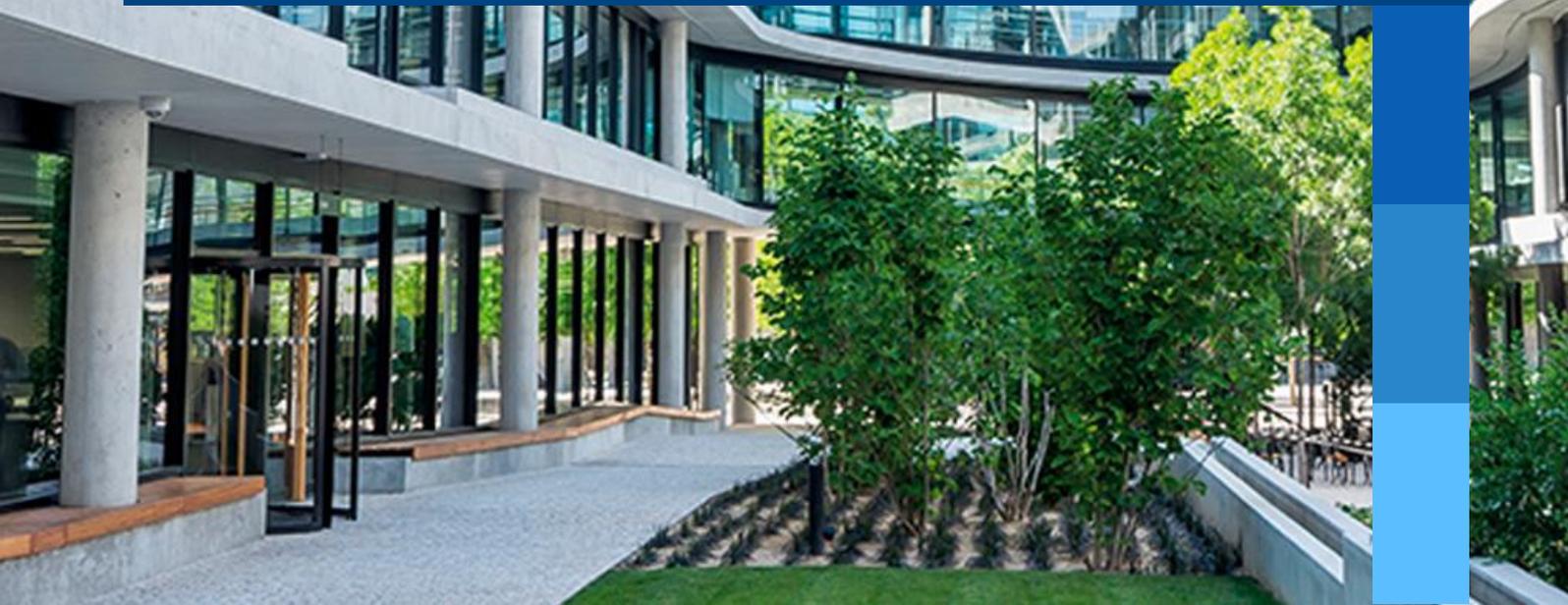


The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

**BBVA** | Research

# Situación Colombia

2° TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE COLOMBIA



## Índice

<b>1. Editorial</b>	<b>3</b>
<b>2. El crecimiento global se consolida, pero aún con riesgos</b>	<b>4</b>
<b>3. El crecimiento de 2017 será muy similar al del año anterior</b>	<b>6</b>
<b>4. Resumen de pronósticos</b>	<b>14</b>

**Fecha de cierre: 17 de abril de 2017**

## 1. Editorial

Las perspectivas de crecimiento mundial han aumentado ligeramente en el último trimestre para la Eurozona y, sobre todo, para China. En EE.UU. las previsiones de crecimiento se mantienen en 2,3% este año y 2,4% en 2018. Como resultado, el crecimiento mundial esperado es 3,3% y 3,4% en 2017 y 2018.

En Colombia, el 2017 empezó con un crecimiento lento, afectado por la baja confianza de los consumidores y por el arranque parsimonioso de la inversión pública y privada. Sin embargo, esperamos que la inversión y el consumo se aceleren a partir del segundo semestre. En particular, el consumo se verá favorecido por las menores tasas de interés, la menor inflación y la mejora en la confianza del consumidor, que deberá dejar atrás los mínimos históricos registrados en los primeros meses del año. El consumo privado crecerá 2,0% en 2017 y 2,6% en 2018, tasas muy similares a las que esperamos para el crecimiento del Producto Interno Bruto.

La inversión seguirá siendo la variable que sustenta el mayor crecimiento de la economía hacia adelante. Este rubro pasará de caer 3,6% en 2016 a crecer 2,4% en 2017 y a 3,8% en 2018. La inversión pública se acelerará por la ejecución de algunos programas de infraestructura 4G, que repuntará gradualmente conforme vayan iniciando los proyectos, y por la mayor ejecución que tendrán los gobiernos regionales en 2017 y 2018 comparada con la baja ejecución que registraron en 2016 –primer año de los gobiernos locales-. La inversión privada también tendrá una aceleración, aunque menor que la pública, gracias a la mayor inversión que esperamos del sector agrícola, industrial y minero, la cual se beneficiará de las menores tasas de interés y de los incentivos creados por la reforma tributaria para la compra de bienes de capital.

