

# Situación Colombia

Tercer trimestre de 2015  
Unidad de Colombia

- Mantenemos el crecimiento del PIB en 2015 en 3,1% y ajustamos el crecimiento de 2016 a la baja a 3,1%. Un crecimiento más bajo de nuestros socios comerciales de la región y un consumo privado débil explican nuestro ajuste en el crecimiento de 2016.
- Una depreciación mayor a la esperada evitará que la inflación retorne al rango meta en 2015. Esperamos que la inflación se ubique en 4,1% a finales de 2015. El menor crecimiento de 2016 ayudará a que la inflación retorne a la meta, ubicándola en 3,2% en 2016.
- La regla fiscal permitirá que el gasto como porcentaje del PIB se mantenga estable, en niveles cercanos a los de 2014. Sin embargo, esto conlleva un ajuste en la inversión del gobierno central, la cual será compensada por la inversión de los gobiernos regionales y por el plan de infraestructura 4G.
- BanRep no modificará su tasa de intervención en 2015 y 2016. El elevado déficit en cuenta corriente y una tasa de inflación que se mantendrá por encima del 4% en los próximos meses justifican esta postura.

## Índice

1 Resumen	3
2 Moderación del crecimiento mundial y desaceleración acusada de las economías emergentes	4
3 Turbulencia internacional y menores precios del petróleo le pasan factura a los mercados locales	6
4 El ajuste de la economía colombiana a los menores precios del petróleo durará al menos dos años: 2015 y 2016	8
5 Un ajuste más gradual del déficit de la cuenta corriente	13
6 La regla fiscal atenúa la desaceleración económica	15
7 La inflación se mantendrá por encima del 4% en 2015 y volverá al rango meta en 2016	18
8 Política monetaria: estabilidad en tasas	21
9 Tasa de cambio: mayor depreciación y altos niveles de volatilidad	22
Recuadro 1. Determinantes de la volatilidad de la tasa de cambio	24
10 Riesgos	26
11 Tabla con proyecciones (Para actualizar desempleo)	27

**Fecha de cierre: 03 de agosto de 2015**

# 1 Resumen

---

La expectativa sobre las decisiones de la FED, los menores precios del petróleo, los problemas bursátiles en China, la incertidumbre provocada por la crisis griega, y el ajuste a la baja en el crecimiento mundial generaron **volatilidad en los mercados locales, golpeando el precio de los activos internos.**

**Seguimos esperando un crecimiento de 3,1% en el PIB de 2015**, pero hemos modificado las fuentes internas de esa expansión: la mayor debilidad que vemos en el consumo privado será compensada por una mayor inversión pública.

**Recortamos nuestro pronóstico de crecimiento para 2016 a 3,1%, inferior al 3,6% del escenario anterior.** El perfil de expansión de 2016 se sigue favoreciendo del incremento de la demanda pública. Al contrario, se profundiza la menor contribución de la demanda privada, por los menores precios del petróleo y por el menor crecimiento de los socios comerciales de la región, importantes para las exportaciones no tradicionales.

La ejecución del plan de infraestructura de cuarta generación y los avances en materia laboral darán a la economía un soporte para regresar a una senda de expansión con tasas superiores desde 2017. **Esperamos que el crecimiento promedio entre 2017 y 2020 se ubique en 4,6% anual.**

**Esperamos que el déficit de la cuenta corriente se ubique en 5,6% del PIB en 2015 y en 4,7% del PIB en 2016.** El menor déficit en 2016 será una consecuencia del menor déficit en la balanza comercial, del ajuste en el déficit de la renta de factores y de las mayores remesas.

**En 2015 y 2016 la regla fiscal atenúa la desaceleración económica contribuyendo a mantener el gasto público del GNC como porcentaje del PIB en los niveles de 2014.** Esto requiere un ajuste negativo en la inversión del GNC. Esta menor dinámica será compensada por el ritmo de ejecución en obras civiles de los gobiernos regionales en 2015, y por el arranque de las obras de infraestructura del programa 4G en 2016.

**Una devaluación mayor a la esperada evitará que la inflación retorne al rango meta en 2015.** Esperamos que la inflación se ubique en 4,1% a finales de este año. En 2016, una actividad económica más débil junto con un efecto base alto que dejará el crecimiento de los precios en 2015, ayudarán a bajar a la inflación. **Para finales de 2016 esperamos una inflación de 3,2%.**

La dinámica esperada de la inflación y el déficit de cuenta corriente restringen la capacidad de reducir la tasa de interés de política monetaria. Sin embargo, una transmisión de la depreciación del tipo de cambio a los precios mayor a la esperada, podría generar el riesgo de una posición monetaria más restrictiva. **No obstante, nuestro escenario central contempla una tasa de intervención inalterada en lo que resta de 2015 y en 2016.**

**Esperamos que la tasa de cambio se mantenga en niveles altos y con una elevada volatilidad durante la segunda parte del año, particularmente en el tercer trimestre.** Los movimientos esperados por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, los precios del petróleo, la coyuntura internacional y la debilidad en las cifras externas del país sustentarán estos niveles.

**Los riesgos de la economía pueden ser externos e internos.** En el primer grupo están: una reducción adicional de los precios del petróleo, una normalización monetaria desordenada por parte de la FED y un mal desencadenamiento de los problemas recientes en Grecia y China. En el segundo grupo, el más importante tiene que ver con deterioros adicionales en confianza del consumidor, pero también habrá que estar pendiente de la ejecución de las obras de inversión pública.

## 2 Moderación del crecimiento mundial y desaceleración acusada de las economías emergentes

El crecimiento mundial se revisa a la baja en 2015, al 3,4%. Éste se recuperaría en 2016 hasta el 3,8%

Luego del bache del primer trimestre, el PIB mundial parece mostrar un mayor dinamismo en el segundo trimestre al hilo de la recuperación de EE.UU., la fortaleza del área euro y el mantenimiento del crecimiento chino en el 7% anual. Con todo, el PIB mundial habría crecido por debajo del 3% anual en el primer semestre del año, justificando la revisión a la baja de nuestro pronóstico de crecimiento para el conjunto de 2015 (3,4%, una décima menos que el contemplado en abril). En 2016, la economía mundial podría acelerar su ritmo de avance hasta alcanzar un crecimiento del 3,8% (Gráfico 2.1).

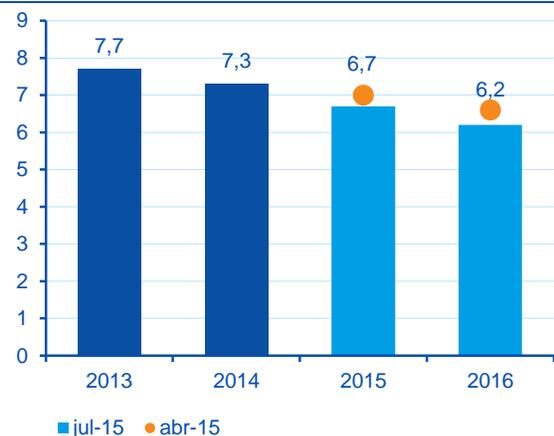
El bloque de economías desarrolladas continúa compartiendo expectativas de crecimiento favorables, contribuyendo a limitar el impacto que la desaceleración de las emergentes de mayor relevancia está teniendo en la actividad y el comercio mundiales. De hecho, mientras que el primer grupo podría crecer en 2015 a su ritmo más elevado desde 2010, superando ligeramente el 2% anual, el segundo volvería a moderar su crecimiento por quinto año consecutivo.

Gráfico 2.1  
PIB mundial: crecimiento anual (%). Previsiones 2015-16



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 2.2  
China, crecimiento del PIB, % a/a



Fuente: BBVA Research

Además de la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico, el contexto global se ha caracterizado en el último trimestre por la materialización de algunos de los eventos de riesgo señalados hace tres meses y cuya agudización podría frenar la recuperación mundial. El primero de ellos reside en el episodio de inestabilidad financiera en China ocasionado por la fuerte corrección de su bolsa de valores, en un escenario de moderación tendencial del crecimiento, muy intensivo en el recurso al endeudamiento, y un proceso de liberalización financiera en marcha. El segundo, e igualmente relevante, es la crisis griega y las dificultades

existentes para alcanzar un acuerdo que asegure, en el corto plazo, el cumplimiento de los compromisos financieros del país y, a más largo plazo, la sostenibilidad de su deuda mediante reformas que aumenten la capacidad de crecimiento económico. La combinación de ambos eventos de riesgo, a la vez que se acerca la primera subida de tipos de interés de la Fed (que seguimos situando en septiembre), ha elevado las tensiones financieras a escala global, en particular, en forma de mayor volatilidad en los mercados bursátiles y de divisas, y con una intensidad superior en el área del euro y Asia.

## El bache de crecimiento en el primer semestre justifica una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento en EEUU en 2015...

