

Situación Colombia

4º TRIMESTRE DE 2015 | UNIDAD DE COLOMBIA



01 El crecimiento global se resiente por el menor dinamismo de los países emergentes

02 Colombia enfrenta bien el choque petrolero y permanecerá en tasas de crecimiento moderadas con un mejor perfil de crecimiento

03 Devaluación y fenómeno de El Niño retrasarán la convergencia de la inflación al rango meta

04 BanRep incrementó su tasa de intervención, buscando adelantar la convergencia de la inflación al rango meta

Índice

1 Resumen	3
2 Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016	4
3 Elevada volatilidad en los mercados locales	6
4 El choque petrolero determinará un cambio en el perfil de crecimiento de la economía colombiana	9
Recuadro 1. REFICAR aumentará el crecimiento del PIB en 0,7 puntos porcentuales en 2016	13
5 Un mayor déficit de la cuenta corriente con una corrección muy lenta en el mediano plazo	15
6 Ajuste de gasto confirma compromiso del Gobierno con la regla fiscal	17
7 Inflación termina al alza en 2015 pero volverá al rango meta a finales de 2016	19
8 Política monetaria en busca de acelerar la convergencia de la inflación al rango meta	22
9 Tasa de cambio: Altos niveles de volatilidad persistirían a finales de 2015 y comienzos de 2016	24
10 Balance de riesgos de la economía colombiana	26
11 Tablas con pronósticos	27

Fecha de cierre: 6 de noviembre de 2015

1 Resumen

Los activos locales fueron afectados por múltiples choques en último trimestre, entre los cuales sobresalen el menor crecimiento de la economía china, la incertidumbre sobre la decisión de la FED, y el aumento sorpresivo de la inflación y el tipo de cambio, lo que determinó un aumento en la tasa del BanRep.

La economía colombiana tuvo un choque fuerte sobre sus fuentes de crecimiento de los años anteriores. Sin embargo, gracias a la capacidad de expansión de otros sectores económicos, y al andamiaje institucional que permitió la libre flotación de la tasa de cambio y el aumento temporal del déficit fiscal, va a lograr mantener incrementos en el PIB, aunque más moderados que en años anteriores. **En total, la economía crecerá 2,7% en 2015 y 2,4% en 2016.**

Además, **el balance del crecimiento será más equilibrado y la aceleración estará menos concentrada en pocos sectores económicos.** En 2016 esperamos una desaceleración del consumo final, especialmente en lo concerniente al gasto público. De esta forma, el crecimiento de 2016 se basa en un perfil menos dependiente de la minería y del impulso del Gobierno, y que se verá beneficiado de la sustitución de importaciones, del mejoramiento de la capacidad instalada industrial y de la modernización de la infraestructura del país.

El déficit en la cuenta corriente esperado es 6,4% del PIB en 2015 y 5,5% del PIB en 2016. La principal corrección provendrá de la cuenta de renta de factores, que incluye el envío de dividendos al exterior. Mientras que en 2014 esa cuenta aportó el 65% del déficit de la cuenta corriente, será el 37% en 2015 y el 43% en 2016. La balanza comercial, por su parte, será la cuenta con mayor contribución al déficit, pasando del 23% en 2014, a 72% en 2015 y 55% en 2016.

Aumentamos el pronóstico de inflación de 2015 a 5,9% y el de 2016 a 3,7%. Los aumentos en 2015 obedecen a los efectos del fenómeno de El Niño en la inflación de alimentos y a la devaluación del 11% de la tasa de cambio entre julio y agosto pasado. En 2016, la mayor indexación de los precios y los efectos de la última fase del fenómeno de El Niño en la inflación de alimentos, explican este aumento.

La dinámica de las expectativas de inflación y una convergencia más lenta de la inflación hacia su meta de largo plazo llevaron al BanRep a incrementar su tasa de intervención en septiembre y octubre. Dado el compromiso que el BanRep ha mostrado de mantener las expectativas de inflación ancladas, nuestro escenario central contempla la posibilidad de un incremento adicional de 25pb en la tasa de interés de política durante el cuarto trimestre de 2015, ubicándose en 5,50%. Durante el 2016 la política monetaria continuaría en un modo altamente dependiente de los datos, enfocándose principalmente en las expectativas y el comportamiento de las diferentes medidas de inflación básica.

La tasa de cambio seguiría siendo afectado principalmente por la dinámica de los precios del petróleo y del contexto internacional. **Es importante señalar que la flexibilidad cambiaria continúa siendo una estrategia de política adecuada, que mitiga parcialmente los efectos del choque de términos de intercambio y acelera la corrección del déficit en cuenta corriente.**

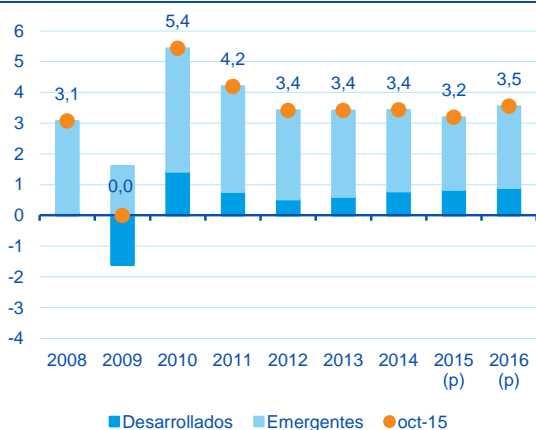
En las nuevas cuentas fiscales publicadas a mediados de octubre el Gobierno revela su intención de “apretarse el cinturón” en 2016. Incorporando el ajuste de gasto revelado por el Gobierno, nuestra senda de déficit es muy similar a la de hace tres meses a pesar de las mayores presiones hacia la ampliación del déficit del actual escenario frente al de julio. Las nuevas cifras presentadas por el Gobierno muestran su compromiso con la disciplina fiscal.

2 Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016

Según nuestras estimaciones, el PIB mundial habría encadenado cuatro trimestres consecutivos de crecimiento inferior al registrado en promedio entre 2010 y 2014 debido, fundamentalmente, a la progresiva desaceleración de los principales países emergentes, en un contexto en el que las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico y la estabilidad financiera de China desencadenaron un repunte significativo de las tensiones financieras y nuevas correcciones en los precios de las materias primas.

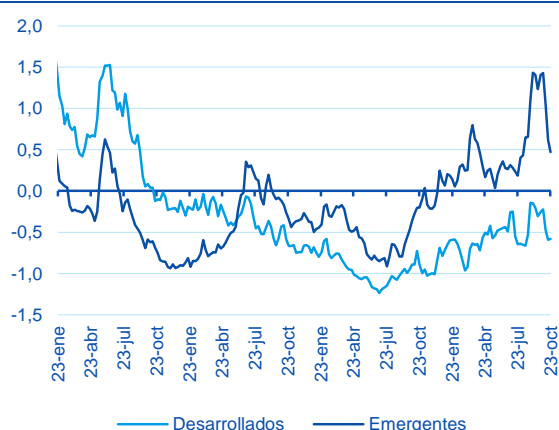
De este modo, el PIB mundial crecería 3,2% en 2015 (dos décimas menos de lo pronosticado hace tres meses), el más reducido desde 2009 (Gráfico 2.1) y con una moderación del crecimiento en las economías emergentes a apenas un 4% anual, frente a un promedio superior al 5,5% en los cinco años precedentes. Las perspectivas para 2016 son ligeramente más favorables, con un repunte del crecimiento mundial hasta el 3,5% (tres décimas por debajo del pronóstico del anterior trimestre), sustentadas en un mejor comportamiento relativo tanto de las economías desarrolladas como emergentes.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Con todo, la estabilización del precio de las materias primas en cotas reducidas y el repunte sostenido de las tensiones financieras en las economías emergentes (Gráfico 2.2), acompañado de salidas intensas de capitales, depreciaciones acusadas de sus divisas y un aumento de los diferenciales soberanos, ponen de manifiesto que el balance de riesgos sigue siendo bajista a escala global. Aun cuando la política monetaria en los países desarrollados pueda mitigar el impacto de un escenario de menor crecimiento, el espacio del que dispone para reactivar el ciclo económico es reducido, teniendo en cuenta los bajos niveles de tipos de interés y el elevado volumen de liquidez ya existente. La combinación de un shock financiero en China, que sitúe el crecimiento anual de la economía bien por debajo del 6%, con una recuperación del bloque desarrollado todavía más lenta de lo observado hasta el momento es, sin duda, un escenario de riesgo relevante, tanto por su grado de plausibilidad (limitado pero no extremo) como de severidad por su impacto potencial sobre la economía mundial en general y sobre América Latina en particular (ver, a este respecto, el Recuadro 1 para el impacto específico sobre América Latina).

EE.UU.: revisión a la baja del crecimiento por el deterioro del entorno externo

Repasando el panorama en las principales áreas económicas, resulta notable la estabilización del crecimiento de EE.UU. en tasas reducidas respecto a las registradas en otras fases de recuperación. El consumo privado sigue siendo determinante en la dinámica de recuperación pero no compensaría del todo la caída tanto de las exportaciones (por la apreciación del dólar y la debilidad de las economías emergentes) como de la inversión en el sector energético. Así, el PIB crecería el 2,5% en 2015 y 2016.

Los riesgos que se derivan para EE.UU. de un entorno global más desfavorable están condicionando la reacción de la Fed y el inicio de la primera subida de tipos de interés, que se produciría en diciembre. En cualquier caso, la senda de incremento de tipos de interés se antoja muy gradual, con niveles de llegada a finales de 2016 probablemente inferiores a lo esperado hace un trimestre y no superiores al 1%.

