

PERSPECTIVA ECONÓMICA 2016-2017: ¿CESÓ LA HORRIBLE NOCHE?

Noviembre 2016

Andrés Pardo Amézquita

Director Ejecutivo

Investigaciones Económicas

+57-1-353 8787 ext. 6165

andres.pardo@corficolombiana.com

1. Contexto internacional: El precio de la incertidumbre

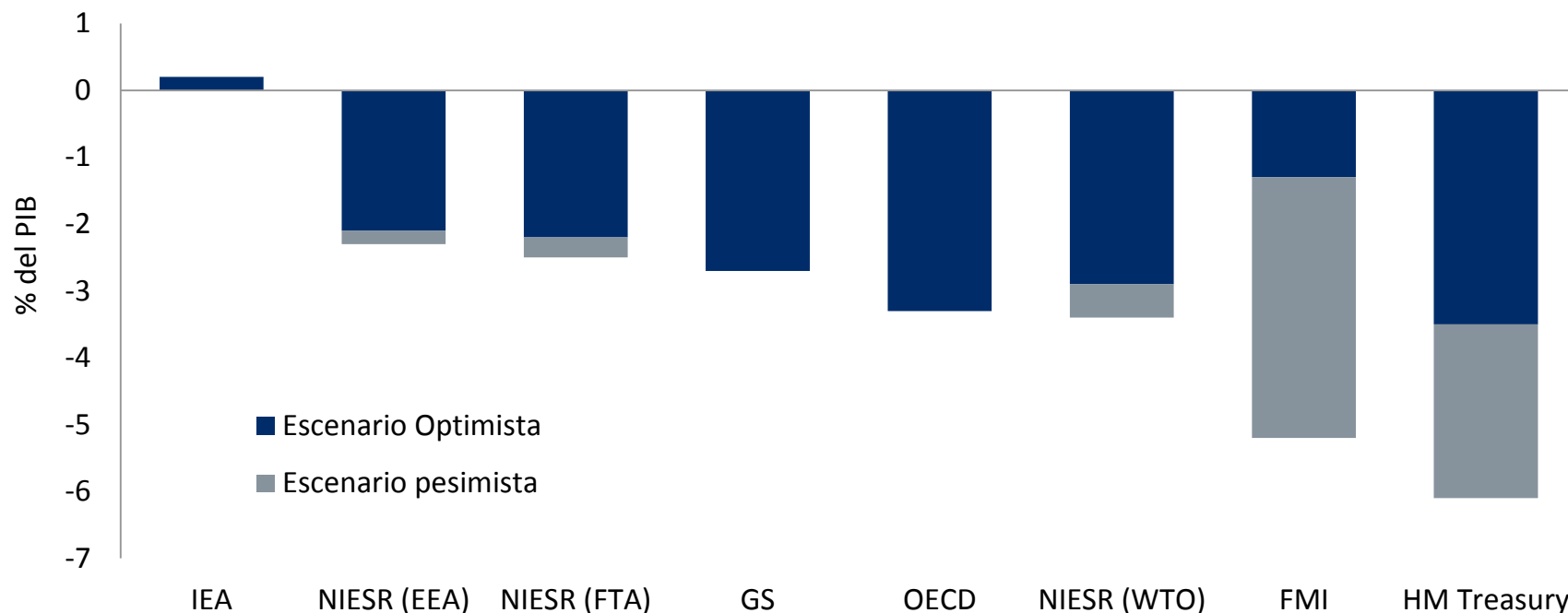
2. PIB Colombia: La cruda realidad

3. Inflación y política monetaria: Buscando la meta

4. Mercado cambiario: Del amor y otros demonios

El Brexit afectará significativamente el PIB del Reino Unido en los próximos 2 años y el desempeño de la economía mundial, lo que conducirá a mayor laxitud monetaria global.

Impacto del Brexit sobre el PIB del Reino Unido

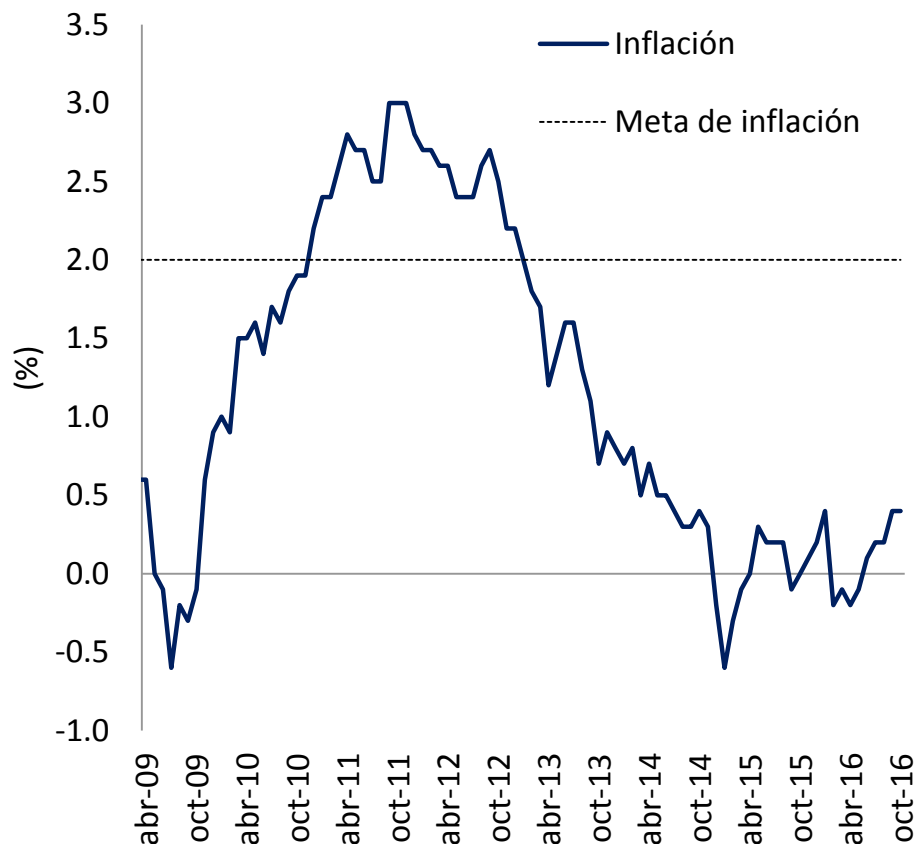


Fuente: Goldman Sachs

- El Brexit es un gran choque de confianza y de incertidumbre que afectará principalmente la inversión en el Reino Unido y el crecimiento económico en el corto plazo, restando 2.75% del PIB en los próximos 18-24 meses.
- El Brexit impactará en alguna medida el crecimiento económico de la zona euro (0.5 puntos en los próximos 2 años) y el de Japón (0.25 puntos).
- El Brexit conducirá a mayor estímulo por parte del Banco de Inglaterra (BoE), a la extensión de los programas de liquidez del Banco Central Europeo (BCE) y del Banco de Japón (BoJ).

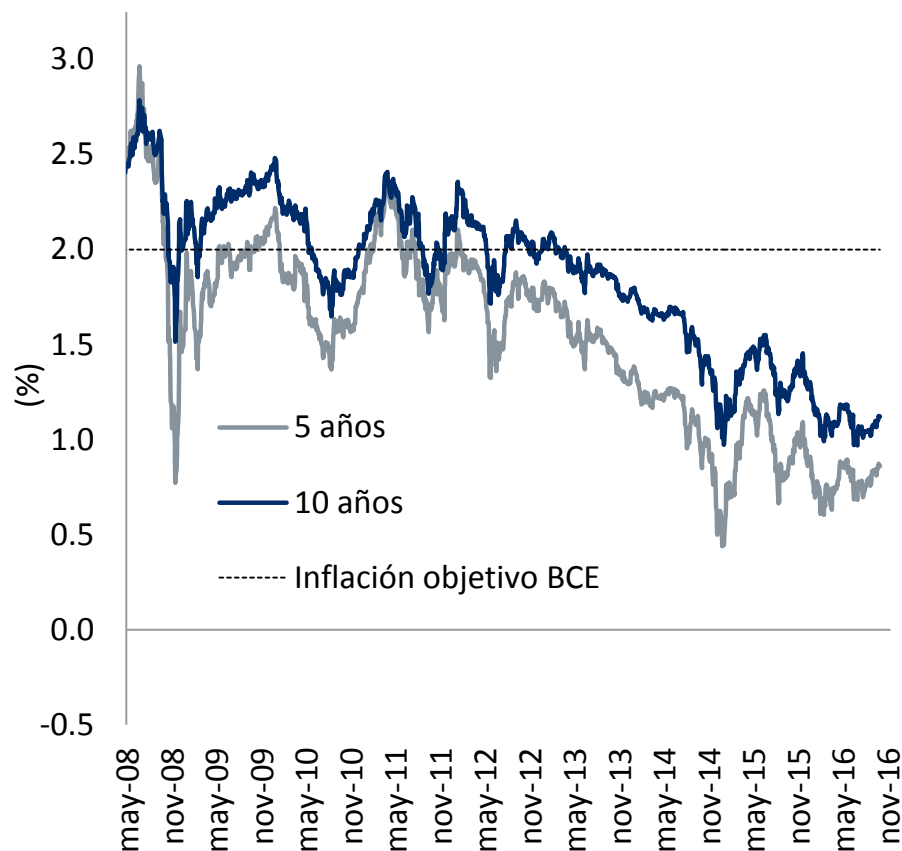
El riesgo de deflación vuelve a ser una preocupación en la Eurozona. El Banco Central Europeo amplió su programa de estímulo monetario en marzo y esperamos medidas adicionales en el segundo semestre, especialmente luego del Brexit.

Inflación anual en la Eurozona



Fuente: Bloomberg

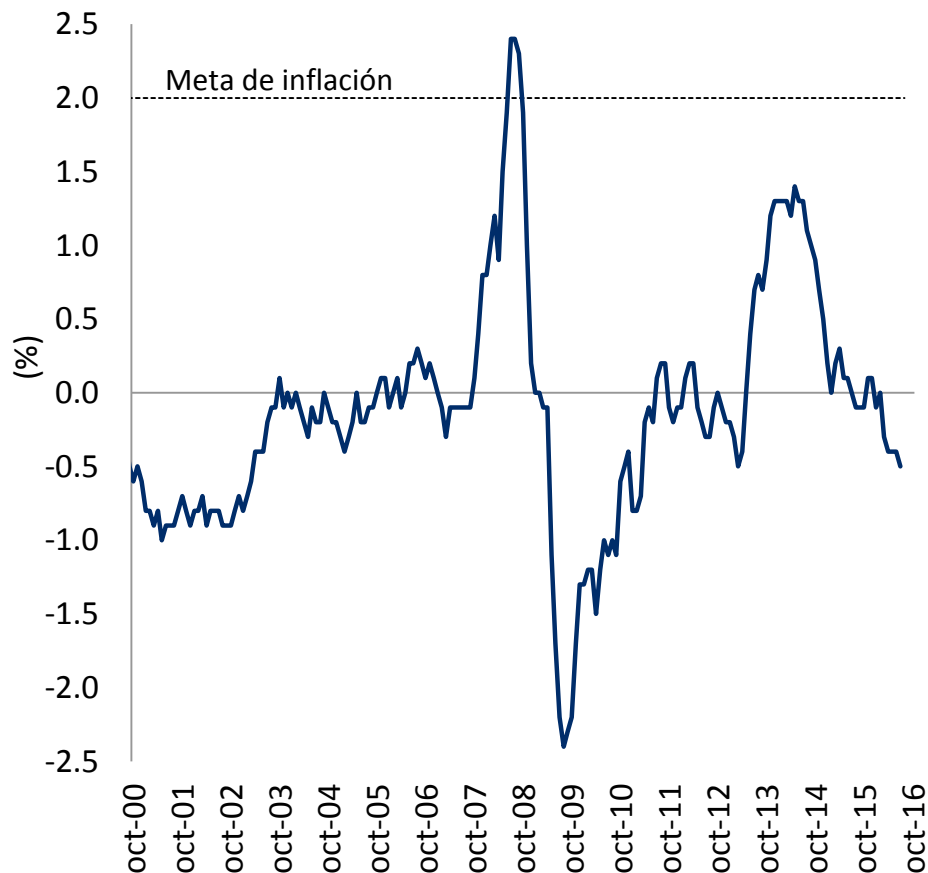
Expectativas de inflación implícitas en la curva de swaps en euros



Fuente: Barclays

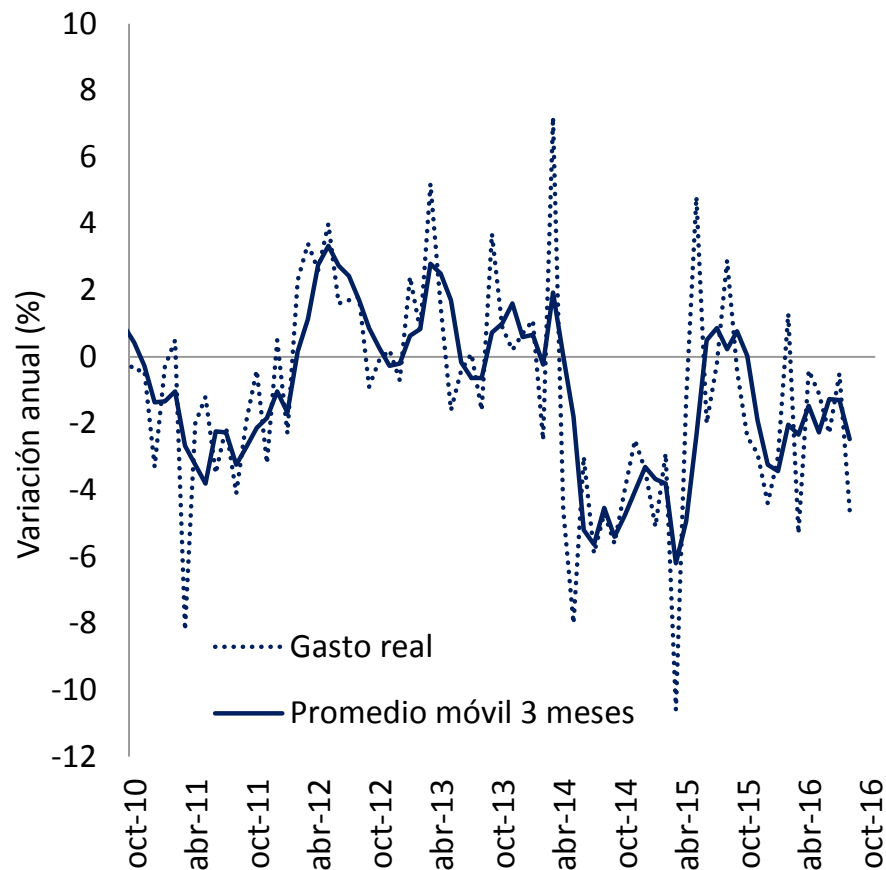
En Japón, la recuperación económica y el desempeño de la inflación han decepcionado. Las preocupaciones sobre China y el Brexit generan mayores riesgos a la baja. Esperamos que el BoJ continúe inyectando liquidez al menos por 2 años más.

Inflación al consumidor en Japón (sin alimentos frescos)



Nota: Datos de Abril 2014 a Abril 2015 están ajustados por el aumento del IVA en Abril 2014

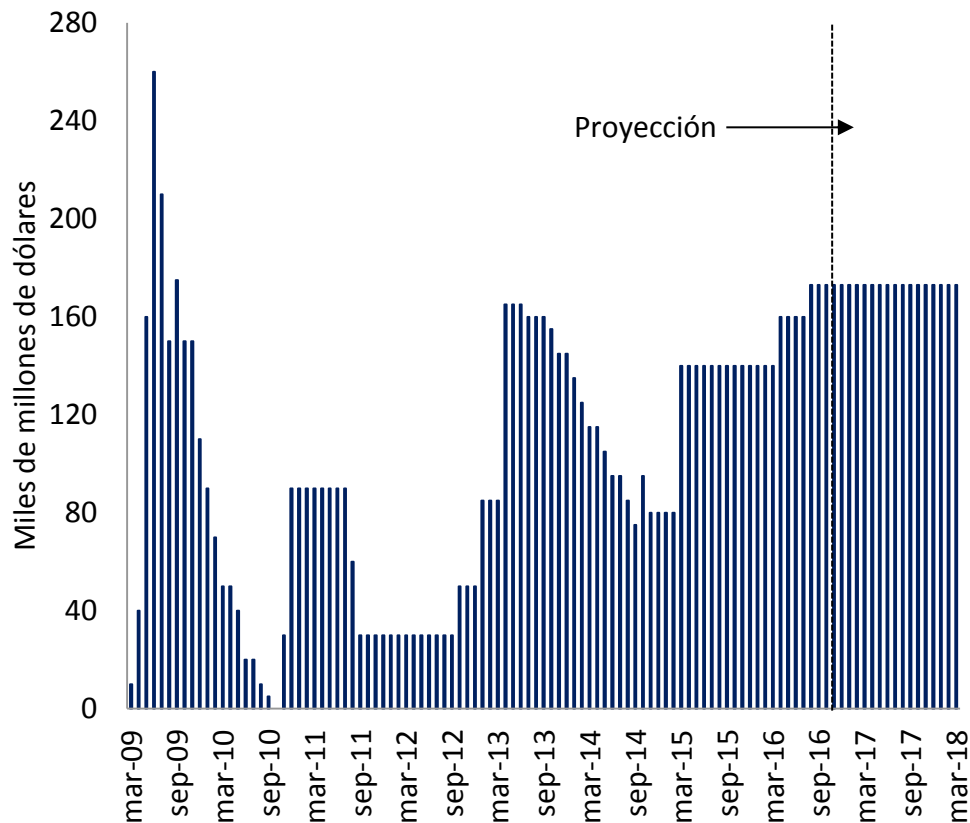
Gasto real de los hogares en Japón



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

El monto de inyecciones de liquidez en 2017 será el más alto histórico. Japón y Europa inyectarán US\$2 trillones el próximo año.

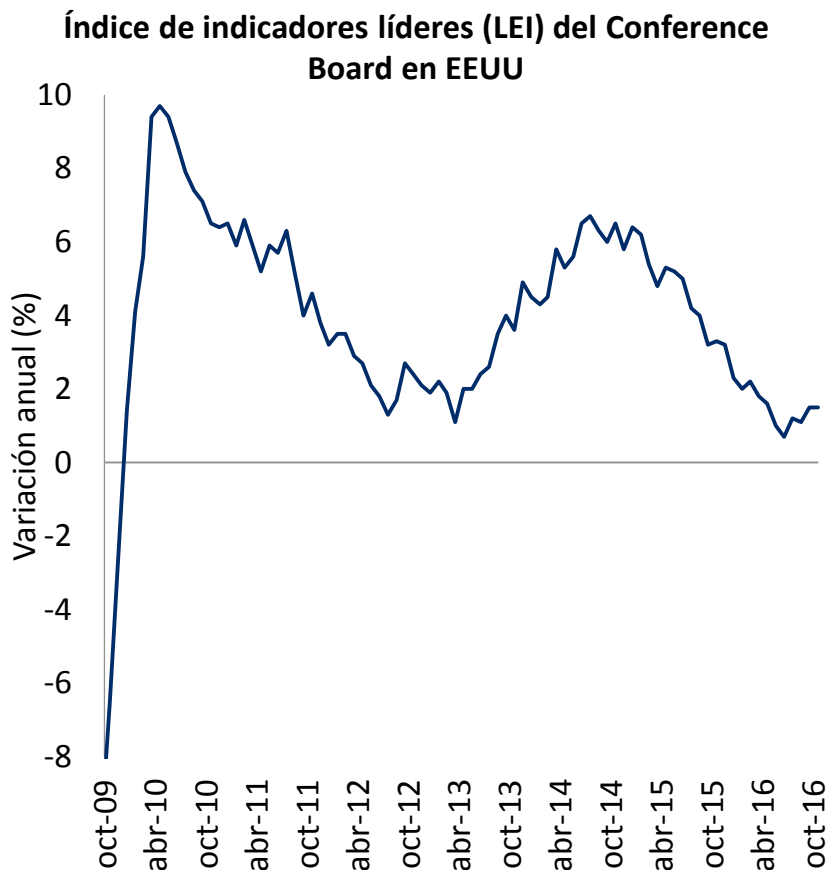
Compra mensual de activos de los principales bancos centrales
(EEUU, Inglaterra, Eurozona y Japón)



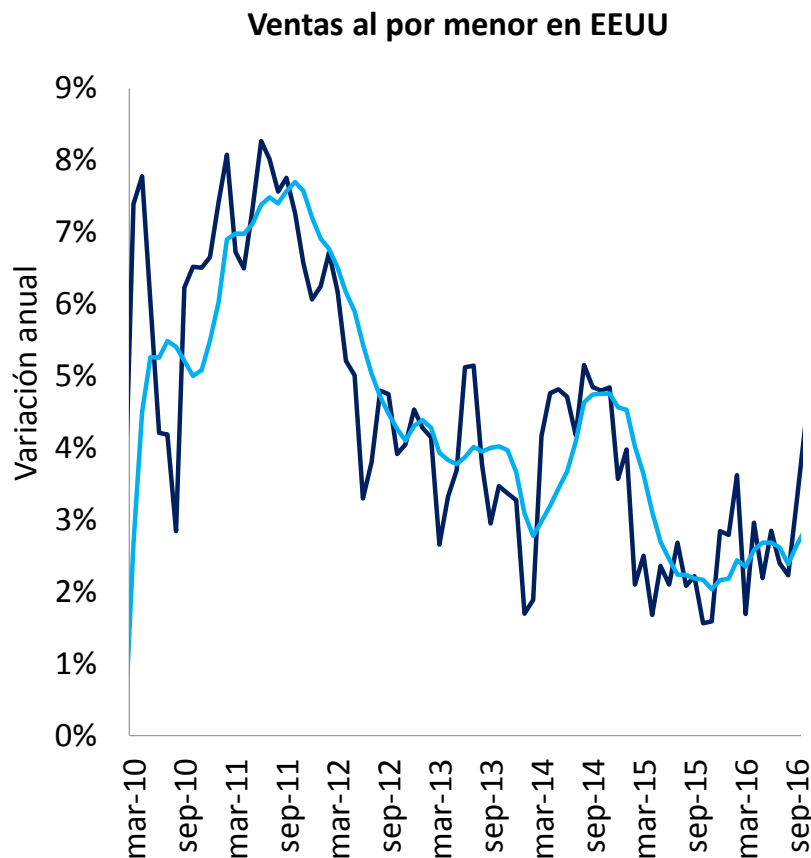
Fuente: Bloomberg



En EEUU se evidencian señales de un lento crecimiento económico en los próximos trimestres y la victoria de Trump genera incertidumbre que podría debilitar la economía en el primer semestre de 2017, así que la Fed seguirá siendo cauta en su proceso de normalización monetaria.



