

No. 2 | 2016
ABRIL

ECONOMÍA COLOMBIANA

ANÁLISIS DE COYUNTURA



UNIVERSIDAD
EAFIT[®]

Escuela de Economía y Finanzas
Centro de Investigaciones Económicas y Financieras, Cief
Grupo de investigación en estudios en Economía y Empresa
Línea de Macroeconomía Aplicada

No. 2 | ABRIL | 2016

ECONOMÍA COLOMBIANA

ANÁLISIS DE COYUNTURA

Universidad EAFIT

Juan Luis Mejía Arango
Rector

Juan Felipe Mejía Mejía, PhD.
Decano Escuela de Economía y Finanzas

Gustavo Canavire Bacarreza, PhD.
Director, Centro de investigaciones Económicas y Financieras, Cief

Alejandro Torres García, PhD. (c).
Jefe Departamento de Economía

Grupo de investigación en Estudios en Economía y Empresa
Línea de Macroeconomía Aplicada

Autores de esta edición

Jesús Botero García
Hugo López Castaño
Carlos Esteban Posada
Humberto Franco Gonzáles
Alvaro Hurtado Rendón
Carlos Ballesteros Ruiz
José García Guzmán

Contacto

Universidad EAFIT
Centro de Investigaciones Económicas y Financieras, Cief
Carrera 49 N° 7 Sur-50, Medellín – Colombia
Teléfono: (057-4) 261 9500 Ext 9532 - 2619532
Correo electrónico: cief@eafit.edu.co

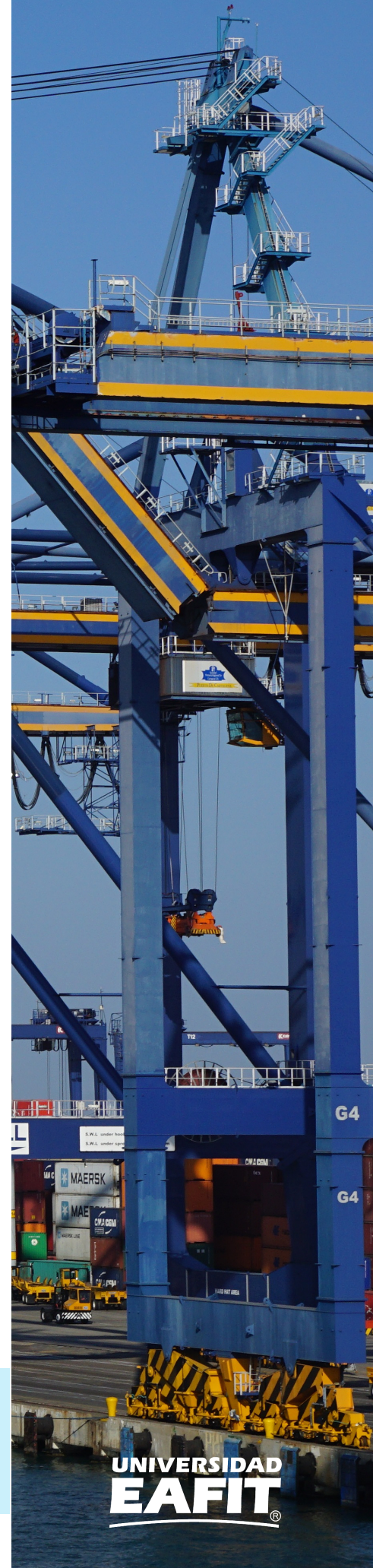
Diagramación y Diseño

Gabriel Jaime Suárez Obando
José García Guzmán
Óscar Caicedo Alarcón

• Los conceptos expresados en ECONOMÍA COLOMBIANA: ANÁLISIS DE COYUNTURA son responsabilidad exclusiva de los autores y en nada comprometen a la Universidad EAFIT, a la Escuela de Economía y Finanzas, ni al Centro de Investigaciones Económicas y Financieras, Cief.

• Se autoriza la reproducción total o parcial del contenido citando siempre la fuente.

*Fotografías tomadas de Pixabay libres de derechos de autor bajo la licencia Creative Commons CC0



**UNIVERSIDAD
EAFIT**

Índice general

1.	Introducción	1
2.	Entorno internacional	2
3.	Dinámica de crecimiento económico en el mundo	2
3.1.	Evolución del mercado del petróleo	6
3.2.	Los flujos de capital a países emergentes	10
3.3.	La recuperación en Estados Unidos y las perspectivas de ajuste en la tasa de interés	11
4.	La economía colombiana	15
4.1.	Evolución reciente de la balanza de pagos	17
4.2.	Evolución reciente del PIB	21
4.3.	Mercados laborales: la evolución del empleo	22
4.4.	Inflación y política monetaria	26
4.5.	La encrucijada fiscal	30
4.6.	Proyecciones básicas	32

1. Introducción

La presencia simultánea de fuertes presiones inflacionarias, de desajustes fiscales y de grandes requerimientos de financiación externa para cubrir el elevado déficit en cuenta corriente, definen un panorama complejo para la economía colombiana, en un entorno internacional caracterizado por la incertidumbre.

Tras un año de desaceleración, en el que el crecimiento del PIB se redujo del 4.4 % al 3.1 %, los retos de la política económica lucen particularmente complejos: la combinación de políticas monetarias y fiscales contractivas afectarán negativamente la demanda agregada, sin que pueda esperarse que el dinamismo de las exportaciones (en el estado actual de la economía mundial) compense sus efectos. Los impulsos positivos resultantes de la sustitución de importaciones y de la inversión en infraestructura y vivienda, por su parte, cumplirán un papel fundamental en la determinación del nivel de actividad económica, pero el resultado final dependerá sustancialmente de la forma como el país se adapte a cambiantes condiciones externas (precios del petróleo, tasas de interés en los Estados Unidos y flujos de capitales hacia los países emergentes), dados los riesgos a la baja que parecen haber aumentado en los últimos meses en la economía mundial.

A diferencia de otros momentos históricos, en los que la cuestión fundamental era qué tipo de políticas elegir (contractivas, expansivas o neutrales), el momento actual requiere un análisis distinto: se trata ahora, no de elegir los tipos de políticas, sino de implementar aquellas que resulten necesarias, de forma tal que, alcanzando el resultado deseado, preserven sin embargo las fuentes esenciales de crecimiento. En este sentido, no hay duda hoy en Colombia de la necesidad de políticas contractivas, tanto en el frente monetario como en el fiscal. La cuestión será, en cambio, cómo implementarlas, para generar condiciones estructurales adecuadas que minimicen su impacto sobre el nivel de actividad económica: en el caso de la política monetaria, la cuestión esencial tendrá que ver con la gradualidad y su posible combinación con políticas cambiarias; en el caso de la política fiscal, con la mezcla adecuada de recortes al gasto e incrementos en el recaudo tributario que produzcan el me-

nor impacto posible sobre la confianza de los agentes, la inversión y la dinámica económica.

2. Entorno internacional

Para el desempeño de la economía colombiana en 2016 y 2017, resultan decisivos cuatro factores del entorno internacional:

- El crecimiento de la economía mundial y especialmente de la economía china, por su impacto sobre la demanda de exportaciones.
- La tendencia de los precios del petróleo, por su impacto sobre la balanza de pagos, la tasa de cambio y las cuentas fiscales del país.
- El comportamiento de los flujos de capitales a mercados emergentes (altamente dependiente de la percepción de riesgos en los mercados financieros), que definirá la facilidad con la que el país pueda financiar su desbalance externo.
- Y la evolución de la tasa de interés en los Estados Unidos, que incidirá también en la dirección de los mencionados flujos de capital.

3. Dinámica de crecimiento económico en el mundo

Las perspectivas de crecimiento mundial se han seguido debilitando, como consecuencia tanto de riesgos ya reconocidos (el cambio de modelo de la China, los riesgos de deflación en la zona Euro) como de nuevos riesgos emergentes, asociados a los recientes brotes de inestabilidad financiera, al debilitamiento de las instituciones políticas y al todavía muy cierto resultado de políticas monetarias no convencionales en algunas economías desarrolladas¹.

¹Particularmente importante es la implementación de tasa de interés nominales negativas en Japón y la Zona Euro. Ese tipo de políticas representa un nuevo enfoque en la política monetaria: más que dirigir los esfuerzos a estimular directamente la demanda agregada, las tasas negativas buscan fortalecer la oferta de crédito del sector financiero, obligando a las entidades financieras a

La más reciente actualización de proyecciones del Fondo Monetario Internacional prevé un crecimiento mundial del 3.2% en 2016, que se compara negativamente con el pronóstico de octubre pasado (3.6%). El ajuste a la baja se explica por menores expectativas de crecimiento, tanto en las economías avanzadas (1.9% vs. 2.2%), como en las economías emergentes (4.1% vs. 4.5%). Y aunque se prevé que Estados Unidos mantenga su moderado ritmo de crecimiento actual (2.4% en 2015), las economías de la zona Euro y de la Unión Europea en cambio reducirán levemente su crecimiento (1.5% vs. 1.6% y 1.8% vs. 2%, respectivamente). China alcanzaría sólo un crecimiento del 6.5% (inferior al 6.9% observado en 2015), y las economías de Latinoamérica y el Caribe verían contraer su producto en -0.5%, por cuenta fundamentalmente de la recesión brasileña.

Cuadro 1: Proyecciones de crecimiento mundial

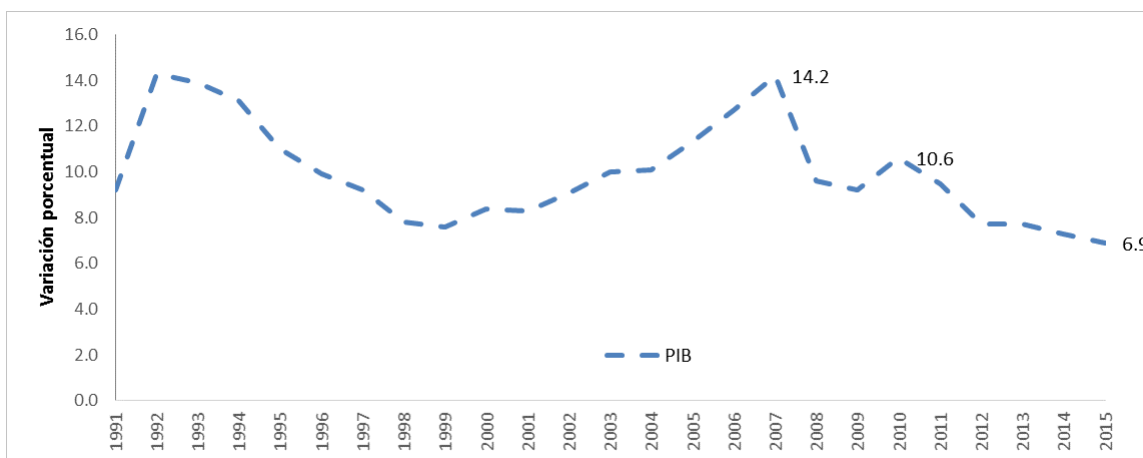
REGIÓN	PROMEDIO 2000-2008	PROMEDIO 2008-2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	PROMEDIO 2016-2021
GRUPOS DE PAÍSES										
ECONOMÍA MUNDIAL	4.2	3.3	3.1	3.2	3.5	3.6	3.8	3.8	3.9	3.6
ECONOMÍAS AVANZADAS	2.2	0.9	1.9	1.9	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8	1.9
ZONA EURO	1.8	(0.2)	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
UNIÓN EUROPEA	2.2	0.1	2.0	1.8	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.9
ECONOMÍAS EMERGENTE Y EN DESARROLLO	6.5	5.3	4.0	4.1	4.6	4.8	5.0	5.1	5.1	4.8
LATINOAMÉRICA Y EL CARIBE	3.6	2.8	(0.1)	(0.5)	1.5	2.1	2.6	2.7	2.8	1.9
PAÍSES SELECCIONADOS										
Brasil	3.7	2.7	(3.8)	(3.8)	(0.0)	1.1	2.0	2.0	2.0	0.5
Chile	4.5	3.7	2.1	1.5	2.1	2.7	3.0	3.2	3.4	2.7
China	10.7	8.7	6.9	6.5	6.2	6.0	6.0	6.0	6.0	6.1
Colombia	4.4	4.3	3.1	2.5	3.0	3.7	4.1	4.3	4.0	3.6
Costa Rica	5.0	3.4	3.7	4.3	4.3	4.4	4.3	4.0	4.0	4.2
Alemania	1.3	0.8	1.5	1.5	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2	1.4
India	7.1	7.4	7.3	7.5	7.5	7.6	7.7	7.7	7.8	7.6
Japón	1.1	0.3	0.5	0.5	(0.1)	0.4	0.7	0.7	0.7	0.5
Mexico	2.2	2.0	2.5	2.4	2.6	2.8	2.9	3.1	3.1	2.8
Panamá	6.6	7.9	5.8	6.1	6.4	6.7	6.3	6.0	6.0	6.3
Reino Unido	2.5	0.8	2.2	1.9	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
Estados Unidos	2.1	1.2	2.4	2.4	2.5	2.4	2.1	2.0	2.0	2.2

Fuente: IME.WEO, abril 2016.

