línea con nuestra previsión de una recuperación lenta. Si excluimos la refinación de petróleo, la cual en lo corrido del año a febrero muestra una caída de 19%, el sector industrial registraría un crecimiento de 1%. Asimismo, la confianza empresarial se mantiene en terreno positivo, tanto para la industria como para el comercio, éste último con una valoración satisfactoria de las ventas a futuro. Además, la industria muestra un optimismo creciente acerca de la producción dentro de tres meses (ver Gráfico 4.6).

Gráfico 4.5
Comercio exterior (USD millones) y precio del petróleo (USD)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 4.6
Confianza empresarial y expectativas (balance de respuestas – ajustada por estacionalidad)



Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

Creemos que la industria y la agricultura tendrán una buena capacidad de recuperación hacia el segundo semestre, por la devaluación del tipo de cambio y el mayor crecimiento de los países desarrollados. Recordemos que entre Estados Unidos y Europa se concentra el 42% de las exportaciones colombianas y el 43% de las exportaciones diferentes a combustibles (datos acumulados de enero y febrero de 2015). Además, la refinería de Cartagena se abriría en el tercer trimestre del año, dando un impulso definitivo al desempeño industrial a partir de entonces. La agricultura, por su parte, crecerá cerca de 4,8% en 2015 liderada por el incremento en la producción del café, especialmente durante la segunda mitad de 2015.

Por otro lado, el Gobierno anunció recortes del gasto público para 2015 (“aplazamiento” de gasto por COP 6 billones) como respuesta a los menores ingresos tributarios y de dividendos de Ecopetrol, y al crecimiento por debajo de lo estimado del recaudo tributario del 2014¹. El efecto macroeconómico de este menor gasto ya se vio en una elevada proporción a finales de 2014, con la desaceleración de la inversión en obras civiles, pero creemos que puede haber efectos adicionales durante este año, especialmente en el rubro de inversión. De

1: El gobierno esperaba 113bn y el recaudo efectivo en 2014 fue 108bn. Dado este resultado, creemos que el gobierno podría ajustar a la baja sus expectativas de ingresos tributarios en 2015 y 2016.

hecho, hemos reducido el crecimiento de las obras civiles de 2015 desde 4,4% a 3,8% anual. Para 2016, también redujimos el incremento de las obras civiles desde 5,8% a 2,9% por una corrección que hemos hecho sobre los recursos de las regalías disponibles.

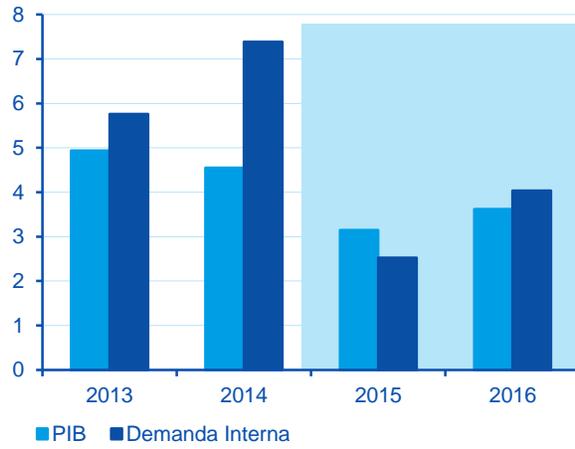
Específicamente, las regalías que se ejecutarán durante 2015 significarán un incremento de 25% con respecto a la ejecución de 2014 por COP 5bn. Estos recursos serán esenciales para el éxito de los gobiernos regionales y locales en el último año de sus períodos ejecutivos, incluso bajo las posibles restricciones de gasto que tendrán con la Ley de Garantías Electorales. Consideramos que por la experiencia que han ganado los Gobiernos en la contratación de obras bajo estas restricciones legales es posible que tengan menos efectos negativos. En total, los recursos de las regalías y la ejecución serán los factores que permitirán a las obras civiles expandirse este año, aunque a tasas bajas, al compensar el menor gasto del Gobierno Central.

Al contrario, en 2016, las regalías no serán un factor de aceleración pues estarán estables en términos nominales en COP 6,3bn. Adicionalmente, los gobiernos regionales y locales estarán en el primer año de gobierno. Al inicio, el nivel de gasto es siempre más bajo, según muestra el ciclo económico-político del país. Por lo tanto, el crecimiento de las obras civiles será sostenido solamente por el inicio de las obras de cuarta generación de infraestructura, aunque no será suficiente para lograr tasas mayores a las del crecimiento del PIB. Estas obras ya se encuentran contratadas y firmadas, mientras que el financiamiento de buena parte de ellas se ha estado garantizando.

Finalmente, ahora creemos que el crecimiento de 2015 se ubicará en 3,1% (ver Gráfico 4.7), crecimiento por debajo del 3,6% previo. La construcción no residencial (ya licenciada en locales, oficinas y bodegas) y de vivienda de interés social (por los planes del Gobierno Nacional) tendrá el mayor impulso sobre el PIB (ver Gráfico 4.8), lo cual también será cierto en 2016. En efecto, la inversión en la construcción crecerá en promedio 5,7% anual entre 2015 y 2016. A pesar de que revisamos a la baja el comportamiento del consumo, su desempeño será clave en 2015 para que el crecimiento de los sectores de servicios y comercio siga con la buena dinámica que traen hasta el momento y contribuyan de forma importante al crecimiento de 2015 (ver Gráfico 4.8). Para 2016 hemos revisado también nuestra cifra de crecimiento desde 4,0% hasta 3,6%, ajuste que obedece principalmente al recorte en nuestro pronóstico de crecimiento de inversión pública y consumo privado.