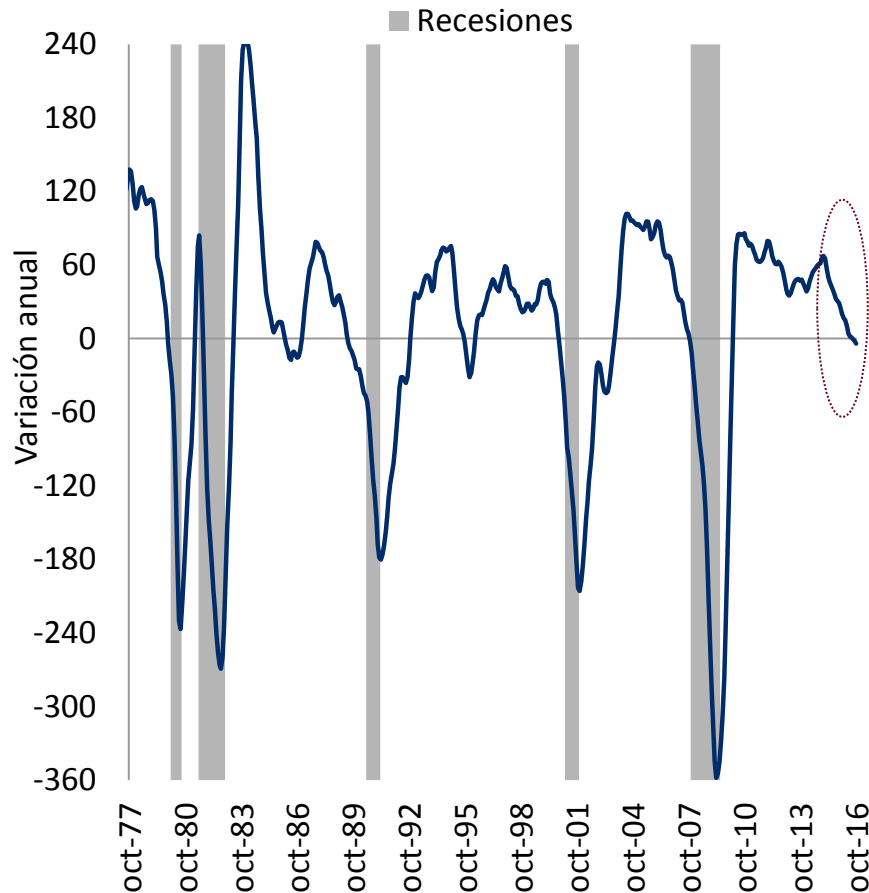
Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg

También nos preocupa la señal que está enviando el Índice de Condiciones del Mercado Laboral (LMCI) que construye la Fed, pues sugiere que el panorama económico continúa siendo frágil.

Índice de Condiciones del Mercado Laboral en EEUU de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal



Fuente: Reserva Federal, NBER.

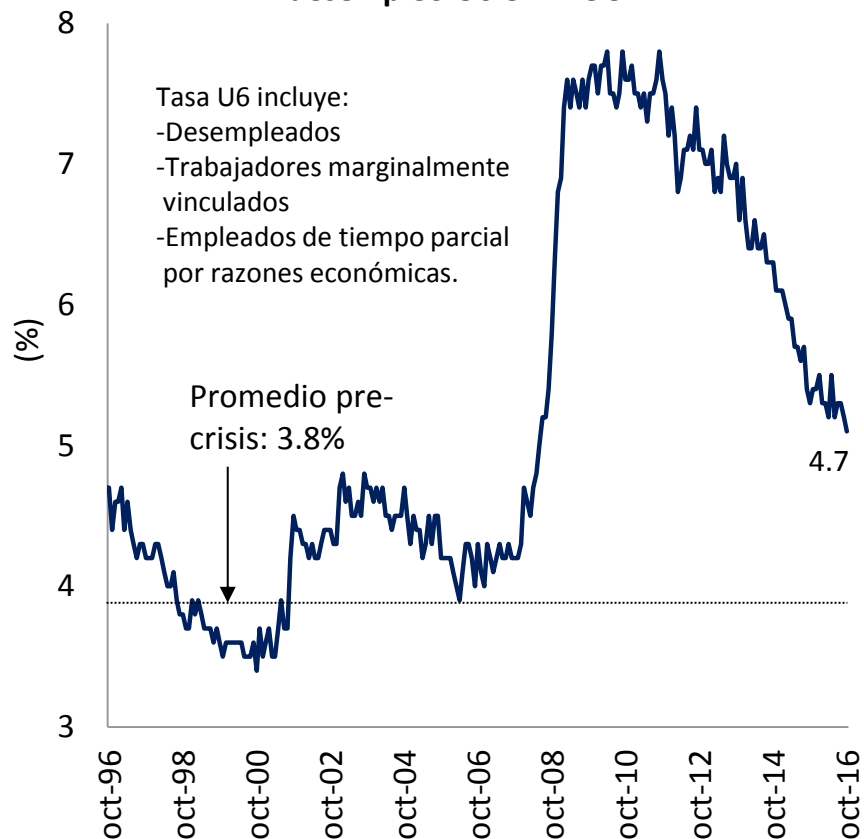
Probabilidad de recesión en EEUU según el modelo de la Fed de Nueva York



Fuente: Fed de New York

Aunque el mercado laboral en EEUU ha mejorado, hay evidencia de que los niveles de subutilización laboral aún siguen siendo elevados.

Diferencial entre la tasa de desempleo total y la tasa de desempleo U6 en EEUU



Fuente: BLS. Cálculos: Corficolombiana

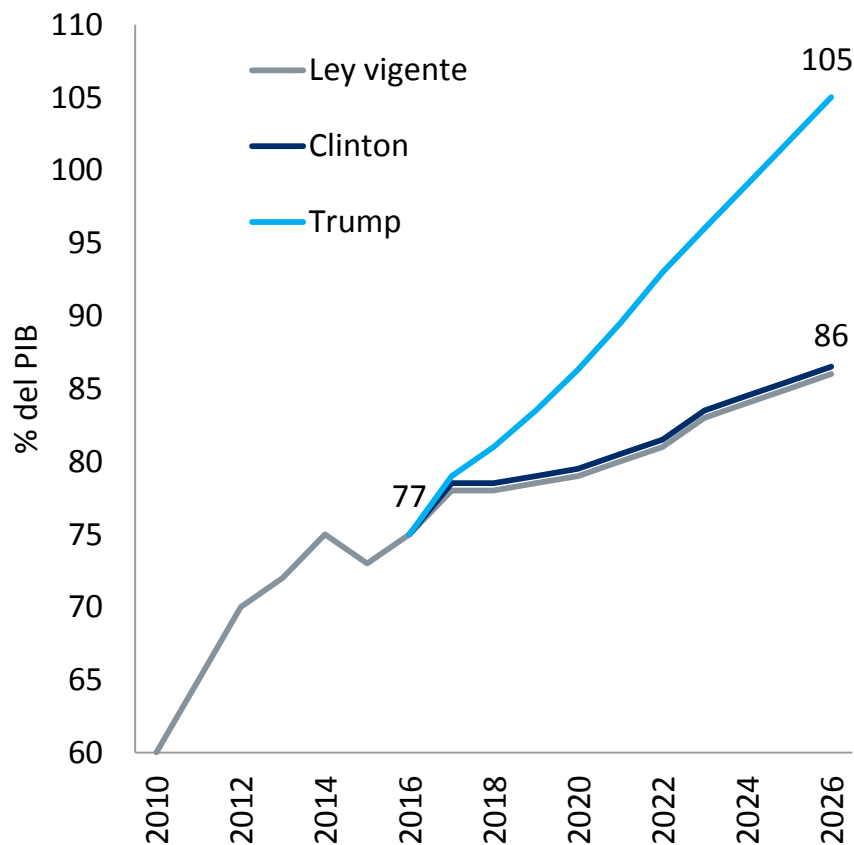
Salario nominal promedio por hora en EEUU



Fuente: BLS. Cálculos: Corficolombiana.

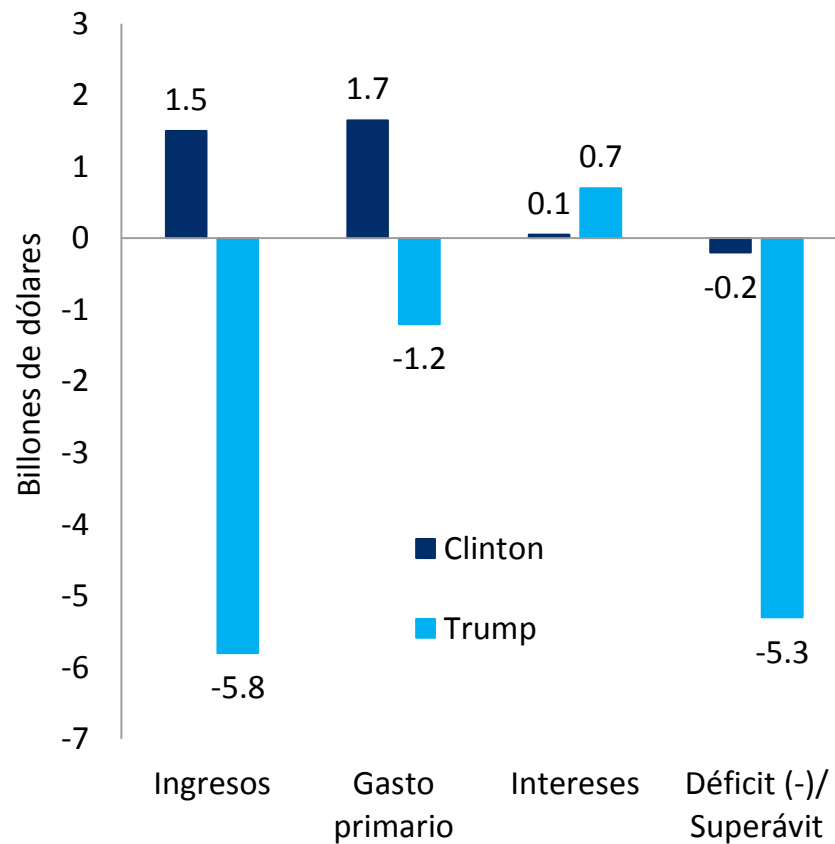
Trump planea aumentar significativamente el gasto público, especialmente en defensa e infraestructura, y hacer una reforma fiscal que recorte los impuestos sobre la renta que implicaría un deterioro importante del déficit fiscal y la deuda pública.

Nivel de deuda en poder del público según las propuestas de Trump y Clinton



Fuente: Committee for a Responsible Federal Budget

Cambios en cifras fiscales en los próximos 10 años según los planes de Trump y Clinton



Fuente: Committee for a Responsible Federal Budget

No es claro que Trump pueda llevar a cabo sus planes de mayor estímulo fiscal: la nueva Cámara de Representantes tiene una fuerte inclinación por la disciplina fiscal y su *blueprint* de reforma tributaria es neutral, a diferencia de la que propone Trump.

Impacto en el recaudo federal de los próximos 10 años de las propuestas de reforma tributaria de la Cámara de Representantes y de Trump (Millones de millones de dólares)

Impuestos	Cámara Republicana		Plan inicial de Trump		Plan final de Trump	
	Estático	Dinámico	Estático	Dinámico	Estático	Dinámico
Sobre la renta de individuos	-1.0	0.6	-10.2	-9.5	-2.2/-3.7	-1.1/-2.5
A la nómina	0	0.7	0	0.8	0	0.1
Sobre la renta de empresas	-1.2	-1.3	-1.5	-1.4	-1.9	-2.0
Específicos al consumo	0	0.1	0	0.1	0	0.1
Por donaciones y herencias	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Otras fuentes de ingresos	0	0.1	0	0.1	0	0.1
Total	-2.4	-0.2	-12.0	-10.1	-4.4/-5.9	-2.6/-3.9

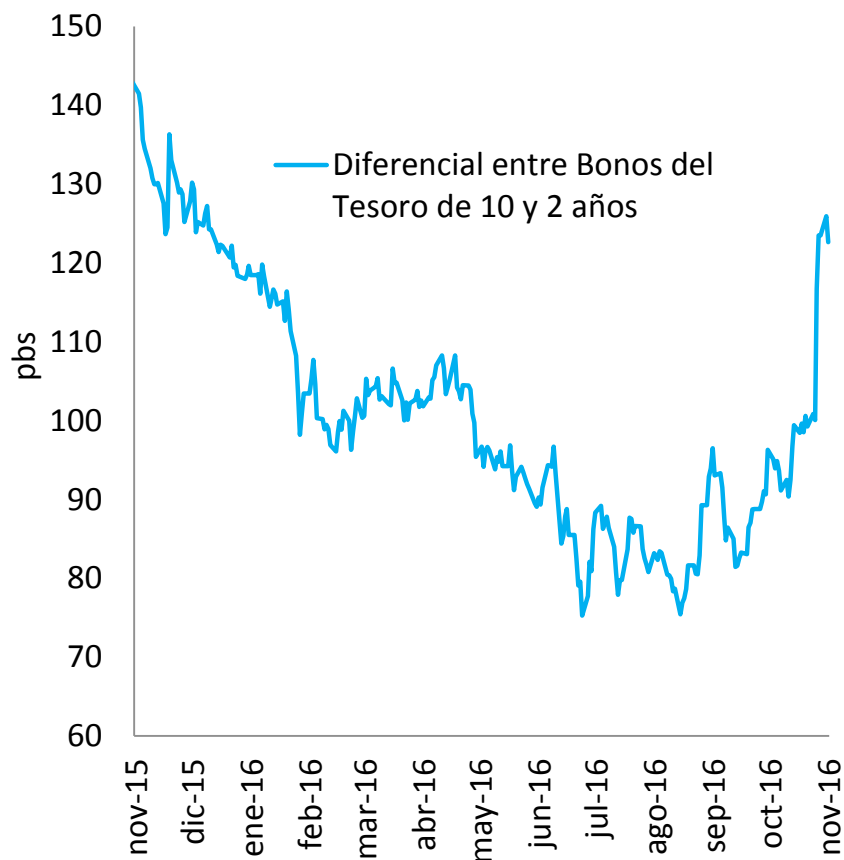
Fuente: Tax Foundation

En contraste, Trump propone una serie de medidas antiglobalización que darían reversa a las políticas de libre comercio.

- Imposición de tarifas comerciales a países como México y China.
- Renegociación de algunos tratados de libre comercio (particularmente el NAFTA, aunque los tratados con Colombia, Chile y Perú también podrían afectarse).
- Declarar a algunos países (China) como manipuladores de monedas.
- Retirarse de la Organización Mundial del Comercio (WTO) y del Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (TPP), entre otras.
- En caso de que se implemente esta agenda, muy seguramente otros países responderían con medidas similares, lo cual tendría un efecto altamente negativo sobre el sector corporativo en EEUU, especialmente en las empresas multinacionales, y sobre el mercado laboral en ese país.
- Igualmente, los planes de salud e inmigración de Trump tendrían efectos negativos sobre el crecimiento económico.

El impacto de estas medidas se está reflejando en tasas de interés de largo plazo más altas, curvas de rendimiento más empinadas y un fortalecimiento del dólar, pero los mercados le están dando más peso a lo positivo que a lo negativo.

Pendiente de la curva de los bonos del Tesoro de EEUU



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

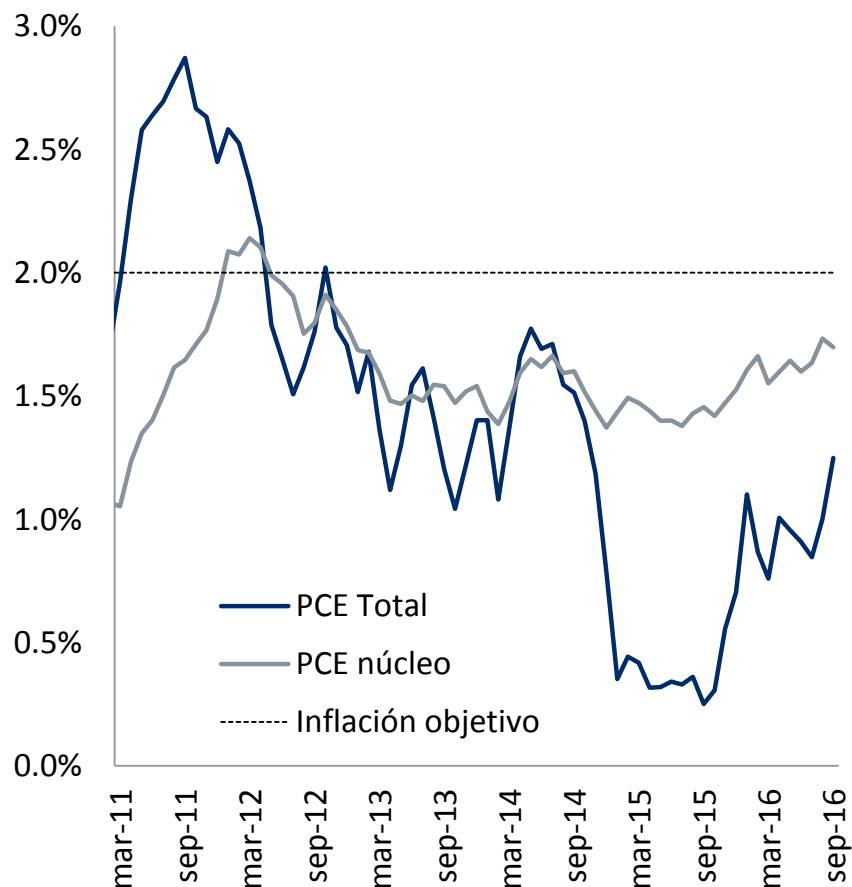
Tasas de Bonos del Tesoro en EEUU



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

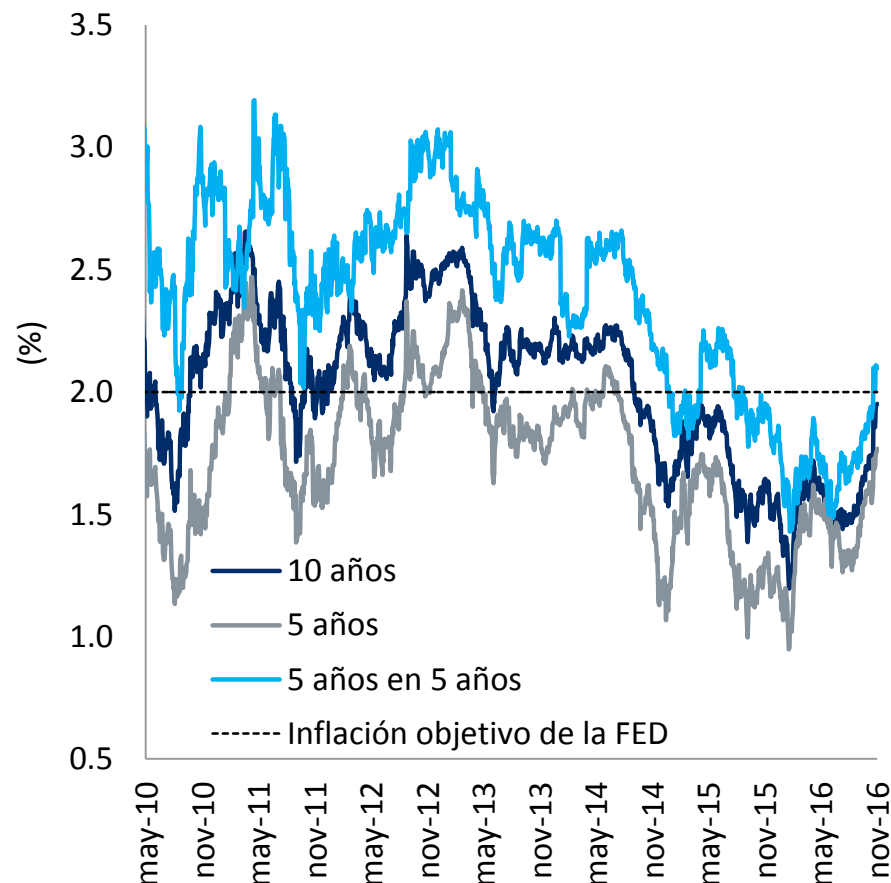
Igualmente, las expectativas de mayor estímulo fiscal en EEUU se están reflejando en un aumento importante de las expectativas de inflación a todos los plazos.

Inflación en EEUU (índice de precios PCE)



Fuente: BEA. Cálculos: Corficolombiana.

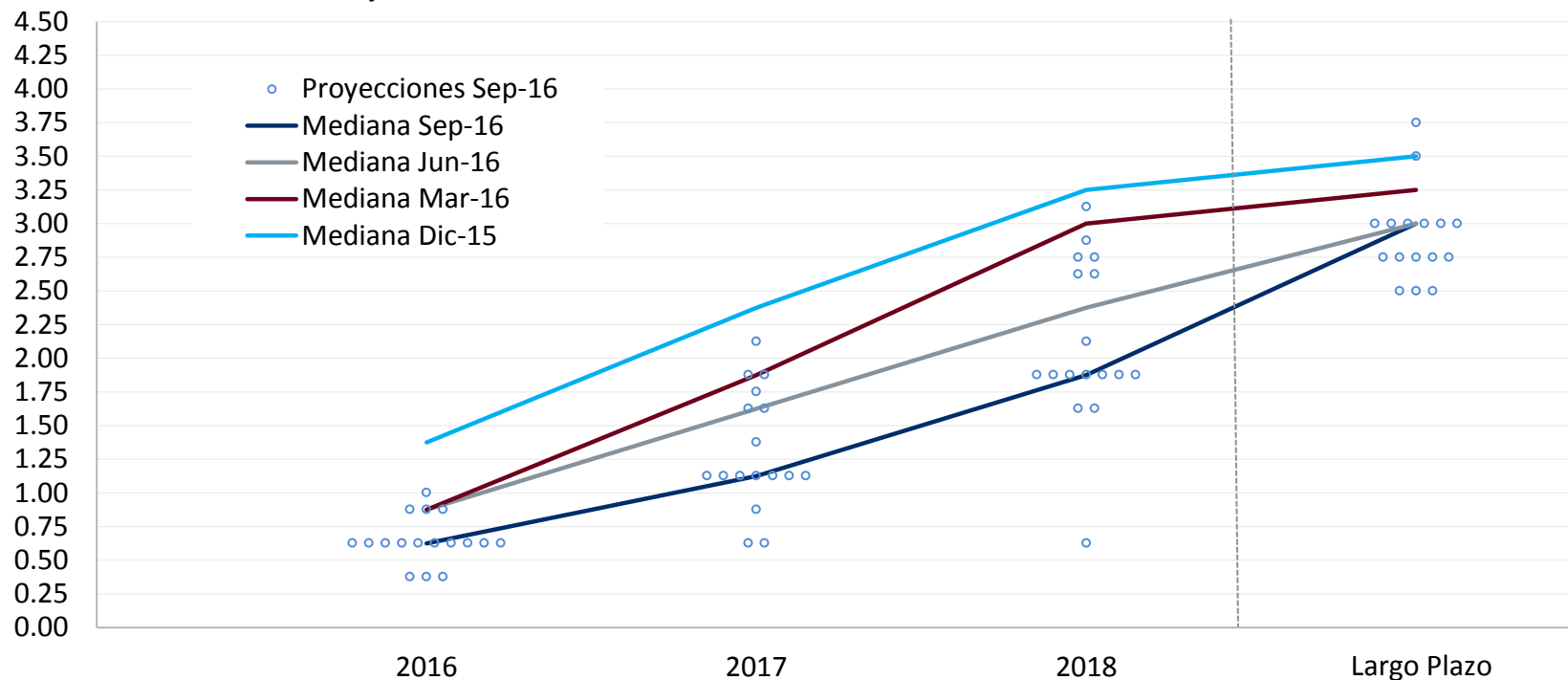
Inflaciones implícitas en las tasas de los Bonos del Tesoro de EEUU



Fuente: Bloomberg

En 2016 descendieron las estimaciones de incrementos de la tasa objetivo en EEUU en los próximos años y de la tasa terminal, según lo anticipamos, pero en 2017 se podría observar una tendencia opuesta como resultado de los planes de mayor estímulo fiscal.