En EE.UU., el PIB se contrajo en el primer trimestre y mostró un avance modesto en el segundo a tenor de la lectura de los indicadores disponibles de actividad y confianza. Esto justifica la revisión a la baja de la previsión de crecimiento para el conjunto de 2015, pudiendo situarse en el 2,5%, cuatro décimas inferior a la contemplada en abril. La incertidumbre sobre el comportamiento del ciclo económico en los próximos trimestres es ahora mayor teniendo en cuenta el impacto de la apreciación persistente del dólar sobre las exportaciones, la debilidad de la inversión privada y el deterioro del contexto global. Aun así, el PIB estadounidense podría crecer al 2,8% en 2016.

## ... al tiempo que la volatilidad financiera en China también reduce las previsiones de su crecimiento en 2015 y 2016

En China, es previsible que el ritmo de crecimiento económico se ralentice en los dos próximos trimestres debido al impacto del episodio reciente de tensiones financieras. Además del efecto negativo en la confianza de los agentes privados, también se puede dar un potencial retraimiento de las decisiones de consumo como consecuencia del descenso de la riqueza de los hogares. Pero, sobre todo, es previsible un deterioro de las condiciones de financiación empresarial, vinculado tanto a la suspensión de nuevas ofertas de acciones en el mercado bursátil como a la pérdida de valor del colateral en la obtención de préstamos bancarios. Es en estos factores en los que se sustenta la revisión a la baja del pronóstico de crecimiento de China para 2015 y 2016, hasta situarse en el 6,7% y 6,2% respectivamente (tres y cuatro décimas menos que en el escenario de abril, véase el Gráfico 2.2). La batería de medidas de estímulo adoptadas por las autoridades del país para evitar que el contagio al ciclo de actividad sea mayor explica que no se contemple un ajuste más intenso de la senda de crecimiento.

## La eurozona sigue recuperando el crecimiento, a pesar de la crisis Griega

La eurozona sigue mostrando un patrón de recuperación sostenida, con tasas de crecimiento trimestral del PIB del orden del 0,4% en los dos primeros trimestres del año. El mayor dinamismo de Francia e Italia se une a la fortaleza de Alemania y al avance del PIB español a ritmos próximos al 1% trimestral. La emergencia de algunos focos de riesgo con impacto diferencial en la región puede reducir ligeramente el crecimiento esperado para 2015 y 2016 pero, incluso así, los pronósticos siguen siendo positivos (+1,4% en 2015 y +1,9% en 2016, una y tres décimas inferiores a los de abril). Con todo, el reto más significativo reside en evitar cualquier duda sobre la irreversibilidad del proyecto de unión monetaria.

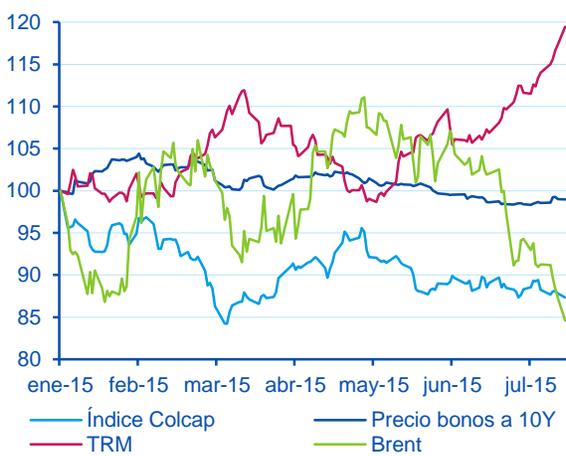
### 3 Turbulencia internacional y menores precios del petróleo le pasan factura a los mercados locales

Los menores precios del petróleo, los problemas bursátiles en China y los momentos de elevada incertidumbre de la negociación griega han generado una mayor volatilidad en el mercado interno de renta variable, renta fija y en el cambiario (Gráfico 3.1). Asimismo, la expectativa de una subida de tasas de interés por parte de la FED hacia septiembre exacerbó los factores anteriores en el corto plazo y explicó parte de las volatilidades recientes, pues el mercado se anticipa a los efectos que tendrían las mayores tasas de interés. Los efectos de la decisión de la FED sobre el tipo de cambio y los flujos de capitales externos serán de más largo aliento que los tres factores previos, aunque probablemente el impacto se reducirá gradualmente cuando el mercado absorba la nueva realidad monetaria.

Al mismo tiempo que los precios de los activos retrocedían, los flujos de capitales por no residentes se volvieron negativos (salidas netas) en algunas semanas desde mayo (Gráfico 3.2) y algunos residentes locales aprovecharon la devaluación para traer capitales al país. Obviamente, este fue un fenómeno general, compartido por varios países emergentes, y que podría estar respondiendo más a factores globales (tales como la decisión de la FED) que a determinantes locales.

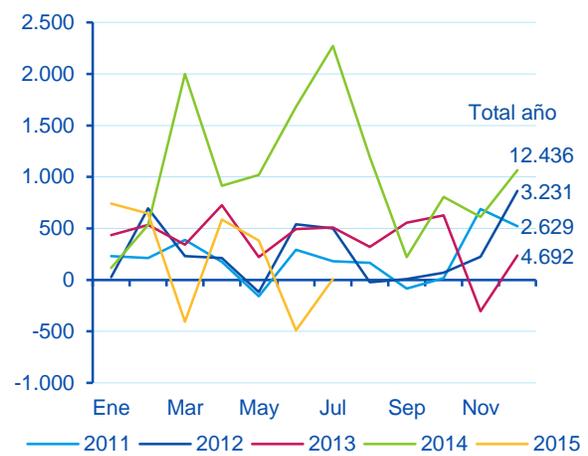
Como resultado, la participación de los fondos extranjeros en la tenencia de la deuda pública interna frenó su rápido crecimiento iniciado en 2014. Incluso, esta participación podría disminuir en la medida que JP Morgan anunció una reducción marginal en la ponderación de Colombia en el índice de deuda pública de economías emergentes (de 6,50% a 6,42%). Lo anterior sumado al incremento de las primas de riesgo en países emergentes y las mayores tasas de interés en los países desarrollados, podrían empujar hacia arriba las tasas de endeudamiento público interno, principalmente en los plazos más largos. Previendo un entorno de financiamiento más complicado a partir de ahora, el Gobierno Nacional subastó (a julio) el 100% del total de la meta de emisión propuesta para 2015, en vista de atenuar los efectos sobre la tasa promedio de emisión primaria en 2015

Gráfico 3.1  
**Activos locales y precio Brent del petróleo**  
Índice Ene2015=100



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 3.2  
**Ingresos de capitales de portafolio por no residentes, USD Millones**



Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

En total, las caídas de los precios de los activos fueron importantes (Gráfico 3.1). El índice Colcap del mercado accionario cayó un 14% desde el principio del año. Los bonos de renta fija a 10 años aumentaron en 180 puntos básicos sus rendimientos desde finales de diciembre. Y el tipo de cambio se devaluó 21% en lo corrido del año, registrando unos niveles máximos que no se veían desde 2003 (Ver sección 9 para las previsiones del tipo de cambio).

Hacia delante, los principales determinantes de las variables financieras del país seguirán siendo los factores internacionales, tales como la política monetaria exterior, los precios de las materias primas y la volatilidad de los mercados. Adicionalmente, los flujos de capitales externos podrían depender también de las decisiones tributarias internas, tales como la tributación que hacen los extranjeros sobre las ganancias en activos de portafolio. La tasa de impuestos, que actualmente se encuentra en 14%, podría reducirse según las declaraciones recientes de algunos miembros del Gobierno Nacional, apoyando el ingreso de capitales.

## 4 El ajuste de la economía colombiana a los menores precios del petróleo durará al menos dos años: 2015 y 2016

---

### Mantenemos el crecimiento en 2015, pero ahora con una inversión pública más fuerte que compensa la mayor debilidad del consumo privado

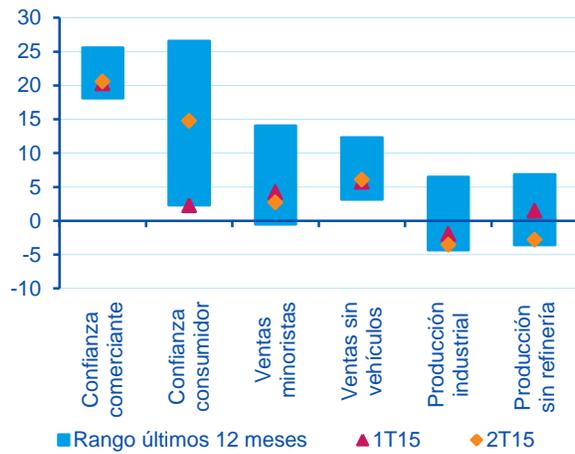
Durante el primer trimestre de 2015 se mantuvo el proceso de desaceleración de la demanda privada que se había iniciado a finales de 2014. Esta tendencia fue compensada parcialmente por el aporte del sector de obras civiles. Excediendo nuestras expectativas, el gasto regional y local (en alcaldías y departamentos) fue muy fuerte al inicio del año y debería mantenerse así durante todo 2015, por ser éste el último año de los gobiernos en las regiones. Al contrario, el gasto público en inversión desde el gobierno central va a estar limitado por los recortes en presupuesto, las restricciones de ingreso que determinaron el menor precio del petróleo y la desaceleración económica (Ver sección 6).