La inflación anual al consumidor seguirá descendiendo y esperamos que cierre el 2017 en 4,1% y el 2018 en 3,4%. Clave en este proceso será la corrección a la baja que tendrá la variación anual del precio de los alimentos en buena parte de 2017 y la evolución que esperamos del precio del dólar. En particular esperamos que la tasa de cambio se mantenga relativamente estable con una apreciación promedio de cerca 3% en 2017 y una devaluación del 1% en 2018, lo que contribuirá a que la variación del precio de los productos e insumos importados se siga moderando.

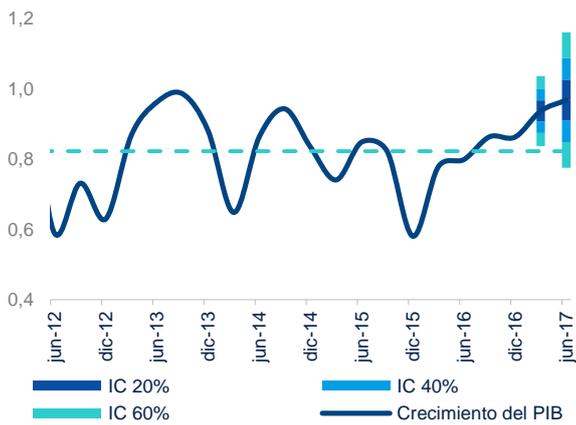
El Banco de la República continuará recortando su tasa de política y la llevará a 5,5% al cierre de este año y a 5,0% en 2018. La debilidad de la economía, creciendo por debajo de su potencial, y la tendencia a la baja que muestra la inflación abren espacio para que los recortes de política monetaria continúen a lo largo de este año. Nótese que esperamos una gradualidad en el recorte de tasas en la medida en que el Banco Central estará atento a la convergencia, que aun no se ha dado, de las expectativas de inflación a su objetivo puntual del 3%.

Los principales riesgos sobre la economía son de origen idiosincrático, relacionados con un retraso mayor al esperado en las decisiones de inversión pública y privada. Estos retrasos podrían impactar a su vez el mercado laboral y el consumo privado, afectando no solo el crecimiento a corto plazo, sino también el crecimiento potencial de la economía en el mediano plazo.

## 2. El crecimiento global se consolida, pero aún con riesgos

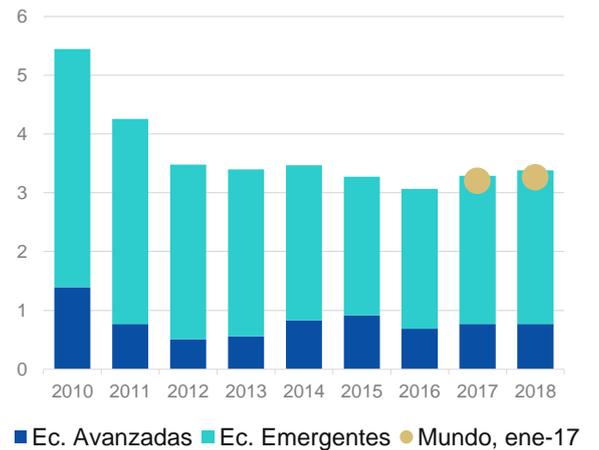
El crecimiento del PIB a nivel global continuó aumentando, hasta tasas de alrededor del 3,8% anual (1,0% trimestral), mayor que el 3,2% (0,8% trimestral) de media desde el año 2011. Detrás de esta aceleración está la mejora generalizada de la confianza, junto con el avance del comercio global, dinamizado sobre todo por los estímulos monetarios y fiscales en China. El desempeño de los países avanzados sigue siendo especialmente positivo, con la consolidación de la recuperación de EE.UU. y con Europa creciendo por encima de su potencial. Por el lado de América Latina, se espera que este año salga de la recesión, aunque con crecimiento aún moderado.

**Gráfico 2.1** Crecimiento del PIB mundial Previsiones basadas en BBVA-GAIN (% , t/t)



Fuente: BBVA Research

**Gráfico 2.2** Crecimiento mundial y contribuciones por regiones (% , a/a)



Fuente: BBVA Research

Revisamos al alza el crecimiento mundial, que aumentará de 3,1% en 2016 a 3,3% en 2017 y 3,4% en 2018

El mejor comportamiento global viene acompañado de menor incertidumbre sobre las posibles acciones de política del nuevo gobierno en Estados Unidos. Se destaca que los escenarios con mayor impacto negativo hacia Latinoamérica: como el impulso fiscal anunciado en campaña que podría presionar la inflación al alza y crear la necesidad de un ajuste de política monetaria más expedito o el mayor proteccionismo, parecen tener menor probabilidad de ocurrencia. No obstante, la dificultad para sacar adelante la reforma del sistema de salud también ha puesto de manifiesto los problemas para aprobar otras medidas, como las ligadas a la reducción de impuestos o el plan de gasto en infraestructura, lo que elimina la probabilidad de un fuerte impulso en el corto plazo.