China: revisión al alza del crecimiento esperado para 2015 que no disipa las dudas sobre el ritmo de la desaceleración económica en el futuro

La posición cíclica de China constituye, sin duda, una de las principales variables a vigilar a escala global. La fuerte corrección de su mercado bursátil el pasado mes de agosto alertó de los riesgos derivados de un shock financiero en el país con capacidad para comprometer el crecimiento de su gasto doméstico. La magnitud de las salidas de capitales y del repunte de la volatilidad financiera derivó en una amplia batería de medidas de política monetaria encaminadas a suavizar el deterioro de las condiciones de liquidez y su potencial impacto sobre la financiación del sector empresarial, altamente endeudado. El inesperado cambio anunciado por las autoridades en el proceso de fijación del tipo de cambio y los recortes progresivos de los tipos de interés se enmarcan en este contexto, caracterizado, además, por una desaceleración progresiva de la actividad que ha situado el crecimiento del PIB por debajo del 7% interanual en el tercer trimestre.

Todo apunta a que las autoridades continuarán recurriendo a medidas de estímulo monetario (no se descartan más bajadas de tipos de interés) y al margen de política fiscal del que dispone el Gobierno central para garantizar que el crecimiento económico no cae por debajo del 6% anual. Nuestros pronósticos cifran el crecimiento en el 6,9% y 6,2% en 2015 y 2016.

Eurozona: resistencia de la demanda doméstica y BCE listo para evitar la recaída de la inflación

En la eurozona, la recuperación económica prosigue aunque no se intensifica, tal y como se preveía hace unos meses. El PIB de la eurozona podría incrementar su ritmo de avance en 2016 hasta el 1,8% (apenas una décima menos que lo esperado el trimestre anterior) por el relanzamiento de Italia y Francia. La acentuación de los riesgos a la baja para las previsiones de inflación, en gran medida debido al abaratamiento de los bienes importados, junto con la apreciación reciente del euro, parecerían impulsar al BCE a la adopción de nuevas medidas de estímulo a corto plazo, tal y como lo ha anticipado.

3 Elevada volatilidad en los mercados locales

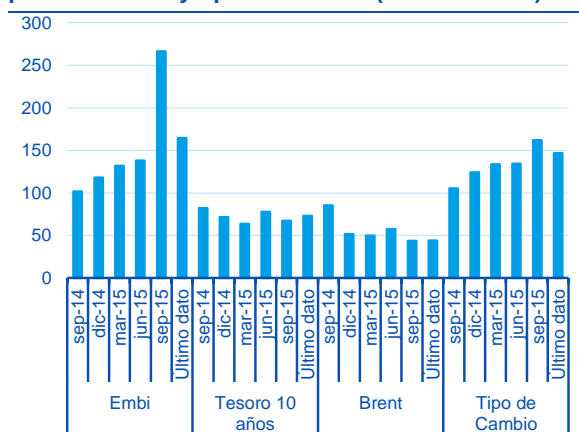
Corrección reciente no fue suficiente para revertir las desvalorizaciones del mercado desde agosto

Los activos locales fueron afectados por varios choques, tanto de fuente externa como de fuente local. El frente externo, muestra un contexto internacional que se deterioró notablemente en el verano del hemisferio norte. Como resultado, se incrementaron las primas de riesgo de los países emergentes por los efectos colaterales que se observaron en los precios de las materias primas. En particular, el precio del petróleo perdió toda la recuperación que había tenido en el segundo trimestre del año y se ubicó por varias semanas muy cerca de los mínimos observados en los años recientes. Luego, aunque errático, volvió en octubre a un nivel promedio superior al observado en el tercer trimestre de 2015 (Gráfico 3.1).

Adicionalmente, los temores sobre una desaceleración más profunda de China afectaron los mercados. A pesar que el crecimiento en el tercer trimestre fue un poco superior a las expectativas, la variación del PIB seguirá corrigiéndose hacia niveles cercanos al 6% a mediano plazo, según vimos en la sección anterior. Finalmente, las tasas de los tesoros americanos han tenido una elevada volatilidad desde agosto, ante la perspectiva de aumento de las tasas de interés por parte de la FED.

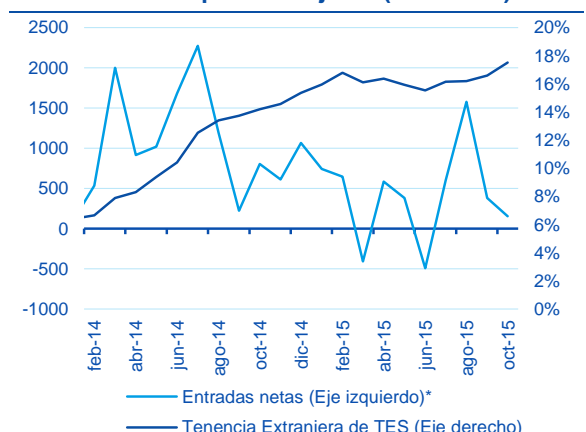
En el transcurso de estos choques externos, los flujos de capitales hacia el país se mantuvieron en terreno positivo. Incluso, llegaron a niveles históricamente elevados en el mes de agosto, lo cual es destacable en la actual coyuntura de salidas de capitales en varias economías emergentes. Además, reflejan la confianza de los inversionistas internacionales en el marco institucional (inflación objetivo, flotación cambiaria y regla fiscal) sobre el que se sustenta la política macroeconómica colombiana (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1
EMBI, tasas de los tesoros a 10Y, precio del petróleo Brent y tipo de cambio (Dic 2013=100)



*Para el EMBI Colombia y el tipo de cambio USD/COP, el último dato corresponde a noviembre 3
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.2
Flujos de capitales (USD miles millones) y tenencia de TES por extranjeros (% de total)



Fuente: Banco de la República, Bloomberg y BBVA Research

Recientemente, estas presiones globales cedieron, aunque se mantuvieron en un nivel más estresado que el observado en el segundo trimestre del año. En respuesta, se redujo el nivel de riesgo país en Colombia, medido a través del EMBI, el cual pasó de 320 puntos básicos (pb) a finales de septiembre, luego de los súbitos incrementos en la aversión al riesgo global, a 274 actualmente (Gráfico 3.1).

El choque de naturaleza local fue el aumento sorpresivo de la tasa de inflación y del tipo de cambio, lo cual determinó un aumento de la tasa de interés del Banco de la República. Este choque exacerbó las pérdidas de los activos locales en el mes de agosto y septiembre y ha limitado la transmisión de la mejora reciente del ambiente global. Como resultado, la curva de deuda pública interna, que había aumentado notablemente sus tasas de corto y largo plazo desde julio, tuvo unas ligeras valorizaciones en la parte larga, pero sufrió de nuevas desvalorizaciones en el tramo corto. De esta forma, aunque sigue estando en todos los plazos por encima de sus rentabilidades de mediados de año, la curva de TES se aplanó recientemente (Gráfico 3.3). De otro lado, la tasa de interés de la principal referencia de los TES indexados a UVR, con vencimiento a 2017, se redujo 120pb desde julio, compensando el aumento de la tasa de inflación.

Comportamiento errático de la tasa de cambio y del índice accionario se mantendrán en los próximos meses

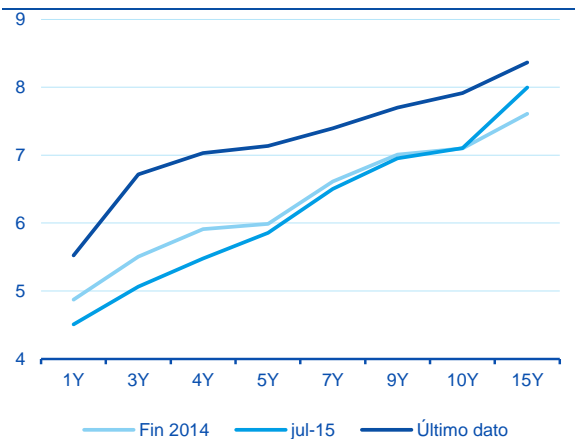
Similarmente, el tipo de cambio tuvo un fuerte proceso de devaluación desde finales de julio, que sólo parece haberse detenido en el último mes. Su correlación inequívoca con el precio del petróleo y la aversión al riesgo global determinó su comportamiento, además de su capacidad de ajustarse a los mayores desbalances externos de la economía colombiana (balanza comercial más negativa en el tercer trimestre que en el segundo).

Más recientemente, además de la corrección parcial de las condiciones internacionales, un cambio regulatorio del Banco de la República acompañó la tendencia favorable del dólar. La política cambiaria le permitió en septiembre al sistema financiero una posición propia de contado corta (o negativa) de hasta un 20% del valor del patrimonio técnico de los bancos. Desde entonces, la caja en dólares de los bancos se redujo a niveles mínimos históricos. Bajo esta medida, la necesidad de los bancos de comprar dólares en el mercado spot, cuando su caja es baja como actualmente sucede, se redujo, limitando la demanda de dólares por el sistema financiero. Sin embargo, como veremos en la sección 9, todavía esperamos una elevada volatilidad de la tasa de cambio en los siguientes meses.

Finalmente, el índice de la bolsa colombiana tuvo una recomposición adicional en el último trimestre, profundizando la pérdida de importancia que tuvieron los títulos petroleros desde que inició la caída del precio de las materias primas (Gráfico 3.4).

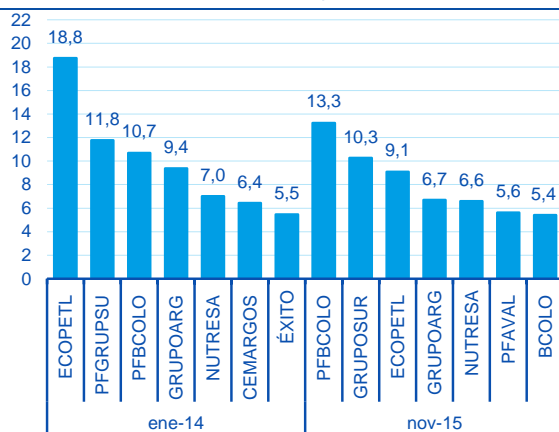
En adelante, los elementos clave del panorama internacional seguirán generando volatilidad sobre el mercado interno, sobre todo en lo que se relaciona con las decisiones de la Reserva Federal (Ver sección 2). Así mismo, los inversionistas locales seguirán cubriendo su portafolio ante el eventual aumento adicional de la inflación en el país y las respectivas respuestas de política monetaria.