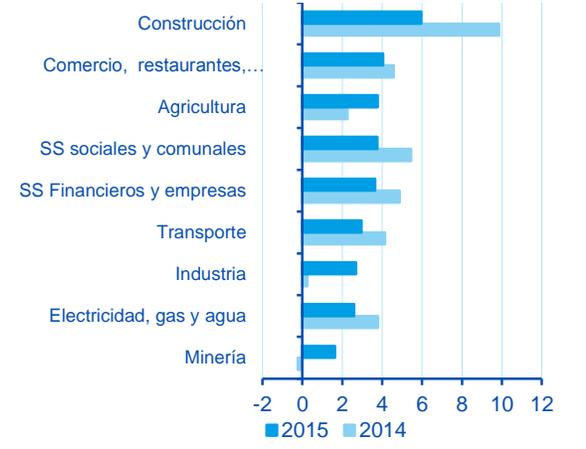
A mediano plazo, hemos revisado nuestra senda del PIB potencial de la economía, acomodándonos a la nueva realidad del sector petrolero, que implica una desaceleración en el crecimiento de la inversión, y con ello de la economía. Los resultados de este ejercicio se encuentran en el Recuadro no. 2.

Gráfico 4.7
PIB y demanda interna (variación anual, %)



Fuente: DANE y proyecciones de BBVA Research

Gráfico 4.8
PIB sectorial (variación anual, %)



Fuente: DANE y proyecciones de BBVA Research

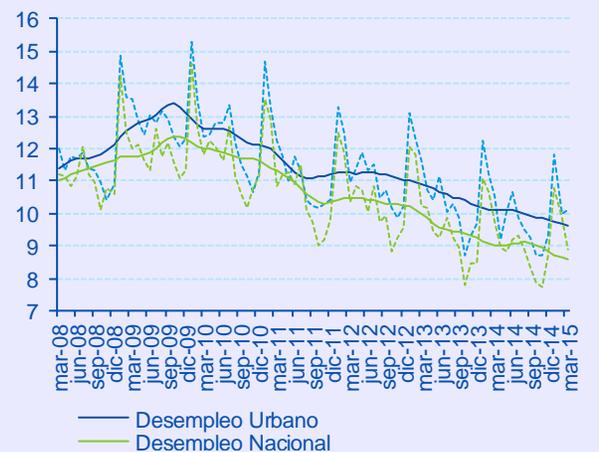
Recuadro 1. Mejoras recientes en el mercado laboral servirán para amortiguar desaceleración económica

La tasa de desempleo ha mostrado una tendencia decreciente desde 2009, pasando de tasas de dos dígitos (11.5% y 13% en promedio en 2008 y 2009) a tasas de un dígito (9.9% en 2014) (ver Gráfico R.1.1). Por su parte, la tasa natural de desempleo mostró una reducción para el período, explicada por la moderación en el crecimiento de la oferta laboral (un mayor detalle se encuentra en “La NAIRU en Colombia cae y se acerca a tasas de un dígito”). Esta moderación de la oferta laboral se explica según Arango (2014) por “el mayor ingreso de los hogares, por el buen desempeño de la demanda de trabajo en 2011 y 2012; por los mayores subsidios por familias en acción y jóvenes en acción; por el buen comportamiento de las remesas; aumento del empleo asalariado, etc”. La reforma tributaria, al reducir los costos no salariales, también pudo haber incidido en ese mismo sentido al potenciar el empleo asalariado frente al no asalariado y con esto la productividad y el ingreso.

De lo anterior se deduce que existe un componente estructural detrás de la reducción del desempleo. Dado su carácter estructural es de esperar que ante escenarios económicos menos favorables ésta reducción no se revierta completamente. En ese sentido, la mayor solidez lograda por el mercado laboral desde 2008 puede concederle más capacidad de “estabilizador” que el que podría haber tenido en años anteriores. Además, en los últimos años la composición de los ocupados ha tendido hacia un tipo de ocupación más formal, condición que se caracteriza por trabajos más estables y mejor remunerados (Ver Gráfico R.1.2). Si bien entre 2008 y 2011 la proporción de trabajadores asalariados (posición ocupacional que se relaciona positivamente con la formalidad laboral) en el total de los ocupados era de 50%, en 2014 se ubicó en 53%. Lo anterior puede relacionarse de manera importante con el ciclo económico positivo pero no se descarta, nuevamente, que tenga un componente

estructural debido a la reducción de los costos no salariales que introdujo la reforma tributaria de 2012.