Proyecciones de tasa de interés de los miembros del Comité de la Fed

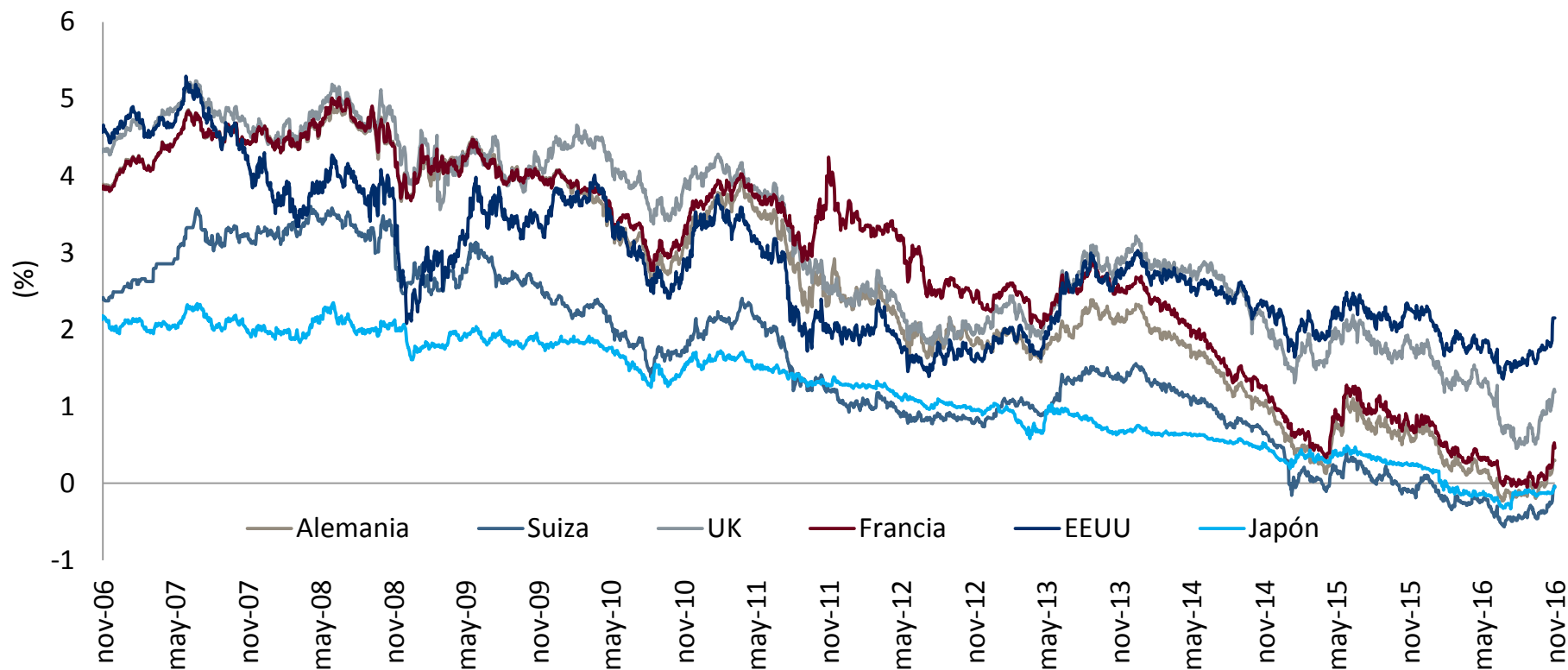


Fuente: Bloomberg

Mediana Sep-16	0.625	1.125	1.875	2.875
Mediana Jun-16	0.875	1.625	2.375	3.00
Mediana Mar-16	0.875	1.875	3.00	3.25
Mediana Dic-15	1.375	2.375	3.25	3.50

La fuerte expansión de liquidez en los países desarrollados ejercerá un contrapeso importante a unas tasas de interés permanentemente más altas en EEUU, lo cual favorecerá episodios de recuperación de activos de alto riesgo y de países emergentes.

Tasas de los bonos a 10 años de las principales economías del mundo

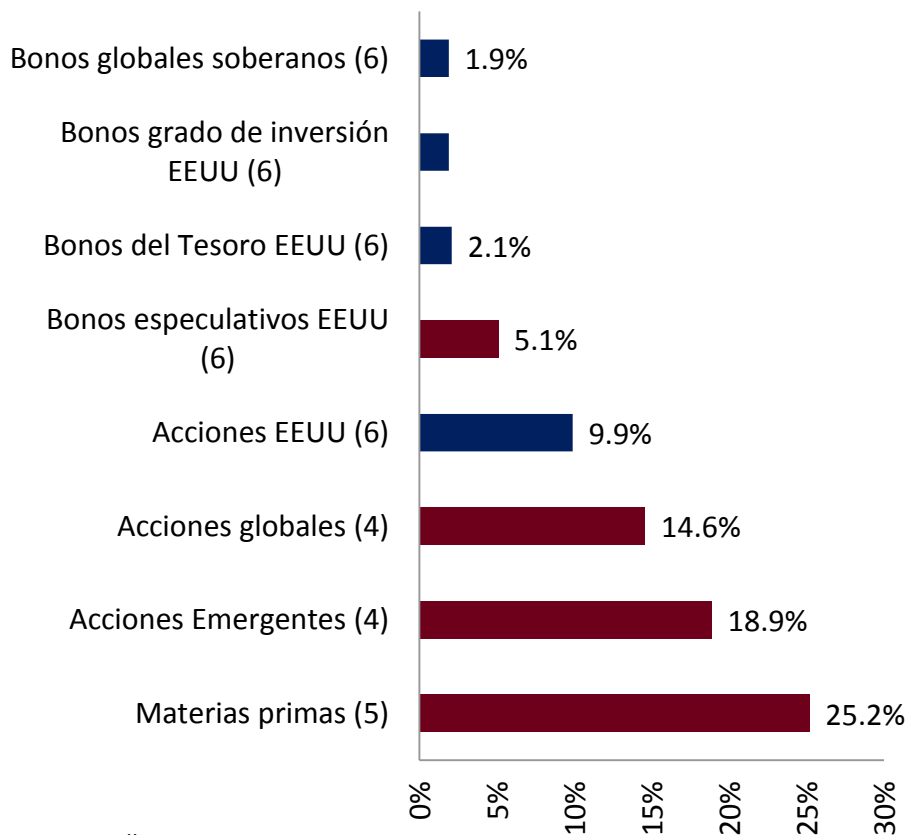


Fuente: Bloomberg

- El índice *Global Aggregate Government* de Bloomberg-Barclays tenía casi 11 trillones de dólares de bonos transándose con tasas negativas antes de la elección de Trump, lo que corresponde a 35% del índice, mientras que al cierre de 2015 ese porcentaje ascendía a 12.8% y hace 2 años era cercano a 0%. Actualmente son 7 trillones de dólares con tasas negativas o 25% del índice.

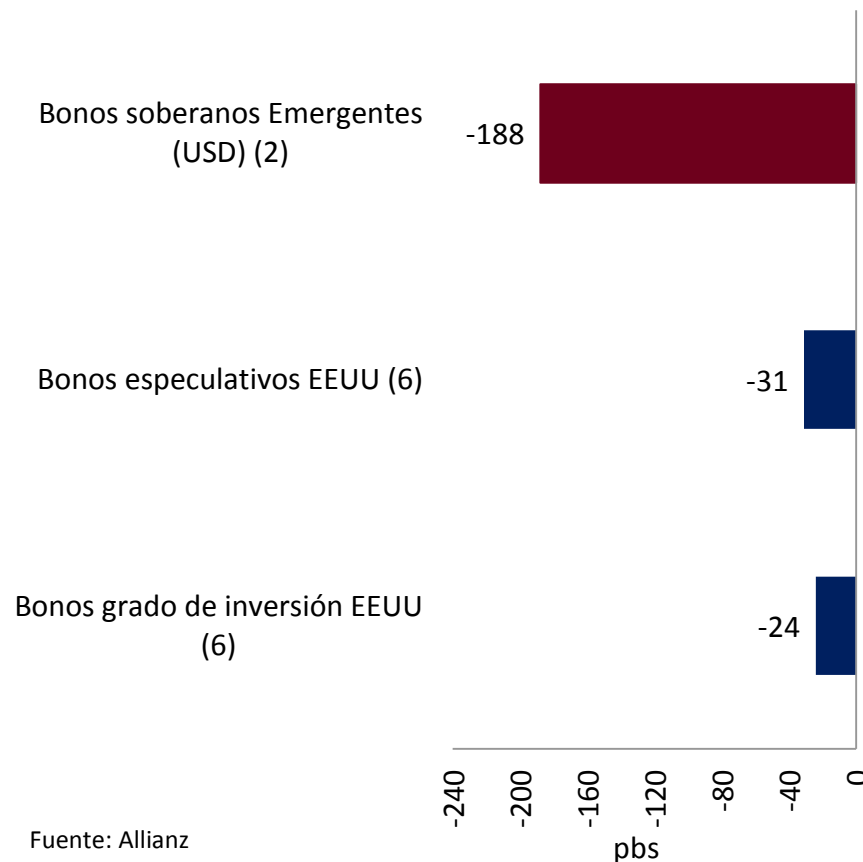
A pesar de que la sabiduría convencional sugiere que una subida de tasas de interés en EEUU debería ser negativo para activos emergentes y riesgosos, la evidencia histórica muestra lo contrario.

Retorno promedio de una selección de clases de activos durante los 6 ciclos de subida de tasas en EEUU desde 1983



Fuente: Allianz

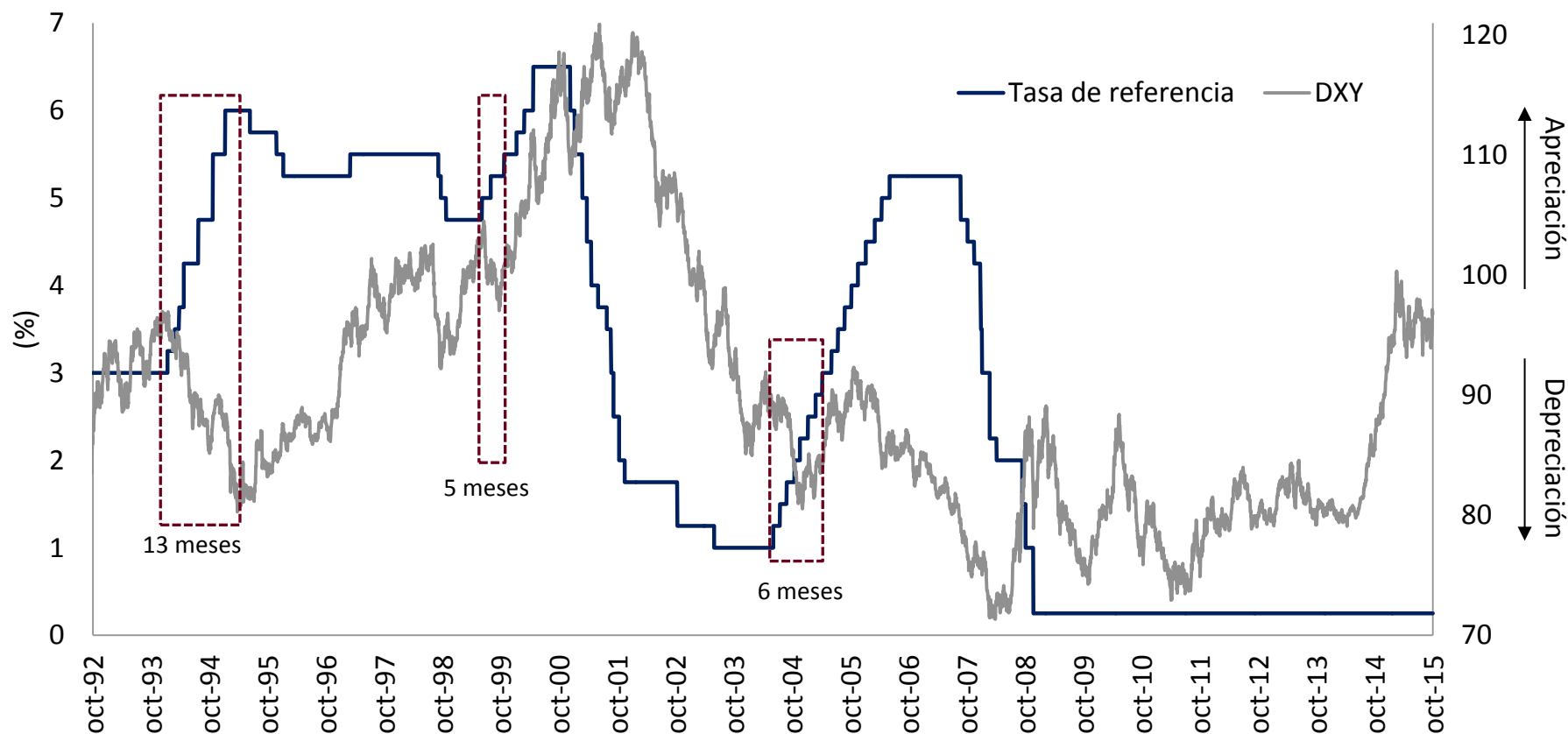
Cambio en prima de riesgo crediticio en activos de renta fija durante los 6 ciclos de subida de tasas en EEUU desde 1983



Fuente: Allianz

Igualmente, el dólar ha presentado una depreciación en los meses siguientes al inicio de los ciclos de subidas de tasas por parte de la FED, mientras que la expectativa previa al hecho había causado un fortalecimiento de la moneda.

Reacción del dólar ante cambios en la tasa de la FED



Fuente: Bloomberg

Contenido

1. Contexto internacional: El precio de la incertidumbre

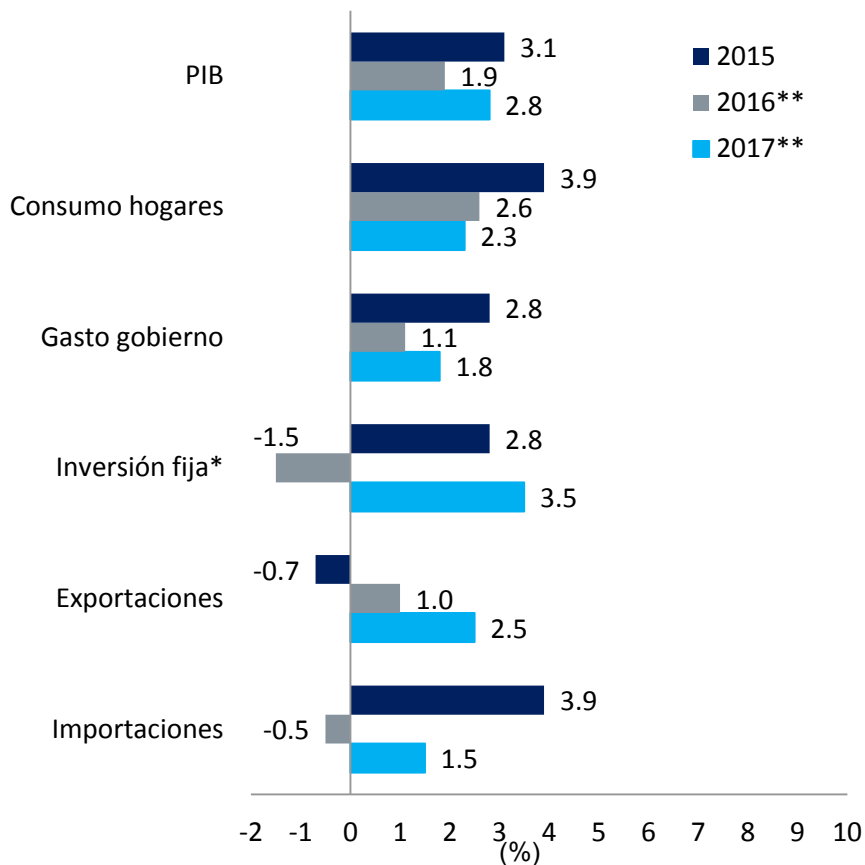
2. PIB Colombia: La cruda realidad

3. Inflación y política monetaria: Buscando la meta

4. Mercado cambiario: Del amor y otros demonios

En Colombia, esperamos que la expansión económica siga siendo baja en 2017, sin embargo la tasa de crecimiento del PIB será mayor frente a 2016, principalmente por una contribución significativa de los proyectos de 4G.

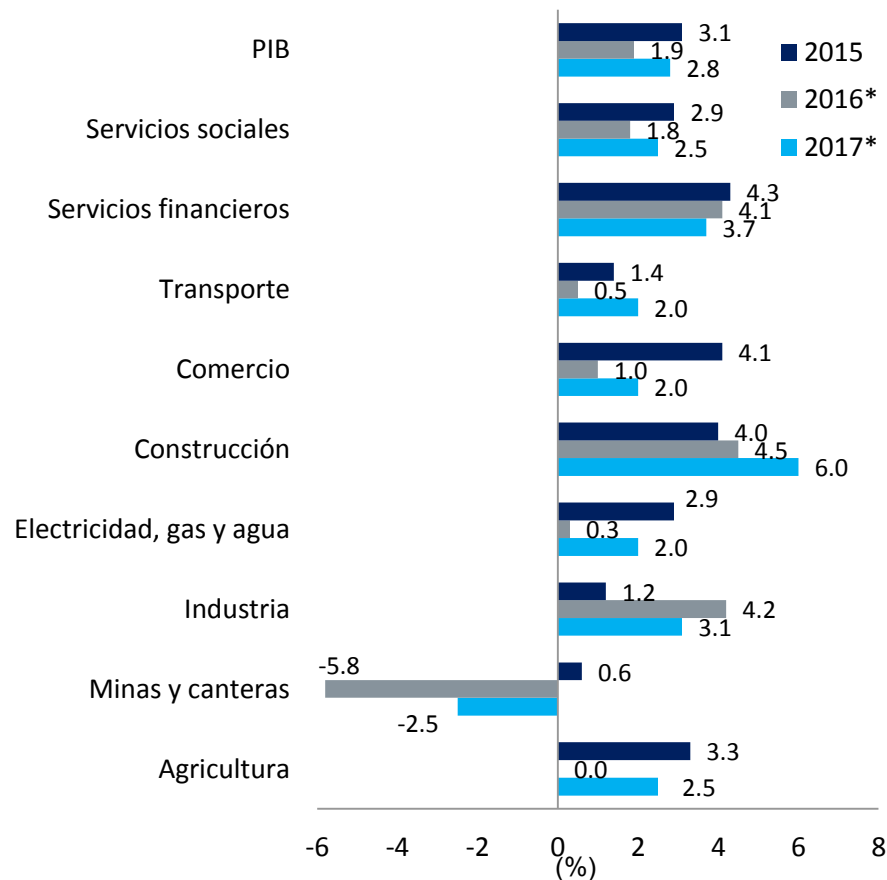
Proyecciones PIB (Componentes de la demanda)



* Formación bruta de capital fijo (FBKF)

Fuente: Dane. **Proyecciones Corficolombiana

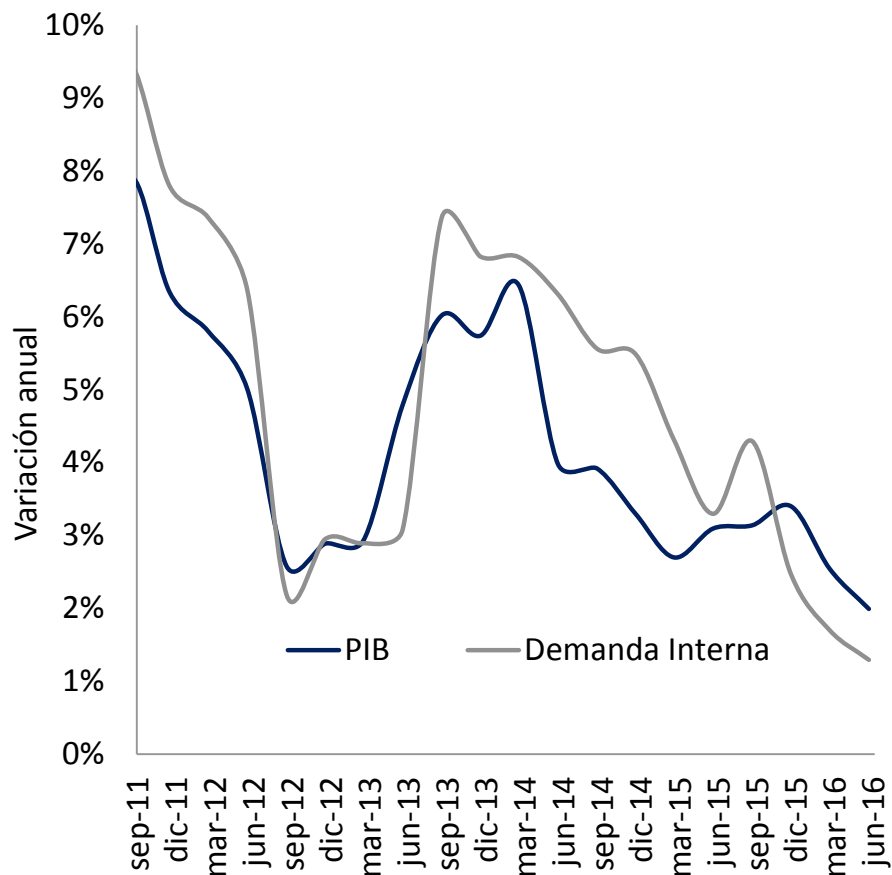
Proyecciones PIB (Sectores)



Fuente: DANE. *Proyecciones Corficolombiana

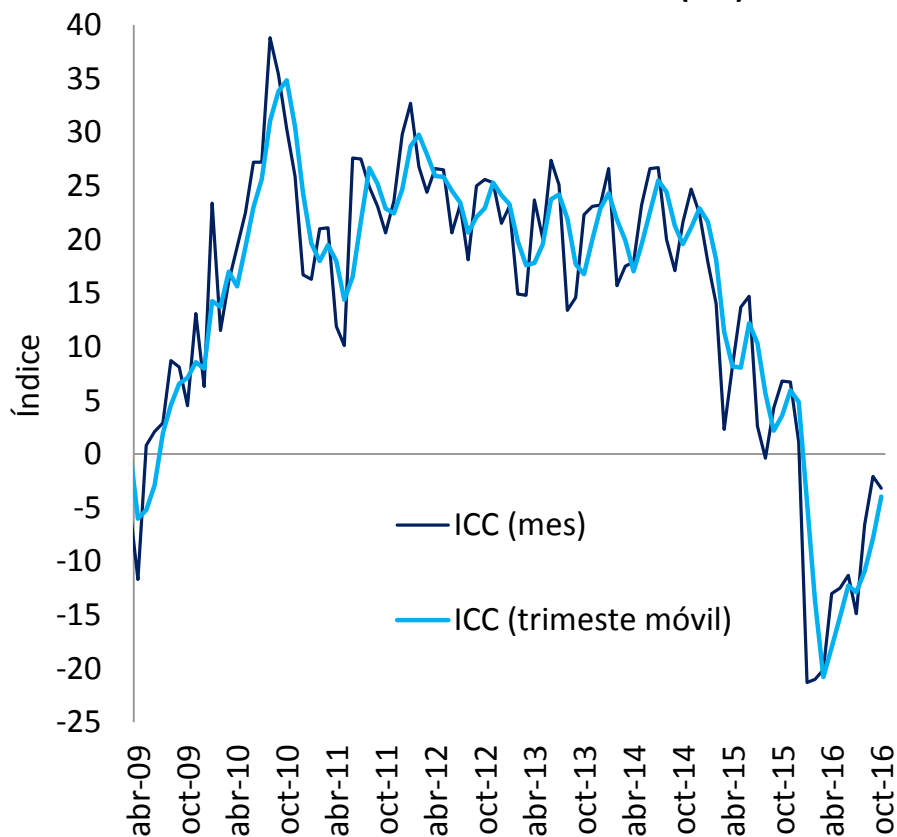
El PIB entró en una nueva fase de desaceleración en 2T16, por el debilitamiento del consumo privado. La mayor inflación, el endurecimiento de la política monetaria y el deterioro del mercado laboral y la confianza comenzaron a sentirse este año. Algunos de estos lastres se irán disipando en 2017.