Gráfico 3.3
Curva de TES en varias fechas seleccionadas*
(rendimientos en %)



*El último dato corresponde al 3 de noviembre de 2015.
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.4
Cambio en la composición del índice accionario ColCap entre enero de 2014 y Noviembre de 2015



*Acciones más importantes (>5%) en cada fecha.
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

4 El choque petrolero determinará un cambio en el perfil de crecimiento de la economía colombiana

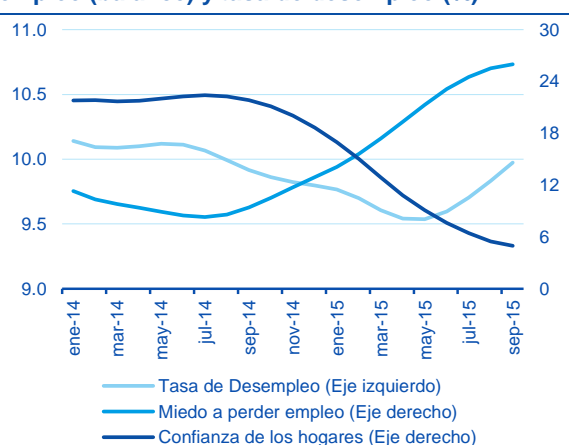
Crecimiento de la economía de 2015 fue impulsado por la construcción y por la resistencia parcial del mercado laboral a la desaceleración de la economía

Durante 2015 la economía debió crecer 2,7% anual. La desaceleración fue más profunda en el caso del comercio exterior y en la inversión de sectores diferentes a la construcción. El consumo de los hogares también se desaceleró, pero mantuvo crecimientos sobresalientes en algunos grupos de productos y servicios, incluso con alguna aceleración transitoria en el tercer trimestre del año. En total, la economía creció 2,9% en el primer semestre del año y se espera una desaceleración adicional, especialmente en el último trimestre de 2015.

La confianza de los hogares y el mercado laboral se deterioraron, especialmente desde el segundo semestre del año. Las expectativas de los consumidores cayeron principalmente por la menor valoración de las condiciones económicas presentes y esperadas del país. Pero también redujeron su optimismo, aunque de forma más moderada, sobre las condiciones laborales, la disposición de compra de bienes durables (especialmente en la compra de vehículos) y la valoración de la economía del hogar. A su vez, el deterioro del mercado laboral se manifestó a través de dos elementos simultáneos: el deterioro en la calidad del empleo (pues crecieron más los trabajos informales) y un aumento en la tasa de desempleo, incrementado la posibilidad de los hogares de perder los empleos, según sus respuestas en las encuestas de confianza (Gráfico 4.1).

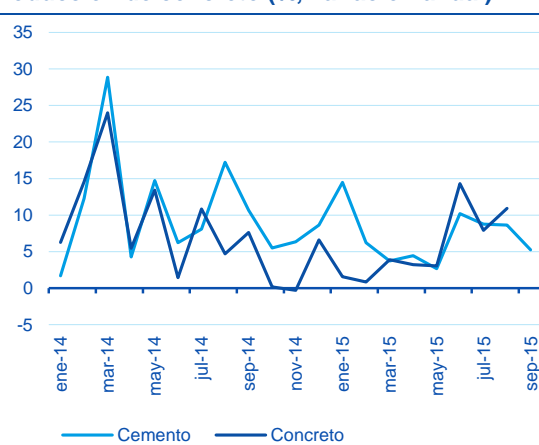
El sector de la construcción fue clave para contrarrestar el menor crecimiento de los anteriores componentes, tanto en edificaciones como en obras civiles. En el primer caso, la expansión fue sostenida por la actividad no residencial que venía desde 2014 (locales comerciales, oficinas y bodegas), la cual aporta más valor agregado al PIB que la misma vivienda. Las obras civiles tuvieron también un crecimiento destacado debido a la mejor ejecución del presupuesto de inversión, característica propia del último año del período ejecutivo de los gobiernos regionales y locales, y que se vio beneficiada por el aporte adicional de las regalías acumuladas de los años anteriores (Gráfico 4.2).

Gráfico 4.1
Confianza de hogares (balance), miedo a perder el empleo (balance) y tasa de desempleo (%)*



*Series ajustadas por estacionalidad
Fuente: Fedesarrollo y DANE y BBVA Research

Gráfico 4.2
Crecimiento de los despachos de cemento y de la producción de concreto (% variación anual)



Fuente: DANE y BBVA Research

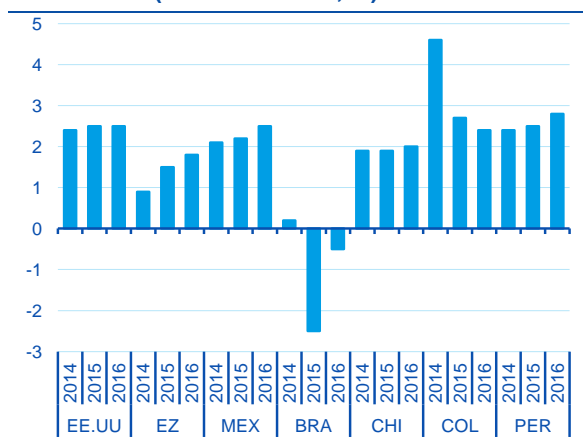
En el balance sectorial, la construcción fue así el sector con mayor crecimiento en 2015, seguido por el comercio, restaurantes y hoteles, sectores que se beneficiaron por los buenos indicadores del mercado laboral registrados en buena parte del año. Los servicios financieros y empresariales y la agricultura, gracias a las cosechas récord de café, crecieron en promedio por encima del promedio nacional. La industria, registró un crecimiento de 1%, tasa que no fue pareja en todo el año y que se benefició por la apertura de REFICAR en el último trimestre del año.

La desaceleración del consumo privado y público no será compensada por el rebote de la industria y por el crecimiento de la construcción en 2016

La economía colombiana tuvo un fuerte choque sobre sus fuentes de crecimiento de los años anteriores. Sin embargo, gracias a la capacidad de expansión de otros sectores económicos, como la construcción, y al efecto positivo de los amortiguadores automáticos, como el de la devaluación sobre los sectores transables, va a lograr mantener incrementos en el PIB, aunque más moderados que en años anteriores. Como resultado, el balance del crecimiento será más equilibrado y la aceleración estará menos concentrada en pocos sectores.

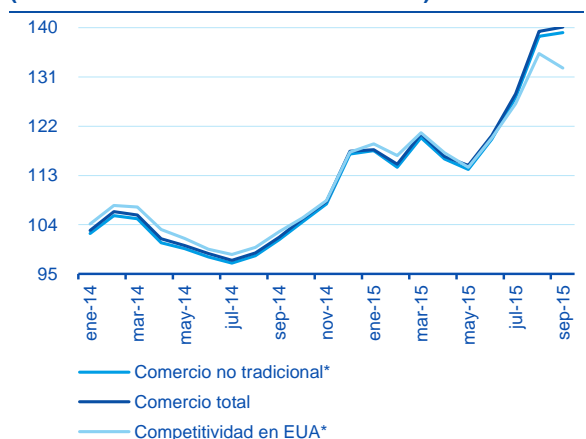
Para 2016, las tendencias de crecimiento van a ser un poco divergentes con respecto a lo observado este año. En primer lugar, la inversión diferente a la construcción y las exportaciones se acelerarán notablemente, desde variaciones negativas hasta crecimientos cercanos al 5% interanual en los dos casos. La inversión privada tendrá como soporte fundamental el mejor balance de la producción industrial y el impulso de los mejores precios del petróleo sobre el sector minero. Las exportaciones, por su parte, se favorecerán del mayor crecimiento en los países desarrollados, de la recuperación gradual de nuestros socios regionales (Gráfico 4.3), de la devaluación prolongada del tipo de cambio real (Gráfico 4.4) y de la mejora de la capacidad industrial.

Gráfico 4.3
Crecimiento esperado en algunos socios comerciales (variación anual, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.4
Tasa de cambio real por tipo de comercio (Promedio Geométrico de 2010= 100)



*Comercio no tradicional no incluye carbón, café, petróleo, níquel, oro y esmeraldas. Competitividad en Estados Unidos se refiere a la tasa de cambio real para ventas a ese país comparada con otros 24 competidores del país en banana, café, flores y textiles.
Fuente: Banco de la República y BBVA Research

A propósito de la mejora industrial, en el Recuadro 1 se evidencia la importancia de la apertura de la refinera de Cartagena. Su modernización es relevante en cuanto a la sustitución de importaciones de combustibles, la creación de mayor valor en la cadena petro-química y los excedentes que tendrá el país para exportación de derivados del petróleo. Lo anterior compensa con creces la reducción de los excedentes de crudo enviados al exterior, por la mayor demanda interna y la agregación de valor. Además, en 2016 se iniciará la ejecución de las obras de infraestructuras licitadas bajo el formato de la cuarta generación de concesiones. A pesar de que su

nivel de ejecución y desembolsos tiene una forma de campana, donde los años intermedios acumulan la mayor parte del gasto en los proyectos, el primer año significará un aporte de cerca de COP 2 billones (entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales del crecimiento del PIB) a la economía.