Los mercados financieros se han mantenido tranquilos en los últimos meses, registrando una baja volatilidad a pesar de la elevada incertidumbre. En este contexto, los bancos centrales de los países desarrollados avanzan de forma gradual en el proceso de normalización de la política monetaria. La Fed, que lidera este proceso, mantiene su

mensaje de salida gradual por lo que prevemos que realice dos subidas adicionales de tipos de interés este año y otras dos en 2018, hasta el 2%. Al mismo tiempo, se ha comenzado a discutir la forma en que se abordará la tercera fase de la estrategia de salida: la reducción del balance actual. Sin embargo, se espera que no suceda hasta el año que viene y se implementaría de forma pasiva. El Banco Central Europeo se muestra también más optimista con el crecimiento, pero aun con dudas sobre el comportamiento de la inflación, lo que lo mantendría rezagado respecto al ritmo de salida de la Fed. Dado este proceso de normalización de políticas monetarias cabe esperar un aumento del costo de financiación a nivel global hacia adelante.

En conjunto, nuestras previsiones de crecimiento para 2017-18 se revisan sólo marginalmente. El mejor arranque de año las eleva para la Eurozona y sobre todo para China (donde esperamos un crecimiento de 6,3% y 5,8% en 2017-18, alrededor de 0,5pp más que hace tres meses), para los países latinoamericanos se espera una aceleración en el crecimiento (con la notable excepción de México). En Estados Unidos mantenemos nuestras previsiones de crecimiento en 2,3% este año y 2,4% en 2018 apoyado por una aceleración de la inversión. Como resultado, el crecimiento mundial esperado es del 3,3% y 3,4% para 2017-18, en ambos casos una décima más que en nuestras últimas previsiones.

A nivel global, los riesgos siguen sesgados a la baja. Más allá de la incertidumbre todavía asociada a las medidas que finalmente se aprueben en EE.UU., sobre todo en el plano comercial, las dudas se centran en los resultados electorales en Francia o Italia, por el impacto fuertemente negativo que podrían tener en la estabilidad de la zona euro en el caso (poco probable) de vencer las opciones fuertemente antieuropeístas. A ello se une el riesgo asociado a la economía china, donde la fortaleza reciente de la inversión puede frenar el proceso de reducción de desequilibrios. Otros elementos importantes de riesgo son las negociaciones sobre el *Brexit* (que no han empezado con buen pie), los múltiples riesgos geopolíticos o los riesgos asociados a la normalización de la política monetaria, sobre todo en EE.UU.

### 3. El crecimiento de 2017 será muy similar al del año anterior

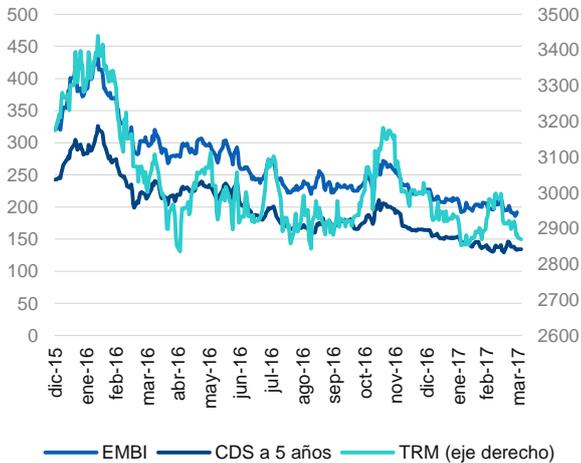
#### Mercados: dólar pierde fortaleza y el petróleo se mantiene por encima de los USD 50 con elevada volatilidad

Los precios de las materias primas relevantes para el país se mantuvieron durante lo corrido de 2017 en niveles superiores a sus promedios de 2016. En el caso del petróleo Brent, el precio del barril se ubicó en USD 53,6 en el primer trimestre de 2017, mayor al promedio en igual periodo de 2016 de USD 33,8. Por su parte, el precio de la tonelada de carbón en este mismo periodo estuvo alrededor de USD 30 por encima de su promedio en el primer trimestre de 2016. Este comportamiento se explica por el cumplimiento de los acuerdos de recorte en producción por parte de los miembros de la OPEP y de la materialización de un escenario de mayor crecimiento económico en China. Sin embargo, esta recuperación de los precios no estuvo exenta de una elevada volatilidad en sus cotizaciones internacionales. Los inventarios y la producción de crudo en Estados Unidos, la evaluación del cumplimiento de los acuerdos de la OPEP mes a mes y las probabilidades de su renovación para la segunda mitad del año (actualmente finaliza en junio) han implicado volatilidades importantes en el precio del petróleo. Así mismo, las decisiones de política monetaria en Estados Unidos y Europa y la fortaleza del dólar al inicio del año y su posterior devaluación impactaron igualmente el precio del petróleo, entre otros commodities.

De esta forma, si bien el tipo de cambio se ubica en general por debajo del cierre del año anterior también ha absorbido y replicado las volatilidades de los mercados monetarios y de las materias primas con impacto en el país. Así, la apreciación de la moneda respecto al cierre del año anterior se ubica en 4,3% y la apreciación promedio de los primeros 100 días del año respecto a los mismos días del año anterior es de 9,7%. No obstante, en lo que va del año la diferencia entre la máxima TRM (Tasa Representativa del Mercado) y la mínima TRM se ubica en 152 pesos, una franja equivalente al 5,3% del valor actual de la tasa, señalando una alta volatilidad del tipo de cambio.