PIB y demanda interna



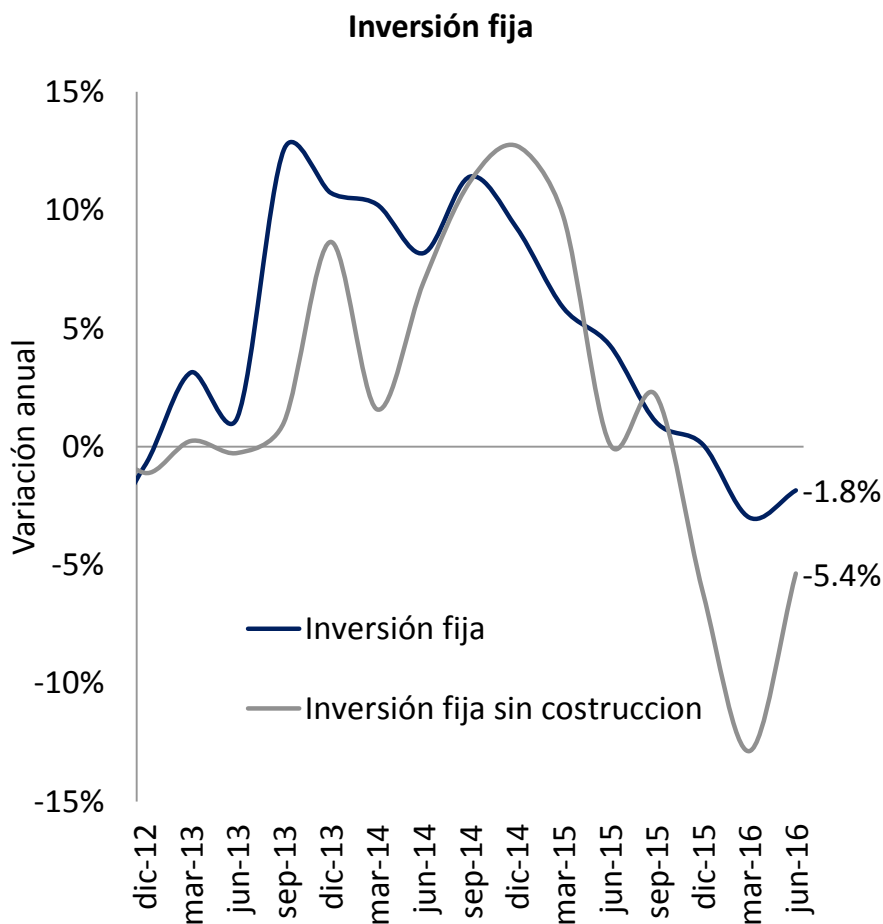
Fuente: DANE

Índice de confianza del consumidor (ICC)

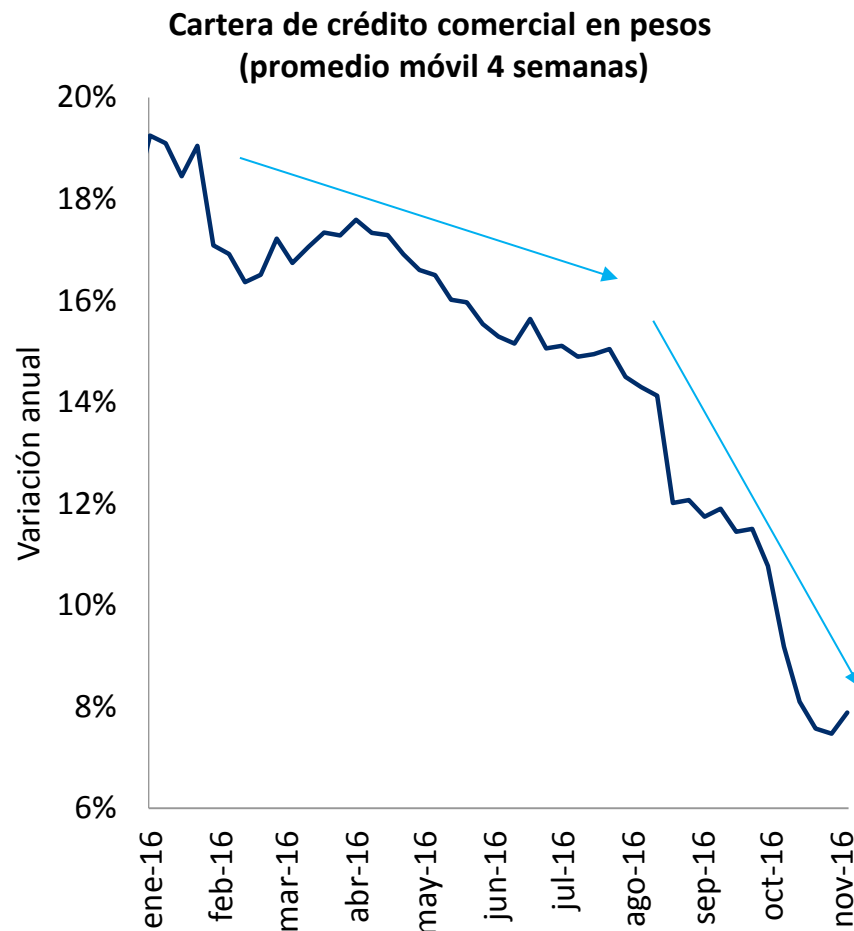


Fuente: Fedesarrollo

La inversión fija continuó contrayéndose, en parte influenciada por la devaluación y por los recortes de inversión de las petroleras. La incertidumbre por la reforma tributaria parece estar teniendo efectos adversos en los últimos meses. Estos factores se irán diluyendo en 2017.



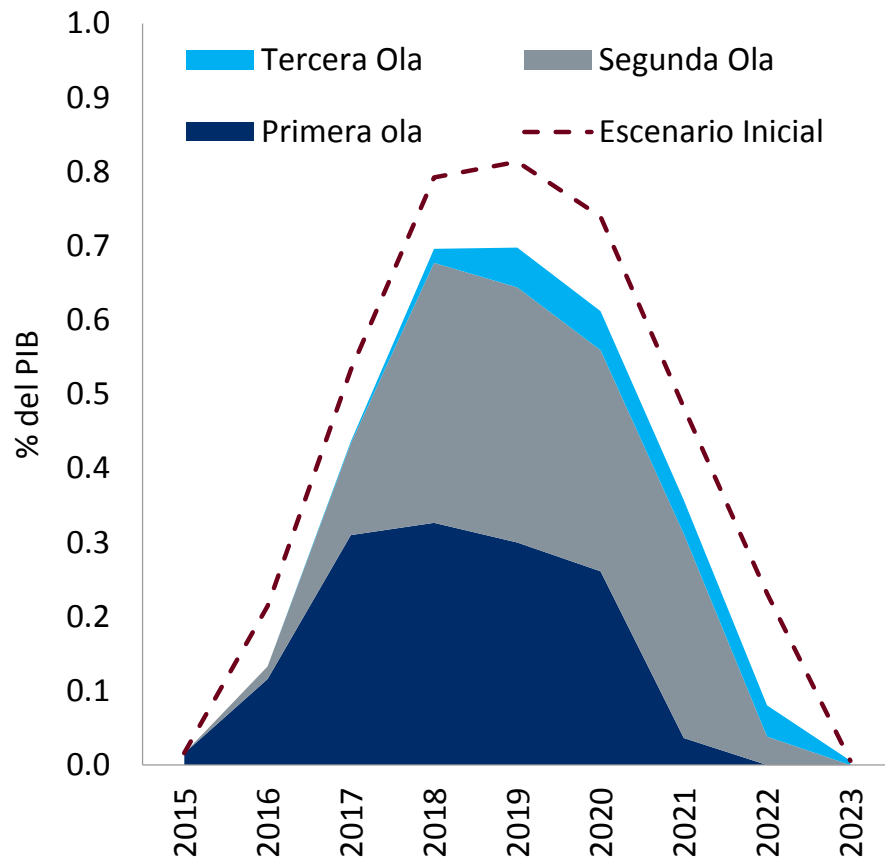
Fuente: DANE.



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

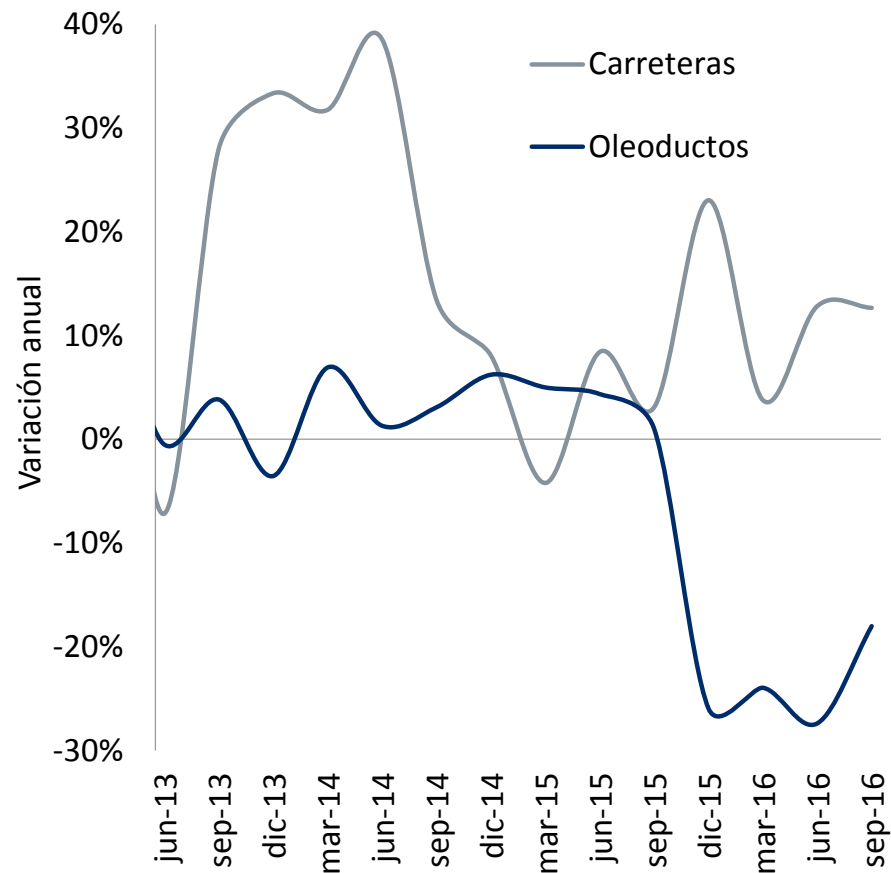
Esperamos que la construcción en obras civiles, y específicamente en los proyectos de 4G, sume varias décimas al crecimiento del PIB en 2017. El efecto negativo de la inversión en oleoductos comenzará a diluirse.

**Inversión de capital de las obras de 4G
% del PIB**



Fuente: ANI, FDN. Cálculos: Corficolombiana

**Indicador de Inversión en Obras Civiles (IIOC)
en oleoductos y carreteras**



Fuente: DANE.

Todos los programas de impulso a la construcción de vivienda de finales del PIPE 2.0 han comenzado a ejecutarse en 2016, pero con retrasos, y en 2017 se asignarán cupos similares. Esto podría favorecer un repunte moderado de este componente en 2017, pero la dinámica de edificaciones no residenciales se seguirá debilitando.

Programas gubernamentales de estímulo a la construcción de vivienda (miles)

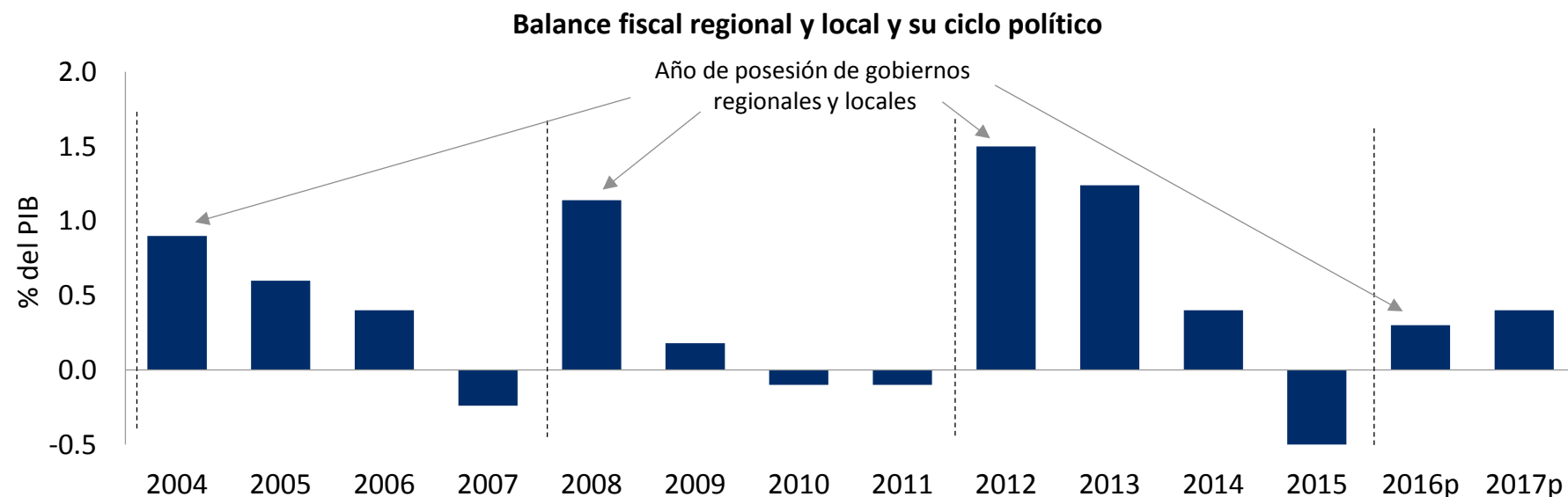
Programa	Tipo de vivienda*	Ejecución 2015	Ejecución 2016**	Cupos 2017	Cupos totales
Vivienda Gratuita 2	VIP	10	12	8	30
Mi Casa Ya - Ahorradores (VIPA)	VIP	5	30	31	66
Mi Casa Ya - Cuota inicial	VIS-VIP	0	21	19	106
Mi Casa Ya - Subsidio a la tasa de interés (FRECH II)	VIS-VIP	30	33	33	130
Mi Casa Ya - Subsidio a la tasa de interés	No VIS	0	25	25	50
Total		45	121	116	382

Fuente: MinHacienda, MinVivienda.

*VIS: Vivienda de Interés Social, VIP: Vivienda de Interés Prioritario. Las VIP son las de menor valor dentro de las VIS.

**Ejecución estimada

El gasto público crecerá más en 2017 que en 2016, incluso sin incluir el aumento del recaudo que resulte de la reforma tributaria. El gasto regional en 2016 se debilitó debido al ciclo político de nuevos gobiernos, pero este efecto desaparecerá en 2017..



Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016, Ministerio de Hacienda.

Gasto público según el Presupuesto General de la Nación sin reforma tributaria (Billones de pesos)

	2015*	2016*	2017	Variación 2015/2016	Var. real 2015/2016	Variación 2016/2017	Var. real 2016/2017
Presupuesto total de gasto	207.6	210.6	224.4	1.4%	-5.7%	6.6%	2.2%
Funcionamiento	114.5	126.7	137.2	10.6%	2.8%	8.3%	3.8%
Inversión	46.1	36.7	32.9	-20.4%	-26.0%	-10.3%	-14.0%
Servicio de deuda	47.0	47.2	54.3	0.5%	-6.6%	15.1%	10.4%
Gastos sin deuda	160.6	163.4	170.1	1.7%	-5.5%	4.1%	-0.2%

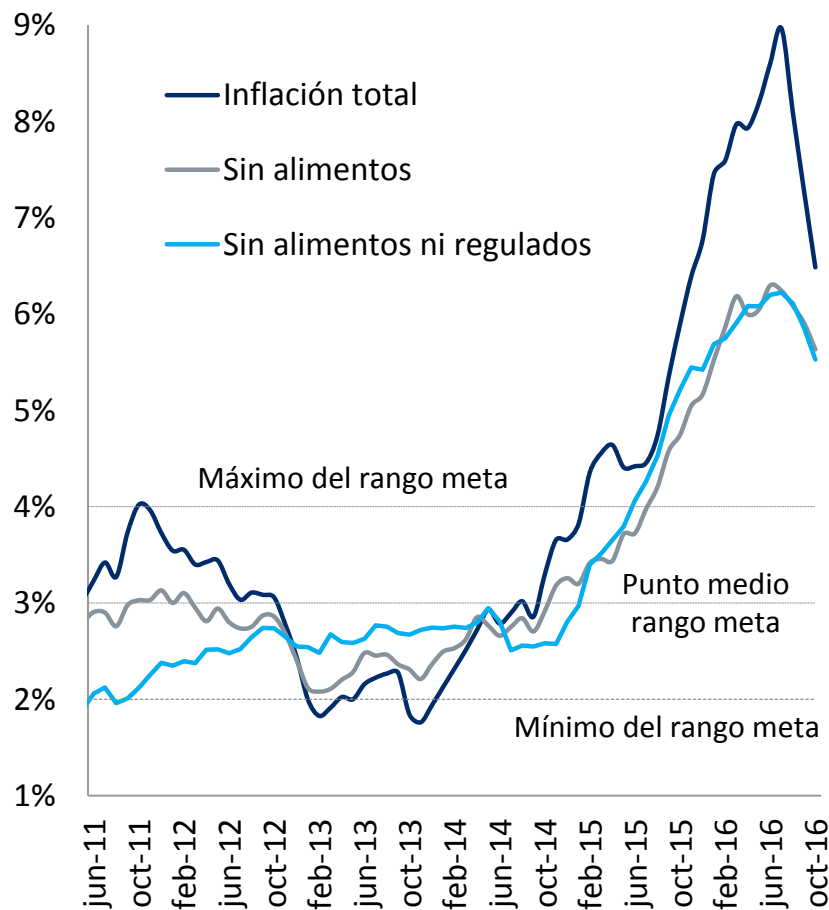
Fuente: Minhacienda. Cálculos Corficolombiana. * Corresponde a apropiaciones presupuestales (presupuesto aprobado menos recortes).

Contenido

1. Contexto internacional: El precio de la incertidumbre
2. PIB Colombia: La cruda realidad
- 3. Inflación y política monetaria: Buscando la meta**
4. Mercado cambiario: Del amor y otros demonios

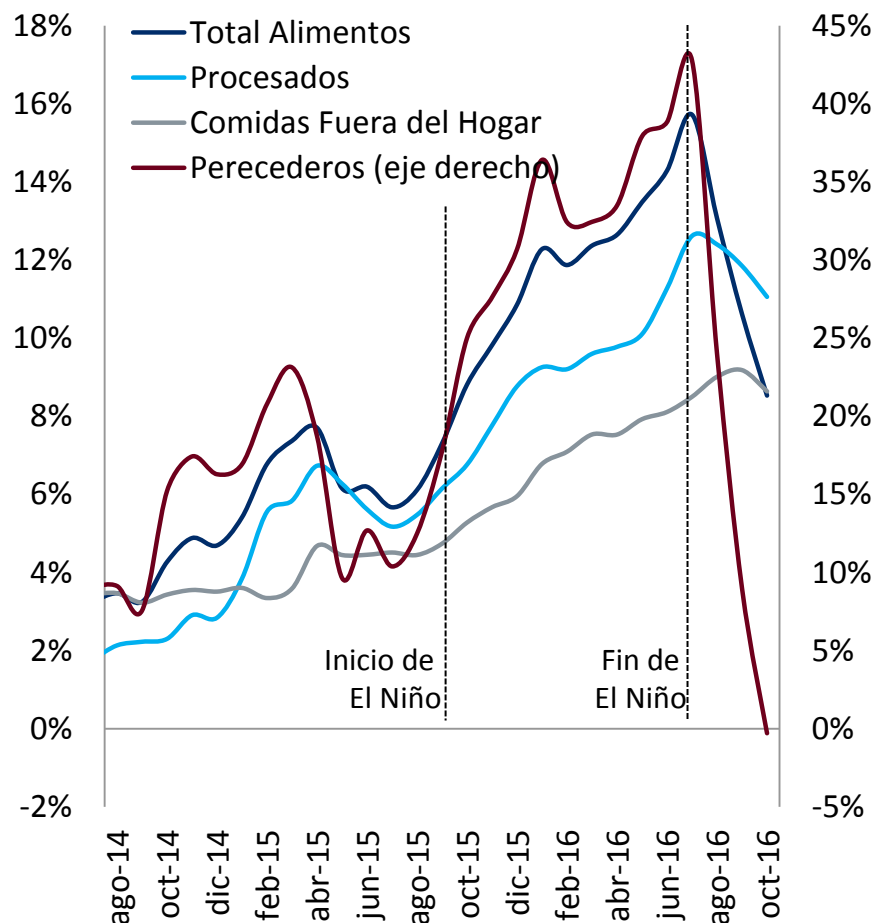
La inflación caerá con fuerza hasta 2T17, lo que permitirá el inicio de recortes de la tasa de BanRep en 1T17. Los efectos de los choques inflacionarios se están diluyendo, la demanda se sigue debilitando y las bases estadísticas serán favorables en los próximos meses.