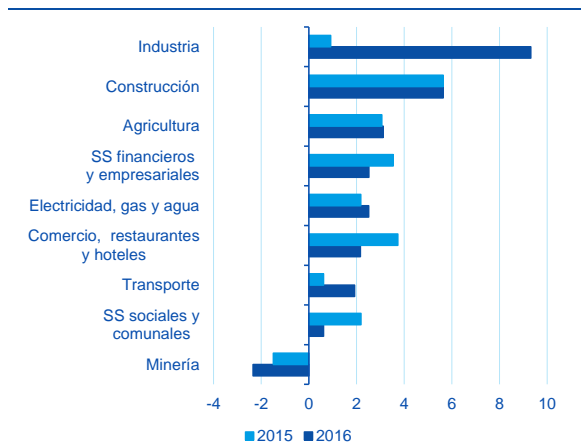
Al contrario, el consumo final tendrá una significativa desaceleración adicional. El gasto de los hogares crecerá en 2016 por debajo de su registro de 2015 porque tiene un recorrido amplio de desaceleración en los bienes durables diferentes a los vehículos y en algunos bienes semi-durables. Durante 2015 la moderación de ese tipo de consumo fue todavía tímida y desconectada de los indicadores de confianza en terreno negativo y del deterioro progresivo del empleo formal. Además, las mayores tasas de interés, tras el incremento del Banco de la República de su tasa de intervención, reducirán la demanda por bienes de consumo. Por lo tanto, esperamos que el ajuste completo se dé desde finales de 2015 y durante la mayor parte de 2016.

Por su parte, el consumo público tendrá un crecimiento nulo real en 2016. Esta perspectiva menos optimista tiene en cuenta las restricciones presupuestales reconocidas por el Gobierno en el plan de gasto de 2016 y la menor ejecución característica de las entidades regionales al inicio del nuevo período ejecutivo. El menor gasto regional también afectará la contratación tradicional de obras civiles, lo cual estará limitado por las menores regalías minero-petroleras en poder de las regiones por los bajos precios del petróleo vigentes en el bienio 2015-2016.

Sectorialmente, el crecimiento de 2016 será determinado por la expansión de la industria de 9,3%, impulsada por REFICAR y por la recuperación de otros sectores como el textil y la industria petroquímica. La construcción, al igual que en 2015, aportará positivamente al crecimiento, pero esta vez jalonada más por el componente de edificaciones que el de obras civiles. Las edificaciones se favorecerán de la política pública activa del Gobierno, en su mayor parte concebida en el PIPE 2.0: cobertura en tasa de interés para 50 mil viviendas nuevas de precio medio-alto a partir de 2016, continuación y ampliación de los programas de viviendas gratis y viviendas para ahorradores -VIPA- y un proyecto para la construcción en los siguientes tres años de 32.000 aulas de colegio. En nuestras previsiones recogemos por completo las dos primeras políticas y parcialmente la última de ellas.

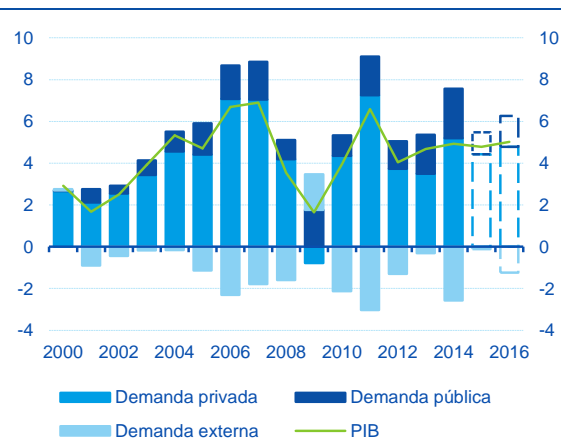
La agricultura también tendrá un aporte positivo, con un crecimiento superior al PIB total, explicado por el aumento de las cosechas que debió impulsar los altos precios de los alimentos de finales de 2015. El resto de los sectores registrarían una desaceleración respecto sus resultados del año anterior, contrarrestando el rebote de la industria y el buen desempeño de la construcción. En este grupo se destaca la minería que tendría una contracción de 2,3% debido a la caída en la producción de petróleo que esperamos para el próximo año y la marcada desaceleración que registrará la actividad comercial y el consumo público (Gráfico 4.5).

Gráfico 4.5
Previsiones sectoriales de 2015 y 2016 (variación anual, %)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 4.6
PIB, demanda pública, demanda privada y saldo exterior neto (contribución a la variación anual)



Fuente: DANE y BBVA Research

En conclusión, en 2016 esperamos una desaceleración del consumo final, especialmente en lo concerniente al gasto público. De esta forma, el balance más equilibrado del crecimiento de 2016 se basa en un perfil menos dependiente de la minería y del impulso del Gobierno. Además, en las exportaciones con un componente de mayor valor agregado y el mejoramiento de la capacidad instalada industrial y de la infraestructura del país, lo cual redundará en un crecimiento más diversificado entre varios sectores de la economía (Gráfico 4.6). Al finalizar esta década, la economía estará creciendo a tasas cercanas al 4%, con un crecimiento más balanceado y con una competitividad mayor gracias a las ganancias en productividad que traerá la modernización de la infraestructura.

Con todo, el crecimiento del PIB en 2016 lo estimamos en 2,4%. Este crecimiento será superior al esperado en Latinoamérica (0,5%) por la fuerte contribución negativa proveniente de Brasil y el crecimiento aún bajo de los otros dos países andinos en Suramérica (Gráfico 4.3).

Clave en la transición que describimos arriba de la economía colombiana es el papel del andamiaje institucional macroeconómico que permitió la flotación cambiaria y el aumento temporal del déficit fiscal. Ambos factores permitieron una desaceleración lenta y el primero de ellos sembró las semillas para que el sector transable se fortalezca en el mediano plazo y entre en el pelotón de los sectores que lideren el crecimiento. También ha sido importante la fortaleza del mercado laboral, con unas ganancias en formalidad que devinieron de la reducción en los costos no salariales de la reforma tributaria de 2012, y que han permitido que las tasas de desempleo no hayan registrado un mayor deterioro.

Ajustamos a la baja el crecimiento potencial de la economía

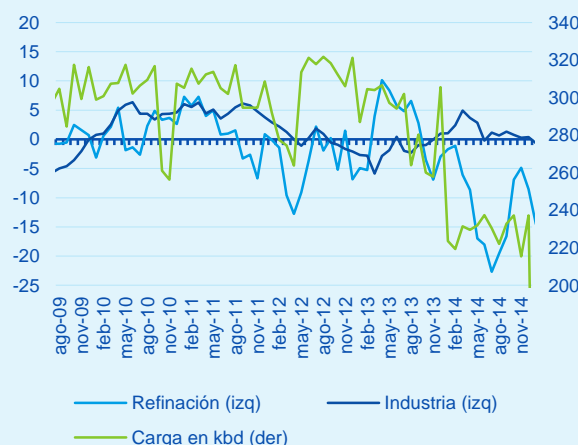
En el mediano plazo también hicimos unas correcciones a la baja en las tasas de variación del PIB, respaldadas por el menor crecimiento potencial estimado según nuestros modelos más recientes. Según estos, la expansión potencial de la economía sólo vuelve a estar por encima del 4,0% a finales de la década, condicionada a que la ejecución de las obras de cuarta generación de infraestructura se haga a buen ritmo (de acuerdo con un perfil de ejecución que tiene BBVA Research y que es menos optimista que el planteado por el Gobierno). El crecimiento entre 2017 y 2020 ahora lo estimamos en 4,1% promedio anual, reduciéndose desde 4,6% estimado hace tres meses.

Recuadro 1. REFCAR aumentará el crecimiento del PIB en 0,7 puntos porcentuales en 2016

La ampliación y modernización de la Refinería de Cartagena (REFICAR) comenzó a mediados de 2012 y en su fase final, REFCAR suspendió completamente su producción en los primeros días de marzo de 2014. Como resultado, la carga de las refinerías paso de 303 mil barriles día a (kbd) a 229 kbd entre 2012 y 2014, arrastrando así el desempeño de la industria en buena parte de 2014 (Gráfico R.1.1).

Gráfico R.1.1

Crecimiento de la industria y de la refinación de petróleo (% var anual) vs carga diaria de las refinerías (kbd)



Fuente: DANE, UPME y BBVA Research

La modernización de REFCAR, además de aumentar su capacidad instalada desde 85 kbd a 165 kbd, mejora el factor de conversión desde el 74% al 95%, disminuyendo significativamente el costo de producir un barril de productos refinados. Además, el contenido de azufre de los combustibles producidos allí se reducirá, impactando positivamente el medio ambiente. El diésel, por ejemplo, pasará a tener menos de 10 partes por millón de azufre, una cifra muy inferior a los 2.400 que contenía antes de la modernización.

La refinería está lista para operar y en octubre empezó el llenado parcial de sus tanques. Se estima que en noviembre REFCAR empezará a procesar 80 kpd; en enero su carga aumentaría a

120 kpd y se espera que en marzo la refinería este trabajando al 100% de su capacidad. De esta manera, los impactos positivos en la industria se empezarán a sentir desde el 4T15.

Recordemos que la refinación es el segmento industrial más importantes del país, con una participación del 19% de la producción industrial y del 2% del PIB en 2014. Por este motivo, la apertura gradual de REFCAR tendrá un impacto importante en el crecimiento de la economía.

Siguiendo el cronograma de apertura descrito arriba, la apertura de REFCAR en el 4T15 aumentaría la carga de las refinerías del país en 50 kbd llevando la carga total a 275 kbd (Tabla R.1.1). REFCAR aumentaría así el PIB industrial en 2,6 puntos porcentuales (pp), contribuyendo con 0,3pp al crecimiento del PIB total en el 4T15. Notemos que su impacto se sentiría con mayor fuerza en los primeros tres trimestres del 2016, aportando más de 7 pp de crecimiento a la industria y cerca de 0,8 pp al PIB (Tabla R.1.1). En total, esperamos que REFCAR aporte 0,7 al crecimiento del PIB de 2016.