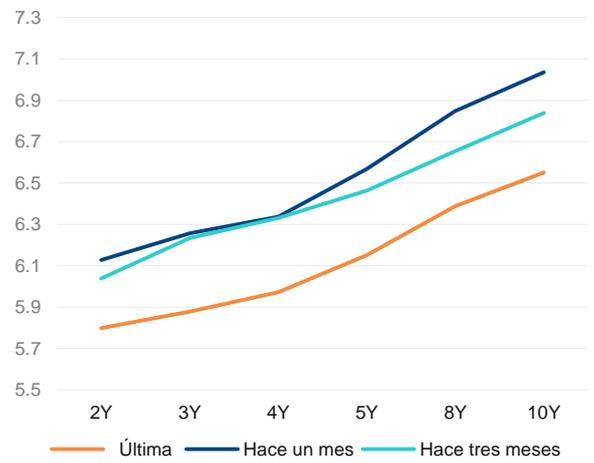
Otro factor que ha presionado la apreciación del tipo de cambio es la entrada de capitales foráneos. En el primer trimestre del año, la entrada neta de capitales de portafolio y de Inversión Extranjera Directa (IED) a marzo totalizaron USD 3.456 millones, lo cual significa un incremento del 20% con respecto al primer trimestre de 2016. Estas entradas de capital se correlacionaron, igualmente, con una reducción significativa de las primas de riesgo de la economía, tanto cuando las medimos a través del EMBI como con los CDS's (Gráfico 3.1).

**Gráfico 3.1** EMBI, CDS y TRM en Colombia (puntos básicos y pesos)



Fuente: Bloomberg y Banco de la República

**Gráfico 3.2** Curva de rendimientos de la deuda pública de Colombia (%)



Fuente: Bloomberg. Fecha última: 6 de octubre

Como consecuencia de lo anterior, la curva de tasas de interés de la deuda pública se ubica actualmente debajo de sus niveles de hace tres meses (Gráfico 3.2). En su reducción también ha contribuido el descenso de la inflación y las perspectivas de recortes de la tasas de interés del Banco de la República. Además, las rentabilidades a diez años en este momento se ubican 4,4 puntos porcentuales (pp) por encima de las observadas en Estados Unidos, cuando hace tres, seis y doce meses se ubicaban en 4,5, 5,3 y 6,4 pp por encima de las mismas.

## La inversión seguirá siendo el soporte del crecimiento

Los datos de cierre del PIB para 2016 anticipan una recuperación lenta de la inversión privada y un arranque tímido y de baja velocidad de las obras de infraestructura de cuarta generación. De esta forma, el impulso que nosotros esperábamos desde la inversión para el crecimiento de 2017 y 2018, aunque se mantiene y seguirá siendo importante porque sus crecimientos superarán al del PIB total, será de menor intensidad y velocidad que el que nosotros pronosticábamos tres meses atrás.

Al mismo tiempo, los hogares y las empresas iniciaron el año 2017 con bajos niveles de confianza de acuerdo a las encuestas de Fedesarrollo. Para el caso del consumidor, su pesimismo en el arranque del año se ubicó en mínimos históricos. Los hogares asociaron, probablemente, el incremento en el IVA de 16% a 19% con fuertes incrementos en los precios de los bienes y decidieron ser muy cautos con sus decisiones. Sin embargo, este comportamiento del gasto de los hogares, aunque un poco más débil que lo anticipado, no fue considerablemente más profundo que lo estimado en nuestras anteriores previsiones económicas, las cuales ya incluían un arranque lento del consumo privado, especialmente durante el primer semestre. Del segundo semestre en adelante, el consumo privado se acelerará gradualmente conforme a la recuperación de la confianza, la reducción de la inflación y a la reducción de las tasas de interés. En este contexto, el consumo privado no será un impulso para la economía en 2017 y 2018, y su crecimiento seguirá muy de cerca al del PIB total, el cual tendrá una ligera aceleración entre estos dos años.

Por otro lado, en la confianza de los industriales aún pesa negativamente la percepción de una baja demanda interna (a través de su valoración de los pedidos corrientes), pese a que manifiestan una reducción generalizada de sus niveles de existencias. De este modo, pese a que la inversión, pública y privada, seguirá siendo el principal motor de crecimiento en 2017, su mayor dinámica sólo logrará mantener tasas de crecimiento del PIB en niveles similares a la observada en 2016, compensando además la ligera desaceleración que esperamos en el consumo privado para este año. Así, nuestra estimación para el crecimiento del PIB este año es de una tasa de 2,1%. La inversión fija crecerá a un ritmo de 2,4% y el consumo privado lo hará a una tasa de 2,0%. La tasa de inversión de la economía colombiana dejará de caer y se ubicará en 27,3% del PIB en 2017 comparado con 27,2% en 2016. En este componente, la inversión en obras civiles tendrá la mayor expansión, creciendo un 2,7%. Estimamos que el aporte de la construcción de obras civiles al crecimiento del PIB de 2017 es de 0,2 pp, impulsado principalmente por la ejecución de las obras de cuarta generación de infraestructuras y el incremento en los proyectos financiados a través de las regalías mineras.