Gráfico R.1.1
Tasa de desempleo nacional y urbana (%)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico R.1.2
Empleo asalariado y no asalariado (miles de personas)



Fuente: DANE y BBVA Research

Nuestro estimativo de desempleo urbano para 2015 se ubica en 9,6% (diciembre de 2015), nivel superior al observado en 2014 (9,3%) cuando veníamos creciendo al 4% (2011-2014), aunque inferior al de 2011 (10,4%) a pesar de que en dicho año veníamos creciendo a tasas del 5% en promedio (2008-2011). Por su parte, consideramos, en línea con nuestros estimativos de crecimiento por sectores, que aquellos que jalonarán el empleo en 2015 serán el comercio, la agricultura, y los servicios. El empleo en los sectores de transporte (participa con el 9% del empleo nacional total) e industria (participa con el 12% del empleo nacional

total) se comportará bien a juzgar por nuestros estimativos de crecimiento por sectores. Construcción, que es el sector que liderará el crecimiento de todos los sectores, también aportará a la generación de empleo, aunque con menor importancia dada la participación del 6% de este sector en el empleo total. Por su parte, el empleo minero seguirá rezagado en 2015, después de haber mostrado un descenso de 15,2% a nivel nacional en marzo, con respecto a hace un año, aunque su participación en la totalidad de los ocupados nacionales es de apenas 0,9%.

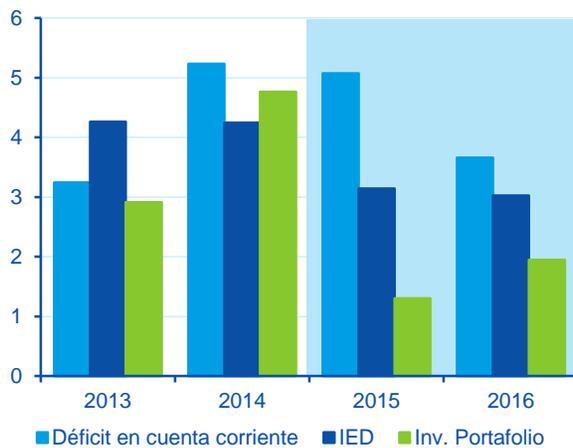
5 El ajuste de cuenta corriente no se dará antes de 2016

Déficit en cuenta corriente se ubicará en 5,1% y 3,7% en 2015 y 2016

Durante 2014, el déficit de cuenta corriente se ubicó en 5,2% del PIB (ver Gráfico 5.1). Al final del año, las importaciones no se ajustaron como se esperaba por la devaluación del tipo de cambio. Al contrario, las perspectivas de mayor devaluación hicieron aumentar las compras externas de bienes de capital y materias primas. El componente que sí presentó una corrección fue la renta de factores (ingreso primario), que es principalmente el giro de dividendos que hacen las empresas con matriz en el exterior, desde 3,7% del PIB en 2013 a 3,4% del PIB en 2014.

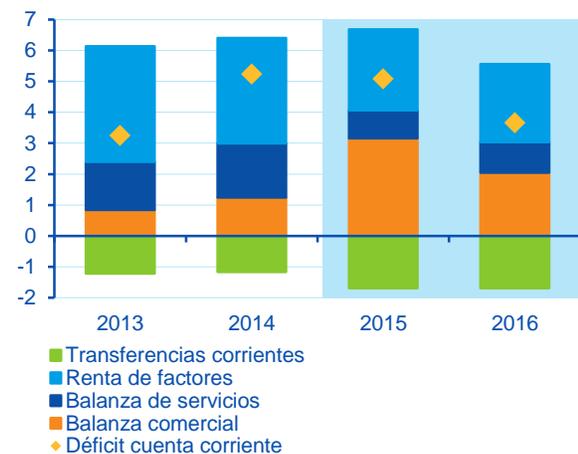
Este año, la corrección en las importaciones será más evidente y presentarán una caída de 3,5% anual. Asimismo, continuará la corrección en el giro de dividendos al exterior, principalmente por las menores utilidades en 2014 y 2015 de las empresas asociadas a petróleo, aportando al déficit con un 2,6% del PIB (en vez del 3,4% de 2014). Además, se espera que mejore el comportamiento de las exportaciones diferentes a minería y petróleo (+20% anual), aunque no alcanzará a compensar la caída en las ventas tradicionales (-18% anual). En total, las exportaciones caerán en 15% anual. Finalmente, las remesas de los colombianos que viven en el exterior pueden aumentar desde un 1,2% del PIB en 2014 a 1,7% del PIB en 2015 (ver Gráfico 5.2).

Gráfico 5.1
Cuenta corriente y financiamiento (% del PIB)



Fuente: Banco de la República y proyecciones de BBVA Research

Gráfico 5.2
Contribuciones al déficit de la cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: Banco de la República y proyecciones de BBVA Research

La corrección de la cuenta corriente se dará en 2016. Esperamos que las exportaciones totales aumenten 14,1% anual en 2016, por la recuperación de los precios del petróleo y el impulso que le da la devaluación al resto de las ventas externas. Esto determinará que la balanza comercial pase de un déficit de 3,2% del PIB en 2015 a uno de sólo 1,9 del PIB en 2016. Mientras tanto, la renta de factores aportará al déficit una cifra equivalente a la de 2015 (2,5% del PIB).

En total, el déficit de la cuenta corriente se ubicará en 5,1% del PIB en 2015 y en 3,7% en 2016 (ver Gráfico 5.1). Al tiempo, el menor flujo de capitales hacia la economía colombiana, por la caída de la Inversión Extranjera Directa (IED) y el menor influjo de capitales de portafolio, podrían determinar una desacumulación de reservas

internacionales inferior al 1% del PIB durante 2015. La desacumulación de reservas internacionales será menor en la medida en que el sector privado y público de la economía tenga mayor acceso al endeudamiento externo.