Tabla R.1.1

Carga de las refinerías y su impacto en el PIB y en la industria

Trimestre	Carga (KBD)	Contribución a la industria (pp)	Contribución al PIB (pp)
4T14	230	-1,3	-0,2
1T15	225	-2,2	-0,2
2T15	226	-0,9	-0,1
3T15	225	0,4	0,0
4T15	275	2,7	0,3
1T16	345	5,8	0,6
2T16	386	7,5	0,8
3T16	386	8,0	0,9
4T16	386	4,8	0,6

Fuente: DANE, UPME, Ecopetrol y BBVA Research

Los anteriores cálculos no incluyen los efectos positivos que tendrá REFICAR en otras ramas industriales. Por ejemplo, la industria química se verá beneficiada de la mayor disponibilidad de azufre para la fabricación de jabones, fungicidas y fertilizantes. Así mismo, la mayor fabricación de materias primas incentivará la inversión para la fabricación de sintéticos (fibras, textiles, nylon), productos de polipropileno (juguetes, autopartes, recipientes plásticos) y de polietileno (bolsas, empaques de alimentos y bebidas). Toda esta gama de efectos secundarios convierten a REFICAR en un centro clave que consolidará el desarrollo del clúster petroquímico de caribe colombiano.

Por último REFICAR también tendrá un impacto positivo en las cuentas externas del país. Su apertura, por ejemplo, sustituirá más de un millón de barriles al mes de combustibles como diésel, gasolina y jet que el país venía importando, consolidando así su independencia energética. De hecho, además de satisfacer la demanda nacional, la apertura de Reficar le permitirá tener al país excedentes exportables de diésel (25 kbd), nafta (20 kbd), gasolina (14 kbd) y Jet Fuel (5,5 kbd) (Recuadro R.1.2).

Tabla R.1.2

Principales productos de REFICAR y su distribución al mercado interno y externo (barriles días)

	Producción	Consumo Nacional	Excedente exportable
Diésel	75.000	50.000	25.000
Nafta	30.000	10.000	20.000
Gasolina	30.000	16.000	14.000
Jet fuel	14.000	8.500	5.500
Propileno	5.000	5.000	0
GLP	4.000	4.000	0

Fuente: Ecopetrol y BBVA Research

5 Un mayor déficit de la cuenta corriente con una corrección muy lenta en el mediano plazo

Ajuste lento de las exportaciones netas y de la demanda de la economía retrasa el ajuste de la cuenta corriente

Como era de esperar, el primer efecto de la caída de los precios del petróleo fue la ampliación del déficit de la cuenta corriente, porque la desaceleración de la demanda interna fue más demorada y ordenada que la reducción rápida y fuerte de los precios de las materias primas. Además, el impulso al resto de exportaciones a través de la mayor devaluación no se ha dado todavía. Y puede demorarse todavía más tiempo. El primer efecto que se le atribuye al cambio en los precios relativos externos es la sustitución de importaciones por producción local, antes que el impulso de las ventas externas de la producción interna. De esta manera, la balanza comercial tuvo un cambio abrupto y se volvió deficitaria a finales de 2014, luego de varios años consecutivos de aportaciones positivas a la cuenta corriente.

En 2016 existirán varios factores a favor del menor déficit de la balanza comercial. El precio del petróleo entrará en una senda de recuperación y tendrá una cotización cerca de 9% superior al nivel promedio de 2015, ubicándose en USD59 por barril como media el año entrante. Las exportaciones industriales (en gran parte por los nuevos derivados del petróleo producidos en la refinería de Cartagena) y agrícolas tendrán un mejor comportamiento. Y el ajuste del consumo final será mayor, con efecto amortiguador sobre el crecimiento de las importaciones.

Adicionalmente, durante 2015 y 2016 existieron varios estabilizadores automáticos que compensaron parcialmente la presión que ejerció el petróleo sobre la cuenta corriente. En primer lugar, las menores ganancias de las empresas extranjeras petroleras y mineras determinaron un menor envío de dividendos hacia afuera del país. Esta caída será equivalente a la observada en la inversión extranjera directa durante 2015, pero más pronunciada en 2016, pues la recuperación de otros sectores transables y los grandes proyectos de infraestructura implicarán la entrada de recursos estables externos que compensará la continuación de un bajo nivel de inversión hacia las actividades minero-petroleras, dejando la inversión extranjera estable entre 2015 y 2016. Y en segundo lugar, las menores exportaciones e importaciones implicaron un menor pago por servicios de comercio exterior a empresas foráneas. Al mismo tiempo, el mayor crecimiento de los países desarrollados, con una buena cantidad de emigrantes colombianos empleados, permitió un incremento en el envío de las remesas. Estos envíos pasarán de significar el 21% del déficit de la cuenta corriente en 2014 al 27% del total del déficit de 2016.

En total, el déficit en la cuenta corriente esperado es 6,4% del PIB en 2015 y 5,5% del PIB en 2016. La principal corrección provendrá de la cuenta de renta de factores, que incluye el envío de dividendos al exterior. Mientras que en 2014 esa cuenta aportó el 65% del déficit de la cuenta corriente, será el 37% en 2015 y el 43% en 2016. La balanza comercial, por su parte, será la cuenta con mayor contribución al déficit, pasando del 23% en 2014, a 72% en 2015 y 55% en 2016.

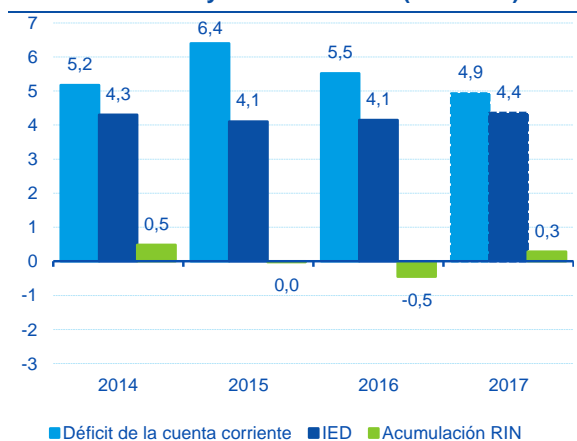
Durante 2015 no se espera una desacumulación de reservas internacionales (si acaso marginal por valoración del portafolio de inversiones y por las opciones de volatilidad). Los flujos de capitales (de portafolio y directa) fueron mayores a los esperados a inicios del año, lo cual se puede relacionar con una buena valoración de los inversionistas internacionales sobre las condiciones internas del país. Esto se confirma con las emisiones externas del Gobierno Central, que en total sumaron USD 3.500 millones, y con el financiamiento externo de algunas empresas privadas, elementos que, conjuntamente, también ayudaron al financiamiento de la cuenta corriente.

Sin embargo, en 2016 no se descarta la desacumulación de reservas, en cuyo caso llegaría a lo sumo a USD 1.500 millones (0,5% del PIB), pues los flujos de portafolio esperados son menores por el inicio de la normalización de las condiciones monetarias en Estados Unidos. Además, la inversión extranjera directa no debería crecer respecto a lo que se registrará este año (cerca de USD 12 mil millones) y las posibilidades de emisión externa para los privados y el Gobierno serán más limitados por las mayores tasas de interés externas.

Incluso con esta posible reducción de las reservas internacionales, éstas estarán en niveles completamente saludables cuando se les compara con el valor en dólares del PIB (16% del PIB) y con las importaciones totales (suficientes para más de 10 meses de importaciones promedio). Adicionalmente, Colombia sigue contando con la línea de crédito flexible con el FMI, la cual asegura provisión de liquidez al país en caso de una complicación no esperada en los flujos internacionales de crédito y capitales.

Gráfico 5.1

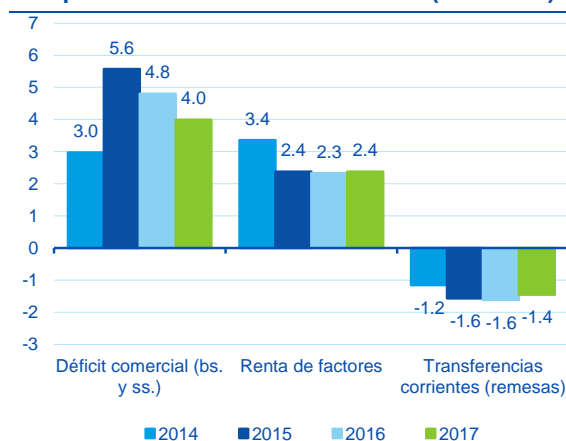
Cuenta corriente y financiamiento (% de PIB)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 5.2

Componentes de la cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

6 Ajuste de gasto confirma compromiso del Gobierno con la regla fiscal

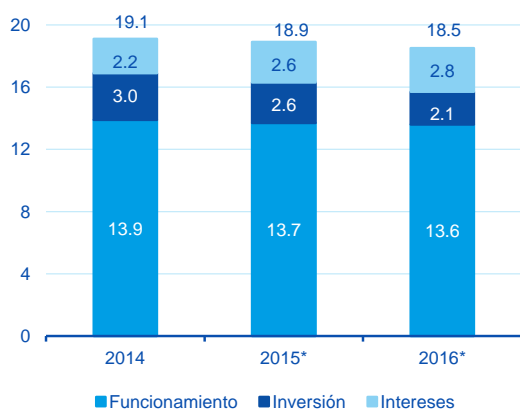
Nuevas cuentas fiscales moderan el gasto de funcionamiento del Gobierno

Los datos de consumo público del segundo trimestre de 2015 muestran una importante desaceleración con respecto al año anterior, reflejando un posible ajuste del gasto de funcionamiento del Gobierno. De esta forma, en el segundo trimestre de 2015 el consumo público creció en 1,8% en términos interanuales frente al 6,9% de crecimiento anual observado en el segundo trimestre de 2014. De igual forma, la generación anual de empleo urbano del Gobierno mostró un menor ritmo de crecimiento en el segundo trimestre de 2015, lo que se acentuó en el trimestre de junio-agosto, con un crecimiento interanual del -2,2%. Esta ralentización en el crecimiento del consumo público parece ir en línea con el decreto de aplazamiento de algunas apropiaciones del Presupuesto General de la Nación (Decreto 377) emitido por el Gobierno en marzo de 2015 y refleja la disposición del gobierno de reducir el gasto.