El consumo público, gracias a la reforma tributaria y al déficit fiscal de 3,6% del PIB (que el comité de la regla fiscal elevó desde 3,3% del PIB) mantendrá un crecimiento cercano al de la economía. Las exportaciones, por su parte, se apoyarán en el mayor precio de las materias primas, en la continuación de un precio elevado del tipo de cambio y en la recuperación económica de los principales socios comerciales del país (Estados Unidos y Europa) para tener desde el segundo semestre un repunte importante. En total, las exportaciones crecerán un 2,9% en 2017.

En 2018 la inversión total seguirá acelerándose gracias al mejor desempeño de algunos sectores económicos y por la mayor cantidad de proyectos de cuarta generación que estarán en ejecución. La inversión seguirá incrementando su participación en la economía y se ubicará en 27,6% del PIB; la construcción de obras civiles aportará 0,5 pp al crecimiento del PIB, de los cuales 0,3 puntos serán exclusivamente aportados por las obras de la cuarta generación de concesiones, contribución que es menor a la que estimábamos en nuestro escenario anterior. Además, las exportaciones y el consumo privado también mejorarán su desempeño, gracias a la mayor demanda externa, la menor inflación y las tasas de interés más bajas. Así, el crecimiento del próximo año se ubicará en 2,7%. La inversión fija crecerá 3,8%, el consumo privado a una tasa de 2,6% y las exportaciones ganarán dinámica hasta crecer 4,6%.

Sectorialmente la economía tendrá un crecimiento más balanceado. La agricultura será el sector líder en 2017 gracias a la mayor oferta agrícola que se espera para este año que se sustenta en las mejores condiciones climáticas (Cuadro 3.2). Le sigue la construcción que se beneficiará de la buena dinámica de vivienda en estratos medios y de la ejecución de las obras 4G y la mayor contratación de los gobiernos regionales y locales. El sector de servicios financieros y empresariales tendrá también un buen desempeño gracias al mayor crecimiento que anticipamos para el sector industrial (diferente de refinación). Los sectores con el menor crecimiento serán el de transporte y telecomunicaciones, y el de comercio, restaurantes y hoteles, ambos afectados por el bajo crecimiento que esperamos en el consumo privado. Para 2018, todos los sectores, exceptuando el de minería, tendrán un mayor crecimiento que el que esperamos para 2017, gracias a la mayor demanda interna (alzas en consumo e inversión) y al mayor crecimiento de nuestros socios comerciales.

**Cuadro 3.1** Crecimiento del PIB por componentes de demanda (%)

	2016	2017(p)	2018(p)
PIB	2,0	2,1	2,7
Consumo privado	2,1	2,0	2,6
Consumo público	1,8	1,8	2,1
Inversión total	-3,6	2,4	3,8
Exportaciones	-0,9	2,9	4,6
Importaciones	-6,2	-1,0	4,6

Fuente: DANE y BBVA Research

**Cuadro 3.2** Crecimiento del PIB por componentes de oferta (%)

	2016	2017(p)	2018(p)
Agricultura	0,5	3,5	2,7
Construcción	4,1	3,4	4,4
Servicios financieros y empresariales	5,0	3,2	4,1
Servicios sociales y comunales	2,2	1,9	2,6
Electricidad, gas y agua	0,1	1,7	2,6
Industria	3,0	1,6	2,3
Minería	-6,5	1,6	-2,2
Comercio, restaurantes y hoteles	1,8	1,5	3,2
Transporte	-0,1	1,4	2,9

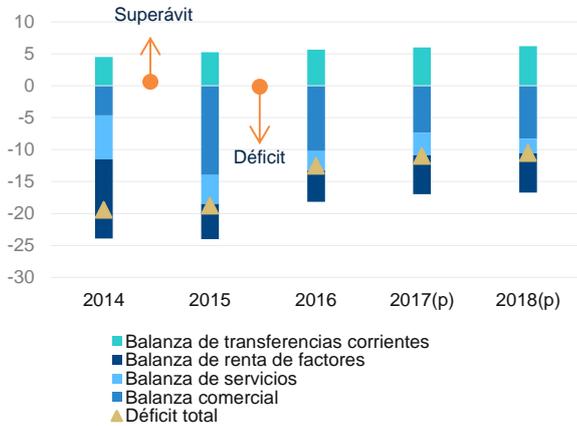
Fuente: DANE y BBVA Research

## Seguirá reduciéndose el déficit externo de la economía colombiana

El déficit de la cuenta corriente de 2016 se ubicó en 4,4% del PIB, confirmando el ajuste en el déficit externo que saludablemente realizó la economía colombiana desde el año pasado. Este año y en 2018 la corrección continuará. Por una parte, el déficit de la balanza comercial se reducirá en casi tres mil millones de dólares respecto al nivel observado en 2016, como consecuencia de un repunte de las exportaciones, lo cual equivale a un ajuste de 0,8 pp del PIB (Gráfico 3.3). Al mismo tiempo, las remesas de los trabajadores colombianos seguirán aumentando por el mejor balance económico y laboral que se presenta en Estados Unidos y España. Sin embargo, el ajuste del déficit externo será limitado por el aumento en el envío de dividendos al exterior que se dará este año y particularmente en 2018 ante el mayor precio de las materias primas que impulsa las utilidades de las empresas extranjeras con sede en Colombia.