Inflación total y sin alimentos

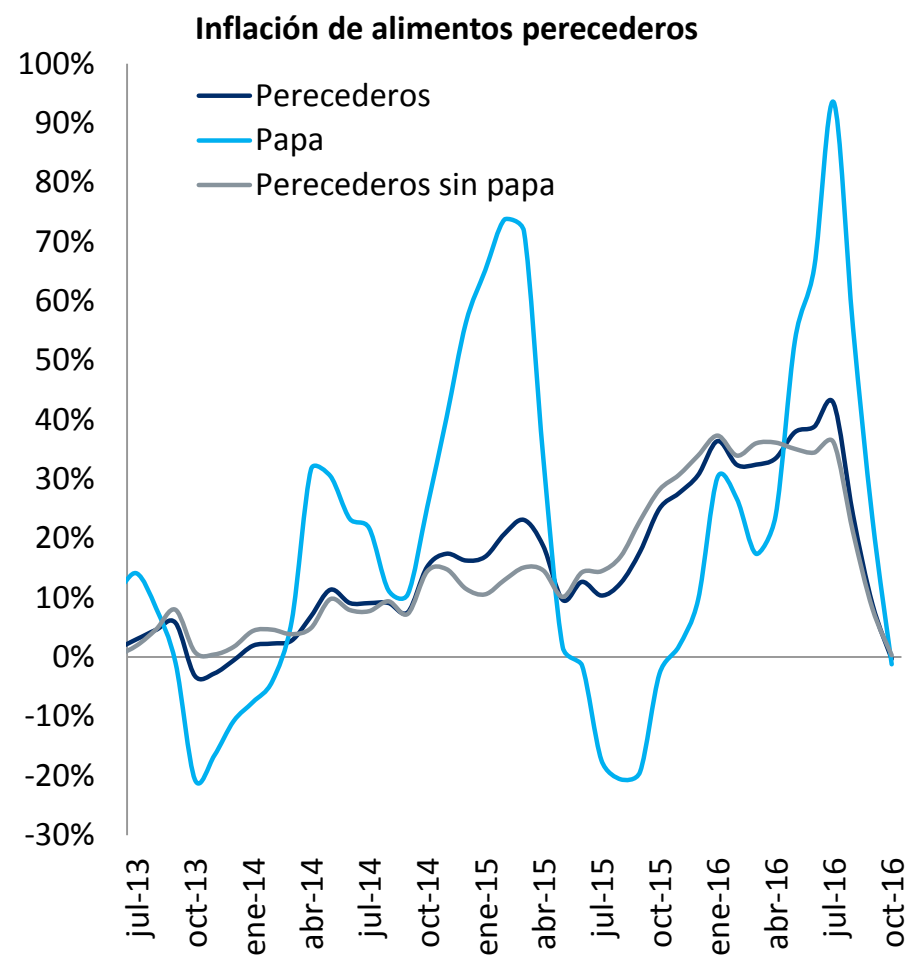


Fuente: DANE, Cálculos Corficolombiana

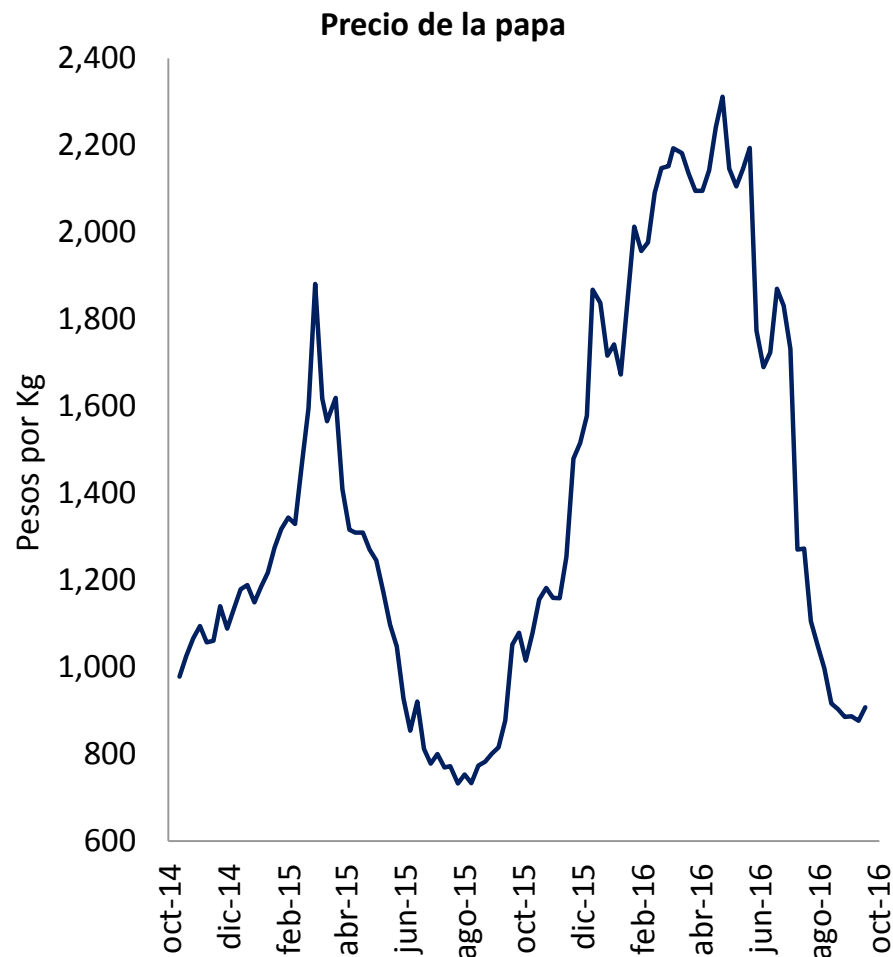
Inflación de alimentos



Los precios de los alimentos perecederos liderarán la corrección a la baja. El comportamiento del precio de la papa ayuda a entender lo que pasará con la inflación de los perecederos en los próximos meses.

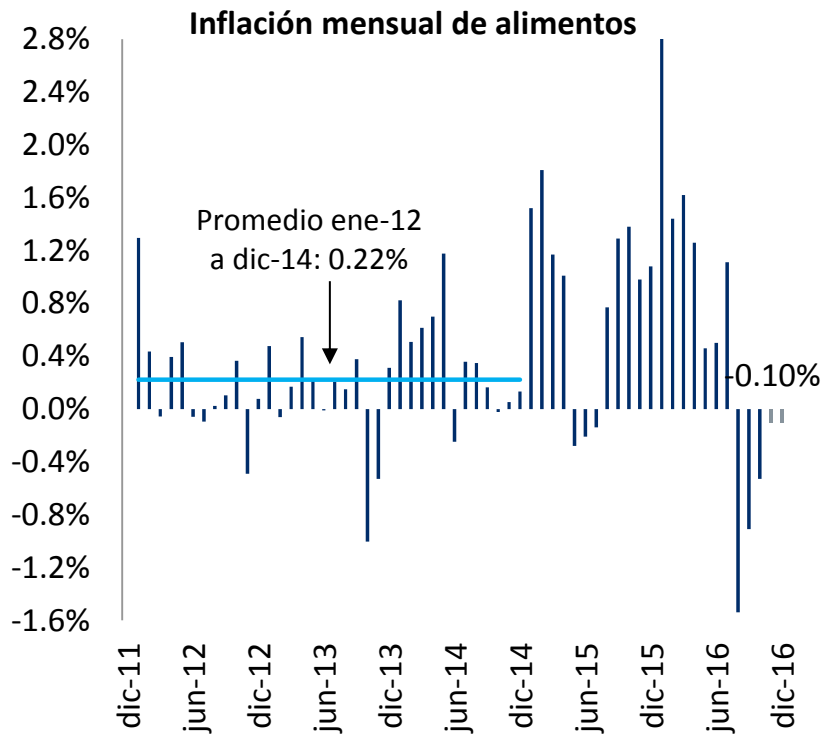
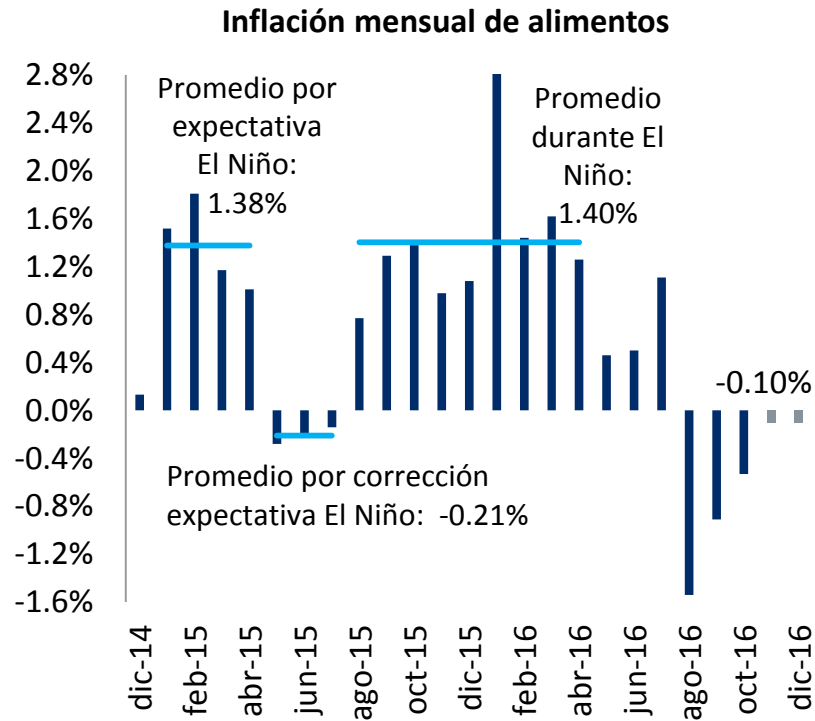


Fuente: DANE, Cálculos Corficolombiana.



Fuente: DANE, SIPSA

La inflación de alimentos (máximo de 15.7% anual en julio) será la que más contribuirá a la corrección de la inflación anual en 2S16 y 1S17.



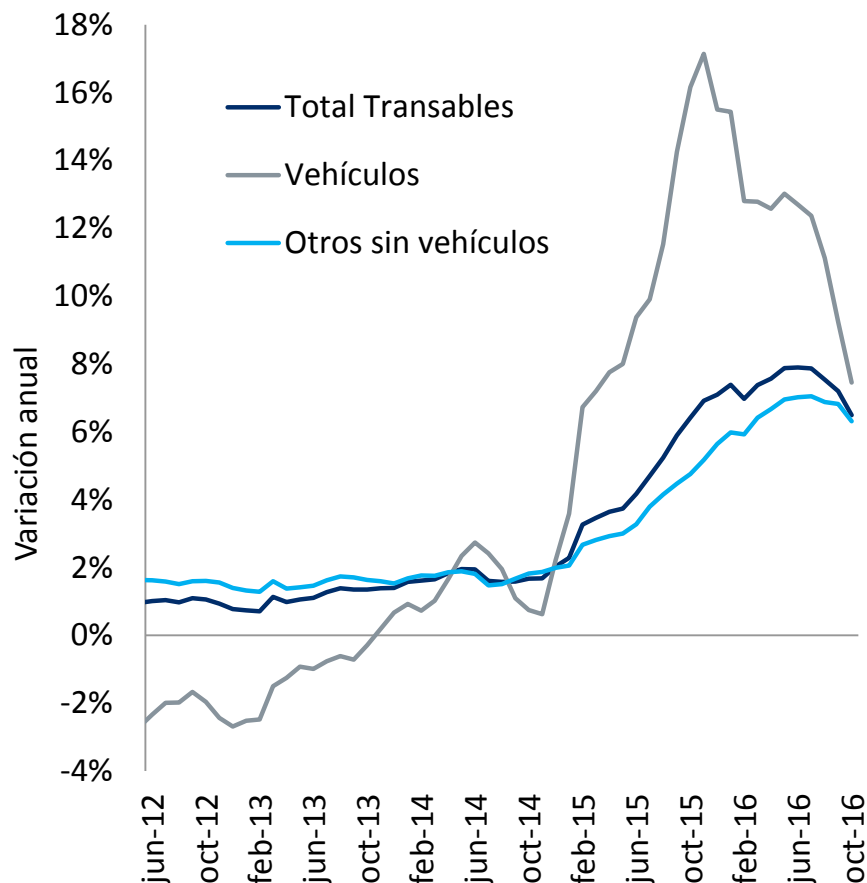
Escenarios inflación de alimentos

Inflación mensual promedio en lo que resta del año	Inflación anual de alimentos a dic-16	Contribución a la inflación anual total a dic-16 (pbs)
0.00%	6.33%	-62
-0.10%	6.11%	-68
-0.20%	5.90%	-74

Fuente: Cálculos Corficolombiana

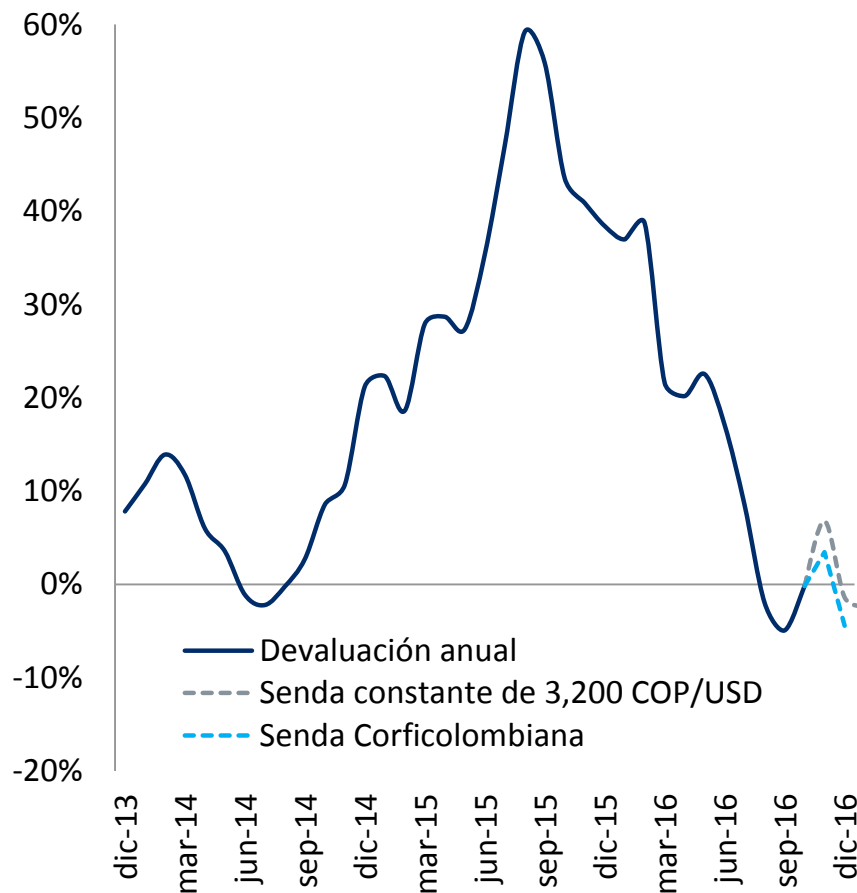
La inflación de transables también ha ejercido presiones inflacionarias por la devaluación. Esperamos que estas presiones se disipen en lo que resta del año y en 2017 por una fuerte caída en la tasa de devaluación anual.

Inflación de bienes y servicios transables



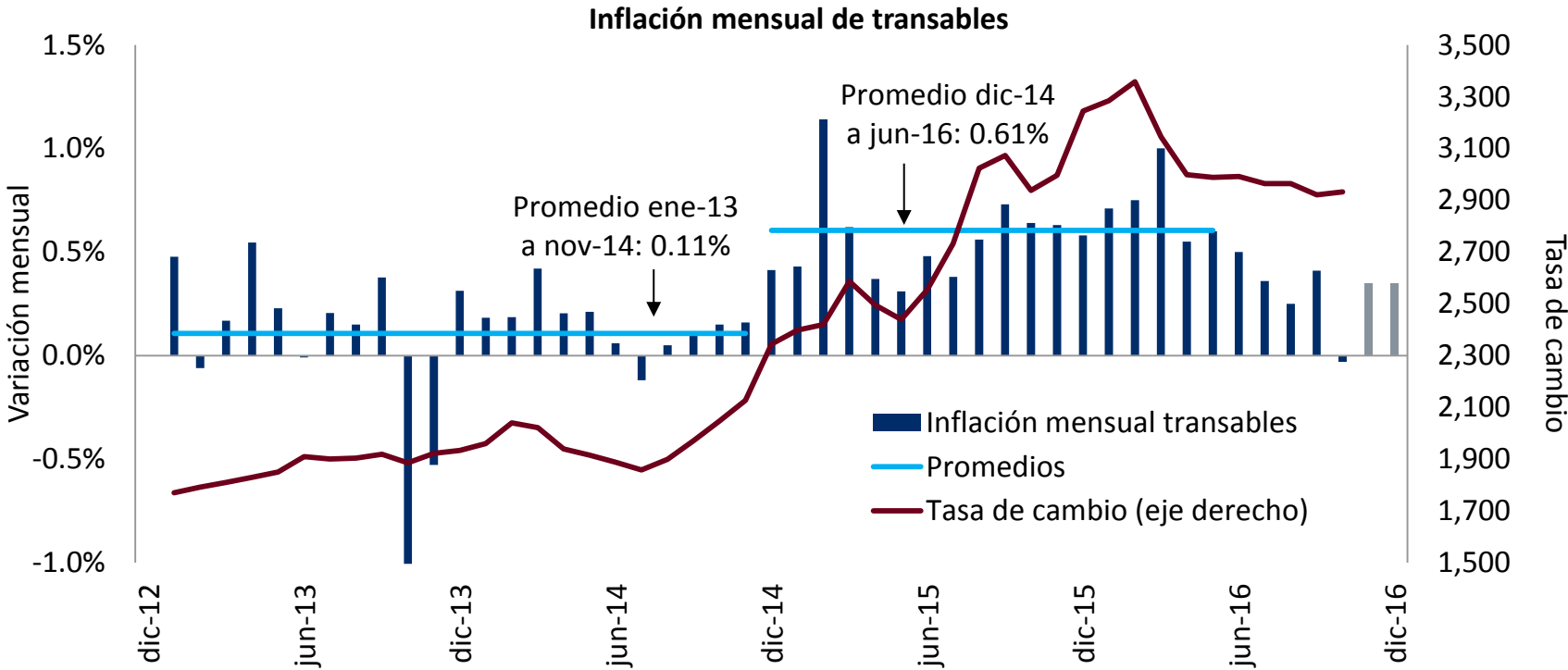
Fuente: DANE, Cálculos Corficolombiana.

Variación anual de la tasa de cambio



Fuente: BanRep, Corficolombiana

Una menor inflación mensual de transables (máximo de 7.88% anual en julio) también contribuirá a la reducción de la inflación anual.



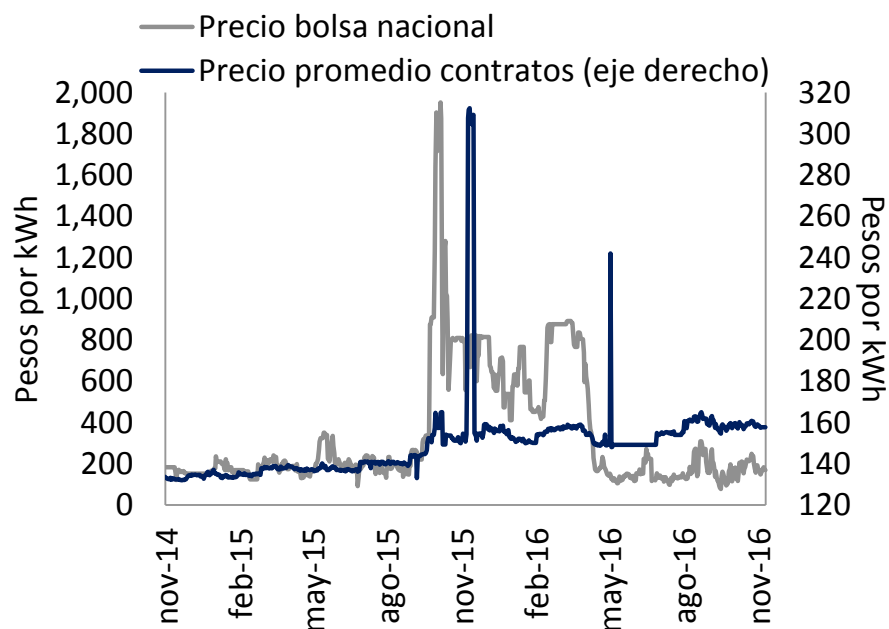
Escenario inflación de transables

Inflación mensual promedio en lo que resta del año	Inflación anual de transables a dic-16	Contribución a la inflación anual total a dic-16 (pbs)
0.35%	5.95%	-14

Fuente: Cálculos Corficolombiana

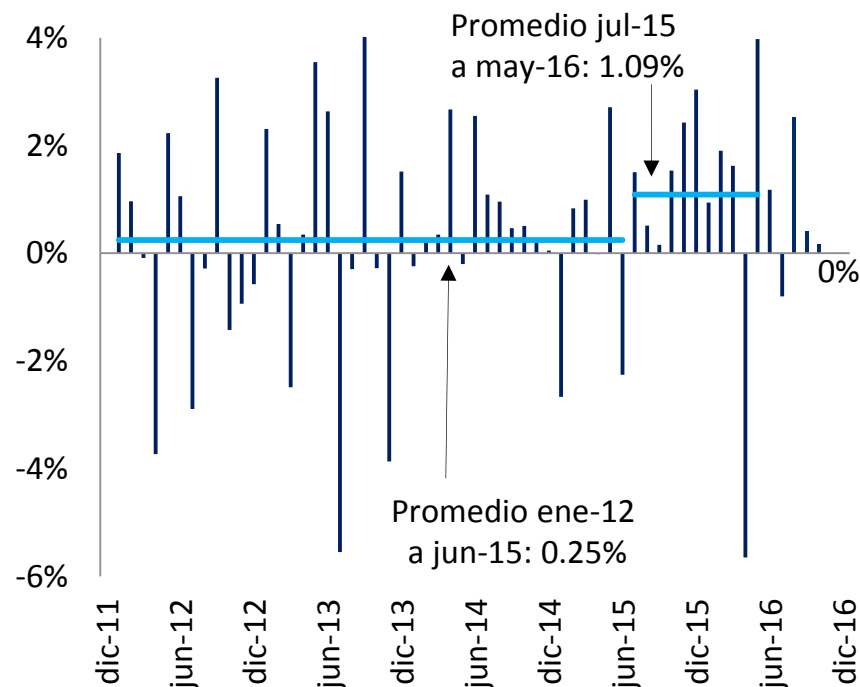
Los precios de energía en bolsa han caído fuertemente luego del Fenómeno de El Niño, pero los precios en contratos no. Si los precios a los usuarios finales no incluyeran esa reducción, la inflación de la energía también ayudaría a reducir la inflación anual.