Más aún, a mediados de octubre, cuando se cerró la discusión del Presupuesto General de la Nación de 2016, el Gobierno publicó un nuevo balance del GNC en donde se revela su intención no sólo de “apretarse el cinturón” en 2015 sino de seguir haciéndolo en 2016. Esta disciplina fiscal quedó plasmada en el Presupuesto General de la Nación del 2016—PGN16— cuyo monto se redujo en 1 punto porcentual del PIB en 2016 frente a 2015 y que puede llegar a ser incluso menor en la medida en que la ejecución de algunos gastos queda sujeta a que se garanticen los ingresos necesarios para cumplir con la regla fiscal (en una coyuntura de incertidumbre en los precios del petróleo).

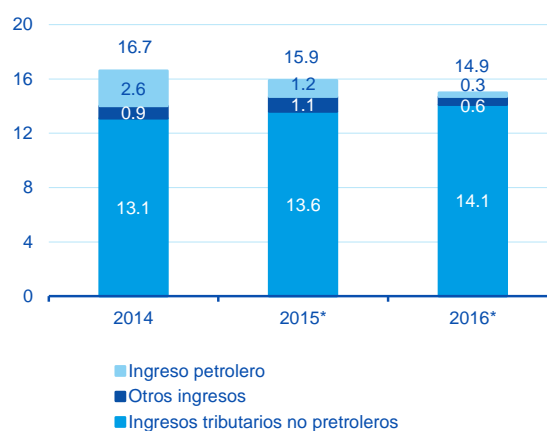
Las nuevas cuentas del Gobierno, muestran un gasto del GNC que pasa de un 19,1% del PIB observado en 2014 a 18,9% del PIB en 2015 y a 18,5% del PIB en 2016 (Gráfico 6.1). Esta reducción en el gasto se logra con un gasto en funcionamiento relativamente estable como porcentaje del PIB, que contrasta con la antigua senda creciente de gasto de funcionamiento que el gobierno mostró en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2015 (MFMP15). El ajuste en la inversión que se refleja en estos datos ya estaba contemplado en el MFMP15.

Gráfico 6.1
Gasto del GNC por componentes (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research
* Proyección del Gobierno

Gráfico 6.2
Ingresos del GNC por fuente (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research
* Proyección del Gobierno

Las nuevas cifras del Gobierno incorporan además de la reducción de los gastos mencionada antes, una reducción de los ingresos, lo que deja la proyección de déficit inalterado con respecto a la contemplado en el MFMP15 (de 3% del PIB en 2015 y de 3,6% del PIB en 2016, déficits en línea con la regla fiscal). La reducción de los ingresos del Gobierno en 2016 con respecto al escenario del MFMP15 se produce por menores ingresos petroleros (0,1% del PIB) y por menores ingresos tributarios no petroleros (0,6% del PIB). Estos últimos se pueden haber reducido, en parte, por un menor crecimiento económico esperado por el gobierno frente al del MFMP15 y, en parte, porque podría existir alguna incertidumbre sobre los ingresos adicionales que el gobierno quiere obtener con la mejora de la gestión y los controles anti evasión (estimados en 0,5% del PIB en el MFMP15) (Gráfico 6.2.).

El déficit del gobierno se ubicará en 3,1 en 2015 y en 3,6% en 2016

Nuestra senda de déficit es muy similar a la de hace tres meses: 3,1% (+0,1% del PIB) en 2015 y de 3,6% (igual) en 2016. A pesar de que ha habido presiones hacia la ampliación del déficit entre este escenario y el de julio, el déficit permanece igual, dado que el nuevo escenario incorpora el ajuste de gasto introducido por el Gobierno en sus cuentas. Las presiones hacia la ampliación del déficit, antes mencionadas, provienen de los menores precios del petróleo, de la menor actividad, de los mayores intereses, y de la incertidumbre sobre la obtención de la totalidad de los ingresos adicionales por anti evasión y mejora en la gestión que contemplaba el Gobierno en el MFMP15.

En 2016 el déficit del 3,6% del PIB está sujeto a que el ajuste del gasto se pueda implementar en su totalidad. En 2017, el cumplimiento de la regla fiscal, requiere de ingresos adicionales vía una reforma tributaria, esta vez más enfocada en las personas naturales (no en las empresas). En 2019, cuando se vencen los tributos aprobados bajo la más reciente reforma tributaria, la búsqueda de nuevos recursos es imperativa.

En síntesis el Gobierno confirma su compromiso con la disciplina fiscal

El cumplimiento del nuevo escenario fiscal planteado por el Gobierno requiere de un esfuerzo en términos de contención del gasto en funcionamiento y por lo tanto muestra el compromiso del Gobierno con la disciplina fiscal. En ese sentido, estas nuevas cifras presentadas por el Gobierno representan su reconocimiento de la importancia para el país de mantener las bondades que ha traído la solidez de la institucionalidad fiscal (Regla Fiscal, Ley de Regalías y Ley de Sostenibilidad fiscal). Entre las ventajas de esta nueva institucionalidad se cuentan la mayor confianza internacional, los menores costos de financiamiento y la coherencia con la política monetaria, entre otras.

7 Inflación termina al alza en 2015 pero volverá al rango meta a finales de 2016

Alza del tipo de cambio y fenómeno de El Niño presionan al alza la inflación de finales de 2015

Dos factores inesperados afectaron la senda de inflación en los últimos meses. El primero de ellos es la devaluación del 11% de la tasa de cambio entre julio y agosto que reactivó de nuevo la presión del tipo de cambio a los precios (Gráfico 7.2). La inflación de los productos transables, como resultado, se aceleró, desde tasas anuales de crecimiento de 4,7% en julio a tasas de 6,4% en octubre. El tipo de cambio no solo ha afectado el costo de los transables sino también otros productos de la canasta básica. Por ejemplo, las tarifas de gas están indexadas al comportamiento del dólar y por ello es que su costo ha subido 22% en el último año. El precio de los tiquetes aéreos también ha subido (12% en el último año) debido a que un porcentaje alto del costo de las aerolíneas está en dólares. Estos aumentos que vemos en los transables no se deben a que la transmisión del tipo de cambio a los precios haya aumentado, sino más bien a la propia magnitud de la depreciación del tipo de cambio (en septiembre la tasa de cambio se depreció 56% anual). De hecho, la evidencia empírica reciente señala que para el caso colombiano el coeficiente de transmisión se sigue manteniendo en el 5% que estimamos hace más de uno año (Ver nuestra reciente publicación [¿Ha aumentado el pass-through de tipo de cambio a precios en América Latina?](#)).

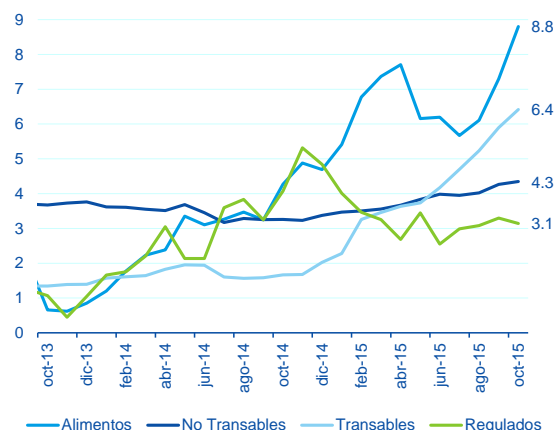
El segundo factor es el alza en el precio de los alimentos asociado al déficit de lluvias que registra el país en los últimos meses. Como consecuencia, la inflación de los productos perecederos se aceleró de 7,5% a 18,1% a/a entre julio y octubre, mientras que la de carnes y sus sustitutos pasó de 2,2% a 4,6% en este mismo periodo (Tabla 7.1). En total, el IPC de alimentos alcanzó un crecimiento anual de 8,8% en octubre (Gráfico 7.1), aportando 2,5pp a la variación total del IPC de 5,9%. Lo anterior ubica a los alimentos como el principal impulsor de la inflación en 2015, explicando el 42% de la variación anual a octubre (Tabla 7.1).

Las condiciones adversas del clima están asociadas al fenómeno de El Niño, cuya presencia se confirmó en agosto pasado. Los pronósticos de su evolución apuntan a que tendremos un fenómeno de intensidad fuerte que se traducirá en mayores déficits de lluvia y temperaturas altas en buena parte del territorio nacional. Con una probabilidad alta, se pronostica que el fenómeno se extenderá hasta el segundo trimestre de 2016, lo que presionará al alza el precio de los alimentos en los próximos meses. Como efecto colateral, el clima seco ha disminuido el nivel de los embalses, llevando a que la generación de energía se apoye más en las fuentes termoelectricas, elevando así los costos de producción. Afortunadamente cerca del 85% de la energía que llega a los hogares está cubierta por contratos de mediano plazo y no se verá afectada por el aumento del costo de generación, mitigando un porcentaje alto del impacto que tendremos en los precios vía tarifas de energía.

La inflación del grupo de los productos no transables también ha subido, aunque a un ritmo mucho menor al registrado por el grupo de alimentos y transables. Entre julio y octubre, este grupo vio un aumento de 40pb, llevando el crecimiento de sus precios a 4,3% en el último mes (Gráfico 7.1). Detrás de esta alza está el aumento en los servicios de diversión, especialmente el de los servicios de televisión (6,0% a/a) y el del grupo que agrega a otros servicios relacionados con la diversión (20,4% a/a). Finalmente, el grupo de los productos regulados es el que registra la menor inflación (3,1% a/a en octubre), gracias a la disminución que ha tenido el precio de la gasolina a lo largo del año y que ha compensado las alzas en las tarifas del gas domiciliario (Gráfico 7.1).