Sectorialmente, en el primer trimestre fueron de nuevo las actividades no transables las que lideraron el comportamiento del PIB, destacándose las actividades comerciales y la construcción. Los sectores transables tuvieron comportamientos decepcionantes, tanto en la actividad industrial como en la minera, sectores que deberían tocar fondo en el primer semestre del año.

De acuerdo al balance reciente de los indicadores líderes (Gráfico 4.1), unido a nuestra valoración de las perspectivas, el resto del año continuará con la desaceleración del consumo y la inversión privada, y podría haber una aceleración gradual de las exportaciones. En el caso del consumo, los datos observados en el segundo trimestre dan cuenta de un ajuste marcado, superior al que anticipábamos, en el gasto en bienes durables, especialmente de vehículos (aunque saludable por el alto déficit en cuenta corriente). Este comportamiento puede estar asociado a la caída en la confianza de los consumidores, especialmente la asociada a su percepción sobre la economía del país (no tanto sobre la situación del hogar). Además, la anticipación del gasto que los consumidores hicieron al final de 2014 por el efecto que tendría la devaluación del tipo de cambio sobre los precios de los bienes importados pudo también haber contribuido a la menor dinámica del consumo en los primeros meses del año. Otros grupos de gasto, como electrodomésticos y equipos electrónicos, muestran un menor ritmo de crecimiento, pero con una desaceleración mucho más moderada.

Gráfico 4.1

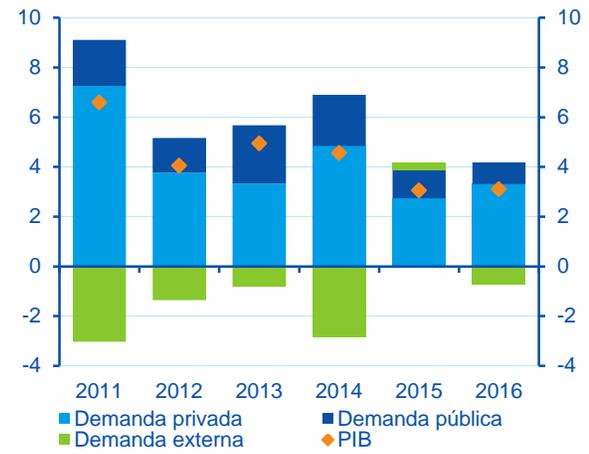
**Indicadores líderes de la economía colombiana. Balance de respuestas para confianzas y variaciones anuales para ventas y producción.**



Fuente: DANE, Fedesarrollo y proyecciones de BBVA Research

Gráfico 4.2

**Contribución al crecimiento económico USD Millones**



Fuente: DANE y proyecciones de BBVA Research

Las reducciones que veíamos en la tasa de desempleo muestran cierto estancamiento. Entre enero y mayo del 2014 el desempleo urbano fue de 10,7% en promedio y en el mismo período de 2015 fue 10,4%. La participación laboral ha crecido recientemente y creemos que podría seguir aumentando en los próximos meses, en la medida en que la desaceleración económica reduce los ingresos del hogar y obliga a un miembro extra de la familia, diferente al jefe del hogar, a buscar trabajo. Este aumento de la participación restringirá los avances en el desempleo, e incluso provocaría un aumento interanual de la tasa de desempleo hacia el final del año y un deterioro de la formalización laboral. Este sería un argumento, por lo tanto, para esperar una moderación adicional del consumo privado, no sólo en 2015 sino también durante la primera mitad de 2016.

La inversión, por su parte, también reducirá su tasa de crecimiento por cuenta del bajo uso de capacidad instalada que aún permanecen en la industria manufacturera, los menores incentivos (vía precios del petróleo y otros productos) a la inversión en el sector minero y la disminución de la inversión extranjera directa. El repunte de la inversión privada no se dará antes de 2016, cuando la industria muestre mejores resultados y el precio del petróleo vuelva a estar por encima de los USD 65 por barril. Como resultado de la desaceleración del consumo y de la inversión, habrá un ajuste en las importaciones, con crecimientos (en términos reales y en pesos) muy cercanos a cero durante 2015.

Al igual que lo sucedido con la sorpresa positiva del primer trimestre, las obras civiles seguirán siendo el soporte clave de la expansión de 2015. Su crecimiento está previsto en 7,9% anual para 2015. El impulso a estas obras provendrá de la mejor ejecución en los departamentos y municipios. No sólo de sus recursos propios, sino también de los provenientes de las regalías que están represadas desde vigencias anteriores, y que se sumarán a la actual vigencia.

Finalmente, las exportaciones han mostrado un comportamiento errático en su valor en dólares. Su análisis de precios y cantidades reflejan que su desempeño a la baja de los meses recientes se explica más por la caída de los precios internacionales de las materias primas que por un menor volumen en el envío de mercancías. En efecto, el petróleo exportado aumentó cuando se mide en barriles y las cantidades de productos diferentes a la minería lograron niveles similares a los observados en el primer semestre de 2014. En cualquier caso, todavía

no hay ninguna evidencia de que las exportaciones no mineras se hayan beneficiado (en volúmenes) de la depreciación del tipo de cambio, alimentando la hipótesis de que el efecto será lento y postergado a 2016. Además, los precios de las materias primas seguirán siendo una barrera importante en la recuperación de las exportaciones. Si bien, las cantidades de producción y el impulso de la devaluación al valor en pesos de los envíos al exterior ayudarán a apalancar una recuperación gradual de la actividad productiva interna. Además, cambiarán el perfil del consumo doméstico hacia bienes no transables y producidos internamente.

Seguimos esperando un crecimiento de 3,1% en el PIB de 2015, pero hemos modificado las fuentes internas de esa expansión: la mayor debilidad que vemos en el consumo privado será compensada por una mayor inversión pública, variable que nos sorprendió positivamente en el primer trimestre y que esperamos siga en el resto del año con el mismo dinamismo con el que empezó. A pesar de esto, durante 2015 y 2016 la contribución de las obras civiles al crecimiento será la más baja de los años recientes por las restricciones fiscales que viene teniendo el Gobierno Nacional (Gráfico 4.2). Por último, la demanda externa neta contribuiría positivamente al crecimiento por primera vez desde 2009 por la moderación más importante que se observa y se espera en las importaciones y la estabilidad en volúmenes que se verifica en las exportaciones.

A nivel sectorial, esperamos que la agricultura, los servicios financieros, la industria del turismo (hoteles y restaurantes) y la construcción crezcan por encima del promedio de la economía. La industria, por su parte, dado el deterioro del consumo privado y la desaceleración en el crecimiento de algunos países socios del país, tendrá un crecimiento apenas positivo, con un repunte leve a final de año que traerá la apertura gradual de la Refinería de Cartagena (Gráfico 4.3).

## Recortamos el crecimiento de la economía en 2016 ante menores precios del petróleo y un menor crecimiento económico de nuestros socios comerciales

Para 2016 hemos ajustado a la baja el crecimiento debido a una perspectiva de menores precios del petróleo a los anticipados hace tres meses, un consumo privado más débil y un deterioro en el crecimiento de algunos socios comerciales.

El menor precio del petróleo tiene explicaciones desde la oferta y desde la demanda. En cuanto a la oferta, en BBVA corregimos al alza la producción mundial del crudo. Estará impulsada por las ganancias en productividad que muestra la producción del petróleo de esquisto en EE.UU, por el aumento de la producción de la OPEP más allá de lo esperado, especialmente por el repunte en Irak, y por una oferta latente que llegará al mercado desde Irán, luego del acuerdo con este país que levantará las restricciones comerciales existentes. Además, por el lado de la demanda, los recortes en el crecimiento de China en 2016, anticipan una menor demanda mundial por el crudo. Estas dos fuerzas combinadas sustentan el ajuste del precio promedio del Brent desde USD 75 a USD 69 para 2016 en el nuevo escenario.

Por otro lado, las exportaciones se comportarán mejor en 2016 que en 2015, por el mejor crecimiento de los países desarrollados que son socios externos de Colombia y por el aumento gradual del precio del petróleo. Pero, las perspectivas de menor crecimiento para algunos socios comerciales emergentes de Colombia como Ecuador, Perú, Chile y Brasil, destinos importantes para las exportaciones industriales, tendrán un impacto negativo sobre la actividad exportadora no minera.