Pese a la posible desacumulación de reservas, en ningún momento la economía perderá su capacidad de respuesta a choques externos: las reservas internacionales se mantendrán inalteradas o crecientes como porcentaje del PIB (por la caída del valor de la economía en dólares) y representarán una misma o mayor cantidad de meses de importaciones (por el ajuste de éstas). En 2016, por último, el financiamiento será suficiente para cubrir el déficit en la cuenta corriente y generar, adicionalmente, acumulación de reservas internacionales hasta por 0,5% del PIB (ver Gráfico 5.1).

Una tasa de cambio más depreciada ayudará a disminuir el déficit en cuenta corriente

Los niveles del tipo de cambio durante el primer trimestre estuvieron en línea con lo anticipado, alcanzando niveles máximos durante marzo. En efecto, la tasa de cambio se ubicó en COP 2.587 en promedio en marzo, registrando una devaluación de 10,4% en lo corrido del año y una de 27,9% en los últimos 12 meses. A partir de ese momento, y en línea con la senda esperada de precios de petróleo, el tipo de cambio corregirá a la baja hasta el tercer trimestre, si bien se mantendrá en valores significativamente altos. Durante la última parte del año, tendrá una nueva tendencia alcista como consecuencia de los movimientos esperados por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos y la dinámica esperada de los flujos de capital hacia emergentes. Así, al cierre de 2015, el valor observado de la tasa de cambio estaría alrededor de COP 2.450 por dólar.

Estos movimientos del tipo de cambio determinarán una devaluación real (es decir, mayor competitividad del país) y serán muy favorables para el cierre progresivo del déficit de cuenta corriente, impulsando las exportaciones no mineras y desincentivando las importaciones, particularmente durante la segunda mitad de 2015.

Es importante resaltar que la complejidad de los choques externos y la variabilidad esperada de los flujos de inversión harían que el tipo de cambio registre un nivel de volatilidad mayor al observado en 2014. Aunque esperamos que la senda de precios de petróleo y el repunte de las exportaciones no tradicionales generen una mejora en el balance externo del país, el tipo de cambio se mantendría en niveles elevados durante el 2016, en un nivel promedio de COP 2.388 por dólar.

Finalmente, se debe señalar que ante la nueva realidad internacional de precios de combustibles, el nivel de equilibrio de la tasa de cambio nominal —que ahora estimamos en COP 2.250 por dólar— se logrará a finales de 2017, cuando el producto de la economía haya vuelto a su nivel potencial y la tasa de política monetaria sea neutral a la actividad (en 5,0% E.A.).

6 Menores ingresos tributarios y de dividendos obligan a profundizar el recorte en el gasto público

Las cuentas fiscales del Gobierno en 2015 y 2016 se deterioran con respecto a nuestro escenario anterior. Los pobres resultados de Ecopetrol del último trimestre de 2014, la reducción en el porcentaje de utilidades a distribuir en 2015, y el menor recaudo observado en 2014, hacen pensar en un deterioro mayor de los ingresos del Gobierno y en la necesidad de recortar más el gasto en estos dos años.

Si bien en nuestro escenario de enero ya habíamos contemplado unos menores ingresos por el menor recaudo en el año 2014, la última información dada por el Ministerio de Hacienda parece mostrar que el recaudo de este año fue aún menor al que anticipábamos. Es así como en el MFMP de 2014 los impuestos como proporción del PIB para 2014 se estimaban en 14,8%, las nuevas cifras muestran que el recaudo efectivo se ubicó en 14,2% del PIB. Si bien parte de esta reducción se debe a los menores ingresos petroleros y a la menor actividad, es muy probable que se trate de algo más permanente, posiblemente producto de los cambios en el sistema tributario que se han producido desde la reforma tributaria de 2012. Es de mencionar que ante estos menores ingresos el gasto pasó del 19,5% del PIB del MFMP a 18,9% del PIB en 2014.

Adicionalmente, durante el último trimestre de 2014 Ecopetrol sorprendió con una pérdida de COP0,6bn, ubicando las utilidades de la empresa en COP7,8bn para el año, frente al COP8,4bn que llevaba acumulado a septiembre. La sorpresa de las menores utilidades vino acompañada de la decisión por parte de la compañía de distribuir una menor proporción, del 70% de estas, 10 puntos porcentuales por debajo de lo que venía distribuyendo en los últimos años. Bajo estas nuevas circunstancias, en 2015 los ingresos del Gobierno por concepto de dividendos de Ecopetrol serán de COP4,9bn frente a los COP7,8bn que teníamos estimados en enero. Tan sólo por este rubro los ingresos del Gobierno se verán reducidos en cerca de COP3bn con respecto a lo estimado en enero.

La nueva información de Ecopetrol y de recaudo hacen ver las finanzas públicas de 2015 más apretadas. En los estimativos anteriores, los menores ingresos petroleros no requerían de un ajuste de gasto en 2015 ya que la reforma tributaria de 2014 y la flexibilidad de la regla fiscal al permitir un déficit observado mayor al estructural (debido al ciclo minero energético y económico) abrían un espacio suficiente para cubrirlos. Sin embargo, los menores ingresos petroleros adicionales, constituyen un escenario de reducción en los ingresos que va más allá de una disminución cíclica, impidiendo que el gobierno aumente así su déficit fiscal. Por ello es que en la situación actual el gobierno debe ajustar sus finanzas recortando sus gastos o aumentando sus ingresos.