En el crecimiento mundial sigue gravitando de manera decisiva el cambio de buscar colocar sus fondos en el sector real de la economía

modelo de la economía China: la gran pregunta es cuán efectivo será ese “rebalanceo”, que desplaza el énfasis del sector exportador al consumo interno. La economía china se ha venido desacelerando, desde una tasa de crecimiento del 10.6 % en 2010, al 6.9 % en 2015.

Figura 1: Crecimiento anual - China



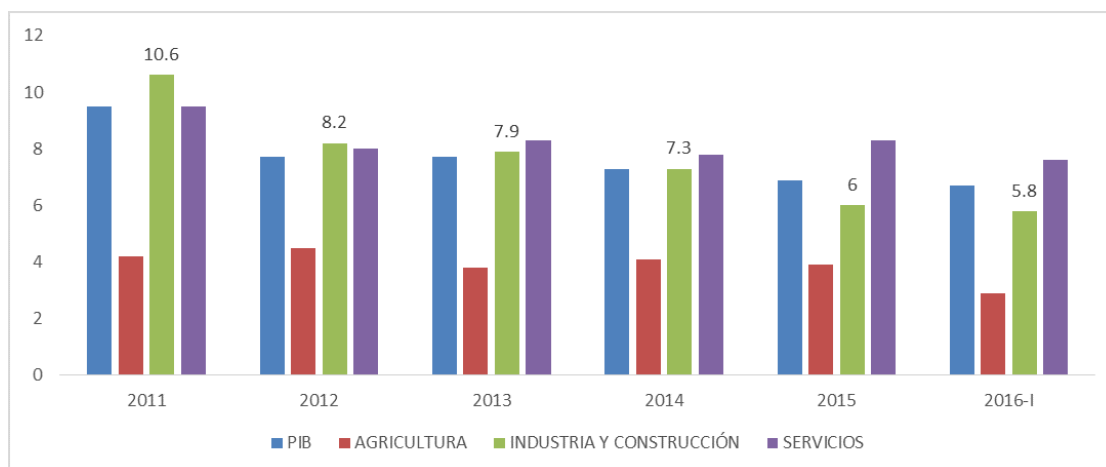
Fuente:Fondo Monetario Internacional (IMF, por sus siglas en ingles)

Como lo señalamos en el informe anterior, “el modelo de desarrollo basado en exportaciones y en acumulación de capacidad instalada para atender mercados externos, enfrenta no sólo los problemas propios del crecimiento ya alcanzado (no es lo mismo crecer sobre la base de una baja participación en el mercado mundial, que hacerlo cuando se participa con el 12.7% del comercio mundial²), sino también problemas de capacidad ociosa y de exceso de endeudamiento en algunos eslabones de la estructura productiva”. Por ello, la decisión de “re-balancear” el crecimiento, es una decisión necesaria, si es que se quiere mantener un dinamismo económico destacado. Pero desde el punto de vista de la economía mundial, ello significa que la demanda de bienes importados (esencialmente asociada a lo que se denomina

²De acuerdo a la Organización Mundial del Comercio, la participación de la China en las exportaciones mundiales de mercancías pasó del 2.5% en 1993, a 12.7% en 2014. La participación en las importaciones totales, por su parte, pasó del 2.7% en 1993, al 10.5% en 2004. Ver “Estadísticas del comercio internacional”, cuadros 1.5. y 1.6.https://www.wto.org/english/res_e/statistics/its2015_e/its15_world_trade_dev_e.pdf.

en las cuentas nacionales chinas el “sector secundario”) puede verse afectada por el cambio en la composición del producto que ese “rebalanceo” implica. Como puede apreciarse en el gráfico 2.2, el crecimiento del sector secundario se ha reducido paulatinamente, pasando del 10.6% en 2011, al 5.8% en el primer trimestre del 2016.

Figura 2: Crecimiento del PIB (%), respecto al año anterior - China



Fuente: National Bureau of Statistics of China. Cuentas Nacionales y comunicados estadísticos de 29-II-2016 y 15-IV-2016

En concordancia con lo anterior, el crecimiento del comercio mundial se mantendrá en niveles bajos (2.8%, de acuerdo a la Organización Mundial de Comercio) ofreciendo pocas posibilidades de crecimientos significativos de las exportaciones del país.

Pero adicionalmente el impacto negativo del bajo crecimiento mundial sobre los precios de commodities y sobre el comercio mundial, podría verse agravado además por las tendencias anti-globalizadoras, que parecen ganar momento en los países avanzados y que contagiarán seguramente a las economías emergentes. La eventual salida del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit), que discutirá en un referendo en junio próximo; los encendidos debates políticos contra la globalización en la campaña presidencial de los Estados Unidos; y la puesta en cuestión de las políticas migratorias en la Unión Europea, son síntomas de un malestar que podría llegar a alterar, de manera sustancial, las definiciones de políticas nacionales en el contexto

internacional.

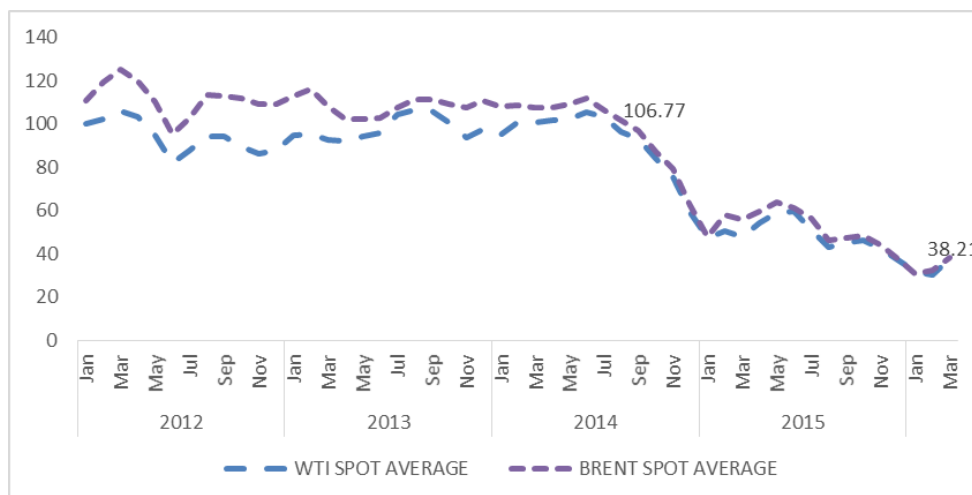
En cuanto a las perspectivas para 2017, la proyección actual del FMI indica que se esperaría un crecimiento mundial superior al del presente año, del orden del 3.5 %, jalonado primordialmente por el crecimiento de las economías emergentes, que pasaría del 4.1 % en el presente año al 4.6 %. No obstante, el informe señala que la presencia de significativos riesgos a la baja, “realza la urgencia de una política de respuesta de amplia base que proteja el crecimiento a corto plazo y, al mismo tiempo, eleve el producto potencial y controle las vulnerabilidades”. Esa política debe fortalecer el crecimiento en las economías avanzadas (apoyándose en reformas estructurales, políticas monetarias acomodaticias y respaldo fiscal, cuando ello sea posible) y afianzar la resiliencia en economías emergentes, entre otras cosas, “mediante reformas que propicien la productividad”³.

3.1. Evolución del mercado del petróleo

Tras un inicio de año en el que el precio del petróleo mantuvo su senda descendente, hasta llegar a niveles de US\$30.32 en Febrero (WTI) y US\$32.18 (Brent), en las últimas semanas se ha presentado una recuperación de los precios, asociada a las expectativas de un acuerdo entre la OPEP y Rusia, para congelar la producción en sus niveles de enero del presente año:

³IMF (2016). World Economic Outlook. Too Slow for Too Long. Pag. xvi-xix

Figura 3: Evolución del precio del petróleo en los mercados mundiales

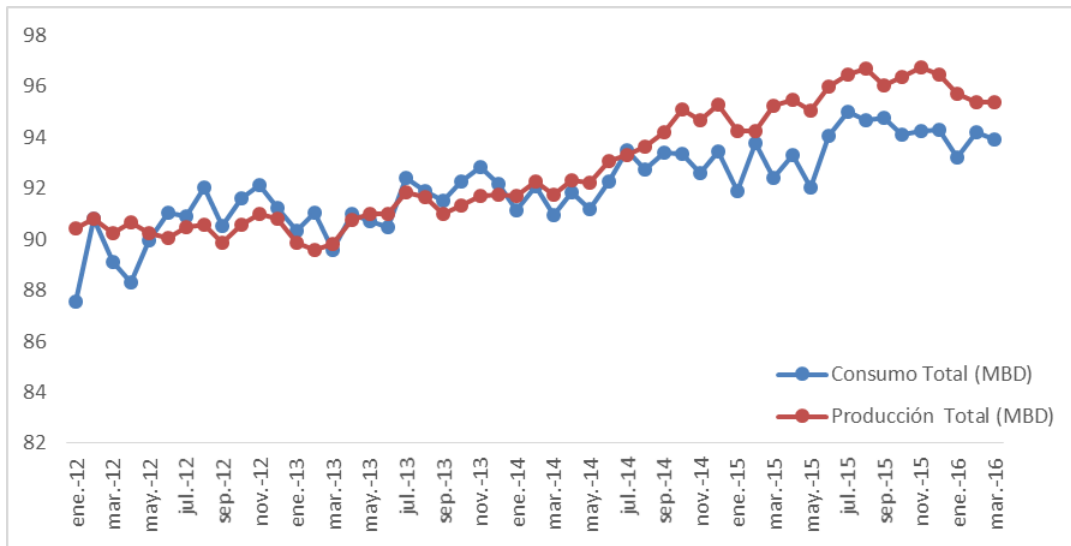


Fuente: EIA

La reunión de Doha del pasado 16 de abril no parece haber alcanzado los resultados esperados, principalmente por la negativa de Irán a participar en el acuerdo y por la resistencia de Arabia Saudita para recortar su producción unilateralmente, sin la correspondiente congelación de la producción iraní.

En esas condiciones, el rumbo que tomará el precio en los próximos meses parece incierto. De acuerdo a la Administración de Información Energética de los Estados Unidos (www.eia.gov), la producción sigue excediendo la demanda, lo que indicaría que es posible que se presenten nuevas presiones a la baja en el futuro inmediato, por lo menos hasta que el crecimiento de la demanda permite ajustar el balance, y se despejen las dudas acerca de la producción en Estados Unidos mediante la tecnología del “fracking”. No es claro, a este respecto, el acceso que las petroleras no convencionales tengan al mercado financiero con precios en el rango de US30 – US40 el barril, y el nivel estable de largo plazo que alcance su producción.

Figura 4: Oferta y demanda mundiales de petróleo



Fuente: EIA

La siguiente tabla resume las proyecciones básicas sobre precios, de agencias internacionales y entidades multilaterales.