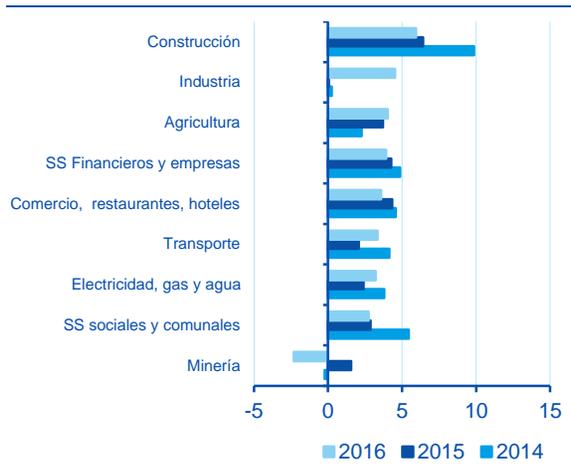
Como consecuencia, la recuperación industrial se dará, pero será más lenta que lo esperado previamente. Esto sucederá a pesar de la mayor participación de la producción interna en las ventas domésticas, dada la protección efectiva que determina la devaluación del tipo de cambio, y la mayor demanda proveniente desde

Estados Unidos y Europa. Lo anterior se traducirá en una menor dinámica del ingreso nacional, con consecuencias negativas sobre el ritmo de expansión del consumo privado y las exportaciones netas. Por otra parte, la inversión privada tendrá una aceleración entre 2015 y 2016, fundamentada en el mejor panorama del sector minero, ante la progresiva recuperación de los precios de las materias primas, y el mejor crecimiento de la industria. Al mismo tiempo, la inversión en obras civiles crecerá sólo impulsada por las obras de cuarta generación.

En total, recortamos nuestro pronóstico de crecimiento para 2016 a 3,1%, inferior al 3,6% del escenario anterior. Además, ha habido un cambio en el perfil de crecimiento de 2016 que sigue favoreciendo la expansión de la demanda pública y profundiza la menor contribución de la demanda privada (Gráfico 4.2).

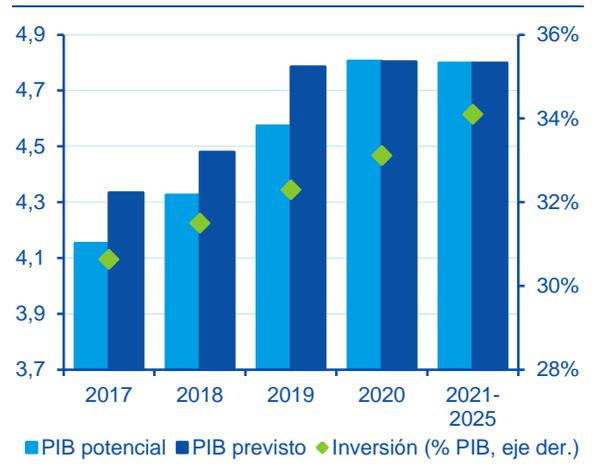
A nivel sectorial, esperamos que la industria sea el sector con el mayor crecimiento, empujada por la refinación de petróleo (participa con 19% de la industria) y por la mayor producción de minerales no metálicos (participa con 9% de la industria). La apertura de la Refinería de Cartagena y la mayor demanda de materiales de construcción que generará las obras del programa 4G, serán claves para alcanzar este resultado. La agricultura será el otro sector que empujaría el crecimiento en 2016; en este caso, la devaluación y los altos precios de los alimentos registrados en el mercado interno en 2015 serán los soportes de esta expansión. Por otro lado, la minería tendrá un crecimiento negativo, fundamentado en la menor producción de petróleo que traerá la reducción en los recortes en inversión y exploración que se observa en el sector desde 2014 (Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3  
**Previsiones del PIB por sectores económicos**  
Variaciones anuales, %



Fuente: DANE y previsiones de BBVA Research

Gráfico 4.4  
**Crecimiento de largo plazo y tasa de inversión**  
Variaciones anuales y porcentaje del PIB



Fuente: BBVA Research

## A mediano plazo la economía volvería a tasas de crecimiento superiores al 4%

El choque petrolero determinó que la economía tuviera dos años consecutivos de ajuste, con crecimientos de 3,1% anual. Sin embargo, las potencialidades de crecimiento de la economía son superiores a estos niveles. La ejecución del plan de infraestructura de cuarta generación y los avances en materia laboral darán a la economía un soporte suficiente para regresar a una senda de expansión con tasas superiores. De hecho, estamos esperando que el crecimiento promedio entre 2017 y 2020 se ubique en 4,6% anual.

Esta cifra de crecimiento promedio de largo plazo es menor a la esperada anteriormente, la cual era más cercana al 5%. Esto se debe a que el choque petrolero será relativamente permanente. Es decir, los precios no volverán a estar en los niveles logrados antes del choque y obligará a la economía a encontrar nuevas fuentes de crecimiento. En el proceso de transición las elevadas tasas de expansión, superiores al 5%, serán difíciles de lograr. Sólo en 2020 la variación del PIB potencial igualará al crecimiento del PIB observado gracias a las mejoras en productividad a que dará lugar la mayor tasa de inversión resultante con el plan de infraestructura (Gráfico 4.4).

## 5 Un ajuste más gradual del déficit de la cuenta corriente

### Condiciones externas adversas retrasarán el ajuste de la cuenta corriente

Hemos aumentado nuestras previsiones de déficit en cuenta corriente, tanto para 2015 como para 2016. Hubo varios factores que llevaron a modificar el déficit esperado. En primer lugar, los precios del petróleo ahora se recuperarán más lentamente, aunque las previsiones se mantienen al alza. En segundo lugar, la recuperación más lenta de lo esperado de las exportaciones no mineras, lo cual ya se evidenció durante el primer semestre, podría prolongarse hasta 2016. Aun así, nuestras estimaciones indican que las exportaciones totales (tanto las de petróleo como las no mineras) serán mayores en 2016 respecto a 2015, ayudando al cierre de la cuenta corriente el año entrante. Las razones para el repunte de los envíos externos serán la mayor demanda desde Estados Unidos y Europa, los cuales consolidarán su recuperación en los próximos trimestres. La mayor devaluación observada también debería tener un impacto positivo en los productos no mineros. Sin embargo, nuestras estimaciones (de una curva J para efectos técnicos) muestran que el impacto no es tan fuerte y que es más importante el crecimiento externo en la determinación de las exportaciones industriales y agrícolas.

En tercer lugar, las remesas enviadas por los colombianos aún no responden positivamente al mejor crecimiento de los países desarrollados, pero se esperan que sigan creciendo progresivamente en la misma vía de las exportaciones. Finalmente, existe un “efecto precio” por la devaluación del tipo de cambio que disminuirá el PIB en dólares, limitando la corrección del déficit en cuenta corriente medido como porcentaje del PIB a corto plazo.

En términos dinámicos, seguimos creyendo que se mantendrá una senda decreciente en el déficit de la cuenta corriente. Además, de la recuperación de las exportaciones y las remesas (aunque con algún retraso respecto lo esperado antes como dijimos antes), el ajuste en las importaciones se está dando dentro lo esperado por la moderación de la demanda interna que se prolongará hasta mediados de 2016. De hecho, según nuestras expectativas, sólo en 2017 se volverá a superar el máximo de las importaciones totales que se logró en 2014.

Otro factor de ajuste del déficit de la cuenta corriente, tanto en 2015 como en 2016, será el menor déficit de la renta de factores. En efecto, este déficit que llegó a un máximo en 2014 (de USD 12,7 miles de millones), empezó a ajustarse desde el cuarto trimestre del año anterior. Dadas las menores utilidades de las empresas con casa matriz extranjera domiciliadas en Colombia, se espera que el envío de utilidades al exterior (clave en la cuenta de la renta de factores) siga reduciéndose. Por lo tanto, nuestras previsiones estiman que este año el déficit de la renta de factores se ubicará en USD 8,1 miles de millones y en 2016 en USD 7,7 miles de millones.

En total, esperamos que el déficit de la cuenta corriente se ubique en 5,6% del PIB en 2015 y en 4,7% del PIB en 2016. El menor déficit esperado en 2016 será una consecuencia del menor déficit en la balanza comercial y del ajuste en el déficit de la renta de factores, principalmente. Sólo después de 2017 el déficit de la cuenta corriente volverá a niveles inferiores al 4% del PIB.

El financiamiento de la cuenta corriente no será holgado durante 2015 y 2016, pero será suficiente para evitar un aumento significativo en el endeudamiento externo o una excesiva desacumulación de reservas internacionales, lo cual podría darse, pero moderadamente, con una probabilidad media. La inversión extranjera directa —IED— durante 2015 y 2016 se ubicará cada año en 3,3% del PIB, esto es, a diferencia de los años anteriores no financiará en un alto porcentaje el déficit de la cuenta corriente. Además, cambiará su

composición, como ya se vio desde 2014. Ahora, habrá una mayor representatividad de los sectores diferentes a la minería.

Dado el menor influjo de recursos por IED, serán necesarios los ingresos de capital de portafolio y el endeudamiento para cubrir el déficit en cuenta corriente. En capitales de portafolio esperamos cerca de USD 5.000 millones este año (1,6% del PIB) y USD 8.000 millones en 2016 (2,6% del PIB). Estos valores son un retorno a los valores promedio históricos, después de un valor superior a los USD 18.000 millones en 2014 (3,8% del PIB) por condiciones extraordinarias del país en cuanto al panorama de los inversionistas internacionales (e.g., aumento en la ponderación de Colombia en los índices de inversión en deuda de JP Morgan). Asimismo, parte del endeudamiento necesario será emitido por el Gobierno: USD 5.081 millones en 2015 (1,6% del PIB) y USD 6.000 millones en 2016 (1,8% del PIB).