En 2015 proyectamos así un déficit de 2,9% del PIB, acompañado con un recorte de alrededor de 0.6% del PIB. Este recorte hubiera sido mayor si no fuera porque la reducción en 0.5 puntos porcentuales de crecimiento económico abre espacio para un mayor déficit producto de los menores ingresos cíclicos.

En 2016 el escenario fiscal es más apretado debido a que los precios promedios más bajos del petróleo se ubican precisamente en 2015, momento en que se determinan los dividendos del 2016. La nueva información acerca de Ecopetrol, particularmente los resultados financieros del 4T14, permite anticipar que la compañía generará utilidades en 2015 sustancialmente menores a las de 2014. Lo anterior, aunado a un menor recaudo y a mantener un reparto de utilidades del 70% hacen pensar en la necesidad de un recorte adicional en el gasto. Si el ajuste se hace sólo vía recorte de gasto, el gasto como proporción del PIB será inferior en 2016 con respecto a 2015. De querer mantener el gasto como proporción del PIB entre 2015 y 2016, se haría necesaria

una reforma tributaria que aumente el recaudo en un orden del 1% del PIB. Para 2016 estimamos un déficit de 2,6% del PIB, y que al igual que para 2015 se explica por un menor ingreso cíclico, producto de un escenario de menor crecimiento de la economía.

En cuanto a las finanzas de los entes territoriales nuestros cálculos nos muestran unas regalías más dinámicas en 2015 que en 2014, con un aumento de la ejecución del 25% de un año a otro. Esperamos que el gasto en inversión pase de COP 5bn a COP 6,2bn entre 2014 y 2015. Esto se explica en gran medida por la existencia de recursos del bienio 2013-14 que no se ejecutaron en esa vigencia y que representan una fuente de ingresos adicional para el bienio 2015-16. Además, por ser el 2015 el último año de los gobiernos locales, la ejecución de proyectos de inversión puede ser particularmente alta. Para 2016 esperamos que este gasto se ubique en COP 6,3bn. Las regalías se mantendrán, por lo tanto estables en términos nominales entre 2015 y 2016. En el cálculo de ejecución de regalías de 2015 utilizamos un supuesto de ejecución bastante bajo para aquellos ingresos de vigencias anteriores que no se apropiaron durante su vigencia. Lo anterior debido a que la ejecución de estos recursos está sujeta a la expedición del decreto de cierre presupuestal de la vigencia 2013-2014 cuya demora está impidiendo que los Órganos Colegiados de Administración y Decisión (OCAD) aprueben proyectos con cargo a esos recursos. En cuanto al cálculo de las regalías de la vigencia 2015-16 supusimos unos recursos por COP13,9bn (COP6,9bn para cada año), menores en un 24% a los estimados inicialmente por el Gobierno, cuyo ajuste obedece a la diferencia en precios del petróleo.

Recuadro 2. Ciclos políticos regionales y ejecución presupuestal

El 25 de octubre de 2015 se realizará en Colombia elecciones regionales con el fin de definir los gobernadores y diputados para los 32 departamentos y alcaldes para 1099 municipios. En materia política, las elecciones regionales brindaran una importante oportunidad de analizar cambios en el mapa electoral del país, lo cual se torna particularmente importante bajo el contexto actual de negociaciones de paz.

No obstante, desde el punto de vista económico, las elecciones regionales pueden tener también un impacto en la ejecución de inversión pública, tal como se observó en 2007 y 2011. Aunque nuestras proyecciones fiscales son conservadores y plantean como un riesgo la posibilidad de una menor ejecución a nivel territorial, a nivel macroeconómico es el gasto y la inversión regional la que compensaría los recortes de gasto e inversión a nivel del gobierno nacional central en 2015.

De hecho, nuestras proyecciones suponen que a nivel regional se daría un incremento en la inversión, jalonado primordialmente por la ejecución de proyectos en el último año de los mandatos de alcaldes y gobernadores. Esta ejecución estará además beneficiada por la ejecución de \$6.2 billones de pesos en proyectos de regalías, lo cual representa un incremento de 25% frente al 2014.

Adicionalmente, el gobierno continuará buscando mecanismos que permitan facilitar el gasto regional en la actual coyuntura y buscando que los gobiernos locales ejecuten recursos pendientes de vigencias anteriores.

En síntesis, nuestras proyecciones mantienen una expansión del gasto y la inversión a nivel regional que, aunque compensarían la dinámica de la inversión a nivel de GNC, llevarían a que el consumo y la inversión pública solo se expandan 4% y 3.8% respectivamente.