Cuadro 2: Previsiones acerca del precio del petróleo. \$USD por barril (pb)

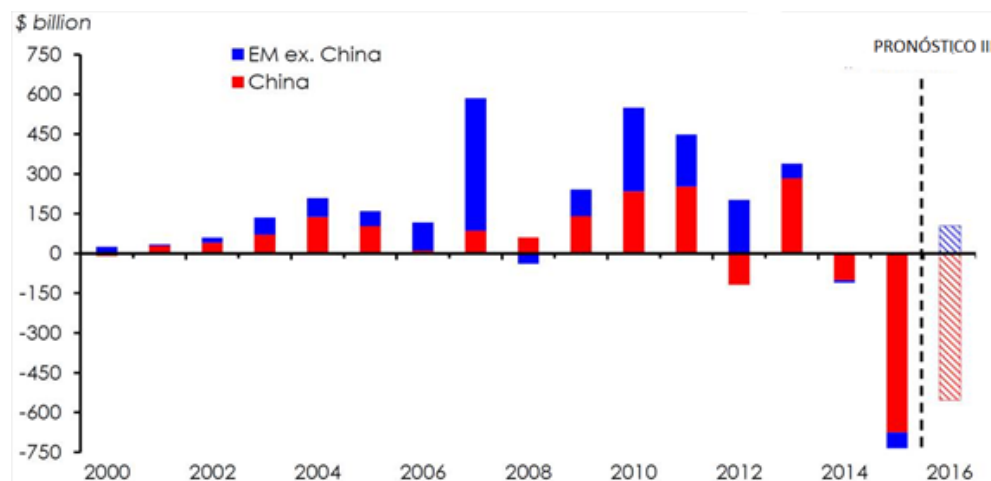
Enlace	Fecha	Previsión del precio	Observaciones en el mercado
EIA Pronosticos	Abril 12 2016	Brent: US\$34.67 pb promedio año 2016; US\$40.58 pb promedio año 2017	Siguen presentándose la acumulación de inventarios
Sondeo Reuters: Análisis elevan pronósticos para precios crudo en 2016	Marzo 31 2016	Analistas proyectan precios promedio para el segundo trimestre de 2016 en US\$40,90 pb para el BRENT y US\$39,70 pb para el WTI. (primer pronóstico al alza después de 10 meses)	La volatilidad del precio estará estrechamente condicionada a los acuerdos entre los mayores productores mundiales (OPEP) y la caída en la producción de EEUU.
Goldman Sachs baja su previsión de precio del petróleo:	Marzo 11 2016	De acuerdo con este Banco, se espera que el precio del petróleo Brent promedie en US\$39 pb en 2016 y US\$60 pb en 2017, una baja frente a sus pronósticos previos de 45 y 62 dólares.	Precios al alza sólo a mediados de 2018, porque predice una recuperación más lenta para el 2017 y bajas más profundas de la producción en 2016.
DNB Markets: "Precio del petróleo podría caer en 10 dólares si fracasa congelamiento de producción"	Marzo 20 2016	Según el mayor Grupo de servicios financieros de Noruega, el precio del crudo Brent llegaría a los 45 dólares en 3 meses y a 55 dólares en 6 meses.	Se estiman que los precios del crudo podrían bajar en 10 dólares por barril relegando las alzas recientes si los países productores de crudo no consiguen un plan para congelar los niveles de producción.
Banco Mundial recorta pronóstico de precio del petróleo para 2016 a 37 dólares por barril	Enero 26 2016	Según las perspectivas del Banco Mundial, los precios del petróleo bajarían otro 27% en 2016 después de la caída del 47% del año pasado.	Si bien la reanudación de las exportaciones de crudo iraníes empuja la producción de crudo, seguirá viéndose una lenta recuperación de la demanda, especialmente de las materias primas.
Credit Suisse recorta pronóstico WTI 2016 a 37,75 dólares y Brent 2016 a 36,25 dólares	Enero 26 2016	Credit Suisse rebajó su previsión para el crudo Brent 2016 a 36,25 dólares por barril, desde 58 dólares.	Para este Banco suizo, es posible que los precios converjan hacia niveles de 60 dólares por barril.
Presidente ejecutivo de BP: "Precios del petróleo podrían tocar fondo en primer trimestre 2016"	Enero 2 2016	Es posible evidenciar precios por debajo de 30 dólares en la cotización del crudo a lo largo del primer trimestre.	Se espera una lenta recuperación en los niveles del precio del petróleo en el tercer y cuarto trimestre de 2016 resultado de equilibrio más natural entre oferta y demanda, tras lo cual podrían comenzar a bajar los niveles de existencias.

Fuente: Elaboración propia - Reuters

3.2. Los flujos de capital a países emergentes

Desde mediados de 2015, se observa una preocupante tendencia a la reversión del flujo de capitales a países emergentes, asociada a la mayor percepción de riesgo en los mercados financieros, al debilitamiento continuado de los mercados de commodities (que ha afectado mucho más negativamente a los países exportadores que positivamente a los importadores, atrapados todavía en situaciones de desapalancamiento de los agentes y de riesgos de estanflación) y a la incierta perspectiva de la senda de la tasa de interés de intervención en los Estados Unidos. Los flujos netos ya se venían debilitando, sin embargo, desde 2010, como lo señala el Fondo Monetario Internacional en su último informe de perspectivas económicas, señalando que “las previsiones a la baja del crecimiento en las economías emergentes con relación a las economías avanzadas, explica la mayor parte de ese debilitamiento, mientras las políticas nacionales afectan la distribución de esos flujos entre países”⁴.

Figura 5: Flujos netos de capital a mercados emergentes



Fuente: Tomado del Instituto Internacional de Finanzas (IIF, por sus siglas en inglés), Enero 2016

La tendencia negativa en los flujos de capital plantea problemas importantes para las economías emergentes exportadoras de petróleo y commodities, que podrían

⁴IMF (2016). World Economic Outlook. Capítulo segundo: “Understanding the Slowdown in Capital Flows to Emerging Markets”

ver afectada su capacidad de financiar el déficit en cuenta corriente que resulta de las tendencias a la baja de los precios de los bienes que exportan. Hay sin embargo el consenso de que, a diferencia de otros momentos históricos, la posición de reservas internacionales es mucho más sólida hoy, de lo que era, por ejemplo, a finales de la década pasada, y de que la flexibilidad en el manejo de la tasa de cambio permite absorber mejor los shocks exógenos, lo que reduce las posibilidades de una tercera crisis, asociada al “reventamiento” de una burbuja de precios, ésta vez, en los tipos de cambio. Pero será un factor incidente en el rumbo que tomen las economías emergentes en un entorno internacional complejo, como el actual, en el que los mercados financieros lucen particularmente vulnerables a valoraciones del riesgo.

3.3. La recuperación en Estados Unidos y las perspectivas de ajuste en la tasa de interés

La recuperación en Estados Unidos avanza, aunque con algunas fluctuaciones:

Cuadro 3: Crecimiento del PIB usa (anualizado) por componentes de demanda

COMPONENTE	2014-I	2014-II	2014-III	2014-IV	2015-I	2015-II	2015-III	2015-IV
Crecimiento PIB (Anualizado)	-0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	2.0	1.4
Gastos en consumo personal	1.3	3.8	3.5	4.3	1.8	3.6	3.0	2.4
Inversión privada fija	6.0	5.6	7.9	2.5	3.3	5.2	3.7	0.4
Inventarios privados	-6.7	9.8	1.8	5.4	-6.0	5.1	0.7	-2.0
Exportaciones Netas	2.8	9.6	-0.8	10.3	7.1	3.0	2.3	-0.7
Gastos e inversión pública	-0.3	0.1	0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.1	-0.1

Fuente: Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en ingles)

El crecimiento del último trimestre de 2015 se redujo a niveles del 1.4 %, en parte por la contribución negativa de las exportaciones netas (afectadas por el fortalecimiento del dólar) y Los inventarios:

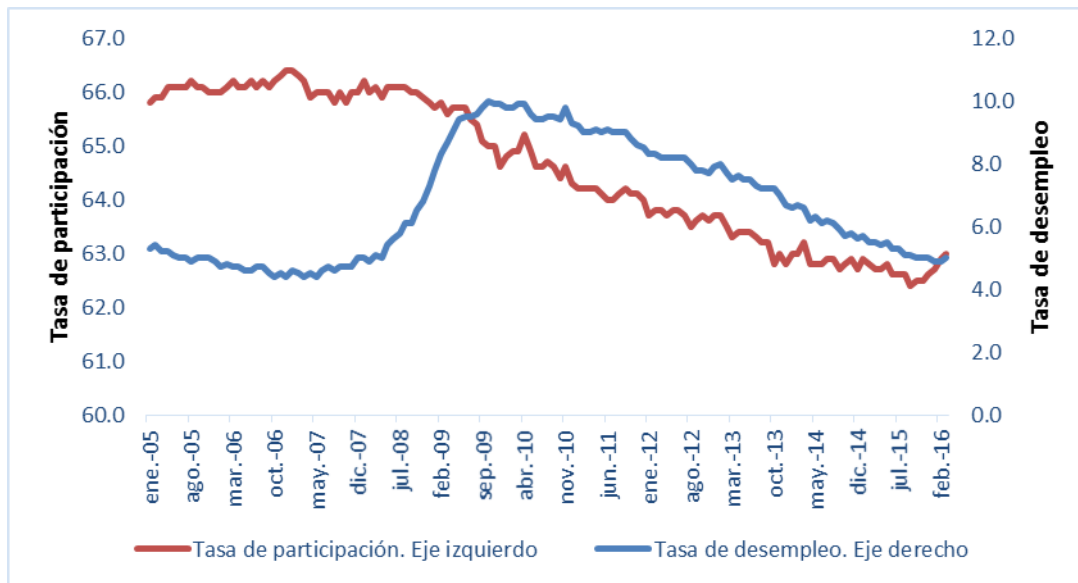
Cuadro 4: Contribuciones al crecimiento del PIB USA

COMPONENTE	2014-I	2014-II	2014-III	2014-IV	2015-I	2015-II	2015-III	2015-IV
Crecimiento PIB (Anualizado)	-0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	2.0	1.4
Gastos en consumo personal	0.9	2.6	2.3	2.9	1.2	2.4	2.0	1.7
Inversión privada fija	0.9	0.9	1.2	0.4	0.5	0.8	0.6	0.1
Inventarios privados	-1.3	1.1	0.0	0.0	0.9	0.0	-0.7	-0.2
Exportaciones Netas	-1.4	-0.2	0.4	-0.9	-1.9	0.2	-0.3	-0.1
Gastos e inversión pública	0.0	0.2	0.3	-0.3	0.0	0.5	0.3	0.0

Fuente:BEA

Pero los datos de empleo señalan incuestionablemente la mejora en las condiciones de la economía, presentándose incluso un incremento importante en la tasa de participación, que ha llegado de nuevo a niveles del 63 % en marzo de 2016, no observados desde 2014:

Figura 6: Tasa de desempleo y Tasa de participación. Estados Unidos

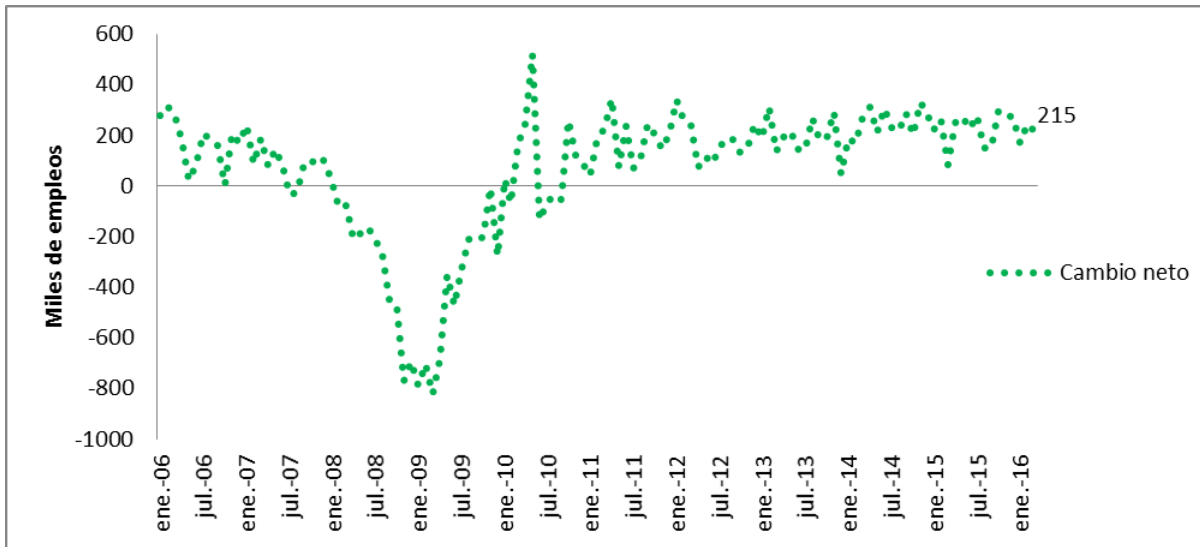


Fuente: Bureau of Labor Statistics

El cambio neto en la nómina no agrícola, que se había desacelerado en enero, repunto de nuevo en febrero y marzo generando respectivamente 245 y 215 mil

empleos.