Precios de energía



Fuente: UPME (No incluimos en esta gráfica el 18 de noviembre de 2015 cuando el que el precio promedio de contratos alcanzó 590 pesos por kWh)

Inflación mensual de energía



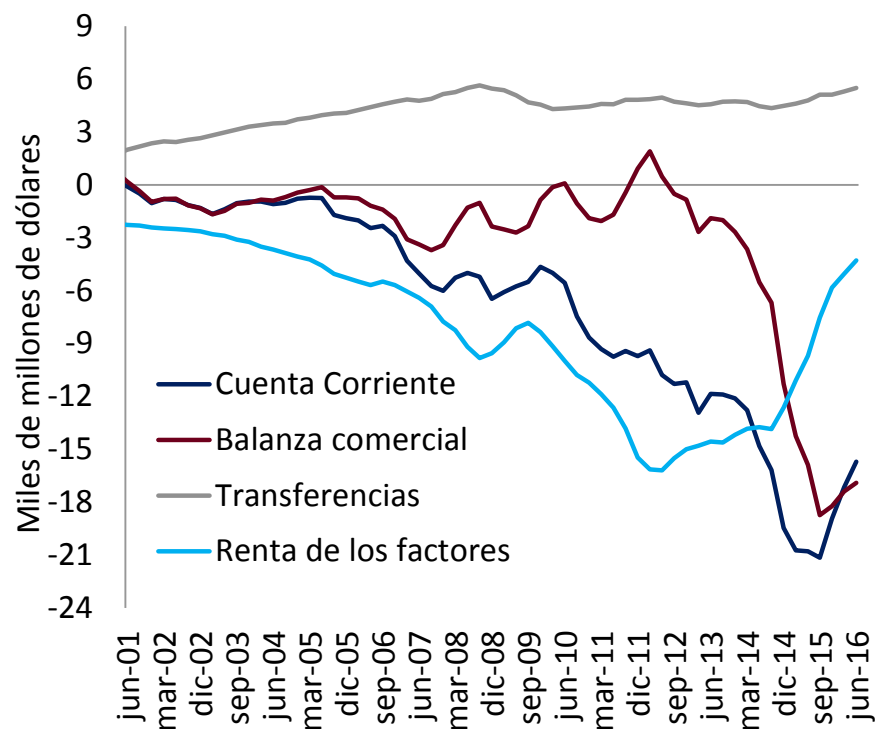
Escenario inflación de energía

Inflación mensual promedio en lo que resta del año*	Inflación anual de energía a dic-16	Contribución a la inflación anual total a dic-16 (pbs)
0.00%	6.11%	-14

Fuente: Cálculos Corficolombiana

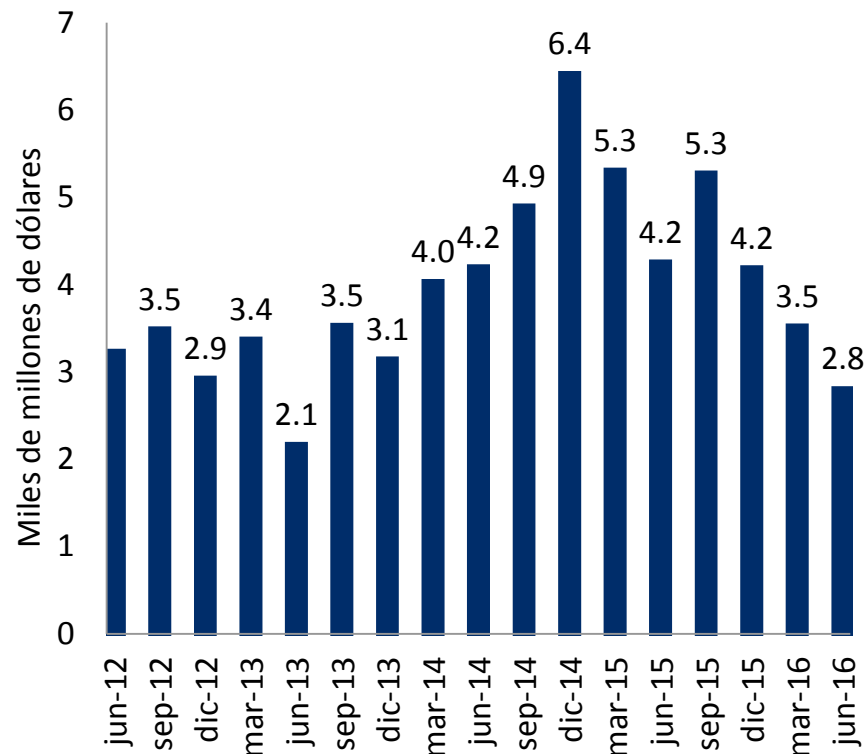
Los últimos datos de la balanza de pagos confirmaron que el déficit de la cuenta corriente continúa corrigiéndose a un mayor ritmo del que esperaba BanRep. Esto también permitirá que el ciclo de recortes de la tasa de intervención comience en 1T17.

Cuenta corriente y sus principales componentes
(suma 4 trimestres)



Fuente: BanRep

Déficit de la cuenta corriente trimestral

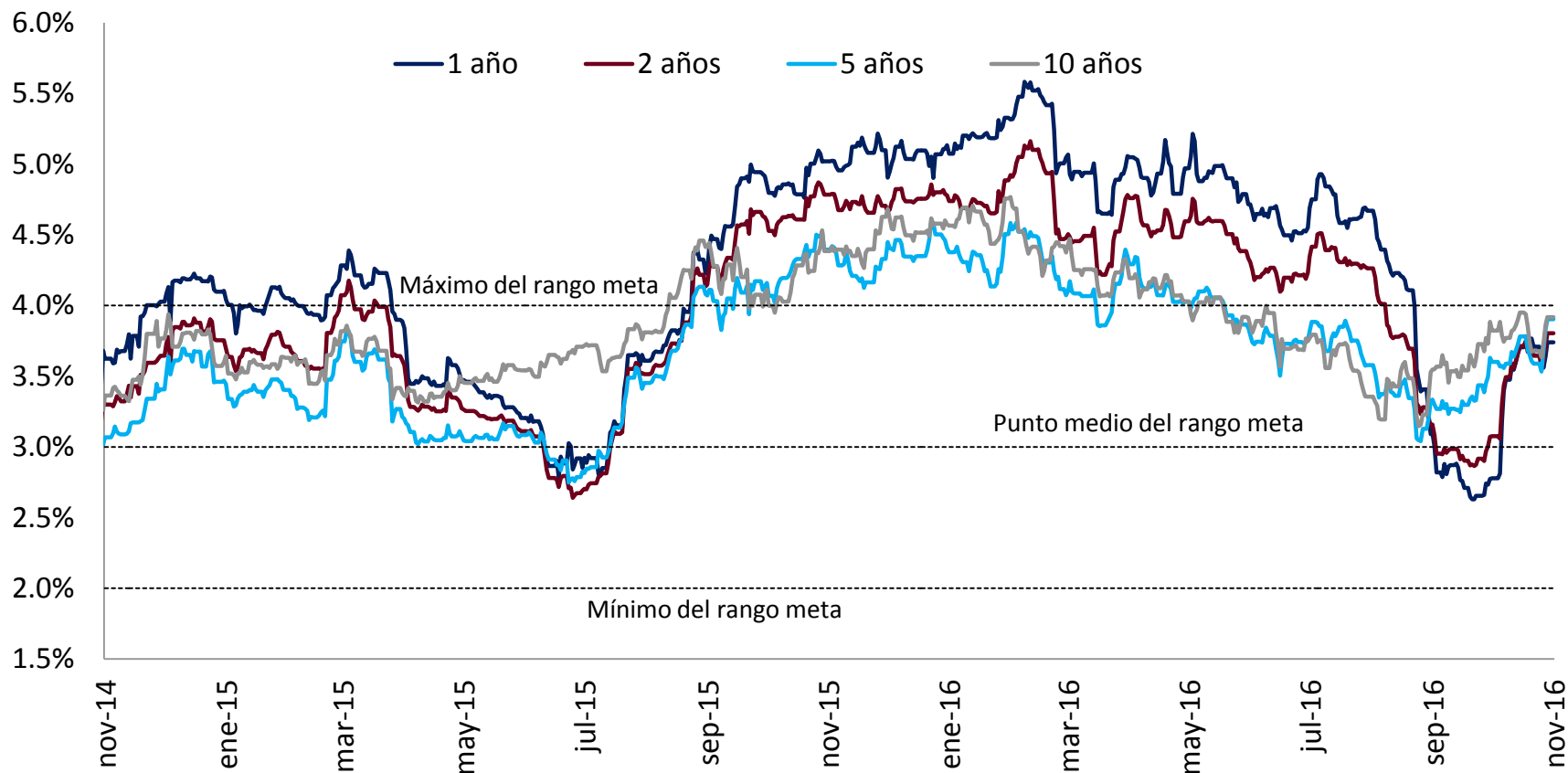


Fuente: BanRep

- Los datos confirman que el endurecimiento de la política monetaria está cumpliendo más rápidamente con el objetivo de reducir el déficit externo y los riesgos asociados a éste, que han sido dos de las grandes preocupaciones de BanRep. Además, la Línea de Crédito Flexible con el FMI se amplió de 5.4 a 11.5 mil millones de dólares por 2 años más.

Las expectativas de inflación ya se encuentran dentro del rango meta. Creemos que BanRep comenzará a recortar su tasa de intervención en enero (o a más tardar, en febrero), para que cierre 2017 en 5.50%.

Inflación implícita en la curva de TES Cero Cupón



Fuente: Infovalmer. Cálculos: Corficolombiana

Nos preocupaba el efecto inflacionario que podría tener la propuesta de reforma tributaria de la Comisión de Expertos, que podría haber sido de hasta 2 puntos porcentuales, si se adoptaba la totalidad de la propuesta.

Resumen del impacto inflacionario de la propuesta de reforma tributaria de la Comisión de Expertos Tributarios

Rubro de gasto básico	Ponderación en el IPC* (base 2008)	Efecto en la inflación anual (p.p.)
No gravados	40.7%	0.00
Bienes y servicios que se gravarían a la tarifa del IVA de 19%	19.3%	0.59
Bienes y servicios que se gravarían a la tarifa del IVA de 5%	12.3%	0.61
Bienes y servicios que se gravarían a la tarifa del IVA de 10%	2.4%	0.11
Bienes y servicios que se gravarían con el Impuesto al Consumo	12.8%	0.33
Combustibles (Impuesto Nacional a los Combustibles)	2.9%	0.09
Cerveza	0.4%	0.13
Cigarrillos	0.1%	0.03
Subtotal	90.8%	1.9
Bienes y servicios con incertidumbre o sobreestimación	9.2%	0.34
Total	100.0%	2.2

Fuente: DANE, Comisión de Expertos para la Equidad y la Competitividad Tributaria. Cálculos: Corficolombiana

* Índice de Precios al Consumidor

Sin embargo, el efecto inflacionario de la propuesta de reforma tributaria que presentó el Gobierno sería mucho más moderado: podría llegar hasta 0.85 puntos porcentuales, pero dada la debilidad de la economía, estimamos que el efecto real sería de unos 0.5 p.p.

Impacto máximo de la propuesta de reforma tributaria sobre la inflación anual

Rubro de gasto básico	Ponderación en el IPC (Base 2008)	Efecto en la inflación anual (p.p.)
Bienes y servicios cuya tarifa de IVA pasaría de 16% a 19%	22.1%	0.54
Gaseosas y maltas	0.8%	0.13
<i>Tarifa de IVA de 16% a 19%</i>		0.02
<i>Impuesto al Consumo de bebidas azucaradas de 300 pesos por litro</i>		0.11
Cigarrillos	0.1%	0.08
<i>Tarifa de IVA de 16% a 19%</i>		0.00
<i>Impuesto al Consumo pasaría de 701 a 2100 pesos por cajetilla</i>		0.08
Combustibles (Impuesto al Carbono)	2.9%	0.04
Juegos de azar (lotería) (pasarían de ser excluidos de IVA a pagar tarifa de 19%)	0.3%	0.04
Comidas fuera del hogar (ampliación de base gravable del Impuesto al Consumo)	8.1%	0.02
Periódicos y revistas (tarifa de IVA de 0% a 5%)	0.1%	0.01
Otros servicios de telefonía (Impuesto al Consumo internet móvil e IVA internet fijo)	0.1%*	0.00
Total	34.5%	0.86

Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

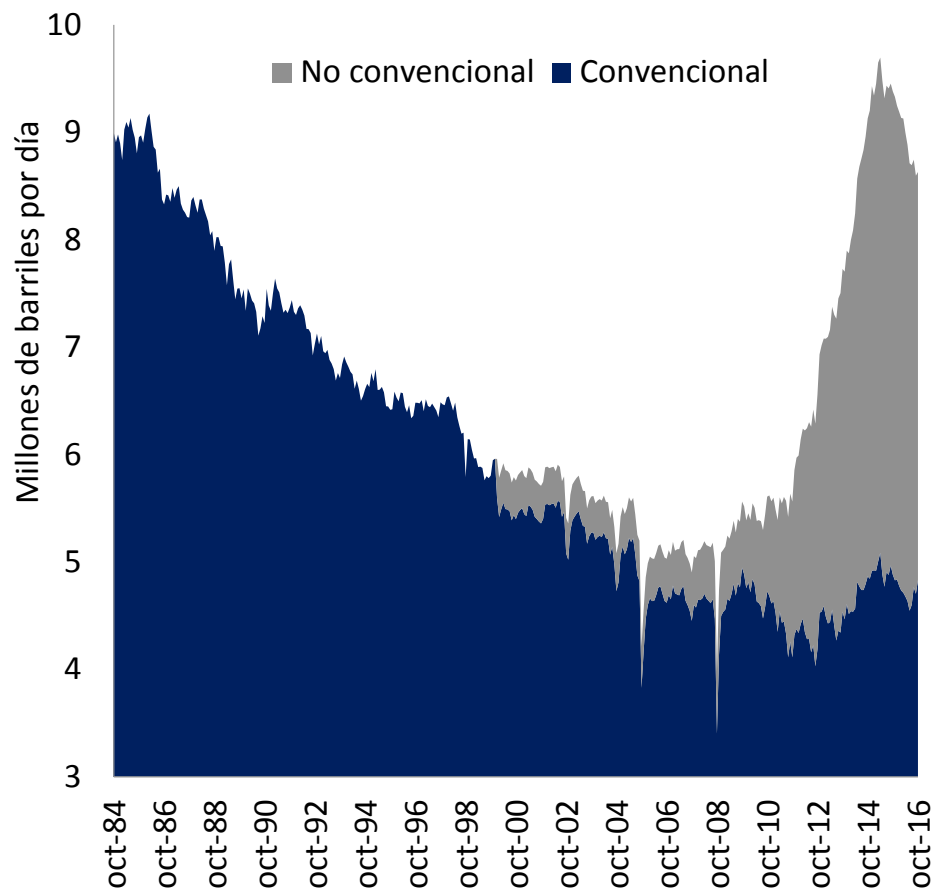
* Otros servicios de telefonía pondera 0.6%, sin embargo en este gasto básico se encuentran: Café internet, llamadas de larga distancia desde teléfonos públicos, pago de llamadas por minuto desde celular en la calle a cualquier destino, internet móvil, internet residencial.

Contenido

1. Contexto internacional: El precio de la incertidumbre
2. PIB Colombia: La cruda realidad
3. Inflación y política monetaria: Buscando la meta
- 4. Mercado cambiario: Del amor y otros demonios**

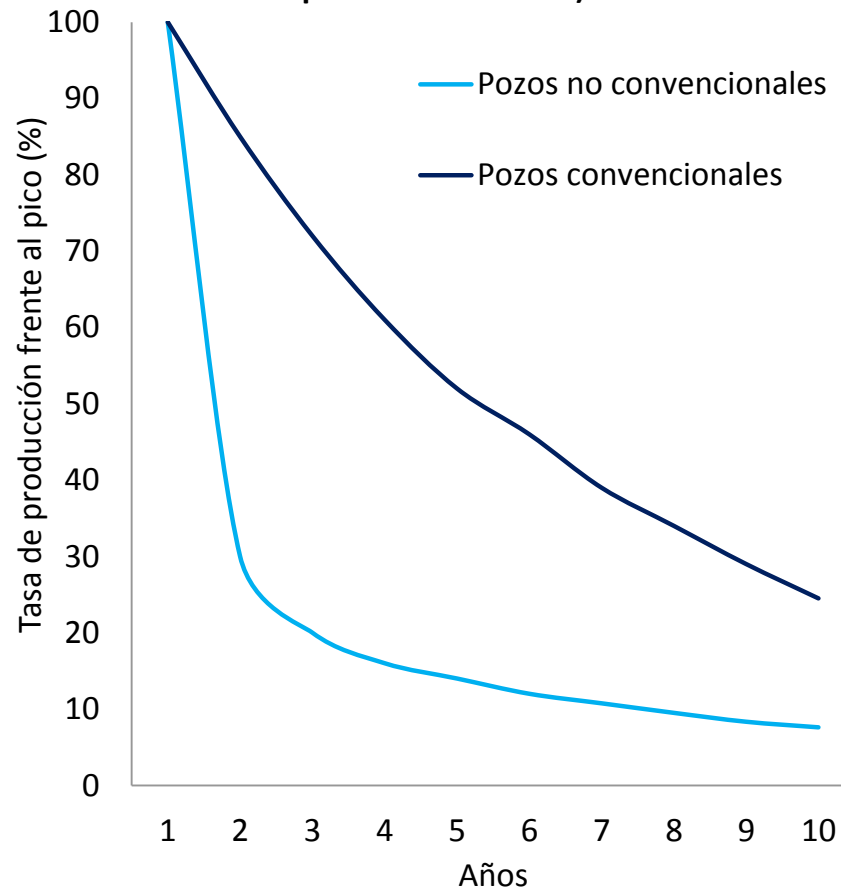
La caída de los precios del petróleo seguirá afectando la oferta mundial en el corto plazo, especialmente la producción no convencional, cuya tasa de declive es más alta y cuyos costos de producción son más elevados.

Producción de petróleo en EEUU



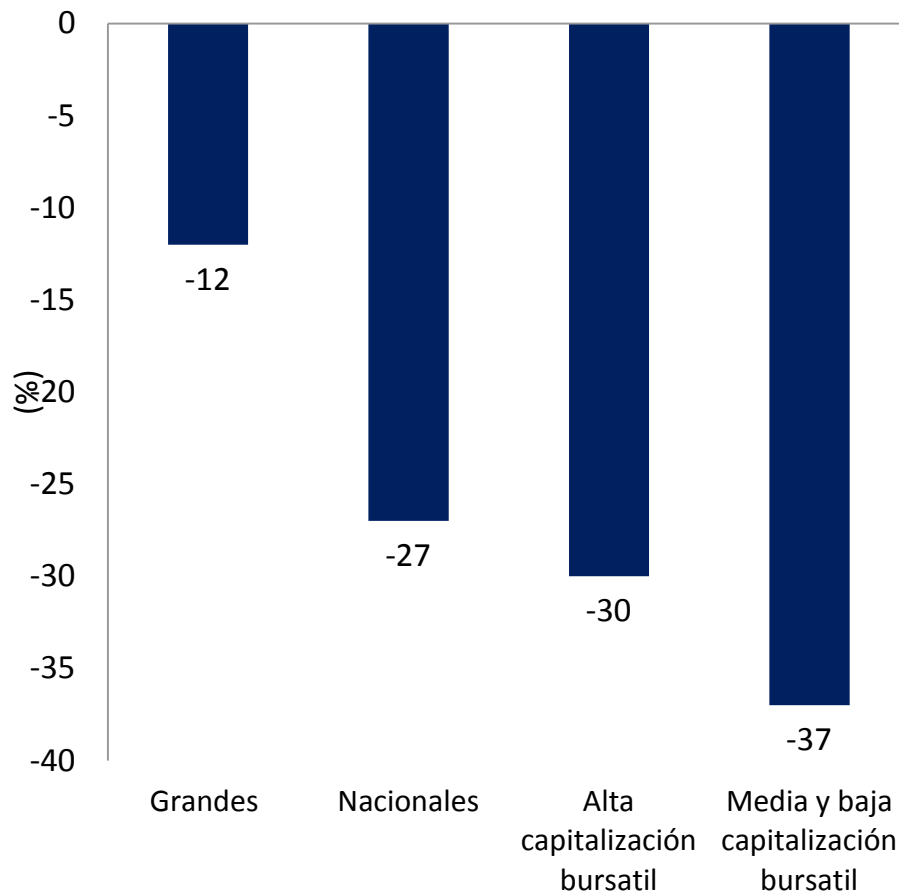
Fuente: EIA

Curvas de producción según tipo de pozo (Pico de producción = 100%)



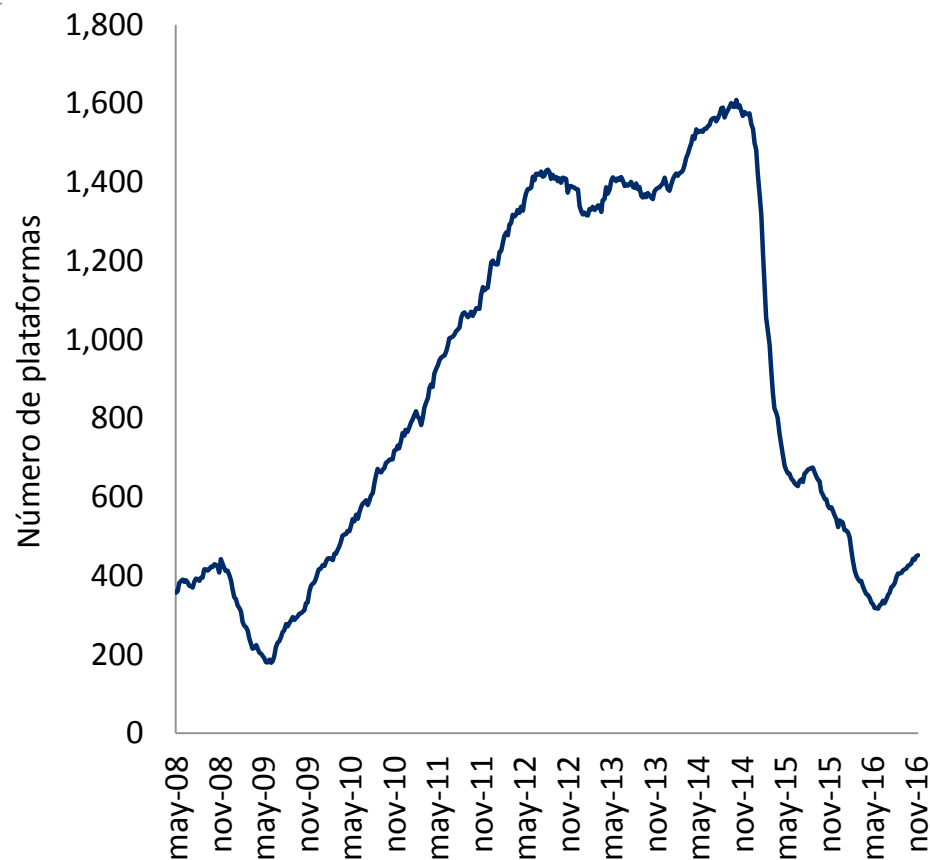
Las petroleras en EEUU han reducido fuertemente sus inversiones (US\$100bn en 2016 vs US\$200bn en 2014), especialmente las que producen petróleo no convencional. Las plataformas de perforación y la solicitud de permisos de exploración se han desplomado.

Cápxex de empresas petroleras en EEUU (variación entre 2014 y 2015)



Fuente: ARC Financial Research y Chevron.