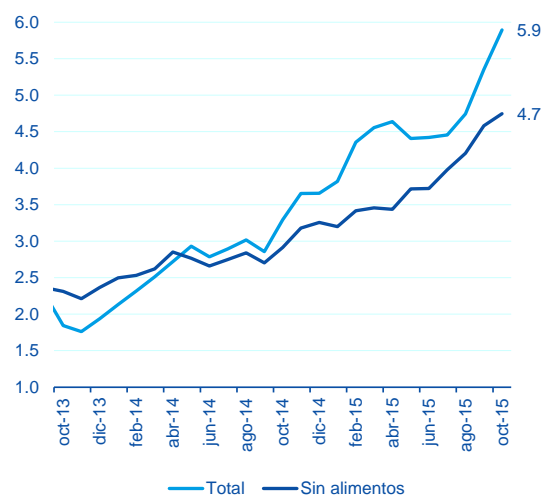
De lo anterior se desprende que la inflación básica, la inflación que excluye la dinámica del precio de los alimentos, haya aumentado principalmente por la aceleración en la inflación de los transables, la que a su vez ha aumentado, como lo explicamos, por la mayor tasa de cambio. La inflación básica, a octubre, registra así un crecimiento de 4,7%, 1pp por encima de su registro de junio (Gráfico 7.2).

Gráfico 7.1
Inflación de los cuatro principales grupos de gasto (% variación anual)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 7.2
Inflación total y básica (% variación anual)



Fuente: DANE y BBVA Research

Las sorpresas inflacionarias de los últimos meses, que estuvieron determinadas por la devaluación de la tasa de cambio y por las adversas condiciones climáticas, nos llevan a aumentar nuestro pronóstico de inflación para 2015. Ahora esperamos que la inflación termine el 2015 en una tasa de 5,9%, pronóstico que además de incorporar las sorpresas descritas, tiene en una cuenta un aumento en la inflación de alimentos en los próximos meses como consecuencia del fenómeno de El Niño.

Tabla 7.1
Inflación de los cuatro principales grupos de gasto a octubre (crecimiento en % y contribución en pp)

Grupo	Ponderación	12 meses	Contribución	Año Corrido	Contribución
Total	100	5,9	5,9	5,5	5,5
Alimentos	28,2	8,8	2,5	8,6	2,4
Hortalizas, frutas, tubérculos y leche	5,1	18,1	0,9	19,7	1,0
Cereales y grasas	6,0	12,3	0,7	11,9	0,7
Carne y sustitutos	6,1	4,6	0,3	3,9	0,2
Comidas fuera del hogar	11,0	5,1	0,6	4,5	0,5
Sin alimentos	71,8	4,7	3,4	4,2	3,0
Transables	26,0	6,4	1,7	5,8	1,5
No Transables	30,5	4,3	1,3	3,7	1,1
Regulados	15,3	3,1	0,5	3,0	0,5
Sin alimentos ni regulados	56,5	5,2		4,6	
Sin alimentos percederos, combustibles ni servicios públicos	76,6	5,5		4,9	

Fuente: DANE y BBVA Research

La credibilidad ganada por el Banco de la República en los últimos años permitió que la tasa de cambio flotara libremente, permitiendo a la tasa de cambio fungir como amortiguador de los menores precios del petróleo. A pesar de la fuerte devaluación del peso, las expectativas de inflación en la primera parte del año no reaccionaron en una magnitud proporcional al tamaño de este choque, lo que muestra la fortaleza institucional de la política macroeconómica. Las expectativas han aumentado en el segundo semestre, especialmente por las sorpresas

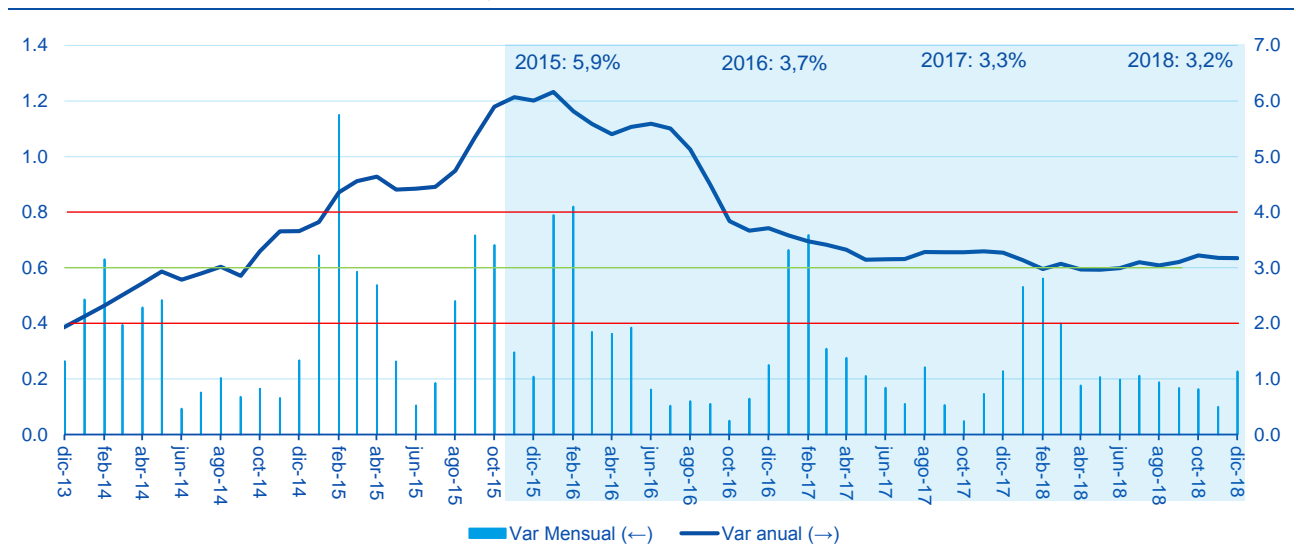
inflacionarias y por el impacto que tendría el fenómeno de El Niño en la inflación de alimentos en los próximos seis meses. Estos choques, aunque de naturaleza temporal, permearon las expectativas de inflación para 2016, obligando al BanRep a subir las tasas, señalando así su compromiso con la estabilidad de los precios.

Indexación de los precios a la inflación de 2015 retrasará la convergencia de la inflación al rango meta en 2016

Para 2016 también elevamos el pronóstico de inflación, desde 3,1% a 3,7%. La alta tasa de inflación del cierre de 2015 aumentará la indexación de algunos productos y servicios en 2016, especialmente en la primera mitad del año, lo que retrasará la convergencia de la inflación al rango meta. Además de la indexación, la inflación de 2015 elevará el salario mínimo en un porcentaje importante, lo que podría generar efectos de segunda ronda a través de la transmisión de los mayores costos a los precios de venta.

Los mismos factores que subieron la inflación en 2015, ayudarán a que la inflación se corrija, especialmente en el segundo semestre de 2016. Nuestro escenario incluye una corrección continua de la tasa de cambio a lo largo del próximo año que dejará esta tasa en COP 2700 al cierre de 2016. Adicionalmente, la subida en el precio de los alimentos que esperamos continúe en los próximos meses incentivará la producción agrícola, aumentando su, lo que redundará en una disminución de los precios de los alimentos en el segundo semestre del año. Lo anterior, sumado al efecto base de la inflación de 2015 y al menor crecimiento económico que esperamos, ayudarán a que la inflación retorne al rango meta en los últimos meses de 2016.

Gráfico 7.3
Senda de inflación (%), variación mensual y anual



Fuente: DANE y BBVA Research

8 Política monetaria en busca de acelerar la convergencia de la inflación al rango meta

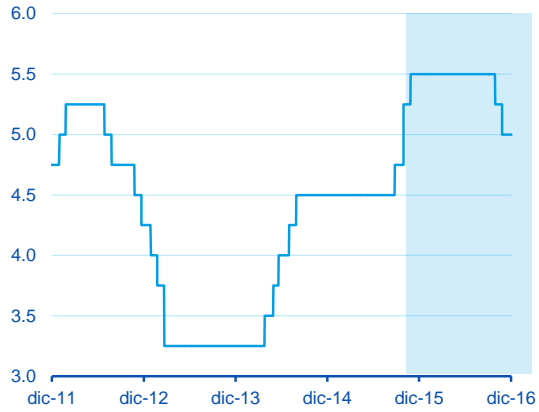
La dinámica de las expectativas de inflación y una convergencia más lenta de la inflación hacia su meta de largo plazo llevaron al BanRep a incrementar su tasa de intervención en septiembre y octubre

Al cierre del tercer trimestre, la Junta Directiva del Banco de la República decidió incrementar la tasa de intervención por primera vez desde agosto de 2014 en 25pb. Posteriormente, en su reunión de octubre, la Junta Directiva resolvió por mayoría incrementar adicionalmente la tasa repo en 50pb hasta 5,25% (Gráfico 8.1). Este cambio de postura fue motivado por el incremento que ha presentado la inflación, la inflación básica, los bajos niveles de tasa de interés real de política (Gráfico 8.2) y los temores sobre el “desanclaje” en las expectativas de inflación. De hecho, las últimas mediciones de expectativas de inflación continúan mostrando algunos incrementos. Particularmente, las medidas de expectativas de inflación obtenidas de la encuesta de analistas de octubre a uno y dos años se incrementaron y se sitúan en 4,1% y 3,5%, respectivamente, mientras que obtenidas de los papeles de deuda pública a 2, 3 y 5 años superan el 4%, de acuerdo a las mediciones del BanRep. Por otra parte, la Junta espera que el traslado de parte de la devaluación a los precios a los consumidores, el fenómeno de El Niño y la posible activación de mecanismos de indexación hagan más lenta la convergencia de la inflación hacia su meta.

Así, y aunque esperamos que las decisiones de política monetaria se mantengan en un estado altamente dependiente de los datos, la dinámica de las expectativas de inflación y el comportamiento de las diferentes medidas de inflación básica van a ser los elementos más importantes en las discusiones del BanRep durante el último trimestre de 2015 y comienzos de 2016. En este contexto y dado el compromiso que el BanRep ha mostrado de mantener las expectativas de inflación ancladas, nuestro escenario central contempla la posibilidad de un incremento adicional de 25pb en la tasa de interés de política durante el cuarto trimestre de 2015, ubicándose en 5,50%.