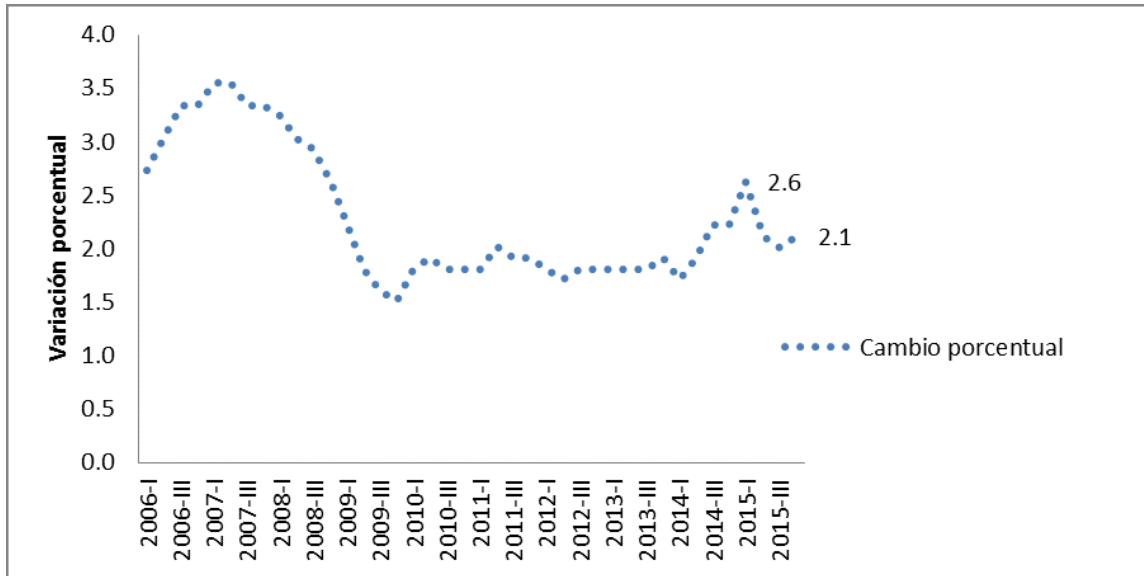
Figura 7: Cambio en el empleo no agrícola. Estados Unidos



Fuente: Bureau of Labor Statistics

El índice de costo laboral (ECI, por sus siglas en inglés) se incrementó en un 0.6% en el cuarto trimestre, para un acumulado anual de 2.1% (vs. 2.2% del año anterior), lo que indica que la mejora en las condiciones de empleo no se materializa aún en presiones salariales, que se mantienen en línea con la inflación objetivo.

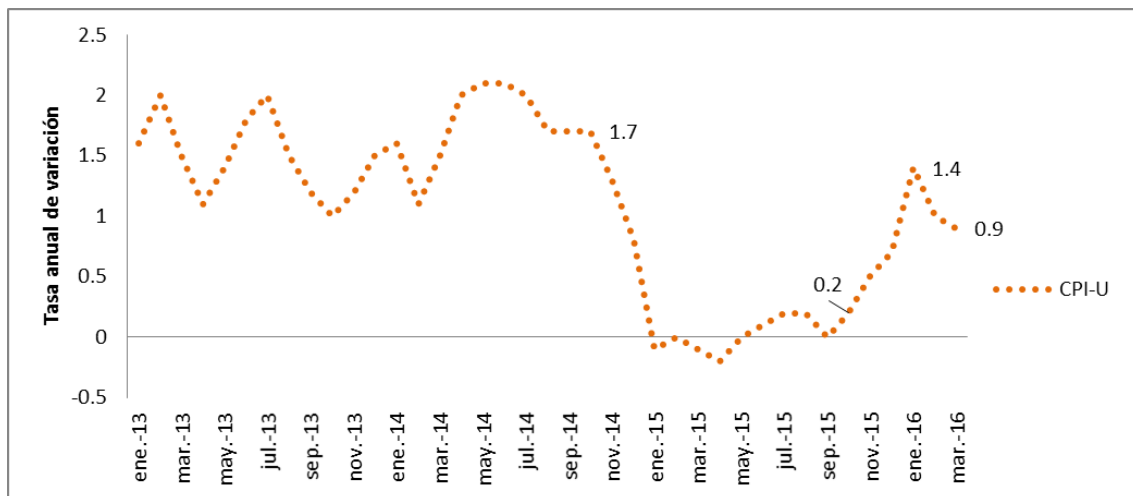
Figura 8: Costo laboral Estados Unidos. Cambio anual (%)



Fuente: Bureau of Labor Statistics

La inflación anual, a marzo de 2016, es 0.9%, como resultado de una variación del 0.8% en alimentos, -12.6% en productos energéticos, y un 2.2% en los demás ítems de la canasta de bienes y servicios. El siguiente gráfico muestra la evolución de la inflación en los 3 últimos años:

Figura 9: Inflación en los Estados Unidos



Fuente: Bureau of Labor Statistics

En resumen, la economía mantiene un dinamismo moderado, el empleo mantiene una senda de mejora y aunque la inflación total es baja, tanto la inflación de bienes y servicios distintos a energía, como el incremento en los costos laborales, se encuentran ligeramente por encima del 2%. El último comunicado del Comité de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) indica que mantiene el actual nivel de la tasa de fondos federales, entre 0.25% y 0.5% y anota que adoptará aumentos apropiados de la misma cuando se observen algunas mejoras adicionales en el mercado laboral y haya confianza de que la inflación volverá a su nivel objetivo del 2% en el mediano plazo. Destaca, sin embargo, que las condiciones de la economía global y la evolución reciente de los mercados financieros, continúan representando riesgos para la actividad económica, lo que permite esperar que la senda de ajuste de la tasa de interés será menos pronunciada de lo que se avizoraba a finales del año 2015. Esta posición (“dovish”, en el lenguaje financiero) indica que los riesgos de aumentos en la tasa de interés en los Estados Unidos son ahora menores, para las economías emergentes.

4. La economía colombiana

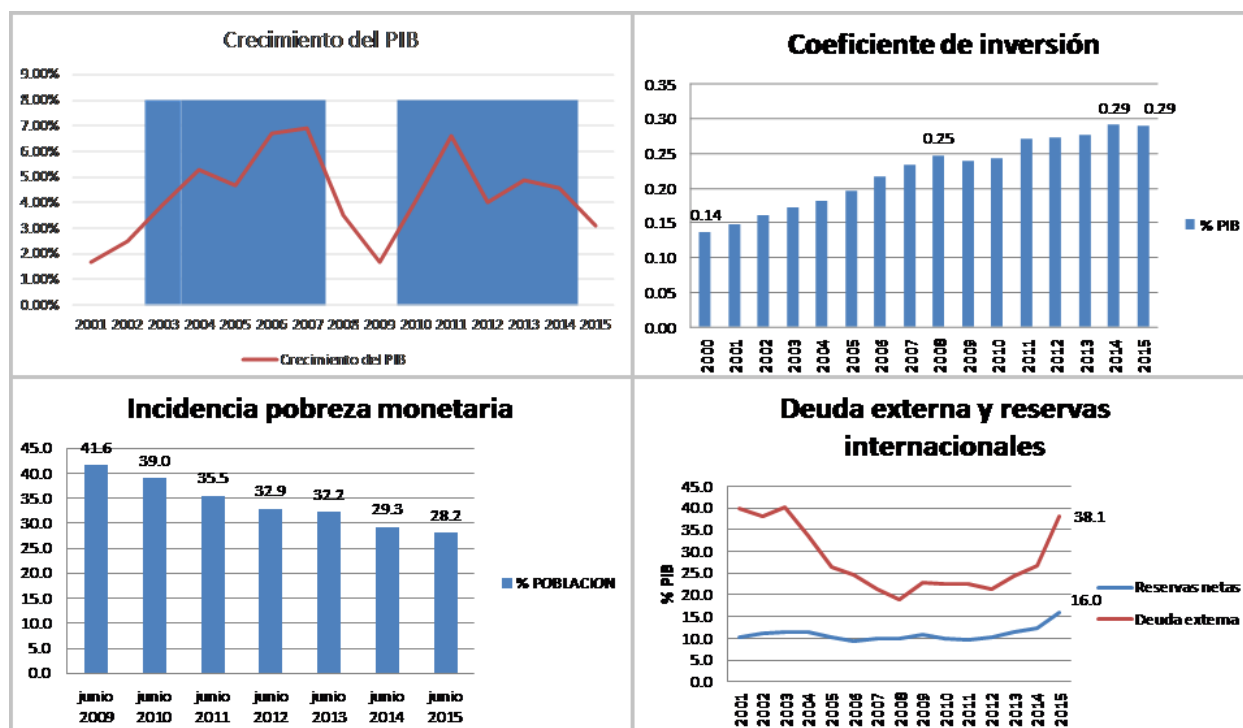
Colombia ha vivido dos períodos de crecimiento excepcional en lo corrido del siglo, separados por el inicio de la Gran Recesión en los Estados Unidos: el primero, entre 2003 y 2007, en el que alcanzó una tasa de crecimiento media del 5.5%, como resultado de las políticas del gobierno Uribe, durante el cual el país pasó de ser considerado un Estado fallido a ser una de las economías emergentes de desempeño destacado⁵; el segundo, en el período 2010-2014, en el que disfrutó de condiciones excepcionales que le permitieron alcanzar una tasa media de crecimiento del 4.8%; reducir la incidencia de la pobreza monetaria del 41.6% (en junio de 2009) al 28.2%

⁵De hecho, Colombia formó parte del segundo grupo de economías emergentes que atrajo la atención mundial: los CIVETS (Colombia, Indonesia, Vietnam, Egipto, Turquía y Suráfrica), de acuerdo la denominación acuñada en 2010 por EIU (the Economist Intelligence Unit). Tras los BRIC, ese grupo parecía, a principios de la década, el grupo de mejores perspectivas económicas en el mundo de los países emergentes.

(en junio de 2015); alcanzar un coeficiente de inversión (FBKF/PIB) del 0.291; elevar sus reservas internacionales de un nivel de 25.355.7 millones de dólares en diciembre de 2009 (10.8 % del PIB) a 47.323.1 en diciembre de 2014 (12.5 % del PIB), con un nivel de endeudamiento externo total del 26.8 % del PIB, a finales del 2014.

En 2015, el crecimiento del PIB se desaceleró al 3.1 %, manteniendo sin embargo un coeficiente de inversión del 29 %. Las reservas internacionales disminuyeron levemente (a 46.731 millones de dólares) pero por efectos de la devaluación representaban el 16 % del PIB. La deuda externa se elevó a 111.197 millones de dólares, un 38.1 %.