Plataformas de perforación de petróleo activas en EEUU



Fuente: Baker Hughes

Los costos de endeudamiento y la calidad crediticia de las empresas energéticas en EE.UU., y especialmente las que producen petróleo no convencional (pequeñas con calificación crediticia de grado especulativo), se deterioraron peligrosamente a inicios de año.

Prima de riesgo* de bonos corporativos en EE.UU.



Fuente: Barclays. *Diferencial sobre Bonos del Tesoro (Option-Adjusted Spread).

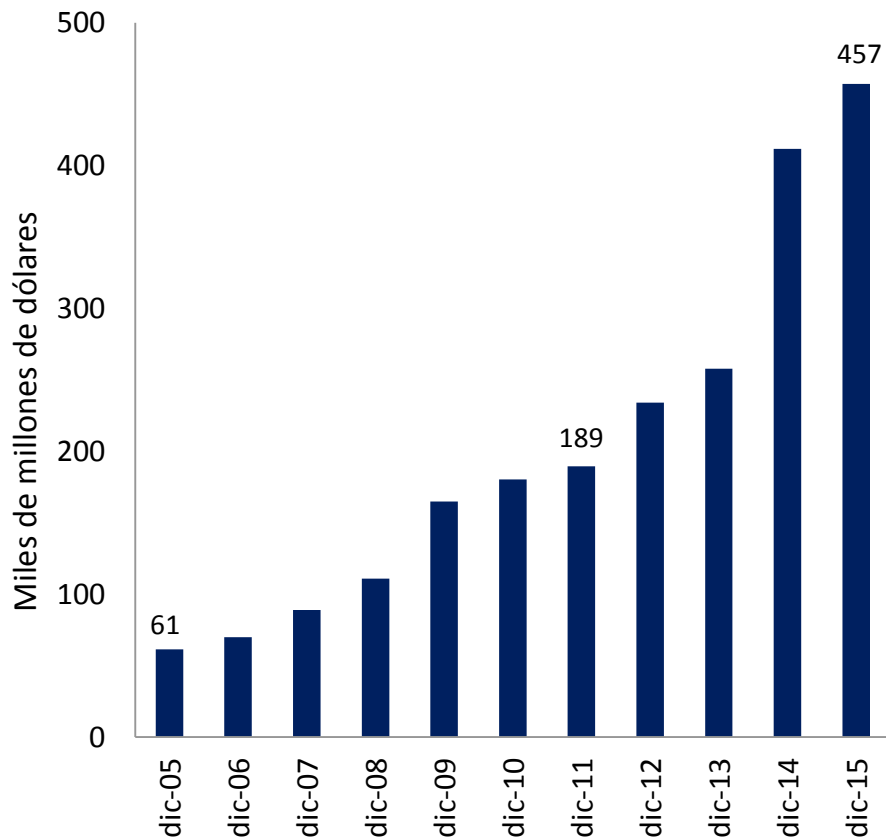
Prima de riesgo* de bonos corporativos del sector energético en EE.UU.



Fuente: Barclays. *Diferencial sobre Bonos del Tesoro (Option-Adjusted Spread).

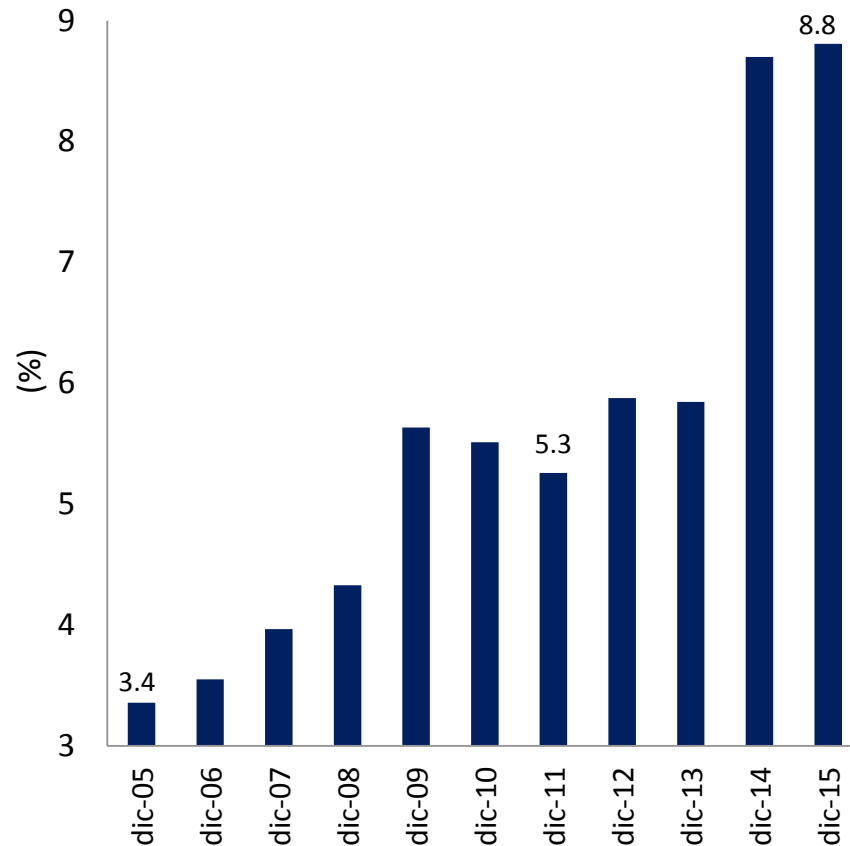
Los bonos con grado de inversión del sector de energía en EEUU han aumentado exponencialmente en los últimos años y pasaron de representar el 3.4% del universo total de grado de inversión corporativo en 2005 a 8.8% en 2015.

**Bonos con grado de inversión del sector de energía en EEUU
(Índice Barclays US Credit-Energy)**



Fuente: Barclays

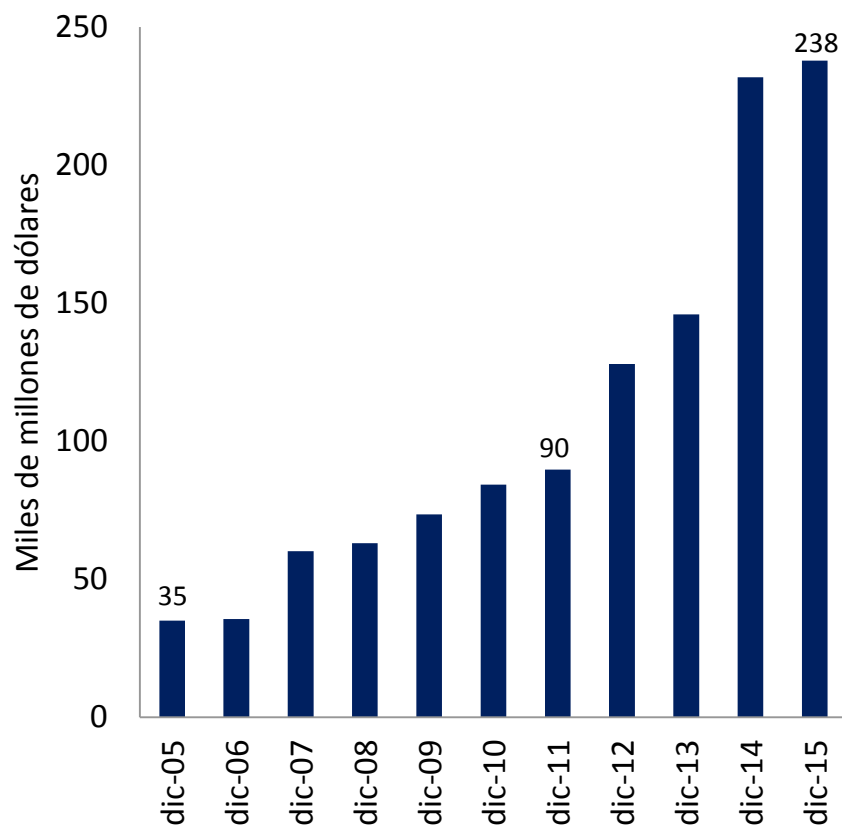
Participación de los bonos con grado de inversión del sector de energía en EEUU (Índice Barclays US Credit-Energy)



Fuente: Barclays

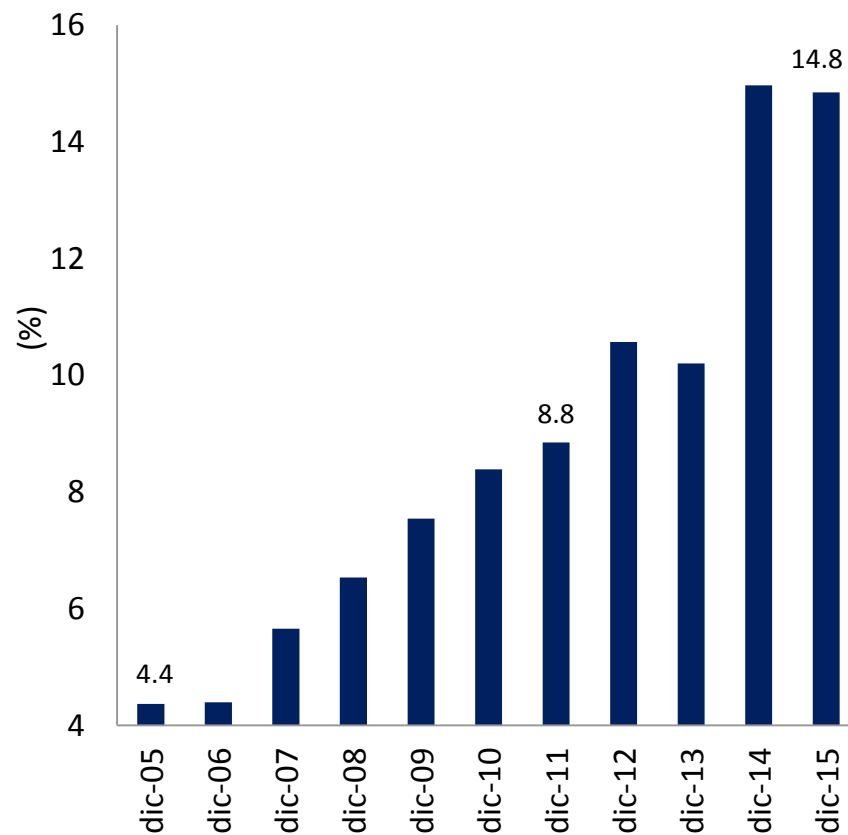
Más preocupante es que los bonos y préstamos con grado especulativo del sector energético en EEUU también han aumentado sustancialmente en los últimos 10 años y hoy representan el 15% del total de este tipo de bonos (vs 4% hace 10 años).

Bonos y préstamos con grado especulativo del sector de energía en EEUU (Índice Barclays US HY-Energy)



Fuente: Barclays

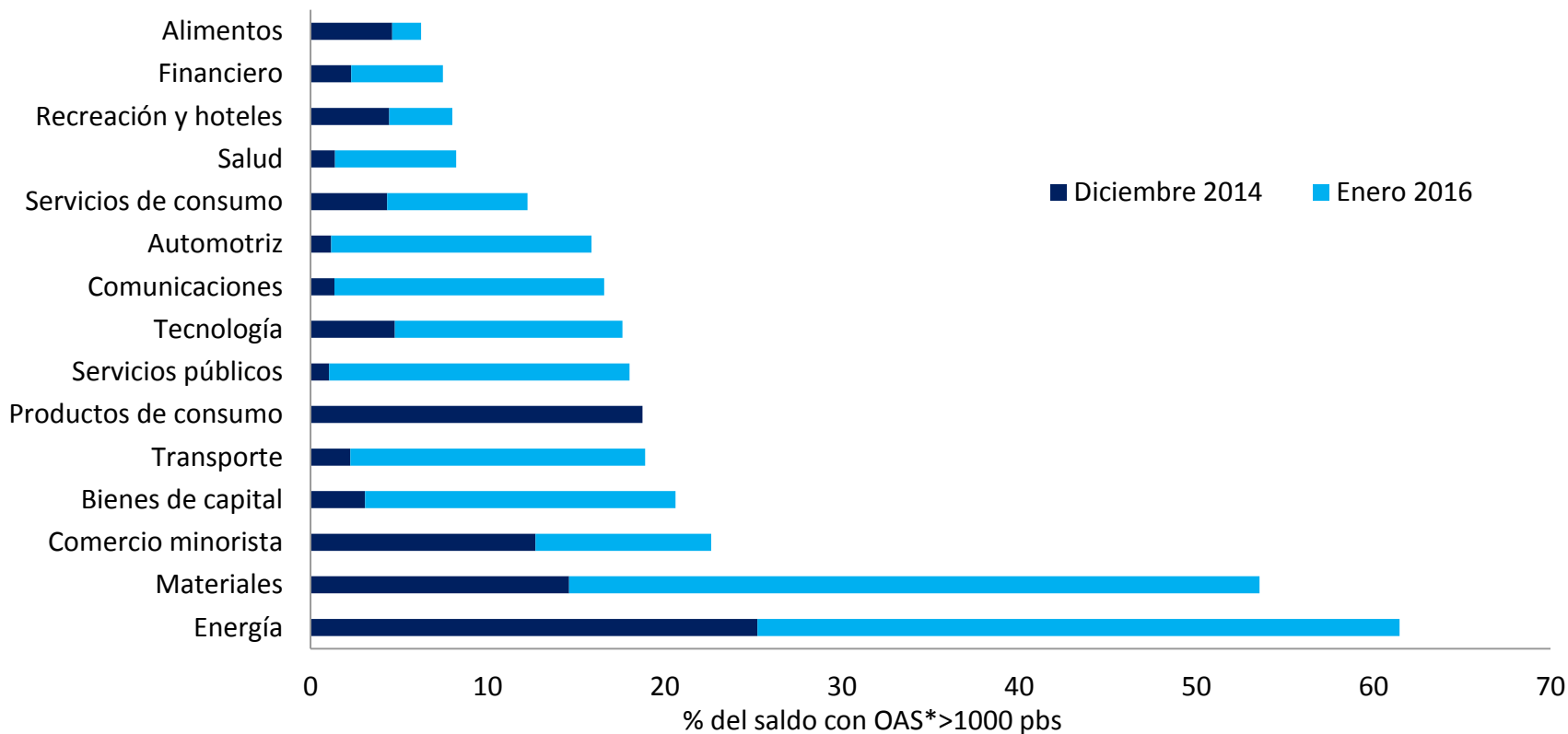
Participación de bonos y préstamos con grado especulativo del sector energía en EEUU (Índice Barclays US HY-Energy)



Fuente: Barclays

Las dificultades financieras del sector energético contagió al mercado de bonos especulativos a inicios de año, incluso en sectores que debían estar mejorando con la recuperación de EEUU. Por eso creíamos que las acciones de la Fed ayudarían a recuperar el precio del petróleo, evitando una crisis en ese país.

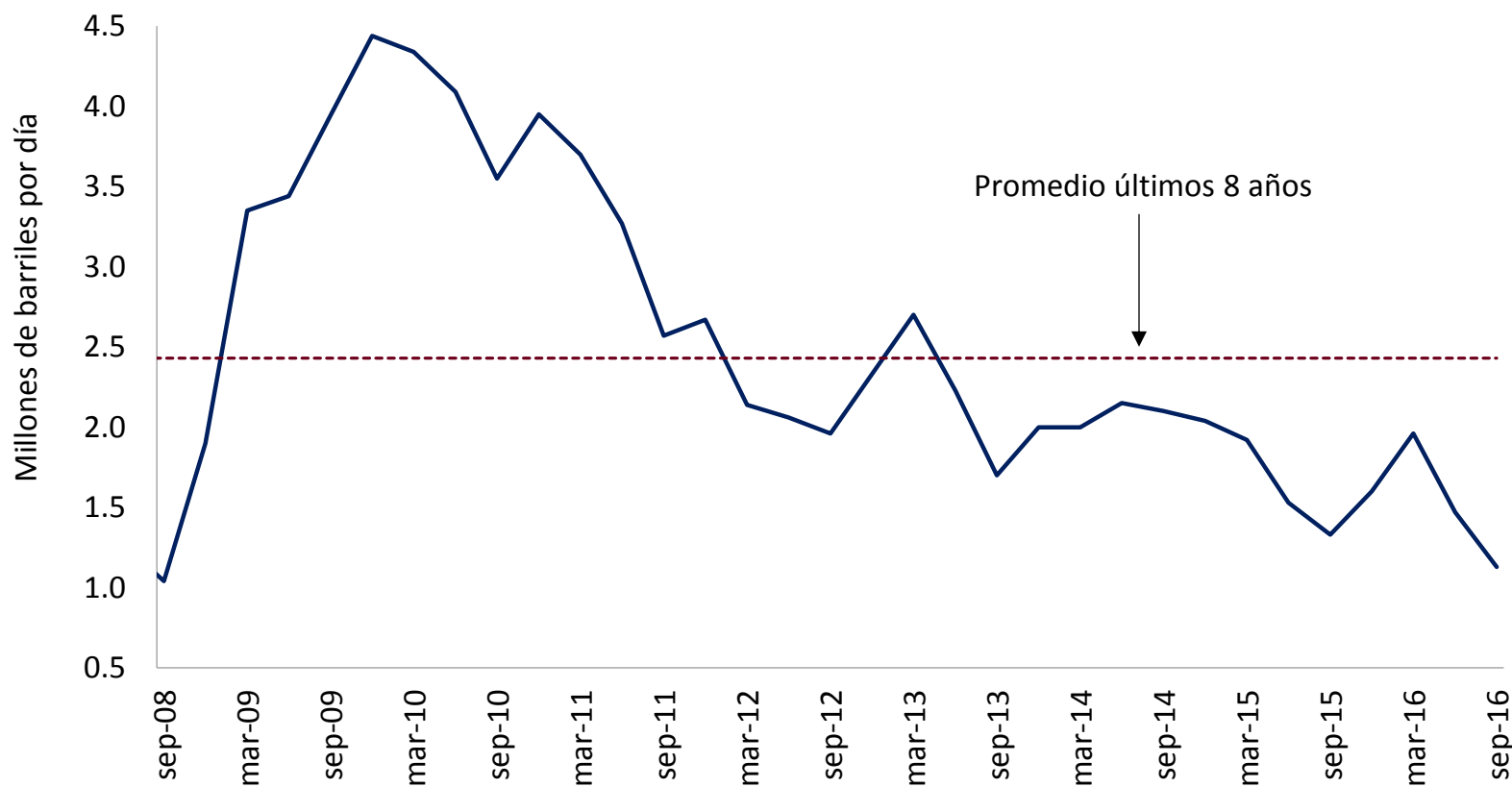
Proporción de bonos especulativos en niveles de *distress* o de dificultad financiera en EEUU (por sectores)



Fuente: Barclays. *Diferencial sobre Bonos del Tesoro (Option-adjusted spread)

Además, los excedentes en la capacidad de producción de los países de la OPEP se encuentran en el nivel más bajo de los últimos 8 años, lo cual genera riesgos de repuntes fuertes de los precios ante tensiones geopolíticas en el Medio Oriente y África.

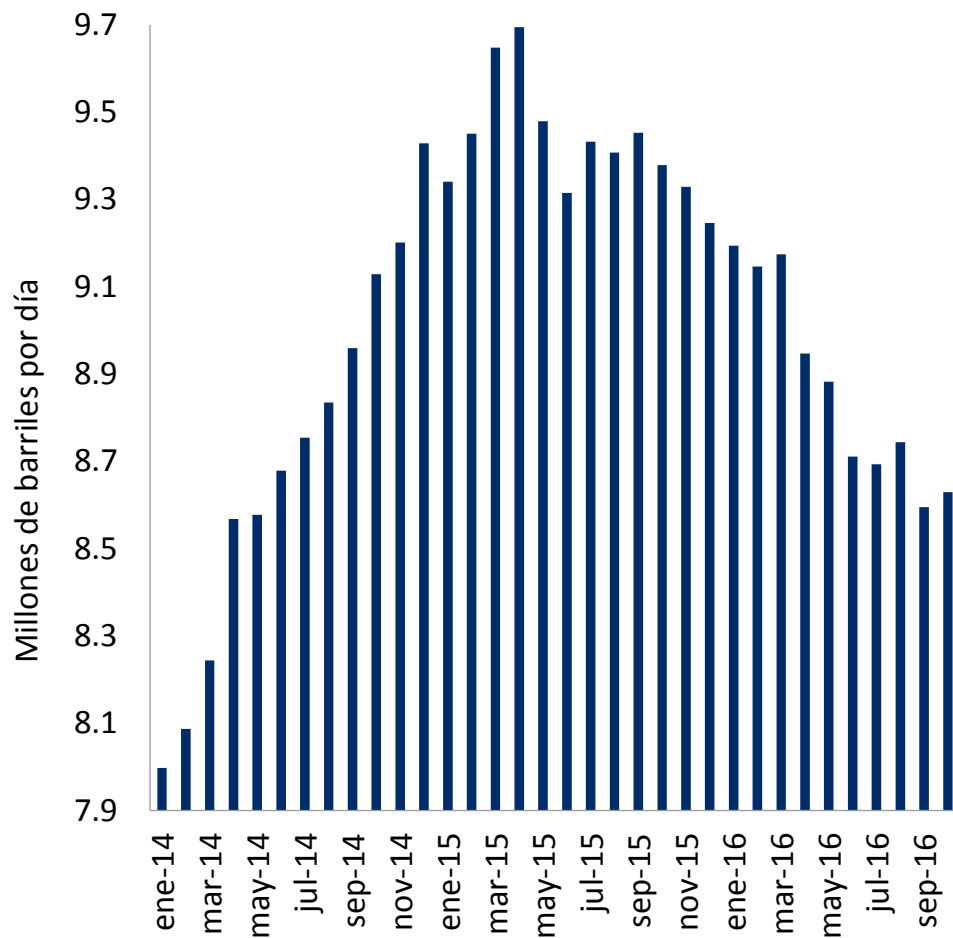
Excedentes de capacidad de producción



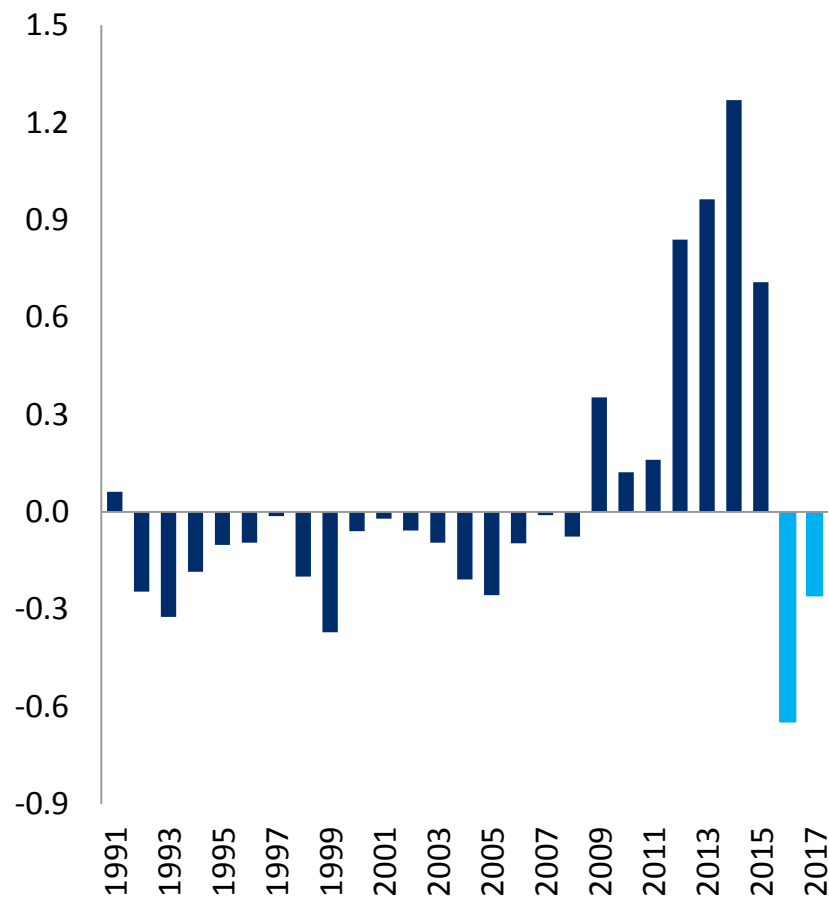
Fuente: EIA

En efecto, los bajos precios del petróleo comenzaron a afectar la producción en EEUU desde mediados de 2015 y esperamos que esta tendencia continúe a lo largo de 2017.