Gráfico R.2.1
Dinámica del consumo y la inversión pública (variación anual, %)



Fuente: DANE y BBVA Research

7 Choque de alimentos y transmisión del tipo de cambio a los precios ubicará la inflación por encima del 4% durante buena parte de 2015

La inflación retornará al rango meta en el tercer trimestre de 2015

La inflación en marzo se ubicó en 4,6%, impulsada principalmente por el costo de alimentos y algunos productos transables. La oferta de tubérculos y hortalizas se vio parcialmente afectada por la caída en el área cultivada que devino de los anuncios del 2S14 de un eventual Fenómeno del Niño para principios de este año. La menor oferta agrícola llevó a que el precio de algunos productos como la papá y el frijol crecieran a tasas de más del 50% a/a en marzo. También algunos cereales como el arroz tuvieron incrementos significativos que no estuvieron directamente relacionados con el anuncio del fenómeno climático sino con un ciclo largo de precios bajos que desincentivaron su producción. Como resultado, la inflación de alimentos se aceleró desde tasas de 4,7% en diciembre de 2014 a tasas de 7,4% en marzo de este año (Ver Gráfico 6.1).

Otro factor detrás del alza de los precios es la subida en la inflación del grupo de transables. La fuerte devaluación del peso en el 2S14 impactó, como lo anticipamos, el crecimiento de algunos productos importados². El precio de los vehículos, por ejemplo, registra crecimientos anuales en marzo de 7,2%, luego de cerrar el 2014 con un crecimiento apenas del 2,2%. Otros productos como medicinas y algunos electrodomésticos también han presentado aumentos importantes en su costo. En BBVA Research estimamos que un porcentaje alto del traspaso de esta devaluación a los precios ya se dio en el primer trimestre con lo cual la dinámica reciente que trae el componente transable se moderará en el transcurso del año.

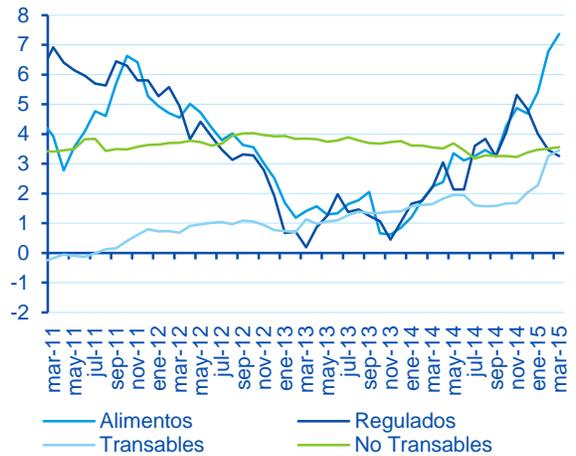
La inflación básica también muestra una aceleración. En promedio, los tres indicadores que seguimos pasaron de crecimientos anuales de 2,9% en diciembre de 2014 a crecimientos de 3,6% en marzo del presente año (Ver Gráfico 7.2). Parte de este incremento se debe al alza que presentan algunos productos transables incluidos en esta medición, y que están más vinculados a la reciente devaluación que a mayores presiones de demanda.

Con las sorpresas inflacionarias del primer trimestre las expectativas de inflación para diciembre de 2015 aumentaron. De acuerdo a la encuesta del Banco de la República, el promedio de analistas subió su pronóstico de inflación para finales de este año desde 3,3% a 3,8% entre enero y abril. Las expectativas que se derivan de los bonos del gobierno (Break Even Inflation) también presentaron aumentos. No obstante, las expectativas a mediano plazo se muestran más ancladas: para abril de 2016 los agentes esperan una inflación de 3,1% y para diciembre de 2016 estiman una tasa de 3,3%. Estos números parecen indicar que el mercado considera el reciente salto en el crecimiento de los precios como un fenómeno más temporal que permanente.

En BBVA estimamos que la inflación volverá a ubicarse dentro del rango meta en el segundo semestre. Una dinámica débil de la demanda interna para lo que resta del año, unido a la finalización del ciclo de precios altos en la agricultura y movimientos a la baja en el precio de algunos productos regulados (gas y energía), ayudarán a corregir el reciente aumento del costo de vida. No obstante, a pesar del ajuste a la baja en el crecimiento de la economía, BBVA eleva ligeramente el pronóstico de inflación para finales de 2015 de 3,5% a 3,6% por la fuerte alza en el precio de alimentos registrada en el primer trimestre.

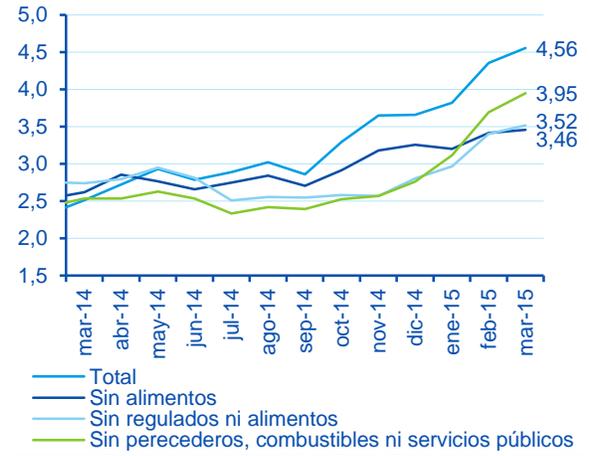
2: Este año esperamos que la devaluación suba la inflación en 70 puntos básicos y su efecto será contrarrestado con la desaceleración del crecimiento económico, especialmente a partir del 2S15. No obstante, al juzgar por la inflación que excluye alimentos, el traspaso del tipo de cambio a los precios parece ser menor al que inicialmente estimamos.