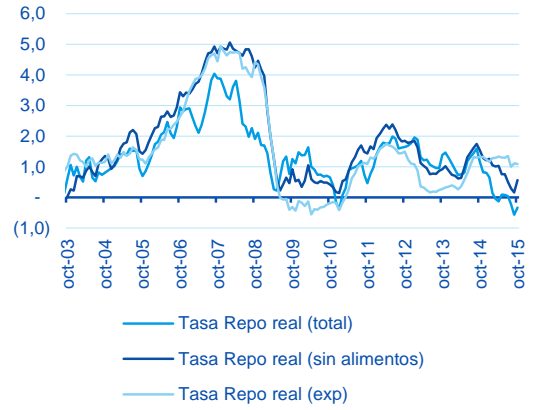
Finalmente, es importante señalar que consideramos que una vez realizado dicho ajuste durante el cuarto trimestre de 2015 volveremos a un escenario de estabilidad en términos de tasa de interés durante el primer semestre de 2016. En la segundo semestre de 2016, la atención se centrará en la convergencia de la inflación hacia el rango meta, y de materializarse dicha dinámica se abriría la posibilidad que la tasa repo se reduzca hasta el 5,0% en el último trimestre.

Gráfico 8.1
Tasas de interés de política (% , efectiva anual)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research.

Gráfico 8.2
Tasas de interés real de política empleando diferentes deflatores (% , efectiva anual)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research. Las series de la tasa Repo son deflactadas empleando la inflación total, la inflación sin alimentos y las expectativas de inflación a 12 meses de la encuesta de BanRep.

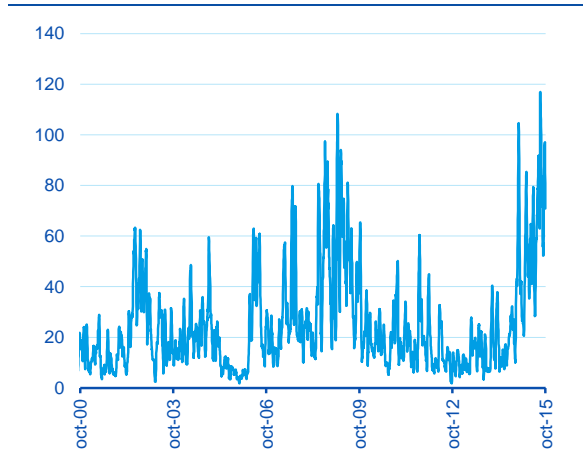
9 Tasa de cambio: Altos niveles de volatilidad persistirían a finales de 2015 y comienzos de 2016

Tasa de cambio seguiría siendo afectado principalmente por la dinámica de los precios del petróleo y del contexto internacional. La flexibilidad cambiaria continúa siendo una estrategia de política adecuada, que mitiga parcialmente los efectos del choque de términos de intercambio

Durante el 2015 la tasa de cambio experimentó un rápido incremento, el cual fue acompañado de niveles históricamente elevados de volatilidad (Gráfico 9.1 y 9.2). Esta dinámica fue el resultado de una compleja interacción de elementos - particularmente externos - dentro de los cuales sobresalieron el comportamiento de los precios de petróleo, la incertidumbre sobre los movimientos de política monetaria de la Reserva Federal y los choques a la aversión al riesgo originados en China. Durante el comienzo del cuarto trimestre, cambios en la regulación sobre descalces cambiarios del sistema financiero (posición propia de contado), el anuncio sobre el mecanismo de subastas *call* para la desacumulación de reservas internacionales y el apetito por parte los inversionistas extranjeros en el mercado de TES —reflejado en los flujos de portafolio— estuvo acompañado de una tendencia de corrección temporal en la tendencia que se había observado en el peso. Es importante señalar que en el contexto actual la flexibilidad cambiaria es una política adecuada, en la medida que mitiga parcialmente el choque de términos de intercambio y ayuda al ajuste de la cuenta corriente, y que las medidas adoptadas recientemente en materia cambiaria están enfocadas a que los movimientos a futuro sean un poco más graduales.

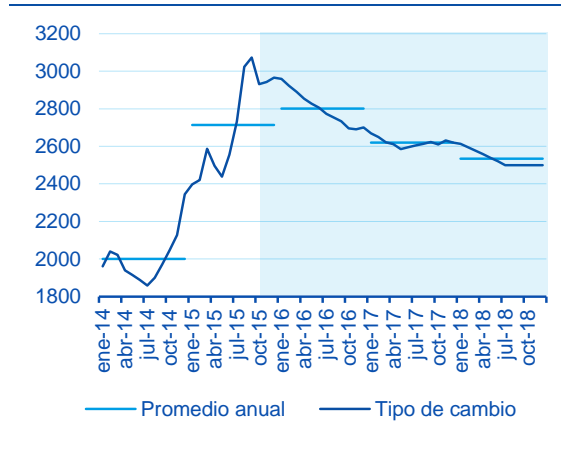
Por otra parte, nuestras proyecciones sobre la tasa de cambio incluyen tres consideraciones. En primer lugar, la tasa de cambio seguiría estando correlacionada con los precios del petróleo. En dicho contexto, las perspectivas sobre los precios del petróleo señalan una recuperación muy paulatina de los precios, la cual es incorporada en nuestro escenario central. En segundo lugar, la evolución de la economía China va seguir siendo un elemento central de monitoreo, tanto por el impacto que puede generar en la volatilidad de la tasa de cambio como en la perspectiva que genera sobre la demanda de materias primas. En tercer lugar, nuestras proyecciones van en línea con un ajuste lento y moderado de las cuentas externas como se analizó en la sección 5. Así, para 2016 esperamos una corrección de la tasa de cambio, aunque en promedio se presentaría una ligera depreciación (Gráfico 9.2).

Gráfico 9.1
Volatilidad de la tasa de cambio (desviación estándar calculada en una ventana de 20 días)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research.

Gráfico 9.2
Senda esperada de la tasa de cambio (USDCOP)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research.

Finalmente, y con respecto a las proyecciones de mediano plazo de la tasa de cambio, estas contemplan la dinámica proyectada de la economía colombiana, el ajuste esperado de las cuentas externas y el contexto externo —particularmente el precio del petróleo y la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos—. Bajo nuestros supuestos macroeconómicos y las expectativas sobre los precios internacionales de los combustibles, el nivel de equilibrio de la tasa de cambio nominal - que ahora estimamos en COP 2.500 por dólar - se logrará durante el 2018 (Gráfico 9.2).

10 Balance de riesgos de la economía colombiana

Nuestras proyecciones de crecimiento tienen un balance de riesgos a la baja. El escenario internacional y las incertidumbres locales muestran que la economía sería sensible a choques negativos sobre el crecimiento, aunque éstos aún se mantienen con una probabilidad baja de ocurrencia.

En cuanto al contexto internacional, los principales riesgos provienen del precio de las materias primas y el crecimiento de China. Si no se da la recuperación esperada en el mercado del petróleo y el aterrizaje suave en China, habría nuevos impactos negativos sobre el crecimiento colombiano. También es importante que Estados Unidos y Europa aceleren gradualmente sus tasas de crecimiento, como lo tenemos en el escenario base, pues éstas dos regiones son los principales demandantes de las exportaciones colombianas.

En el frente local reconocemos cuatro choques específicos. Primero, un deterioro adicional de la confianza y en el mercado laboral. Con esto, el ajuste en el consumo privado podría ser mayor de lo esperado. Segundo, un ajuste de la cuenta corriente desde niveles más elevados y más gradual que en nuestro escenario de referencia. Además, si llegara a aumentar la incertidumbre global y, con ella, una reducción de los flujos de capitales a países emergentes, el balance deficitario de la cuenta corriente obligaría a un ajuste mayor al previsto en la demanda interna. Tercero, un retraso adicional en el cronograma de inicio de las obras de cuarta generación de infraestructura, que evite que se inicie su contribución positiva en el PIB de 2016, limitaría el impacto positivo que se espera desde el sector de la construcción en 2016. Cuarto, una aceleración de la inflación de alimentos y un aumento de las tarifas de energía como consecuencia de un fenómeno de El Niño más severo y prolongado del que actualmente estimamos.

11 Tablas con pronósticos

Tabla 11.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2013	2014	2015	2016
PIB (% a/a)	4,9	4,6	2,7	2,4
Consumo Privado (% a/a)	3,8	4,4	2,8	2,3
Consumo Público (% a/a)	9,2	6,2	2,0	0,2
Inversión Fija (% a/a)	6,0	10,9	2,7	5,1
Inflación (% a/a, fdp)	1,9	3,7	5,9	3,7
Inflación (% a/a, promedio)	2,0	2,9	4,8	5,0
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1.927	2.392	2.965	2.700
Devaluación (vs. USD, fdp)	9,0%	24,1%	23,9%	-8,9%
Tipo de Cambio (vs. USD, prom.)	1.869	2.001	2.711	2.800
Devaluación (vs. USD, prom.)	3,9%	7,1%	35,5%	3,3%
Tasa de Interés BanRep (% fdp)	3,25	4,50	5,50	5,00
Tasa de interés DTF (% fdp)	4,06	4,34	5,35	5,27
Tasa de desempleo (% fdp)	9,7	9,3	10,3	10,8
Balance Fiscal (% PIB)	-2,4	-2,4	-3,1	-3,6
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,2	-5,2	-6,4	-5,5

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

Tabla 11.2

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	3,0	4,4	2.585	4,50
T3 15	2,5	5,4	3.122	4,75
T4 15	2,4	5,9	2.965	5,50
T1 16	1,9	5,5	2.889	5,50
T2 16	2,1	5,5	2.806	5,50
T3 16	2,5	4,4	2.734	5,50
T4 16	3,2	3,7	2.700	5,00

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Colombia

Economista Jefe de Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Fabián García
fabianmauricio.garcia@bbva.com

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

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvarojorge.martin@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Colombia

Carrera 9 No 72-21 Piso 10
Bogotá, Colombia
Tel: 3471600 ext 11448
E-mail: bbvaresearch_colombia@bbva.com
www.bbvaresearch.com