Figura 10: Indicadores Colombia



Fuente: DANE, Banco de la Republica. Cálculos propios

De especial relevancia en la desaceleración fue el desplome de los precios de commodities en general y del petróleo en particular, cuyo precio promedio pasó de US\$99.02 por barril en 2014, a US\$ 52.35 en 2015.

Esa coyuntura ha generado presiones importantes en la balanza de pagos, en la

tasa de cambio, en las finanzas públicas y en el control de la inflación. Las presiones se dan por igual en la política fiscal (afectada no sólo por la reducción de las rentas petroleras, sino además por una estructura tributaria ineficiente, poco equitativa y caracterizada por impuestos transitorios) y en la política monetaria, que debe lidiar con la devaluación generada y con las presiones inflacionarias que se derivan de ella y del shock negativo de oferta generado por un fenómeno del Niño particularmente severo. A favor juegan un nivel de endeudamiento externo que puede considerarse todavía bajo frente a estándares internacionales; el nivel de reservas internacionales, que brinda un buen margen de maniobra para enfrentar shocks negativos en el flujo de capitales; la saludable situación del sector financiero; la adopción y aplicación de una regla fiscal; el dinamismo de los componentes privados del gasto y la presencia de oportunidades de inversión rentables (tanto desde el punto de vista privado como desde la perspectiva pública) en el área de infraestructura.

Los dilemas esenciales de las autoridades económicas tienen que ver con la necesidad de ajustar las variables bajo su control (déficit público e inflación) mediante acciones efectivas que, sin embargo, no afecten negativamente las fuentes de crecimiento que deben impulsar la economía en la actual coyuntura mundial adversa. Y ello, en un entorno internacional en el que el ajuste fiscal, el control del endeudamiento y la inflación controlada son imperativos categóricos para la sostenibilidad futura.

4.1. Evolución reciente de la balanza de pagos

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se elevó del 5.2 % del PIB en 2014, al 6.48 % en 2015. Las exportaciones se redujeron en un 28 %, mientras las importaciones decrecieron el 15.6 %. El déficit en renta factorial se redujo en el 52.6 %, compensado el déficit comercial, en tanto que las transferencias se elevaron en un 16.4 %. Así, el aumento del déficit en términos del PIB es completamente imputable a la depreciación de la moneda nacional, que alcanzó el 37.1 % durante el año.

En la cuenta financiera se destacan la caída del 25.8 % en la inversión extran-

jera directa (que pasó de 16.325 millones de dólares en 2014 a 12.108 en 2015) y de las inversiones de cartera (que pasaron de un resultado neto de 11.624 millones de dólares en 2014, a 9.686, con una reducción del 16.9%). Esos movimientos fueron parcialmente compensados por el rubro de “otra inversión” (con un aumento de 3.105 millones de dólares, correspondientes a “pasivos netos incurridos”, en su mayoría, por entidades del sector público). La acumulación de reservas se redujo en 4.021 millones de dólares. Así, el impacto de la reducción en el flujo de capitales (tanto de inversión extranjera directa, como de inversiones de portafolio) se ha compensado mediante endeudamiento público externo y un menor ritmo de acumulación de reservas.

Cuadro 5: Balanza de pagos. Colombia

CUENTA	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1 Cuenta corriente	(8,663)	(9,710)	(11,132)	(12,326)	(19,593)	(18,925)
1.A Bienes y servicios	(1,893)	935	(861)	(2,762)	(11,313)	(18,007)
Crédito (exportaciones)	45,875	63,898	68,034	67,141	63,799	45,390
Débito (importaciones)	47,768	62,963	68,895	69,903	75,111	63,397
1.B Ingreso primario (Renta factorial)	(11,217)	(15,479)	(14,851)	(14,157)	(12,638)	(5,989)
Crédito	1,674	2,780	3,854	3,627	3,999	4,439
Débito	12,891	18,260	18,705	17,783	16,637	10,427
1.C Ingreso secundario (Transferencias corrientes)	4,448	4,834	4,579	4,594	4,358	5,071
3 Cuenta financiera	(9,275)	(8,925)	(11,754)	(11,845)	(19,836)	(19,201)
3.1 Inversión directa	(947)	(6,228)	(15,646)	(8,557)	(12,426)	(7,890)
Adquisición neta de activos financieros	5,483	8,420	(606)	7,652	3,899	4,218
Pasivos netos incurridos (IED)	6,430	14,648	15,039	16,209	16,325	12,108
Petróleo	3,080	4,700	5,471	5,112	4,732	3,063
Agricultura	58	156	26	296	203	220
Minería	1,838	2,480	2,474	2,977	1,582	533
Industria	210	1,214	1,985	2,481	2,837	2,412
Electricidad gas y agua	43	381	672	314	523	251
Construcción	302	444	401	354	669	760
Comercio, transportes y telecomunicaciones	(356)	1,760	1,245	1,386	1,994	668
Servicios financieros	916	1,160	1,077	1,606	2,478	2,103
Otros	339	2,353	1,688	1,684	1,307	2,097
3.2 Inversión de cartera	(973)	(6,090)	(5,690)	(6,978)	(11,654)	(9,686)
3.3 Derivados financieros (distintos de reservas) y opciones de compra de acciones	(354)	(82)	(714)	(33)	268	1,526
3.4 Otra inversión	(10,144)	(267)	4,890	(3,225)	(461)	(3,567)
3.5 Activos de reserva	3,142	3,742	5,406	6,946	4,437	415
Errores y omisiones netos	(613)	785	(622)	480	(243)	(276)
PIB (miles de millones de pesos)	544,924	619,894	664,240	710,497	757,506	800,849
TASA DE CAMBIO PROMEDIO (Pesos por \$US)	1,898.68	1,846.97	1,797.79	1,869.10	2,000.33	2,743.39
PIB (MILLONES DE DÓLARES)	287,001	335,628	369,477	380,128	378,691	291,920
CUENTA CORRIENTE COMO % DEL PIB	3.02 %	2.89 %	3.01 %	3.24 %	5.17 %	6.48 %

Fuente: Banco de la Republica. DANE. Cálculos propios.

Cuadro 6: Exportaciones de bienes (miles de dólares y variación acumula anual)

Fecha	CAFÉ		CARBÓN		PETRÓLEO Y SUS DERIVADOS		FERRONIQUEL		NO TRADICIONALES	
	Valor	Variación	Valor	Variación	Valor	Variación	Valor	Variación	Valor	Variación
ene-15	282,199	103 %	412,622	-33 %	1,124,968	-60 %	55,129	3 %	1,027,888	-15 %
feb-15	245,880	56 %	409,885	-11 %	1,341,421	-53 %	15,959	-26 %	1,119,969	-13 %
mar-15	207,262	51 %	498,557	11 %	1,500,413	-49 %	80,976	12 %	1,170,240	-13 %
abr-15	177,275	29 %	429,377	10 %	1,321,987	-48 %	26,379	5 %	1,259,341	-10 %
may-15	190,448	20 %	3,068,224	-20 %	1,611,926	-47 %	29,040	-11 %	1,217,444	-11 %
jun-15	155,986	17 %	385,288	-22 %	1,384,156	-47 %	36,632	-16 %	1,249,118	-10 %
jul-15	234,972	15 %	378,466	-25 %	1,128,323	-49 %	45,665	-19 %	1,225,000	-11 %
ago-15	214,871	13 %	448,910	-26 %	1,009,965	-50 %	26,040	-24 %	1,108,752	-12 %
sep-15	245,896	13 %	346,582	-31 %	1,037,578	-51 %	36,935	-28 %	1,203,264	-12 %
oct-15	175,232	8 %	275,602	-33 %	1,166,311	-51 %	18,085	-31 %	1,150,560	-12 %
nov-15	183,481	4 %	309,584	-33 %	841,588	-51 %	30,867	-31 %	1,030,665	-13 %
dic-15	212,937	2 %	358,329	-33 %	770,749	-51 %	28,045	-33 %	1,172,934	-13 %
ene-16	157,586	-44 %	235,075	-43 %	595,493	-47 %	21,296	-61 %	849,405	-17 %
feb-16	179,732	-36 %	334,132	-31 %	630,931	-50 %	17,777	-45 %	1,134,860	-8 %

Fuente: DANE. Cálculos propios.

En cuanto a las exportaciones de bienes, sorprende, sin duda, el comportamiento de las exportaciones no tradicionales, que no reflejan todavía los efectos de la devaluación acelerada que ha experimentado la moneda local: decrecieron el 13 % en 2015, y en los primeros meses del presente año decrecen el 8 %. Ello refleja, sin duda, el bajo dinamismo del comercio mundial, pero también el alto grado de dependencia que la economía colombiana desarrolló respecto a exportaciones de commodities, y la escasa preparación para penetrar mercados internacionales con una estructura exportadora diversificada. Dos hipótesis podrían contribuir a explicar este comportamiento: la primera, que el prolongado período de apreciación del peso en años anteriores hizo que los productores nacionales se retiraran de las cadenas globales de valor, por lo que ahora es necesario empezar de nuevo el proceso de integración a ellas; y la segunda, que ante las reiteradas dificultades para exportar, algunos empresarios decidieron convertirse más bien en exportadores de capital, emprendiendo procesos de inversión en el exterior, que han generado flujos

de salida de capital del orden de 29 mil millones de dólares en la presente década.

Las importaciones de bienes, por su parte, se contrajeron en un 15.6 % en 2015, pasando de 64.029 millones de dólares a 54.058. En enero de 2016, disminuyen un 28 %, reflejando seguramente el impacto de la devaluación y de un menor ritmo de actividad económica.

4.2. Evolución reciente del PIB

El crecimiento económico en 2015 alcanzó el 3.1 %, frente al 4.4 % del 2014. El detalle de la evolución trimestral se presente en la siguiente tabla.

Cuadro 7: Crecimiento del PIB por componentes de demanda

COMPONENTE	2014-I	2014-II	2014-III	2014-IV	2015-I	2015-II	2015-III	2015-IV
Producto Interno Bruto - Oferta	6.3%	4.0%	4.0%	3.3%	2.7%	3.1%	3.2%	3.3%
Importaciones Totales	7.9%	3.7%	6.7%	12.8%	12.3%	-0.7%	-2.0%	-2.0%
Consumo Total	4.7%	3.9%	3.9%	4.7%	4.1%	3.7%	4.4%	3.6%
Consumo de Hogares	3.7%	3.6%	3.9%	5.4%	4.3%	3.8%	4.4%	3.3%
Bienes no durables	2.9%	2.4%	3.0%	4.4%	4.4%	4.1%	4.1%	4.1%
Bienes semidurables	1.8%	2.6%	1.6%	6.5%	5.7%	2.8%	2.8%	2.8%
Servicios	5.1%	4.5%	4.4%	4.6%	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%
Bienes durables	5.2%	11.0%	16.3%	21.0%	5.1%	1.4%	1.0%	1.0%
Consumo Final del Gobierno	8.3%	5.1%	3.6%	2.2%	1.9%	2.2%	2.0%	2.0%
Formación bruta de capital	12.8%	16.2%	10.2%	7.7%	6.5%	0.8%	3.4%	0.2%
Formación Bruta de Capital Fijo	10.4%	8.4%	11.4%	8.8%	7.3%	3.6%	0.5%	0.0%
Agropecuario, silvicultura caza y pesca	2.3%	0.2%	1.4%	2.0%	-5.4%	-3.0%	0.0%	1.0%
Maquinaria y equipo	8.4%	2.7%	8.7%	8.8%	0.6%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
Equipo de transporte	-1.5%	5.5%	13.2%	20.7%	41.3%	6.0%	6.0%	6.0%
Construcción y edificaciones	7.0%	1.0%	15.2%	7.5%	2.3%	10.1%	10.1%	10.1%
Obras civiles	27.6%	16.0%	8.8%	5.3%	3.7%	7.2%	7.2%	7.2%
Servicios	12.3%	9.6%	13.7%	8.6%	1.9%	4.6%	0.0%	0.0%
Varición de Existencias	-1366.7%	-353.1%	-30.1%	-59.8%	-42.5%	-56.5%	0.0%	0.0%
Demanda Final Interna	6.9%	6.3%	5.6%	5.4%	4.4%	3.1%	4.2%	2.6%
Exportaciones Totales	2.6%	-11.3%	4.9%	-0.1%	4.1%	-0.2%	-0.2%	0.0%