Gráfico 7.1
Inflación por grupos (% crecimiento anual)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 7.2
Inflación total e indicadores de inflación básica (% crecimiento anual)



Fuente: DANE y BBVA Research

Menor crecimiento en 2016 acercará la inflación a la meta del 3%

La inflación de fin de 2016 la ajustamos a la baja en 15 pb por el menor crecimiento económico que BBVA espera para este año. Con este ajuste la inflación debería cerrar con una variación de 3,2%. No obstante, la inflación durante el primer semestre se ubicaría por debajo del 3% como consecuencia del efecto base de inflaciones altas registradas en la primera parte de 2015. De esta forma, la inflación, en promedio, pasaría de 4% a 2,9% entre 2015 y 2016.

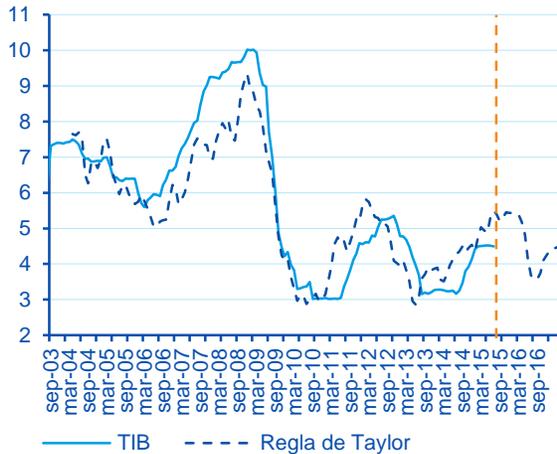
8 Política monetaria: ¿existe capacidad de ser contracíclicos?

Uno de los mayores logros de la política monetaria en los últimos 15 años ha sido la disminución sistemática de la inflación y la capacidad de reaccionar de manera contracíclica ante episodios de desaceleración y choques externos, tal como lo hizo en 2009. No obstante, la naturaleza del choque actual de términos de intercambio, pone al Banco de la República en una situación compleja. Por una parte, los menores precios del petróleo disminuyen la renta externa del país, afectando negativamente el potencial de crecimiento de la economía. Al mismo tiempo, los menores términos de intercambio generan presiones alcistas sobre la tasa de cambio, perturbando los precios de los transables y consecuentemente la inflación total al consumidor. A esta situación, hay que aunar el choque reciente experimentado en los precios de alimentos, que aunque son de naturaleza transitoria, han llevado la inflación a ubicarse por encima del techo del rango meta de inflación. Más aún, la intensidad en la cual se han visto afectados los precios de los alimentos llevaría a que esta situación se mantenga durante varios meses.

En este contexto, las decisiones de política monetaria en la actual coyuntura son particularmente complejas y existen varios argumentos tanto a favor de recortes como de posturas más restrictivas. Aunque la débil dinámica esperada del PIB haría deseable llevar a cabo una política monetaria expansiva, existen varios factores que limitan la capacidad del BanRep de actuar de manera contracíclica en el corto plazo. Dentro de las variables que limitan la posibilidad de reducir la tasa de política se encuentran el alto déficit de cuenta corriente, la buena dinámica del crecimiento de la cartera (creciendo al 15.5% anual al cierre de marzo), los altos niveles de inflación y el riesgo que ésta se traslade a las expectativas.

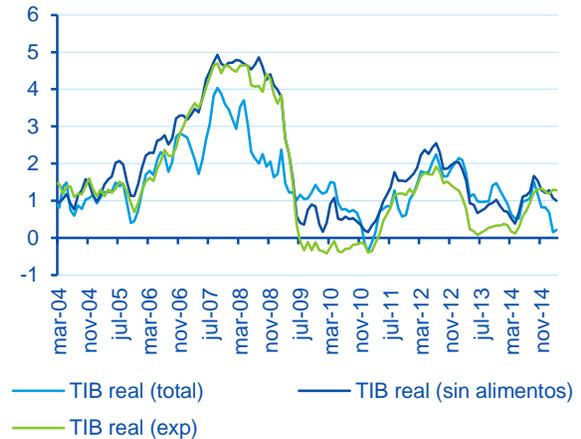
Una manera simplificada de analizar y resumir las decisiones de política monetaria, y que evidencia la anterior disyuntiva, es a través de la regla de Taylor. Bajo dicha especificación, la autoridad monetaria reacciona a la brecha del producto y a las desviaciones de la inflación (esperada) de su meta. De acuerdo a nuestras estimaciones de la regla de Taylor (Ver Gráfico 8.1), la senda esperada de inflación logra más que compensar la ampliación de la brecha del producto en 2015, limitando la capacidad del Emisor de realizar recortes en su tasa de referencia. Alternativamente, al observar las tasas de interés reales (Ver Gráfico 8.2) - empleando diferentes deflatores - se encuentra que estas se encuentran en niveles relativamente bajos, lo cual puede generar inquietudes a la autoridad monetaria sobre la necesidad de llevar las tasas de interés a niveles más expansivos.

Gráfico 8.1
Tasa interbancaria y regla de Taylor



Fuente: BanRep y BBVA Research

Gráfico 8.2
Tasas de interés reales*



Fuente: BanRep y BBVA Research. *Los datos se presentan con diferentes deflatores.