Gráfico 5.1

**Previsiones de la cuenta corriente por componentes y de las entradas de Inversión Extranjera Directa  
Porcentaje del PIB**



Fuente: Banco de la República y previsiones de BBVA Research

## 6 La regla fiscal atenúa la desaceleración económica

En 2015 y 2016 la regla fiscal va a contribuir a mantener el gasto público del GNC como porcentaje del PIB en los niveles de 2014, a pesar de los datos más débiles de recaudo tributario y de dividendos petroleros por los menores precios del petróleo. En ese sentido, el déficit del Gobierno Nacional será del 3% del PIB en 2015 y de 3,6% del PIB en 2016, superiores al déficit estructural (2,2% del PIB), cuya desviación es admitida por la regla fiscal en un período en que los precios del petróleo y el crecimiento económico se ubicarán por debajo de sus niveles de largo plazo. Las cifras de gasto en 2015 y 2016 incluyen, sin embargo, una recomposición con respecto a 2014, con una reducción del gasto en inversión, compensando por un mayor gasto en funcionamiento y en intereses, todos como porcentaje del PIB. El efecto de esta recomposición se traduce en una menor dinámica de la inversión pública del Gobierno Nacional Central. Sin embargo, esta menor dinámica será compensada por la ejecución en obras civiles de los gobiernos locales y regionales en 2015, y por el arranque de las obras de infraestructura de la primera ola del programa 4G en 2016, cuyo financiamiento ya está garantizado.

### A pesar del choque petrolero, la regla fiscal permite mantener el gasto como porcentaje del PIB

En 2015 la diferencia entre el déficit observado (3% del PIB) y el nivel estructural exigido por la regla fiscal (2,2% del PIB) proviene en su mayor parte del ciclo energético y en menor medida del ciclo económico: como se observa en el Gráfico 6.1, en 2015 el ciclo energético permite una desviación de 0,5 puntos porcentuales (pp), mientras que el ciclo económico permite una de 0,2 pp del PIB.

El gasto en 2015 presenta un incremento de sus rubros de funcionamiento (en 0,2% del PIB) y de intereses (en 0.3% del PIB) y una reducción de la inversión (en -0.4% del PIB), respecto a los registrados en 2014. Notemos que a pesar del mayor déficit que permite la regla fiscal, mantener el gasto como porcentaje del PIB requiere un ajuste en la inversión. Adicionalmente no debemos olvidar, que parte del aumento del gasto de funcionamiento entre 2014 y 2015 se explica por el hecho de que en la reforma de 2012 el Gobierno asumió parte del pago de los costos no salariales que le correspondía a los empleadores (conocido como CREE), pago que pasa del 1% del PIB en 2014 al 1,3% del PIB en 2015 y que es un gasto de naturaleza permanente.

En 2016 esperamos un déficit del 3,6% del PIB. Al igual que en 2015, la desviación con respecto al 2,2% de déficit estructural se explica en su mayoría por el ciclo económico y petrolero, aunque en una magnitud mayor debido que en 2015 los precios del petróleo se alejan más de los niveles de largo plazo, afectando los dividendos que el gobierno recibirá en 2016. Efectivamente, para este año, el ciclo petrolero se ubica, según los cálculos del Gobierno, en el 1,1% del PIB, frente al 0,5% del PIB de 2015 (Gráfico 6.1).

A pesar de los menores ingresos petroleros, en 2016 el gasto como porcentaje del PIB también se mantiene en niveles similares a los de 2014 y 2015. Estos niveles de gasto se logran mantener gracias al espacio que abre la regla fiscal y a los mayores ingresos que el gobierno presupuestado tiene con la mejor gestión en el recaudo (0,5% del PIB).

En 2016 el gasto en intereses y en funcionamiento aumenta, requiriendo de nuevo un ajuste de la inversión para mantener el gasto total en términos de PIB en niveles similares a los de 2015. Según el Marco Final de Mediano Plazo (MFMP) de 2015 la inversión del Gobierno Central estaría pasando de 2.6% al 1,8% del PIB

entre 2015 y 2016. Es de mencionar, sin embargo, que a pesar de la reducción del gasto en inversión del GNC los recursos de inversión del Gobierno para 4G están garantizados a través de las vigencias futuras.

## La regla fiscal permitirá suavizar el gasto fiscal en los próximos nueve años. No obstante, a pesar de la regla, se requiere una reforma tributaria en el mediano plazo

En síntesis, para 2015 y 2016 la regla fiscal estaría permitiendo atenuar la desaceleración económica en un momento de menores ingresos del sector petrolero en la medida en que contribuye a mantener los niveles de gasto como proporción del PIB en un contexto de menores ingresos. Sin embargo, es importante señalar que para 2016 se requiere de un esfuerzo por parte del Gobierno en términos de gestión, que le permita incrementar sus ingresos en el 0,5% del PIB, de acuerdo a lo contemplado en el MFMP.

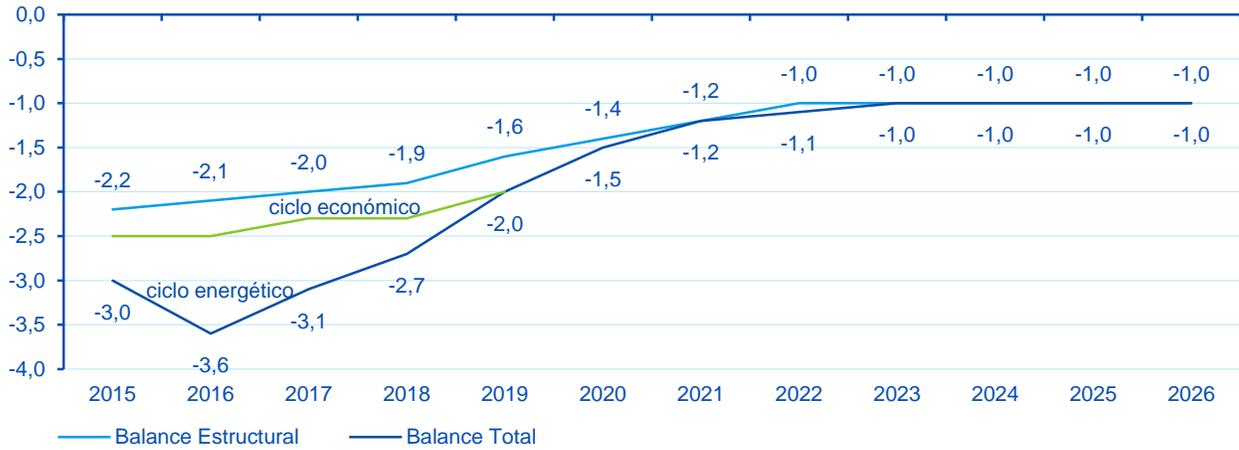
En el mediano/largo plazo, las proyecciones del Ministerio de Hacienda señalan que la desalineación del déficit observado del estructural se extenderá hasta el 2023, año en el cual el balance total del GNC se igualará al balance estructural, cerrando por completo el ciclo negativo de los menores precios del petróleo y del bajo crecimiento económico (Gráfico 6.1). No obstante, en esta senda, hay señales que indican la necesidad de una reforma tributaria estructural en el mediano plazo. De hecho, según las proyecciones del Gobierno - contempladas en el MFMP, en 2019 se requieren recursos por 1,7% del PIB. Más allá de 2019 los requerimientos de recursos son más cercanos al 3% del PIB.

Al tratar de analizar qué tipo de reforma se requiere se puede partir de algunos consensos que parece haber con respecto al sistema tributario colombiano. Existe cierto acuerdo en que el sistema tributario colombiano no es progresivo, en que las exenciones, deducciones, descuentos, entre otras “excepciones”, van muchas veces en detrimento de la progresividad, la equidad horizontal, la simplicidad y la capacidad de recaudo del sistema. Adicionalmente, existe un acuerdo sobre el carácter distorsionante de ciertos impuestos como el Gravamen a los Movimiento Financieros y el impuesto a la riqueza. En ese sentido, la reforma que se requerirá en el mediano plazo deberá propender por un sistema más equitativo, eficiente y simple pero adicionalmente, deberá garantizar mayores ingresos<sup>1</sup>.

---

1: Algunas particularidades del sistema tributario colombiano se trataron en el Recuadro 2 de nuestro reporte del cuarto trimestre de 2014.

Gráfico 6.1  
**Descomposición del déficit del gobierno**



Fuente: Ministerio de Hacienda

## 7 La inflación se mantendrá por encima del 4% en 2015 y volverá al rango meta en 2016

---

### Una depreciación mayor a la esperada evitará que la inflación retorne al rango meta en 2015

La inflación en el segundo trimestre promedió 4,5%, superior al 4,2% del primer trimestre. Buena parte del alza del segundo trimestre se explica por el dato de abril, mes donde la inflación se ubicó en 4,64%, impulsada, al igual que en el primer trimestre, por el precio de los alimentos (Gráfico 7.1). En nuestro escenario este crecimiento debería ser el máximo de todo el año toda vez que el precio de los alimentos empezó a corregirse desde mayo y esperamos que esta tendencia se mantenga en los próximos meses. En particular, esperamos que las cosechas de arroz (producto que participa con 6% en el grupo de alimentos) del segundo semestre sean abundantes, incentivadas por los altos precios del primer semestre.