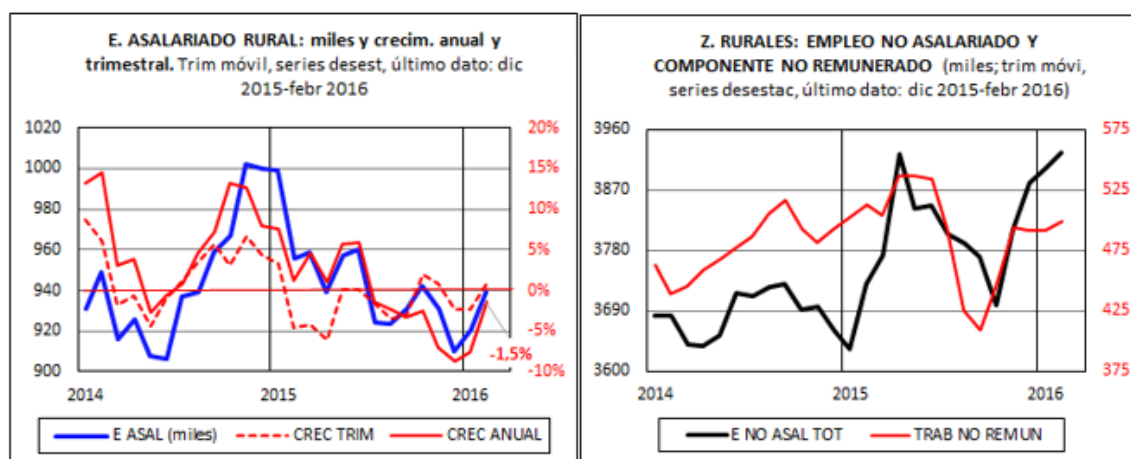
Fuente: DANE.

El consumo de los hogares ha mantenido un dinamismo importante, con un crecimiento superior al 3% durante los cuatro trimestres del año 2015. Pero la formación bruta de capital fijo ha perdido dinamismo, cerrando el año con un crecimiento nulo, aún a pesar del crecimiento en la inversión en construcción y edificaciones (8% en el último trimestre) y en obras civiles (2.5%). Para el último trimestre de 2015, la demanda interna crece sólo el 2.6%, pero su efecto sobre el PIB se ve amortiguado por la caída del 2.9% en las importaciones.

4.3. Mercados laborales: la evolución del empleo

⁶La desaceleración económica de 2015 se hizo sentir con toda fuerza en el mercado laboral rural, donde no todo el empleo es agropecuario ni cafetero: caída considerable del empleo asalariado; alza del no asalariado, de peor calidad. A pesar de su ligera recuperación en diciembre-febrero últimos y frente al pico máximo alcanzado en octubre-diciembre 2014 el empleo asalariado rural seguía siendo 6.1% menor.

Figura 11: Empleo asalariado y no asalariado en zonas rurales 2014, 2015 y comienzos 2016

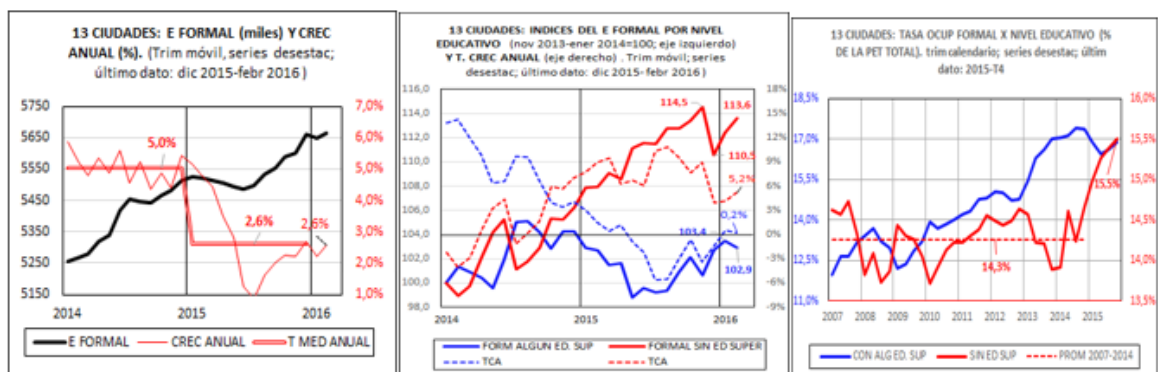


Fuente: DANE, gran encuesta integrada de hogares; datos publicados por esa institución. Notas: 1. Empleo asalariado (obreros y empleados particulares y del gobierno); empleo no asalariado (resto del empleo). 2. Las series se desestacionalizaron usando el método Census X-12

⁶Ver en anexo: López, Hugo: “Mercado laboral Colombiano: 2015 y comienzos 2016”

En cambio, en las trece ciudades, el impacto sobre el empleo formal, fue más moderado: cayó en el primer semestre y se recuperó con creces en el segundo. Fue el resultado del rapidísimo aumento del empleo formal menos educado y que compensó en gran parte la reducción del más educado que se produjo durante la mayor parte del año. Aunque al alza desde mediados del año, la tasa media de desempleo se mantuvo por debajo del 10% y la informalidad que había subido hasta el segundo trimestre, se redujo desde entonces alcanzando para el cuarto trimestre un mínimo histórico desde 2007.

Figura 12: Trece ciudades principales: empleo formal 2014-2015 y comienzos 2016

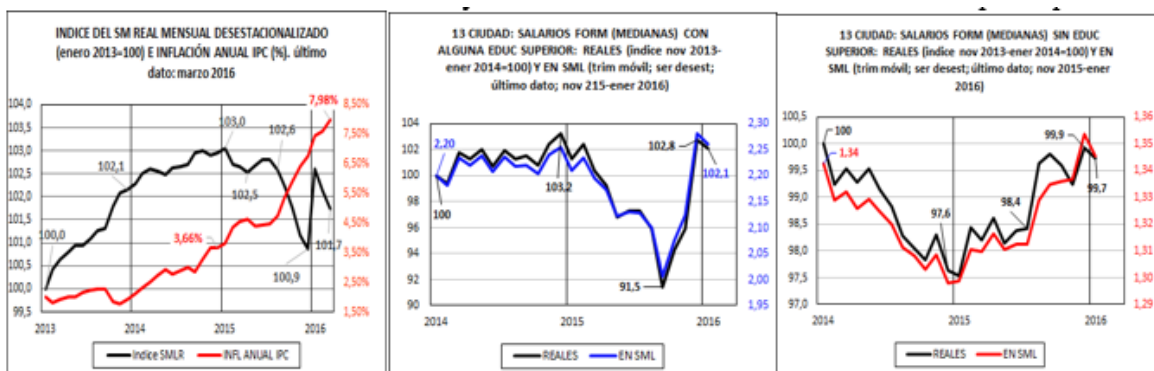


Cálculos de EAFIT basados en el DANE, gran encuesta integrada de hogares. Empleo informal: ocupados privados, distintos a profesionales y técnicos independientes, en empresas de hasta cinco trabajadores (incluye a todos los trabajadores sin remuneración en empresas o negocios de otros hogares). Empleo formal: ocupados privados en empresas de más de cinco ocupados (salvo trabajadores sin remuneración en empresas o negocios de otros hogares) más técnicos y profesionales independientes más ocupados del gobierno

La aceleración inflacionaria había hecho caer en 2014 el salario mínimo y los salarios reales de los trabajadores formales menos educados y, en 2015, permitió estabilizarlos hasta mediados del año. Como su demanda laboral responde, con algún rezago, a sus salarios, este empleo creció rápidamente el año pasado. Con todo, ante la escasez de mano de obra diestra, sus salarios reales volvieron a elevarse alcanzando en el cuarto trimestre los niveles de 2013. Tanto el empleo formal de los trabajadores formales más educados como sus salarios reales habían caído durante el primer semestre del año pasado. Durante el segundo semestre la situación se revirtió -parcialmente para el empleo, completamente para los salarios reales- por

dos factores: la recuperación parcial del valor agregado real urbano (3.4% anual vs 2.9% en el primer semestre) y el efecto de sustitución inducido por el alza en el salario real de los menos educados. Para fines del año pasado, sus salarios reales habían vuelto a alcanzar también el nivel de 2013.

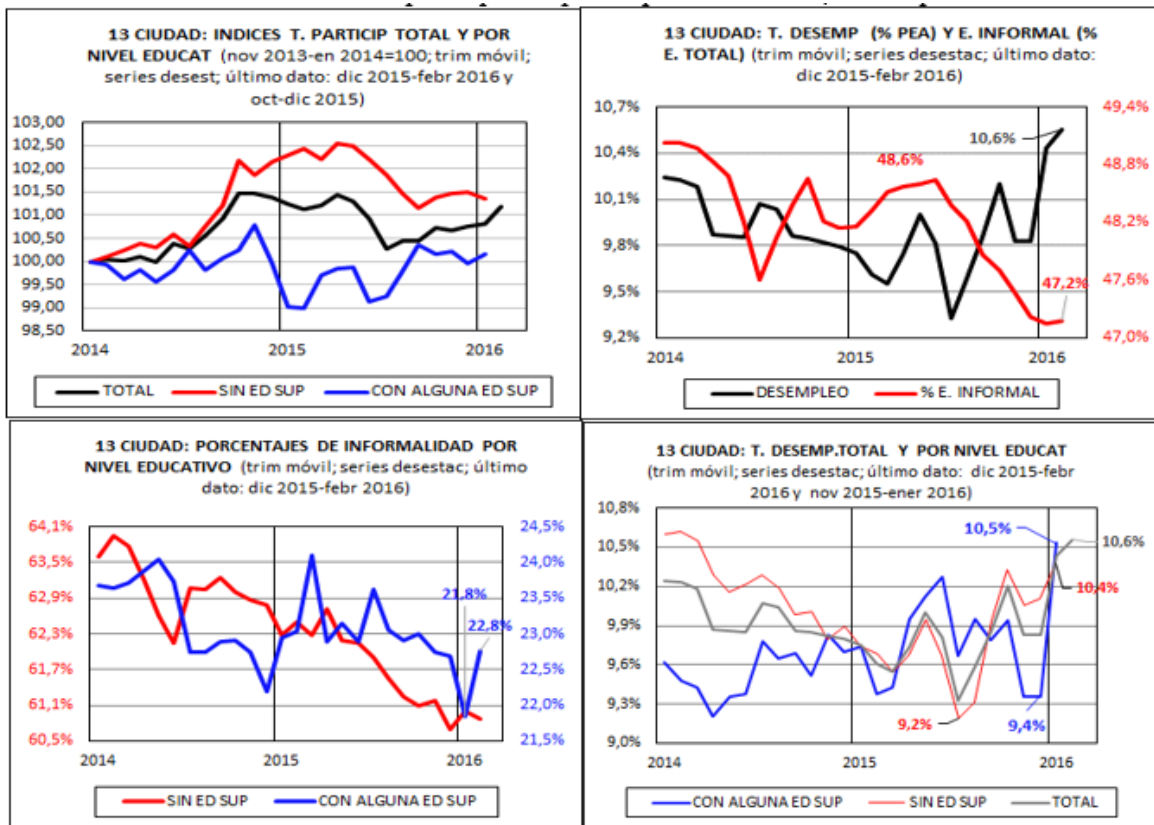
Figura 13: Salario mínimo y salarios formales en las trece ciudades principales



Fuente: DANE; gran encuesta integrada de hogares. Los salarios de los trabajadores formales (en realidad sus ingresos laborales, porque incluyen tanto los de los asalariados como los de los no asalariados) han sido procesados por EAFIT a partir de las cintas de las encuestas del DANE. Se trata de las medianas por trimestres móviles estimadas a partir de los datos salariales que ofrecen los informantes (no se hicieron imputaciones para los no informantes) y que incluyen remuneraciones en dinero y en especie y diversas prestaciones por las que indaga la encuesta de hogares. Se deflataron por el IPC o se expresaron en salarios mínimos legales. Las cifras de que disponemos sólo llegan hasta el trimestre móvil diciembre 2015-febrero 2016.