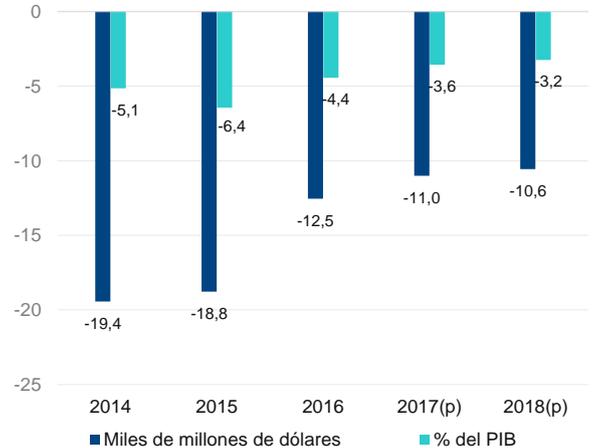
En total, el déficit externo deberá cerrar este año en 3,6% del PIB y en 2018 se deberá ubicar en 3,2% del PIB. En dólares, el déficit será equivalente a 11 mil millones de dólares en 2017 y a 10,6 mil millones de dólares el próximo año (Gráfico 3.4). El financiamiento del déficit se hará a través de la inversión extranjera directa en su mayor parte, la cual cubrirá el 88% del desbalance de la cuenta corriente promedio de los dos años. El financiamiento restante se hará a través de la inversión de portafolio, la cual registra entradas importantes, y a través de endeudamiento. En este último ítem, el gobierno nacional ya emitió 2.000 millones de dólares en los mercados externos y mantiene una línea de crédito flexible con el FMI por 5.000 millones. En total, las reservas internacionales deberán crecer marginalmente en 2017 y en 2018, porque el financiamiento deberá exceder a las necesidades externas fijadas por el déficit en la cuenta corriente.

**Gráfico 3.3** Componentes del déficit en cuenta corriente (en miles de millones de dólares)



Fuente: Banco de la República y BBVA Reserach

**Gráfico 3.4** Déficit en cuenta corriente (en miles de millones de dólares y como % del PIB)



Fuente: Banco de la República y BBVA Reserach

## Mayor holgura de gasto e inversión en los gobiernos central y territorial en 2017

El balance fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) en 2016 se ubicó en -4,0% del PIB con un gasto con interés de 19% del PIB y unos ingresos de 15% del PIB. Es importante destacar la reducción que se dio del gasto sin intereses entre 2015 y 2016 que fue de 0,6 pp, siguiendo la tendencia de rebaja iniciada en el año 2014 y que en 2016 consolida un ajuste acumulado de 0,9 pp.

Creemos que para 2017 el gasto como porcentaje del PIB se mantendrá en niveles similares a los observados en 2016 y los ingresos serán del 15,3% del PIB. Este nivel de ingresos ya incluye los recursos adicionales generados por la reforma tributaria de finales del año pasado. También incluye unos ingresos adicionales de recursos de capital por 0,3% PIB que el Gobierno reportó en sus últimas cifras y con los que no se contaba anteriormente (entre estos, dividendos de Ecopetrol por 0,1% del PIB). Una noticia que contribuye a darle más holgura a las cuentas fiscales este año es la decisión del Comité Consultivo para la Regla Fiscal (CCRF) que en su reunión de marzo determinó que los riesgos, en particular el alto déficit en cuenta corriente, que conllevaron hace un año a fijar una meta puntual de déficit fiscal del GNC de 3,3% para 2017 se han reducido significativamente. En este contexto, el CCRF consideró que el déficit máximo permitido de acuerdo con los cálculos de la regla fiscal será de 3,6% del PIB para 2017.

Bajo la misma lógica consideramos que la meta puntual de déficit fiscal que fijó el CCRG para 2018 será revisada, abriéndole un poco de espacio a la senda de gasto del GNC. En ese sentido creemos que el déficit en 2018 se ubicaría en 2,9% del PIB y no en el 2,7% del PIB exigido inicialmente por el CCRF. Entre 2017 y 2018 el déficit debe reducirse, por lo tanto, en 0,7 p.p. del PIB. Dado que los ingresos en 2018 serán similares en términos de PIB a los de 2017, el gasto deberá crecer a una tasa algo menor a la del PIB.

Para 2017 el impulso de las regalías será importante ya que se trata del segundo año de los gobiernos locales (alcaldías y gobernaciones) y por lo tanto los niveles de ejecución serán mayores a los observados en 2016, su

primer año de gobierno. Para el bienio 2017-2018 se cuenta adicionalmente con recursos no ejecutados de vigencias anteriores por COP 4,4 billones y que se sumarán a los recursos disponibles que se aprobaron en el presupuesto para este periodo.

Adicionalmente, en el Congreso cursa un proyecto que reforma el Sistema General de Regalías -SGR-, el cual aumentaría los recursos para proyectos de inversión en un valor cercano a los COP 18 billones (2,0% del PIB de 2017) para los próximos 20 años. En síntesis, el 2017 es un año en que los recursos del Gobierno serán superiores a los esperados por nosotros hace 3 meses y en el que el espacio de déficit será también mayor. Esto permite mantener el gasto del Gobierno en inversión y en consumo como porcentaje del PIB en niveles similares a los observados en 2016, lo que ayudará a que estos rubros crezcan a tasas similares a las de toda la economía. De igual forma, se espera que la ejecución de los gobiernos regionales y locales aumente, no solo por efecto de ciclo político, sino también por la disposición de nuevos recursos provenientes de los saldos no ejecutados del bienio anterior y de la reforma al SGR que esperamos que sea aprobada en el Congreso. En este sentido, la ejecución de los gobiernos regionales y locales apoyará la expansión de la inversión que esperamos en los próximos años.