Otro factor que explica el alza de la inflación, aunque menos importante, es el aumento del precio de los transables (grupo que representa el 26% del IPC). Luego de la fuerte devaluación de finales de 2014, el precio de este grupo de bienes aumentó con fuerza en febrero y marzo, con variaciones mensuales cercanas al 1% m/m (Gráfico 7.2). Desde febrero, la inflación de transables, en términos mensuales, empezó a desacelerarse hasta registrar un crecimiento de 0,3% en mayo, evidenciando un marchitamiento del choque devaluacionario. No obstante, en junio, la inflación de este componente tuvo un rebote de 0,5% m/m, asociado más a un ajuste en el precio de los vehículos (bien que representa 4,4% del IPC), que a un alza generalizada de todos los bienes que componen los transables.

El alza reciente del tipo de cambio en los últimos meses, podría prolongar el traspaso del tipo de cambio a los precios y este repunte que vimos en el precio de los transables en junio podría extenderse unos meses más. Con ello, la inflación de transables que registra un crecimiento de 4,1% a/a en junio, 2,1 puntos porcentuales por encima del registro de 2,0% de diciembre, tendría campo para seguir creciendo temporalmente en los próximos meses.

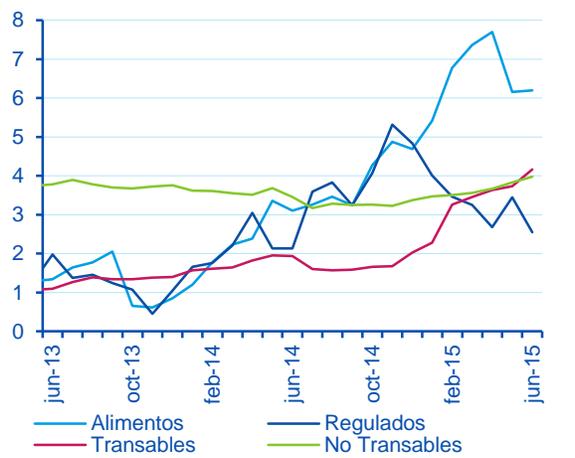
Los tres indicadores de inflación básica que seguimos siguieron presentando alzas y entre abril y junio su promedio pasó de 3,8% a 4,1% a/a. Es importante resaltar que estas alzas han sido afectadas por la devaluación y no deberían ser interpretadas en un contexto de presiones de demanda. Su dinámica reciente, en términos mensuales, sigue muy de cerca la evolución de los transables, y es por ello que también vemos una desaceleración de sus indicadores en los últimos meses (Gráfico 7.2). Nuestros cálculos apuntan a que estos indicadores seguirán creciendo mensualmente por unos meses más aunque cada vez con menor intensidad, llevando a que sus crecimientos alcancen una tasa anual máxima a finales del tercer trimestre. Por ejemplo, la inflación sin alimentos, cuyo registro en junio se ubicó en 3,7% a/a, se acelerará ligeramente hasta alcanzar un techo de 4% en septiembre, para luego descender hasta ubicarse en tasas cercanas al 3% en la segunda parte de 2016.

Las expectativas de inflación del Banco de la República para finales de este año muestran una estabilidad alrededor del 3,9% en sus resultados de mayo, junio y julio. Lo anterior, sumado al hecho de que los agentes mantienen sus expectativas de inflación para los próximos 12 y 24 meses cercanas al 3%, evidencian que las

expectativas se mantienen ancladas y que el mercado ve el aumento reciente en los precios como un fenómeno temporal.

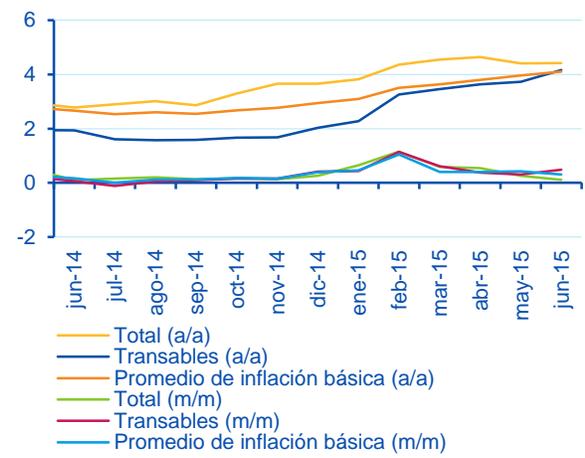
Nuestra revisión de la senda de tasa de cambio aumentó la devaluación promedio que veremos en 2015 desde 22% a 29%. Así las cosas, esperamos que la tasa de cambio afecte por un período más extendido a los precios. Lo anterior, sumado a la sorpresa alcista que vimos en el precio de alimentos en abril, eleva nuestro pronóstico de inflación para 2015 a 4,1%. No obstante, en las actuales circunstancias de alta volatilidad, niveles significativamente altos y prolongados del tipo de cambio podrían dejar la inflación en una tasa superior.

Gráfico 7.1  
Inflación por grupos (% crecimiento anual)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 7.2  
Inflación total, de transables e indicadores de inflación básica (%)

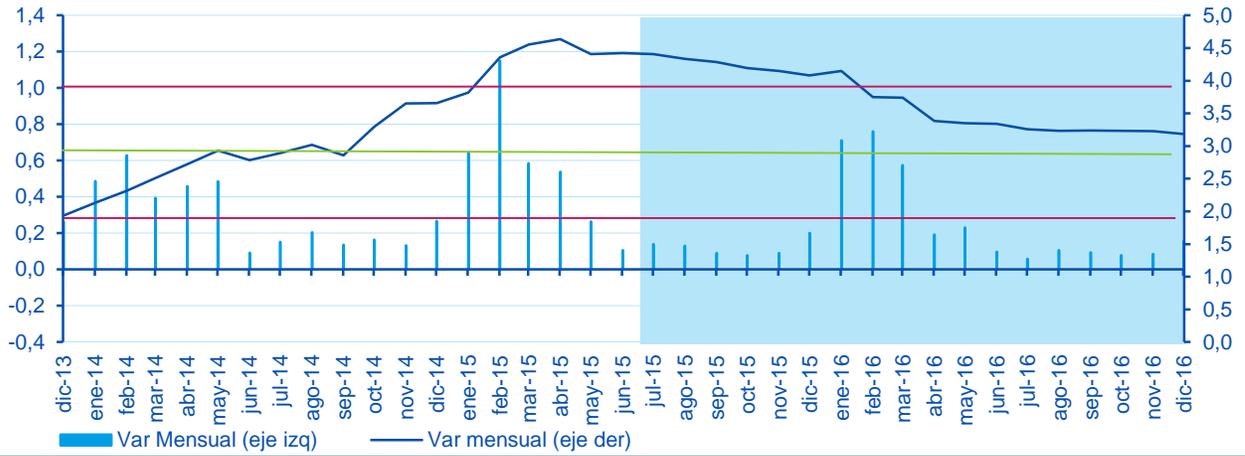


Fuente: DANE y BBVA Research

## Menores perspectivas de crecimiento económico ayudarán a que la inflación en 2016 se acerque al objetivo meta del 3%

El recorte de 50 puntos básicos en el crecimiento económico de 2016 se traducirá en una demanda más débil, acelerando la caída de la inflación. Además, un efecto base alto que dejará la inflación en 2015, ayudará a que el crecimiento de los precios se acerque rápidamente a la meta de inflación. Sin embargo, anticipamos que la actualización de precios para 2016 (indexación) será mayor que en el pasado, no solo porque la inflación en 2015 será más alta que la de 2014, sino también por los niveles altos, alrededor de 2600, que tendrá la tasa de cambio en el cambio del año. En este contexto, la inflación retornaría al rango meta en el primer semestre y su tasa debería ubicarse en 3,2% a/a a finales del año. (Gráfico 7.3).

Gráfico 7.3  
Inflación observada y pronosticada



Fuente: DANE y pronósticos de BBVA Research

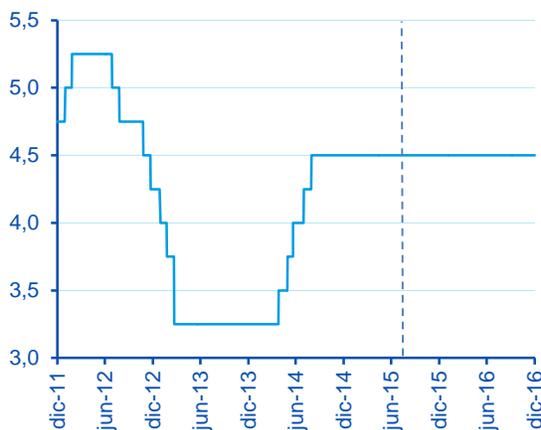
## 8 Política monetaria: estabilidad en tasas

### La dinámica esperada de la inflación y el déficit de cuenta corriente restringen la capacidad de reducir la tasa de interés de política

Durante las últimas reuniones de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) se ha mantenido la tasa de interés estable y los comunicados han seguido en un tono relativamente neutral, en línea con lo anticipado. No obstante, en los últimos comunicados y minutas se han mencionado dos elementos importantes. En primer lugar, la JDBR considera que los niveles actuales de tasa de interés son ligeramente expansivos. De hecho, al observar las tasas de interés reales - empleando diferentes deflatores - se encuentra que estas se encuentran en niveles relativamente bajos e inferiores a sus promedios históricos. En segundo lugar, la preocupación por los niveles actuales de la cuenta corriente ha estado en el centro de las discusiones sobre política monetaria.