Así, en el escenario base es razonable plantear que la respuesta adecuada de política del Banco del Banco de la República será mantener su tasa de interés en 4,5%, al menos mientras se tenga más certeza sobre el ajuste de la economía a tasas más bajas de crecimiento y la inflación retorne de manera consistente a su rango de largo plazo. Es importante resaltar que en nuestro escenario, y a pesar de las posiciones relativamente *hawkish* de algunos miembros de la Junta Directiva del Emisor, existe un sesgo bajista en términos de tasas de interés, en el cual el BanRep actuaría en un modo altamente dependiente de la información que se vaya revelando durante el transcurso del año. En ese orden de ideas, es importante realizar un monitoreo detallado del comportamiento de las expectativas de inflación, la credibilidad de la meta, la dinámica observada del consumo y la inversión privada con el fin de evaluar los movimientos futuros de la tasa de intervención.

9 Riesgos de crecimiento económico están asociados a factores internos

A continuación describimos los principales riesgos que podría enfrentar la economía colombiana. La mayoría son de índole interno, y aunque su probabilidad de ocurrencia es baja, su impacto podría tener un efecto no despreciable en nuestras previsiones.

Por un lado, un empeoramiento sostenido de la confianza del consumidor exacerbaría el efecto que tienen los menores precios del petróleo sobre la inversión y el consumo privado. En marzo, la confianza sufrió una importante caída. Por lo tanto, existe alguna probabilidad, aunque baja todavía dado los datos positivos del mercado laboral (Recuadro 2), de que haya una desaceleración más fuerte de lo esperado en el consumo de los hogares, por una posible menor intención de compra ante unas condiciones de incertidumbre más extremas.

Otro factor de riesgo para 2015 está relacionado con el comportamiento de las exportaciones netas. Estamos esperando que la devaluación y el mejor crecimiento de Estados Unidos tengan un efecto positivo sobre las ventas manufactureras y agrícolas al exterior, y al mismo tiempo, que el mayor tipo de cambio y una menor inversión determine un ajuste de las importaciones. De no darse alguna de las dos premisas, o ninguna de las dos, se materializaría un sesgo negativo sobre la economía. No obstante, nuestras estimaciones muestran que el crecimiento tendría un piso por encima del 2,5% anual.

Para 2016, el riesgo de crecimiento proviene principalmente del sector público. Una ejecución muy baja de las obras de cuarta generación, las cuales estamos suponiendo que inician en 2016 plenamente, no serían suficientes para compensar el menor gasto regional por la reducción de los recursos de las regalías y la baja ejecución que caracteriza el primer año de los nuevos gobiernos regionales y locales.

Finalmente, la normalización de la política de la Reserva Federal de EE.UU imprime un grado de incertidumbre a nuestro escenario, especialmente a lo que atañe al financiamiento del déficit externo. La misma situación aplica con la gran incertidumbre que se tiene sobre la evolución de los precios del petróleo.

10 Tabla con proyecciones

Tabla 8.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2013	2014	2015	2016
PIB (% a/a)	4,9	4,6	3,1	3,6
Consumo Privado (% a/a)	3,8	4,4	3,6	3,6
Consumo Público (% a/a)	9,2	6,2	4,0	3,1
Inversión Fija (% a/a)	6,0	10,9	3,2	4,0
Inflación (% a/a, fdp)	1,9	3,7	3,6	3,2
Inflación (% a/a, promedio)	2,0	2,9	4,0	2,9
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1.927	2.392	2.450	2.310
Devaluación (vs. USD, fdp)	9,0%	24,1%	-2,4%	-5,7%
Tipo de Cambio (vs. USD, prom.)	1.869	2.001	2.440	2.388
Devaluación (vs. USD, prom.)	3,9%	7,1%	21,9%	-2,1%
Tasa de Interés BanRep (% fdp)	3,25	4,50	4,50	4,50
Tasa de interés DTF (% fdp)	4,06	4,34	4,58	4,68
Tasa de desempleo (% fdp)	9,7	9,3	9,6	9,9
Balance Fiscal (% PIB)	-2,4	-2,4	-2,9	-2,6
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,2	-5,2	-5,1	-3,7

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

Tabla 8.2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés (%, fdp)
T1 13	2,8	1,9	1.832	3,25
T2 13	4,7	2,2	1.929	3,25
T3 13	6,1	2,3	1.915	3,25
T4 13	6,1	1,9	1.927	3,25
T1 14	6,4	2,5	1.965	3,25
T2 14	4,3	2,8	1.881	4,00
T3 14	4,2	2,9	2.028	4,50
T4 14	3,5	3,7	2.392	4,50
T1 15	2,1	4,6	2.587	4,50
T2 15	2,9	4,0	2.400	4,50
T3 15	3,7	3,8	2.410	4,50
T4 15	3,9	3,6	2.450	4,50
T1 16	3,9	2,6	2.455	4,50
T2 16	3,3	2,7	2.405	4,50
T3 16	3,5	2,9	2.345	4,50
T4 16	3,8	3,2	2.310	4,50

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Colombia

Economista Jefe

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

Estudiantes en práctica profesional:

Eugenio Camacho
eugeniojose.camacho@bbva.com

Mariana Toro
mariana.toro@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

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

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Alvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@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

Oswaldo López
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
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