Desde mediados del año pasado la tasa de desempleo, aunque fluctuante ha venido elevándose. Después de haber alcanzado un mínimo en mayo-junio (9.3%) experimentó una tendencia alcista que llevó su valor desestacionalizado al 10.6% en diciembre-enero del año en curso, el mayor desde julio de 2013.

Figura 14: Trece ciudades principales: participación laboral, desempleo e informalidad



Fuente: DANE, gran encuesta integrada de hogares (datos publicados) y estimaciones de EAFIT a partir de las cintas de la encuesta de hogares.

Las perspectivas del 2016 no parecen las mejores para el empleo moderno y, por tanto, tampoco para el desempleo y la informalidad. La expansión del empleo formal más educado que había seguido elevándose hasta enero, comenzó a caer otra vez en febrero desalentada por el alza salarial real de finales del año pasado y quizá también (¿?) por una desaceleración reciente del valor agregado urbano real; si esta última se confirmara este empleo sufriría un choque negativo el resto del año. Por su lado, el crecimiento anual del empleo formal menos educado comenzó a desacelerarse desde mediados del año pasado; frente al máximo conseguido en septiembre-noviembre y, a pesar de su repunte de este año, en diciembre-febrero seguía siendo 0.8% más bajo. La razón: sus salarios reales medianos habían vuelto

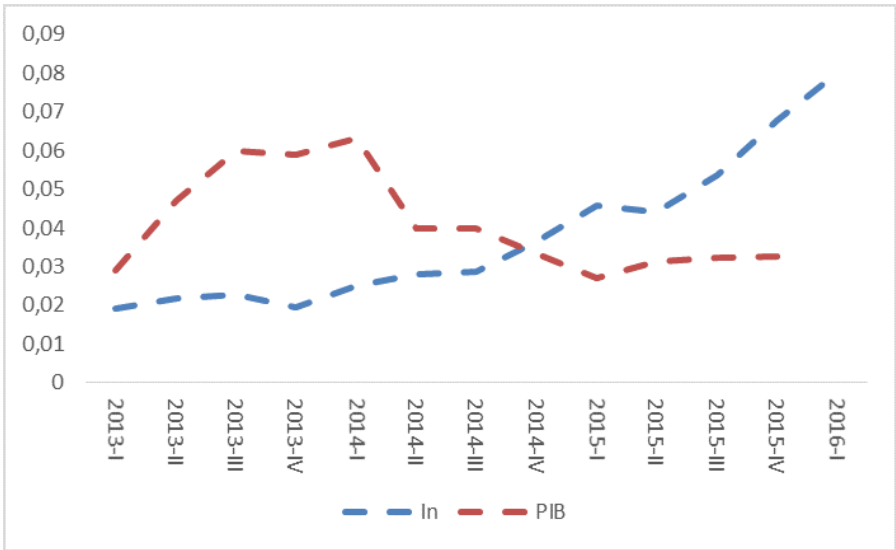
a los niveles de 2013 y apenas se redujeron ligeramente a comienzos de este año. A menos que la inflación siguiera acelerándose sin control el resto del año este tipo de empleo tendría que reducirse.

4.4. Inflación y política monetaria

A partir del segundo trimestre de 2015 se ha observado un aumento prácticamente continuo de la tasa de inflación. La tasa de aumento del PIB real, en cambio, mostró signos de estabilización en torno al 3% anual hasta el fin de 2015 .

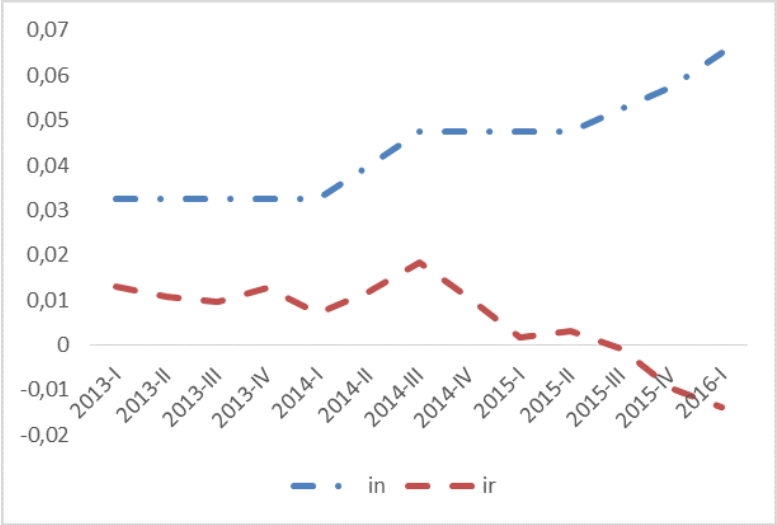
Los comportamientos referidos de las tasas de inflación y crecimiento del PIB se explican en parte por una política monetaria que ha reaccionado con rezago y de manera bastante moderada ante el ascenso de la inflación. Tanto es así que la tasa de interés de intervención de política, en términos reales (descontada la inflación), se ha vuelto negativa desde el tercer trimestre de 2015 y, al menos, hasta principios de abril de 2016

Figura 15: Tasas observadas de inflación y crecimiento del PIB real (2013: I – 2016: I)
I) Tasas equivalentes anuales de tasas trimestrales



cálculos propios

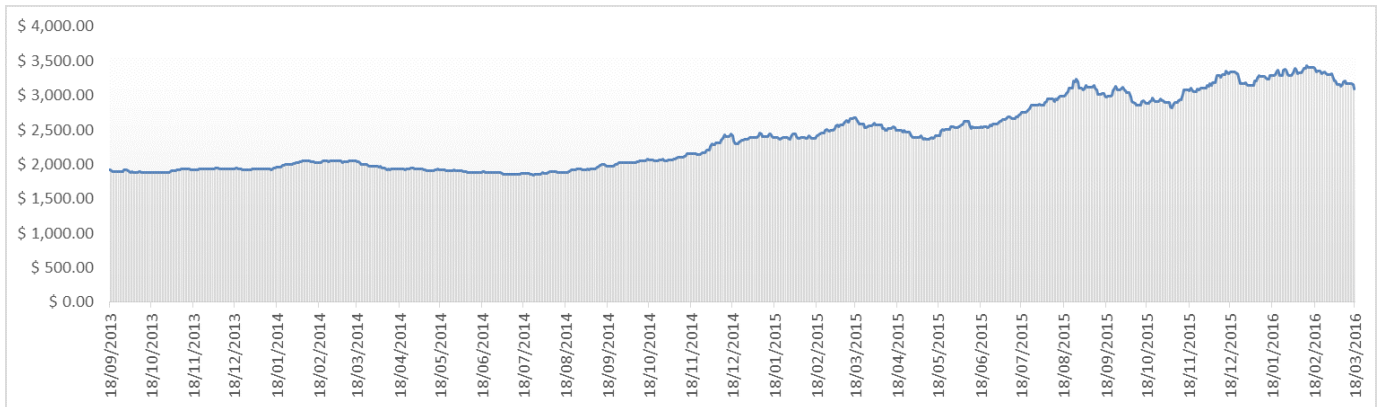
Figura 16: Tasas de interés de intervención de política (Tasas vigentes a fin de cada trimestre) Tasas nominales y reales (corregidas por la inflación -IPC- de los últimos 12 meses) 2013:I - 2016:I



cálculos propios

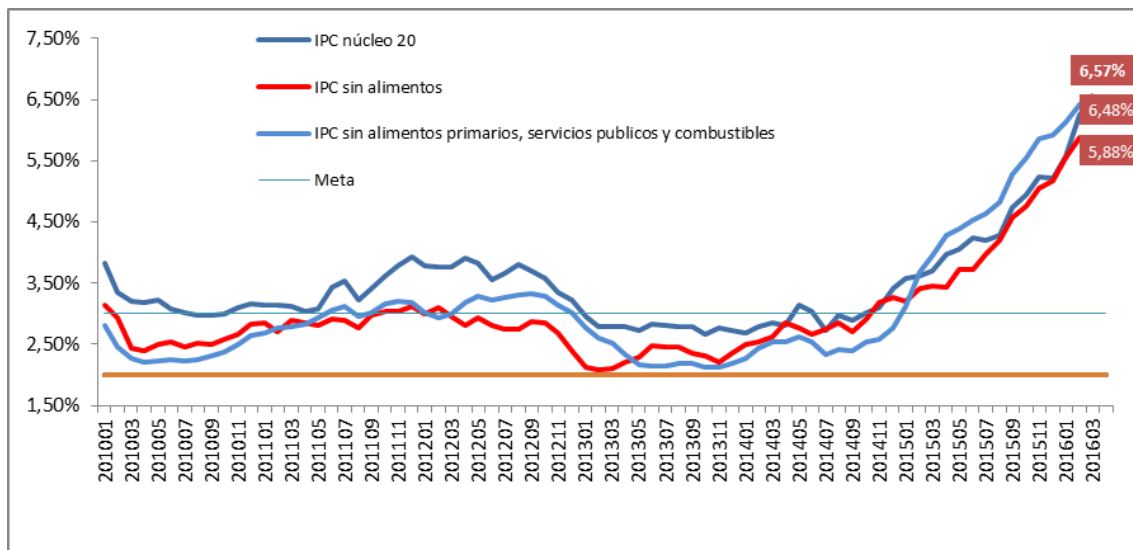
En el aumento de la inflación han incidido fundamentalmente dos factores: un fenómeno del Niño particularmente agudo y el aumento de la tasa de cambio (82 % en los 569 días corridos entre el 23 de julio de 2014 y el 12 de febrero de 2016; Gráfico 3.8) ocasionado por el colapso del precio del petróleo. Pero es evidente también que las presiones se han extendido a otros sectores económicos, como lo ilustra el Gráfico 3.9, que presente medidas alternativas de la inflación básica (sin alimentos y energéticos).

Figura 17: Tasa de cambio nominal (TRM: Pesos/ Dólar) 2 septiembre 2013 – 18 marzo 2016



Fuente: Banco de la República

Figura 18: Medidas de la inflación básica



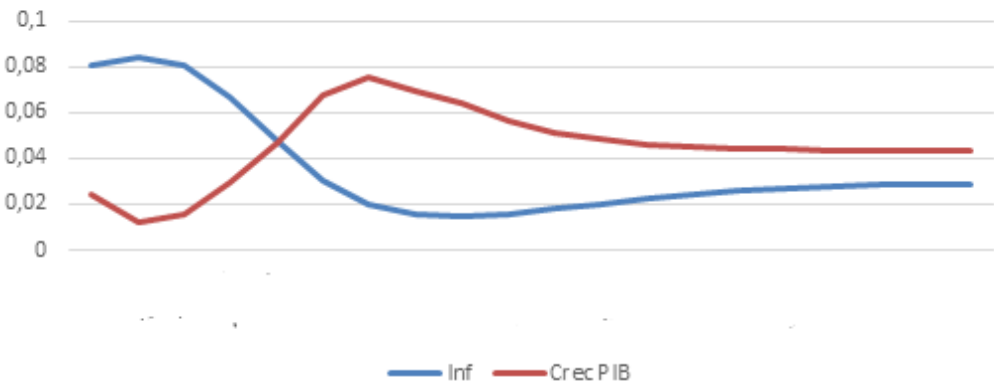
Fuente: Banco de la República

La política monetaria ejecutada hasta diciembre no ha sido agresiva en lo que se refiere a reducir la inflación hasta ponerla de nuevo en el rango meta de inflación. Los niveles de inflación observados, sin embargo, harán seguramente que la autoridad monetaria refuerce la política de subir la tasa de interés de política a fin de que

Colombia retorne en un plazo prudente a la situación en la cual la inflación observada se ubique en el rango meta de inflación (entre 2 y 4 % anual para el aumento del índice de precios al consumidor).