## Inflación continúa descendiendo de la mano del buen clima y de la tasa de cambio

La inflación en los primeros meses del año siguió descendiendo. A marzo de 2017, la inflación anual se ubicó en 4,69%, inferior a la tasa del cierre de 2016 de 5,75%. La desaceleración de la inflación de alimentos, gracias a las mejores condiciones climáticas, ha sido clave en este proceso (Gráfico 3.5). El clima también ha permitido una corrección en las tarifas de energía eléctrica, vía mayor producción con fuentes hídricas, desde una tasa de crecimiento del 6,0% anual en diciembre pasado a una de -0,1% en marzo, ayudando así a que la inflación de todo el grupo de regulados también se haya corregido.

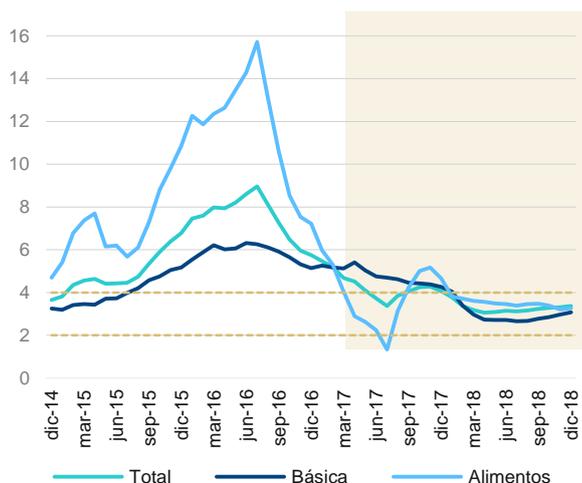
Para los próximos meses esperamos correcciones adicionales en los precios de los alimentos, cuya inflación en términos anuales debería alcanzar un valor cercano al 1,0% en julio de este año. La inflación del grupo transables, por su parte, continuará el descenso que se interrumpió temporalmente por el aumento del IVA que impactó el precio de estos productos en los primeros meses del año. La tasa de cambio seguirá ayudando en este proceso ya que anticipamos una apreciación del 3% en promedio para este año y una devaluación de 1% para 2018 (Gráfico 3.6). Esta relativa estabilidad que tendrá el dólar en 2017 y 2018 ayudará a que la inflación de los productos e insumos importados continúe desacelerándose.

La debilidad de la demanda interna ayudará a que en general el crecimiento de los precios se modere. En 2017 esperamos que por tercer año consecutivo la demanda interna crezca por debajo del PIB lo que ayudará a que el componente subyacente de la inflación siga descendiendo. En total, en este contexto, esperamos que la inflación termine este año en una tasa cercana al 4,1%.

Para 2018 hemos ajustado a la baja nuestro pronóstico de inflación, desde una tasa de 3,6% a una tasa de 3,4% para el cierre de ese año. A pesar de que hemos materializado una presión al alza en la inflación de alimentos por un

posible fenómeno de El Niño, la menor dinámica de la demanda interna permitirá que la inflación básica tenga un ajuste a la baja más rápido que el que estimábamos en nuestra anterior publicación, lo que hará que la inflación total descienda a un ritmo más acelerado.

**Gráfico 3.5** Inflación total, básica y de alimentos (% variación anual)



Fuente: DANE y BBVA Research

**Gráfico 3.6** Tasa de cambio (pesos por 1 dólar)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

## Debilidad de la demanda interna y mayor confianza sobre el descenso de inflación abren espacio para que BanRep recorte más sus tasas de interés

Los débiles datos de actividad (consumo, inversión, producción industrial) de comienzos de 2017 junto con el descenso en las expectativas de inflación que muestran las encuestas desde marzo pasado han permitido a BanRep reducir su tasa de referencia en las reuniones de febrero y marzo hasta ubicarla en un 7,0%.

Aunque todos los miembros de la junta directiva del Banco de la República (JDBR) concuerdan en la necesidad de reducir las tasas, aún persisten discrepancias sobre su ritmo. En la reunión de marzo, se mostróaclaramente esta división, con la mayoría de sus miembros apoyando una reducción de 25 pbs, un miembro votando por una reducción de 50 pbs y otro votando por estabilidad. Entre algunos miembros de la JDBR aún existe incertidumbre sobre la velocidad de la convergencia de la inflación, especialmente la básica, hacia la meta y sobre el hecho de que las expectativas de inflación, aunque han cedido en las últimas encuestas, se ubican en la parte alta de la meta. Esperamos que la JDBR siga recortando su tasa en los próximos meses, pero ahora llevándola hasta 5,5%, en vez de 6,0% de nuestro escenario anterior. El recorte de crecimiento que hemos hecho para el 2017 y 2018 abre espacio para estos recortes adicionales. En 2018, el banco central haría dos recortes adicionales una vez tenga certeza de que la inflación en su horizonte de política esté más cerca de la meta puntal de 3,0%, lo cual ocurrirá, según nuestros cálculos, en 2019.