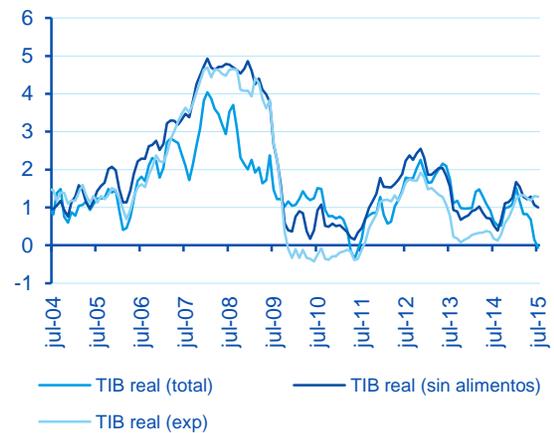
Aunque la débil dinámica del PIB haría deseable llevar a cabo una política monetaria expansiva, la JDBR percibe el actual episodio de desaceleración macroeconómica como un ajuste ordenado a menores tasas de crecimiento, lo cual justifica su posición actual de tasas de interés. Adicionalmente, aún persisten varios elementos que limitan la capacidad del BanRep de actuar de manera contracíclica. Dentro de las variables que restringen la capacidad de reducir la tasa de política en la actualidad, se encuentra el alto déficit de la cuenta corriente y el hecho que la inflación se ubica por encima del rango meta fijado por el banco central. Sobre estos elementos, las últimas minutas y las declaraciones de algunos miembros de la JDBR, han enfatizado en la dinámica de la cuenta corriente como un elemento clave dentro de las discusiones recientes de política monetaria. Así, el escenario base contempla que la respuesta óptima de política del Banco del Banco de la República será mantener su tasa de interés en 4,50% durante 2015 y 2016.

Gráfico 8.1  
**Tasa de interés de política**



Fuente: BanRep y BBVA Research

Gráfico 8.2  
**Tasa de interés real\***



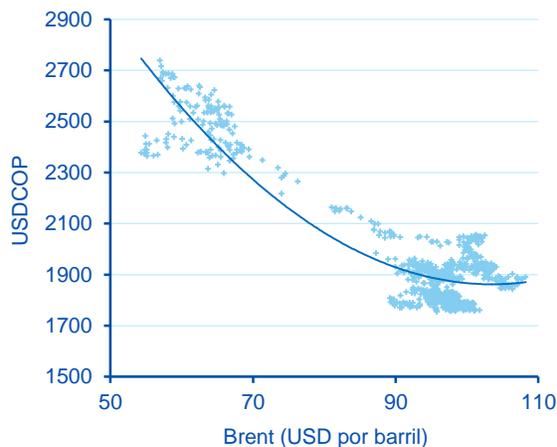
\* Los datos se presentan con diferentes deflatores.  
Fuente: BanRep y BBVA Research.

## 9 Tasa de cambio: mayor depreciación y altos niveles de volatilidad

### Tasa de cambio con alta incertidumbre y al vaivén de los precios del petróleo y de las condiciones externas

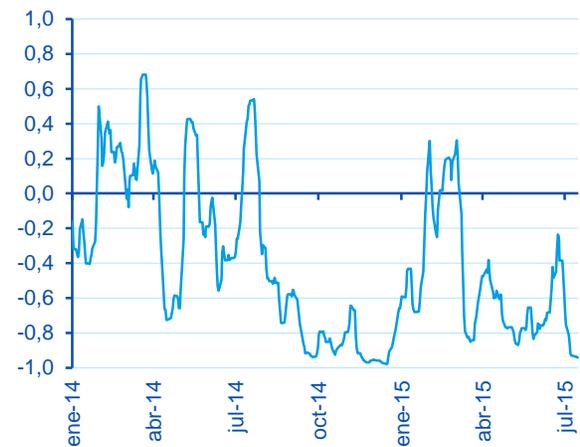
Uno de los principales hechos estilizados sobre el comportamiento de la tasa de cambio en Colombia, consiste en la alta correlación existente entre los precios del petróleo y la tasa de cambio (Gráfico 9.1). No obstante, dicho grado de asociación no es constante en el tiempo y puede presentar un significativo rango de variabilidad. Como se observa en el Gráfico 9.2, la correlación observada entre los precios del petróleo y la tasa de cambio en el segundo trimestre y a comienzos de julio de 2015 se ha mantenido en niveles altos. Así, la dinámica reciente de los precios del petróleo, aunado con los altos niveles de volatilidad en los mercados emergentes, han tenido un impacto significativo en la dinámica de la tasa de cambio, llevando a que ésta presente tanto un cambio significativo de su nivel como de su volatilidad en lo corrido de 2015 (Ver Recuadro 1: Determinantes recientes de la volatilidad de tasa de cambio).

Gráfico 9.1  
**Tasa de cambio vs. Precio del Brent (2011 -2015)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

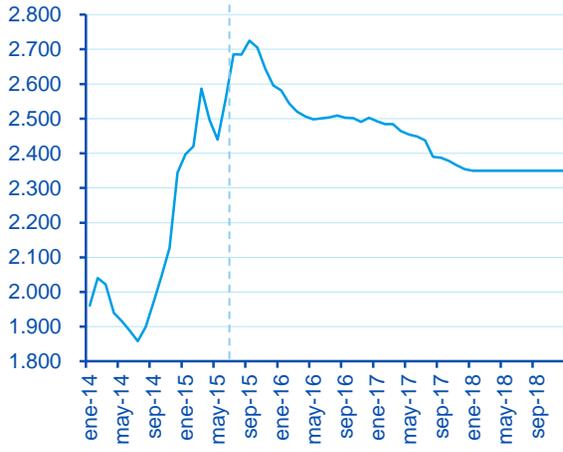
Gráfico 9.2  
**Correlación tasa de cambio – Brent (ventana de 20 días)**



Fuente: BBVA Research

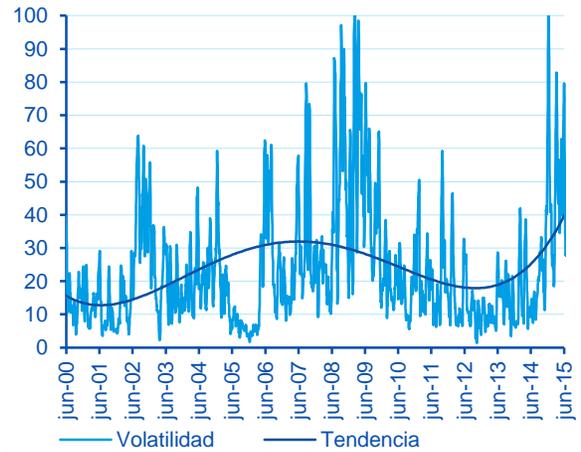
En este contexto, esperamos que la tasa de cambio se mantenga en niveles altos y con una elevada volatilidad en los últimos meses del año (Gráficos 9.3 y 9.4). Dentro de los elementos que justifican esta dinámica, se encuentran los movimientos esperados por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, los precios del petróleo, la coyuntura externa y la debilidad en las cifras externas del país. Puntualmente, para 2015 esperamos que la depreciación promedio del peso para todo el año se ubique en 28.8%. Así, la tasa de cambio tendría un promedio anual de COP2.578 por dólar. Para 2016, esperamos una normalización marginal en sus niveles, con un promedio anual de COP2.513 por dólar.

Gráfico 9.3  
**Senda esperada de la tasa de cambio (USDCOP)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 9.4  
**Volatilidad de la tasa de cambio (pesos por dólar)**

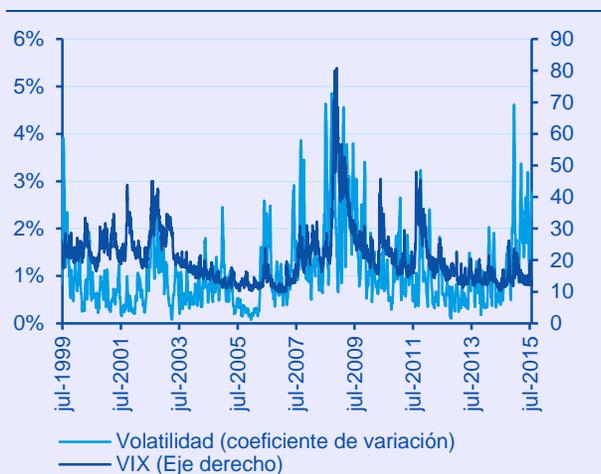


Fuente: BBVA Research

### Recuadro 1. Determinantes de la volatilidad de la tasa de cambio

Una de las características más relevantes de la dinámica reciente de la tasa de cambio ha sido el pronunciado incremento de su volatilidad. Los estudios empíricos para el caso colombiano, han señalado que los principales determinantes de la volatilidad han estado relacionados, generalmente, con variables externas y con episodios de aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. En ese orden de ideas, un estudio realizado por Lega et al (2007)<sup>2</sup>, empleando un modelo EGARCH, encontró evidencia sobre el impacto de la percepción del riesgo país (medida por el EMBI) y la devaluación forward en el comportamiento de la volatilidad de la tasa de cambio.