Una crítica popular al respecto es señalar que con ello se reduciría la tasa de aumento del producto. Pero tal crítica omite un problema básico: si deja prolongar la situación actual (mediados de abril de 2016) continuará ascendiendo la tasa esperada de inflación y, entonces, esto se encargaría de reducir la tasa de crecimiento del PIB desde fines de 2016 y en los siguientes trimestres. Así las cosas, la política de aumentar la tasa de interés no se puede interpretar como una política inútil y dañina sino como la reacción racional para enfrentar y solucionar un dilema inter-temporal: menos crecimiento del producto hoy a cambio de menos inflación hoy (y menores expectativas de inflación hoy) y, entonces, más crecimiento del producto mañana, y, también mañana, un retorno a la época de inflaciones bajo control, como lo ilustra el siguiente gráfico, que simula el impacto de una política anti-inflacionaria agresiva:

Figura 19: Respuesta de la inflación y el producto a una política anti-inflacionaria agresiva



Fuente: Cálculos propios.

Con base en el escenario descrito anteriormente, se realizó un ejercicio de pro-

nóstico de la inflación soportada sobre la opinión de expertos⁷ con el fin de proyectar la inflación del año 2016 y 2017. Se encontró que la inflación anual esperada para 2016 será de aproximadamente el 6.26 %, con un mínimo de 5.53 % y un máximo de 7.20 %. De igual forma, para el año 2017 se espera una inflación anual de 4.53 % con un mínimo de 3.58 % y un máximo de 5.28 %. Lo anterior se encuentra explicado por los cambios coyunturales de desaceleración del fenómeno del niño, que tendrá efectos positivos sobre la inflación de alimentos ayudando a la reducción total de la inflación. Además, el efecto de la tasa de cambio debería verse reducido, aunque (como ya se señaló) existe amplia incertidumbre acerca de la evolución futura de los precios del petróleo.

En conclusión, una senda de aumentos rápidos de la tasa de intervención, del orden de 50 puntos básicos, que llevara la tasa a niveles del 7.5 %, frenaría el incremento observado en la inflación básica, lo que en conjunción con el inicio de la recuperación de los precios del petróleo, la consecuente caída de la tasa de cambio, y la terminación del fenómeno del Niño, tendría rápidos impactos sobre la tasa de inflación, permitiendo así, en un plazo relativamente corto, adoptar de nuevo una política monetaria “laxa”, orientada a propiciar el cierre de la brecha del producto.

4.5. La encrucijada fiscal

En los últimos meses, la situación fiscal se ha tornado particularmente compleja: el desplome de los precios del petróleo, la reducción observada en la tasa de crecimiento de la economía, y el incremento en el “spread” de la deuda pública en mercados internacionales, han generado desajustes presupuestales, que obligan a plantear recortes del gasto y ajustes en los ingresos. Esos recortes y ajustes se han plasmado en la revisión del plan financiero de 2016 y del cierre fiscal del 2015, realizada por el Ministerio de Hacienda en diciembre de 2015. En esa revisión se puso de presente la necesidad de recortes en el gasto para el Presupuesto de 2016,

⁷Encuesta realizada a los profesores del Departamento de economía de EAFIT, que atendieran cursos de Macroeconomía y Entorno Económico en pregrado y post grado.

del orden de 3.5 billones de pesos, y de rentas adicionales (asociadas a un plan de gestión y anti-evasión) del orden de 4 billones de pesos, a efectos de ajustar las finanzas del Gobierno Central a los requerimientos de la regla fiscal.

La revisión de las proyecciones fiscales indica que alcanzando las metas de crecimiento del PIB originariamente planteadas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, haciendo permanentes los ajustes de ingreso y gasto contemplados en el Plan Financiero de 2016 e implementando la todavía no presentada reforma tributaria (con una generación de ingresos fiscales adicionales desde el 0.8 % del PIB en 2017 hasta 2.3 % en 2022) se podrá alcanzar la meta de un déficit estructural del 1 % del PIB en 2022, como lo ilustra la siguiente tabla:

Figura 20: Proyecciones fiscales GNC

PROYECCIONES FISCALES.								
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CRECIMIENTO PIB	3.2%	3.2%	4.2%	4.3%	4.8%	5.0%	5.0%	4.8%
INGRESOS TRIBUTARIOS (% PIB)	13.7%	14.2%	15.3%	15.6%	15.3%	15.3%	15.3%	15.2%
PROYECCION TRIBUTOS ACTUALES (SIN PETRÓLEO)	13.7%	14.2%	14.5%	14.8%	13.3%	13.2%	13.1%	12.9%
REFORMA TRIBUTARIA			0.8%	0.8%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%
INGRESOS NO TRIBUTARIOS (% PIB)	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
OTROS INGRESOS (% PIB)	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
RECURSOS DE CAPITAL (% PIB)	0.9%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
RENTAS PETROLERAS (% PIB)	1.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
CRECIMIENTO DEL GASTO (NOMINAL)	4.58%	4.74%	9.43%	3.56%	3.91%	8.15%	8.15%	5.43%
CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN (NOMINAL)	-4.83%	-17.06%	7.33%	7.43%	7.94%	8.15%	8.15%	7.94%
DEUDA GNC (% PIB)	38.9%	40.2%	40.1%	39.2%	37.9%	36.5%	35.1%	33.6%
INTERESES (% PIB)	2.6%	3.0%	3.1%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%	2.7%
DÉFICIT TOTAL (% PIB)	-3.0%	-3.6%	-2.7%	-1.9%	-1.5%	-1.5%	-1.4%	-1.0%
META REGLA FISCAL (BALANCE ESTRUCTURAL)				-1.9%				-1.0%

Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo y cálculos propios.

Ahora bien: las perspectivas de crecimiento económico han sido revisadas a la baja, en general, por los observadores económicos: por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional, en su revisión de abril, prevé una tasa de crecimiento del 2.5 % y 3 % para 2016 y 2017. Ello plantea complejos retos a la política económica y especialmente en lo relativo a la reforma tributaria. Dado que no parece posible relajar las restricciones de la política fiscal, en un entorno internacional complejo como el actual, será necesario llevar a cabo una reforma que, al tiempo, permita el ajuste

de las cuentas fiscales, minimizando su costo en términos de crecimiento económico. Éste ha estado fundamentado en la elevación de la tasa de inversión y por ello será necesario mantener condiciones adecuada a la inversión. Como lo recomendó la Comisión, será necesario reducir impuestos a las empresas, elevando el esfuerzo fiscal de las personas naturales y los impuestos indirectos.

Hay que insistir, por lo demás, en que las condiciones imperantes en los mercados financieros internacionales hacen recomendable mantener un manejo prudente de las finanzas públicas, así como procurar que se cumplan estrictamente las metas incorporadas en la regla fiscal.

En conclusión, el espacio fiscal para nuevo gasto es reducido: el énfasis deberá estar en reorientar el gasto y la inversión pública hacia actividades productivas que generen crecimiento económico y oportunidades de bienestar para la población. Así mismo, deberán privilegiarse medidas que fomenten la acumulación de capital productivo (tanto público como privado), a cambio de medidas asistencialistas, que generan impacto de corto plazo, sin crear condiciones que las hagan sostenibles.

4.6. Proyecciones básicas

En un entorno mundial de bajos precios de commodities, debilitamiento (o incluso reversión) de los flujos de capitales, y encarecimiento del costo de la deuda, el bajo margen de maniobra de las finanzas públicas (por el efecto conjunto de la reducción de las rentas petroleras y la ineficiente estructura tributaria del país) y la necesidad de políticas monetarias contractivas para el control de la inflación, representan un enorme riesgo para el crecimiento futuro. Las prioridades, sin embargo, son claras:

- Mantener un manejo ordenado de las finanzas públicas, que preserve la calificación favorable que tiene el país en los mercados internacionales. En este sentido, la regla fiscal opera como una garantía de seriedad de la política económica, y debe continuar rigiendo el manejo de las finanzas públicas del

gobierno central.

- La inversión en infraestructura y la construcción de vivienda deben ser los dinamizadores esenciales de la actividad económica, así que deben concentrarse los esfuerzos en la financiación de la tercera ola del programa de inversión en infraestructura 4G, y en los estímulos a la construcción de vivienda, por su impacto positivo no sólo en el crecimiento, sino también en el empleo.
- El país debe revisar cuidadosamente la dinámica de sus exportaciones. A los problemas cambiarios (generados por la prolongada revaluación) se unieron en los últimos años, problemas complejos de falta de competitividad, de excesos en tramitología, y de inadecuado aprovechamiento de los accesos a mercados obtenidos en los Tratados de Libre Comercio suscritos por el país con diversos socios comerciales. En este sentido, debe rediseñarse la agenda de competitividad, incluyendo, por lo menos, actividades de “descubrimiento” de mercados; acciones de fortalecimiento de la productividad, incluyendo aquellas que operan como externalidades para los actores privados, pero también las que fortalecen la capacidad de innovación de las empresas; mejoras en la dotación de factores productivos y eliminación de cuellos de botella generados por mercados incompletos o por mal funcionamiento de mercados existentes; y un rediseño profundo de la institucionalidad del país en todo lo que compete a su sector productivo.
- La reforma tributaria estructural, de la que se ha venido hablando, debe ser una prioridad absoluta del gobierno central. En un entorno internacional complejo como el actual, es necesario garantizar un funcionamiento adecuado de las finanzas públicas, que preserve la calificación de grado de inversión de la economía colombiana.

Asumiendo que la demanda mundial mantendrá un bajo dinamismo; que los precios del petróleo alcanzarán un nivel promedio de US\$45 por barril en 2016 y US\$58 en 2017; que se implementa una reforma tributaria a partir de 2017, que eleva en

promedio el IVA en 3 puntos porcentuales y produce una recomposición de los impuestos directos, generando menores impuestos a las empresas y compensando esos impuestos con aumentos del gravamen a las personas; que el gasto público se incrementa en el 1.8% en 2016 y 2% en 2017; que la inversión en infraestructura crece el 8.5% en 2016 y el 9% en 2017; y que se aplica una política monetaria más estricta, que permita bajar la inflación promedio del 2016 a niveles del 5.5% y del 2017 al 4%, las proyecciones que arroja del modelo de equilibrio general computable de EAFIT son las siguientes:

Figura 21: Proyecciones PIB

CRECIMIENTO DEL PIB			
	2015	2016	2017
TOTAL	3,1%	2,6%	3,0%
CONSUMO DE LOS HOGARES	3,9%	2,4%	3,6%
GASTO PÚBLICO	2,8%	1,8%	2,0%
FBKF	2,6%	1,6%	3,1%
INVENTARIOS	-3,6%	1,4%	2,7%
EXPORTACIONES	-0,7%	1,9%	0,0%
IMPORTACIONES	3,9%	-0,8%	1,8%

Figura 22: Otros indicadores

OTROS INDICADORES			
	2015	2016	2017
TASA DE DESEMPLEO	8,9%	9,0%	10,0%
DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE	-6,5%	-6,6%	-6,0%
DEFICIT GNC	-3,7%	-3,9%	-2,5%
TASA DE CAMBIO PROMEDIO	2.789,88	3.153,48	3.290,85
TASA DE INFLACIÓN PROMEDIA ANUAL	5,0%	5,5%	4,0%



Escuela de Economía y Finanzas
Centro de Investigaciones Económicas y Financieras
Grupo de estudios en Economía y Empresa
Línea de Macroeconomía Aplicada

Carrera 49 N° 7 Sur-50, Medellín - Colombia
Teléfono: (057-4) 261 9500 Ext 9532 - 2619532
cief@eafit.edu.co