## El principal riesgo de la economía colombiana es el retraso o la no ejecución de los grandes programas de infraestructura

El principal riesgo de la economía colombiana en este momento es de origen idiosincrásico, relacionado con un retraso más fuerte de lo esperado en las decisiones y la ejecución de la inversión, tanto pública como privada. En este contexto, se materializaría un menor impacto positivo sobre el PIB de 2017 y 2018 de las obras de infraestructura, algunas de las cuales se encuentran actualmente en etapa de construcción y/o cierre financiero. En este escenario, la inversión privada no se recuperaría este año y tendría un bajo crecimiento en 2018, reduciendo la tasa de inversión de la economía y su producto potencial de largo plazo.

Este escenario de menor crecimiento tiene una probabilidad baja y llevaría a la economía a crecer a un ritmo más lento, con un menor crecimiento del consumo y efectos negativos sobre el mercado laboral. Además, parte de los retrasos más probables en las obras de infraestructura ya están incluidos en nuestro escenario base que explicamos antes.

Los demás riesgos de la economía colombiana son principalmente de origen externo. Entre ellos, cambios sustanciales en las políticas comerciales y fiscales en Estados Unidos, elecciones en Europa que amenacen la integridad de la Unión Europea y un aterrizaje fuerte de China, con sus efectos negativos sobre el precio de las materias primas, son los más relevantes. La probabilidad de estos episodios también es baja, pero sus efectos podrían ser importantes sobre el comercio externo del país y los flujos de capitales.

## 4. Resumen de pronósticos

**Tabla 4.1** Previsiones Macroeconómicas

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>PIB (% a/a)</b>	4,9	4,4	3,1	2,0	2,1	2,7
<b>Consumo Privado (% a/a)</b>	3,4	4,3	3,2	2,1	2,0	2,6
<b>Consumo Público (% a/a)</b>	9,2	4,7	4,0	1,8	1,8	2,1
<b>Inversión (% a/a)</b>	6,8	9,8	1,8	-3,6	2,4	3,8
<b>Inflación (% a/a, fdp)</b>	1,9	3,7	6,8	5,7	4,1	3,4
<b>Inflación (% a/a, promedio)</b>	2,0	2,9	5,0	7,5	4,3	3,3
<b>Tasa de cambio (fdp)</b>	1.927	2.392	3.149	3.001	3.015	2.958
<b>Devaluación (% fdp)</b>	9,0	24,1	31,6	-4,7	0,1	-1,4
<b>Tasa de cambio (promedio)</b>	1.869	2.001	2.742	3.054	2.972	2.994
<b>Devaluación (% fdp)</b>	3,9	7,1	37,0	11,4	-2,7	0,8
<b>Tasa BanRep (% fdp)</b>	3,25	4,50	5,75	5,75	5,50	5,00
<b>Tasa DTF (% fdp)</b>	4,1	4,3	5,2	6,9	5,7	5,3
<b>Balance Fiscal GNC (% PIB)</b>	-2,3	-2,4	-3,0	-4,0	-3,6	-2,9
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	-3,2	-5,2	-6,5	-4,4	-3,6	-3,2
<b>Tasa de desempleo urbano (% fdp)</b>	9,7	9,3	9,8	9,8	10,5	10,8

Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

**Tabla 4.2** Previsiones Macroeconómicas Trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa BanRep (%, fdp)
T1 14	6,4	2,5	1.965	3.25
T2 14	4,0	2,8	1.881	4.00
T3 14	3,9	2,8	2.028	4.50
T4 14	3,3	3,7	2.392	4.50
T1 15	2,6	4,6	2.576	4.50
T2 15	3,0	4,4	2.585	4.50
T3 15	3,2	5,4	3.122	4.75
T4 15	3,4	6,8	3.149	5.75
T1 16	2,6	8,0	3.022	6.50
T2 16	2,4	8,6	2.916	7.50
T3 16	1,2	7,3	2.880	7.75
T4 16	1,6	5,7	3.001	7.50
T1 17	1,1	4,7	2.880	7.00
T2 17	1,6	3,7	2.967	6.25
T3 17	2,8	4,0	2.994	5.50
T4 17	3,0	4,1	3.015	5.50
T1 18	3,5	3,2	3.020	5.50
T2 18	3,1	3,1	2.998	5.00
T3 18	2,2	3,4	2.981	5.00
T4 18	1,8	3,4	2.958	5.00

Fuente: Banco de la República, DANE 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

**Natalia Roa**  
angienatalia.roa@bbva.com  
Estudiante en práctica profesional

**Mauricio Hernández**  
mauricio.hernandez@bbva.com

**María Llanes**  
maria.llanes@bbva.com

**Alejandro Reyes**  
alejandro.reyes.gonzalez@bbva.com

**BBVA Research****Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Análisis Macroeconómico**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**Escenarios Económicos Globales**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Mercados Financieros Globales**

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Modelización y Análisis de Largo**

**Plazo Global**  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Coordinación entre Países**

Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

**Regulación Digital**

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Regulación**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

**Inclusión Financiera**

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**España y Portugal**

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**México**

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

**Oriente Medio, Asia y Geopolítica**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Turquía**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**América del Sur**

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

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research Colombia Carrera 9 No 72-21 piso 10. Bogotá, (Colombia). Tel.: 3471600 ext 11448 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com