Gráfico R.1  
**Volatilidad de la tasa de cambio vs. VIX**



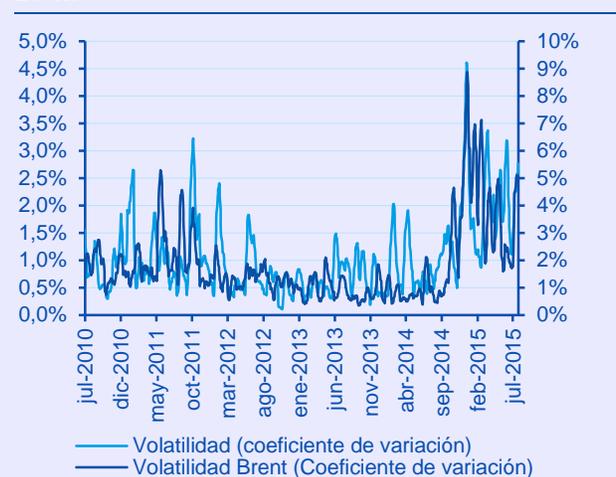
Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Esta relación es fácilmente comprobada al realizar una inspección gráfica entre la volatilidad y variables externas, como por ejemplo el VIX. No obstante, el episodio reciente de volatilidad se ha desviado un poco de dicho comportamiento, señalando que deben existir factores adicionales que expliquen el comportamiento actual. Uno de estos elementos puede ser la misma dinámica de los precios del

petróleo.

Aunque el cambio de nivel de la tasa de cambio ha estado asociado con la caída de los precios del petróleo (como se mostró en el gráfico 9.1), al analizar la volatilidad reciente del USDCOP y del precio del Brent, pareciera que también existe un impacto en los niveles de volatilidad cambiaria, como se observa en el Gráfico R.2.

Gráfico R. 2  
**Volatilidad de la tasa de cambio vs. Volatilidad del Brent**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Para evaluar dicha hipótesis se estimó un modelo similar al planteado por Lega et al (2007), en el cual la ecuación de varianza (volatilidad) de la tasa de cambio fuera explicado por la el cambio en el EMBI, la devaluación forward y el cambio en los precios del petróleo. Los resultados para la ventana de estimación 2010 – 2015 se encuentran en la tabla R.1. Como se puede observar, el cambio en el precio del petróleo resulta ser estadísticamente significativo para explicar la varianza de la tasa de cambio. En síntesis, existe evidencia que la caída en el precio del petróleo ha tenido un impacto tanto en el nivel como en la volatilidad de la tasa de cambio.

2: Lega, P. F., Murcia, A., Vásquez, D., & Venegas, T. (2007). Volatilidad de la tasa de cambio nominal en Colombia y su relación con algunas variables (No. 473). Banco de la Republica de Colombia.

Tabla R. 1

**Ecuación de la Varianza (EGARCH)**

Parámetros	Coefficiente	Error Estándar	P-Value
$\alpha_0$	(0,19)	0,03	0.0000
$\alpha_1$	0,08	0,01	0.0000
$\alpha_2$	0,05	0,01	0.0000
$\alpha_3$	0,99	0,00	0.0000
$\alpha_4$ (DLog_EMBI)	0,01	0,00	0.0047
$\alpha_5$ (Devaluación forward)	(0,03)	0,01	0.0000
$\alpha_6$ (Dlog_Brent)	(3,95)	0,84	0.0000

Fuente: BBVA Research

## 10 Riesgos

---

### Menores precios del petróleo y una normalización monetaria desordenada por parte de la FED impactaría negativamente la economía

Existe un conjunto de riesgos globales que enfrentará la economía colombiana en los próximos trimestres. El primero de ellos es la no recuperación de los precios del petróleo. Este efecto, con probabilidad limitada, pero no descartable, podría profundizar el déficit de la cuenta corriente del país y complicar su financiamiento externo. Por lo tanto, obligaría al mismo tiempo a un ajuste mayor en la demanda interna. El segundo factor es una posible salida desordenada de la FED, con implicaciones negativas sobre nuestra cuenta corriente y los mercados financieros y de crédito internacionales. No obstante, este riesgo viene reduciendo su probabilidad. El tercer factor tendrá en cuenta el devenir de Grecia y China. En el primero de los casos implica un aumento de la volatilidad financiera mientras se desencadena completamente su situación. En el caso de China se tienen efectos negativos sobre los precios de las materias primas.

### Un deterioro adicional en la confianza del consumidor golpearía más fuerte al consumo

También hay otro conjunto de riesgos locales o idiosincráticos. El más importante tiene que ver con la evolución de la confianza del consumidor. Esta sufrió un duro golpe en abril y se ha mantenido en niveles bajos en mayo y junio. Deterioros adicionales de la confianza se traducirían en un menor consumo privado. El otro riesgo tiene que ver con la evolución de la capacidad pública de ejecución de las obras de inversión, tanto en las tradicionales como en el programa de cuarta generación. Es de mencionar, en este caso, que parte del sostenimiento del crecimiento en 2016 se debe a la expectativa de un aporte positivo e importante de la construcción de obras civiles, especialmente las del programa de cuarta generación, 4G. Finalmente, una transmisión de la depreciación del tipo de cambio a los precios mayor a la esperada, ya sea por un coeficiente de traspaso más elevado o por niveles significativamente más altos del tipo de cambio, podría generar el riesgo de una posición monetaria más restrictiva.

# 11 Tabla con proyecciones

Tabla 11.1  
Previsiones macroeconómicas anuales

	2013	2014	2015	2016
PIB (% a/a)	4,9	4,6	3,1	3,1
Consumo Privado (% a/a)	3,8	4,4	3,1	3,5
Consumo Público (% a/a)	9,2	6,2	2,7	3,0
Inversión Fija (% a/a)	6,0	10,9	4,8	4,8
Inflación (% a/a, fdp)	1,9	3,7	4,1	3,2
Inflación (% a/a, promedio)	2,0	2,9	4,3	3,4
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1.927	2.392	2.596	2.503
Devaluación (vs. USD, fdp)	9,0%	24,1%	8,5%	-3,6%
Tipo de Cambio (vs. USD, prom.)	1.869	2.001	2.578	2.513
Devaluación (vs. USD, prom.)	3,9%	7,1%	28,8%	-2,5%
Tasa de Interés BanRep (% fdp)	3,25	4,50	4,50	4,50
Tasa de interés DTF (% fdp)	4,06	4,34	4,61	4,66
Tasa de desempleo (% fdp)	9,7	9,3	9,9	10,3
Balance Fiscal (% PIB)	-2,4	-2,4	-3,0	-3,6
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,2	-5,2	-5,6	-4,7

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	2,9	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	6,0	1,9	1.927	3,25
T1 14	6,5	2,5	1.965	3,25
T2 14	4,1	2,8	1.881	4,00
T3 14	4,2	2,9	2.028	4,50
T4 14	3,5	3,7	2.392	4,50
T1 15	2,8	4,6	2.576	4,50
T2 15	3,5	4,4	2.585	4,50
T3 15	2,9	4,3	2.725	4,50
T4 15	3,0	4,1	2.596	4,50
T1 16	2,9	3,7	2.520	4,50
T2 16	2,9	3,3	2.501	4,50
T3 16	3,3	3,2	2.502	4,50
T4 16	3,3	3,2	2.503	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

José Vicente Romero  
josevicente.romero@bbva.com

Mauricio Hernández  
mauricio.hernandez@bbva.com

María Claudia Llanes  
maria.llanes@bbva.com

Estudiantes en práctica profesional:

Sebastián León  
juansebastian.leon@bbva.com

**BBVA Research**

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

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

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Áreas Globales**

**España**

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**Análisis Transversal de Economías Emergentes**

Alvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio arubiog@bbva.com

**Escenarios Económicos**

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Europa**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**Inclusión Financiera**

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**Escenarios Financieros**

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**México**

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

**Regulación y Políticas Públicas**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

**Coordinación LATAM**

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Política de Recuperación y Resolución**

José Carlos Pardo  
josecarlos.pardo@bbva.com

**Coordinación Regulatoria Global**

Matías Viola  
matias.viola@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

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](http://www.bbvaresearch.com)