Producción de petróleo en EEUU



Variación en la producción anual de petróleo en EEUU

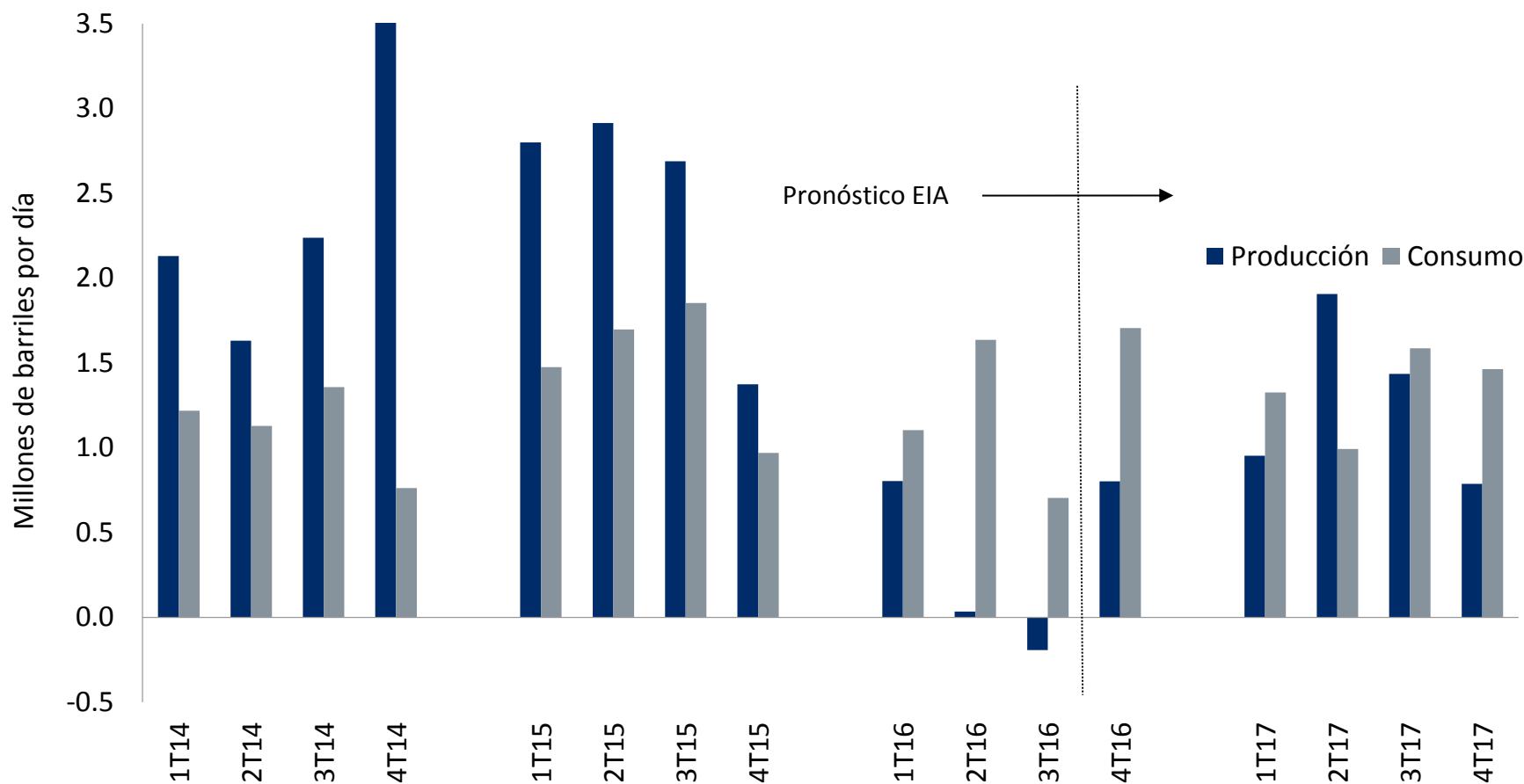


Fuente: EIA

ente : EIA, Cálculos: Corficolombiana

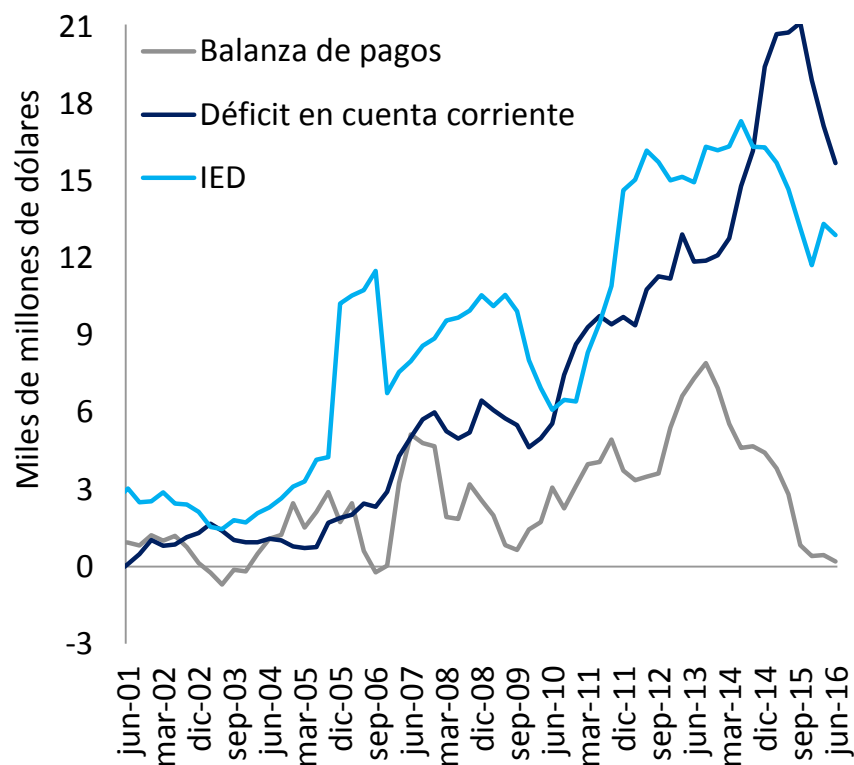
El crecimiento de la demanda será mayor que el de la producción en 2017, lo cual comenzó a ocurrir este año, principalmente debido a la caída en el suministro en EEUU. Esperamos un precio promedio del Brent de 52 dpb en 2017 vs 45 dpb en 2016.

Cambios en la producción y consumo anual de petróleo



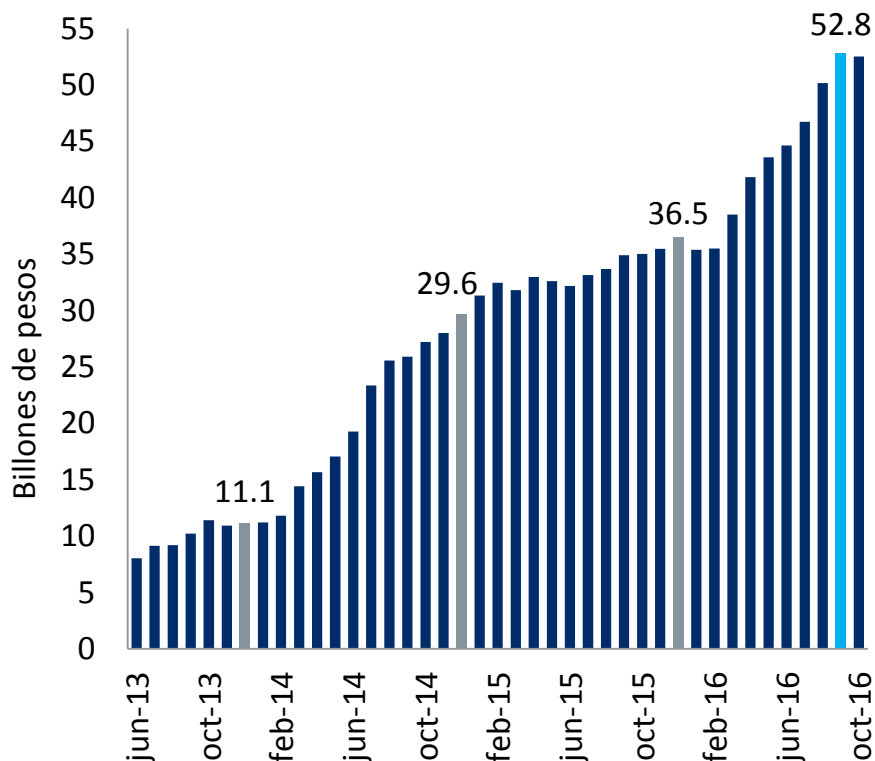
A pesar del abultado déficit de la cuenta corriente, éste está totalmente financiado por la cuenta de capitales privados (especialmente la Inversión Extranjera Directa) y la participación de los extranjeros en el mercado de deuda pública sigue aumentando.

Balanza de pagos, cuenta corriente e IED (acumulado 12 meses)



Fuente: BanRep.

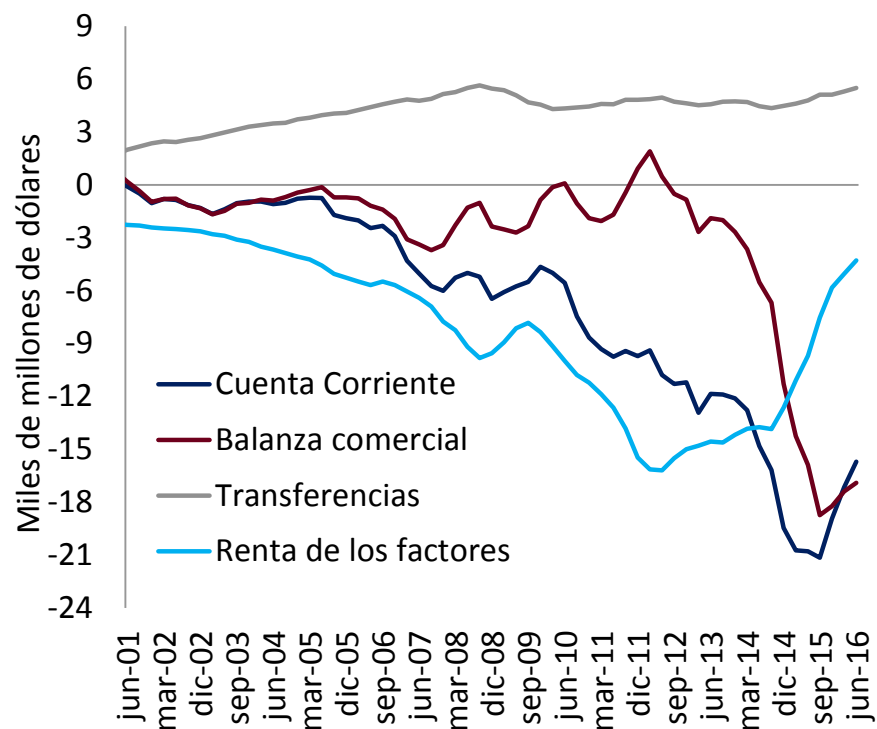
Saldo de TES en poder de fondos de capital extranjero



Fuente: MinHacienda, cálculos Corficolombiana

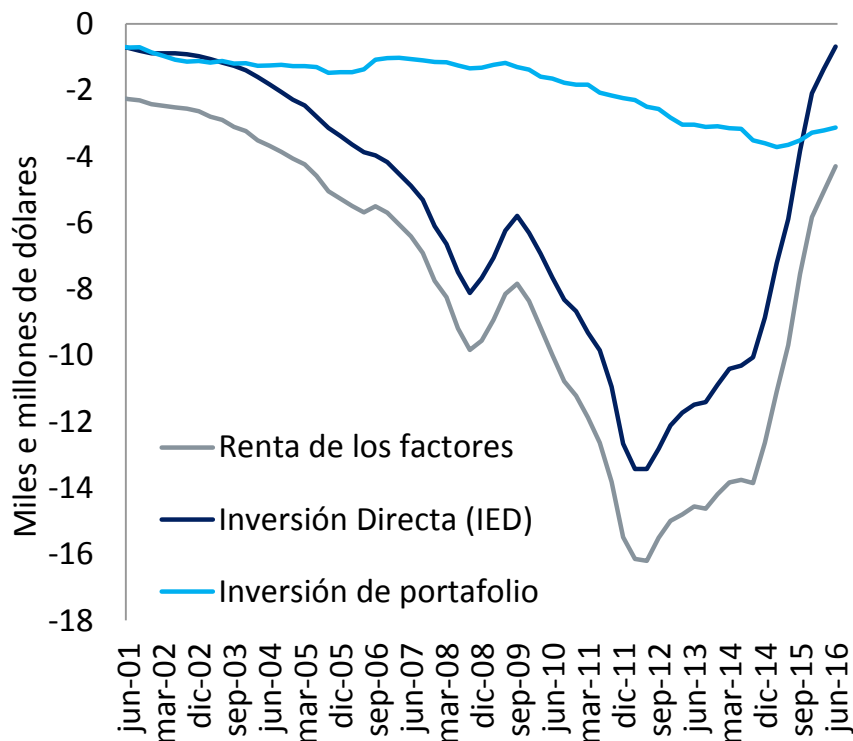
La reducción del déficit externo y la ampliación de la Línea de Crédito Flexible con el FMI ayudarán a reducir las presiones al alza sobre la tasa de cambio en 2017.

**Cuenta corriente y sus principales componentes
(suma 4 trimestres)**



Fuente: BanRep

Renta de los factores y sus componentes (suma 4 trimestres)

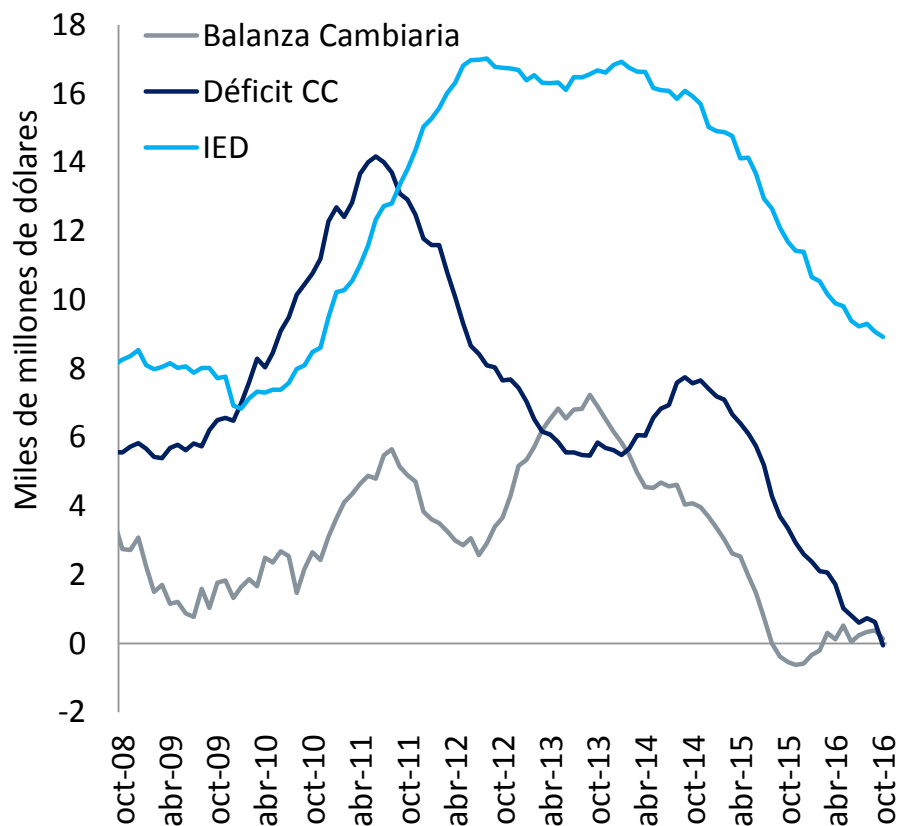


Fuente: BanRep

- La balanza comercial seguirá contribuyendo a la corrección del déficit externo y no esperamos un repunte del déficit de la renta de los factores en los próximos trimestres. Los pagos netos al exterior por renta de IED en Colombia seguirán siendo casi nulos debido a la crisis minero-energética y a la incertidumbre que persiste para los próximos años.

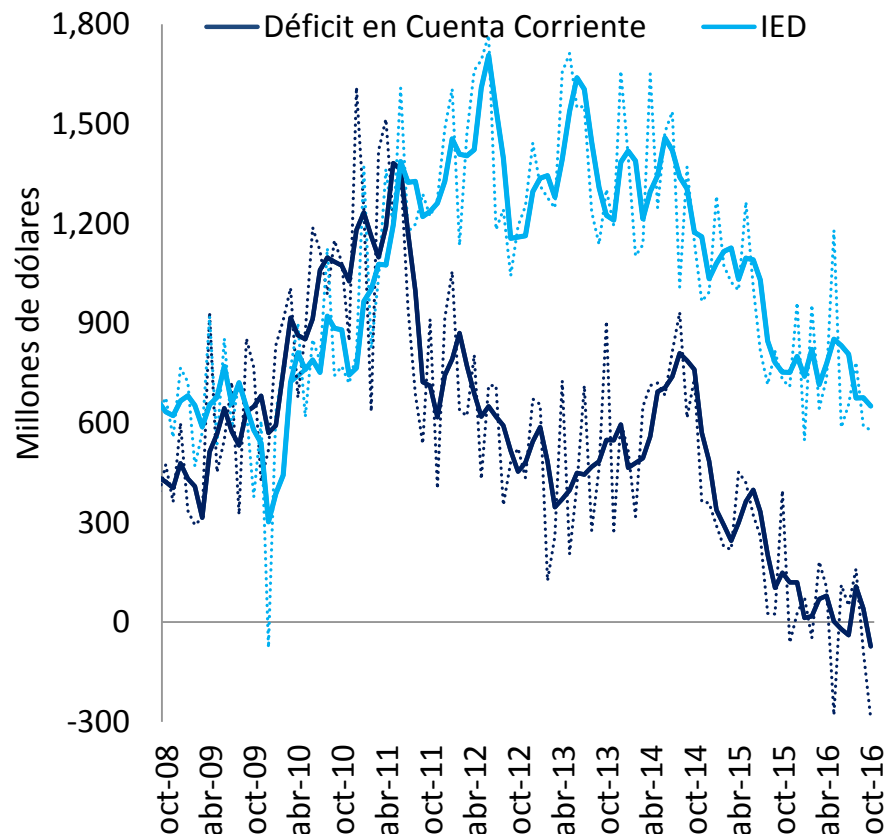
En cuanto a flujos cambiarios (flujos de caja), las entradas de divisas por IED están superando amplia y consistentemente las salidas por el déficit de la cuenta corriente. Esto ayudará a contener las presiones al alza sobre la tasa de cambio.

Déficit en cuenta corriente e Inversión Extranjera Directa (IED) según la balanza cambiaria (acumulado 12 meses)



Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana.

Déficit en cuenta corriente e IED mensual (promedio móvil 3 meses) según balanza cambiaria

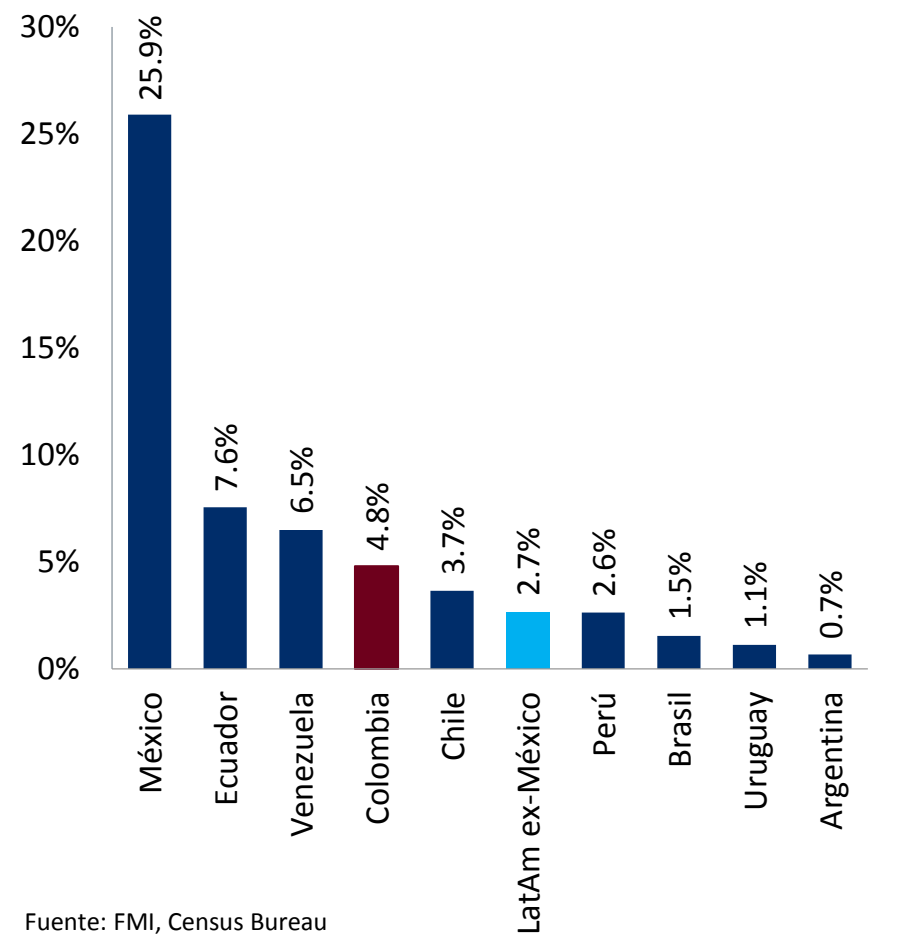


*Las líneas punteadas corresponden a los datos mensuales.

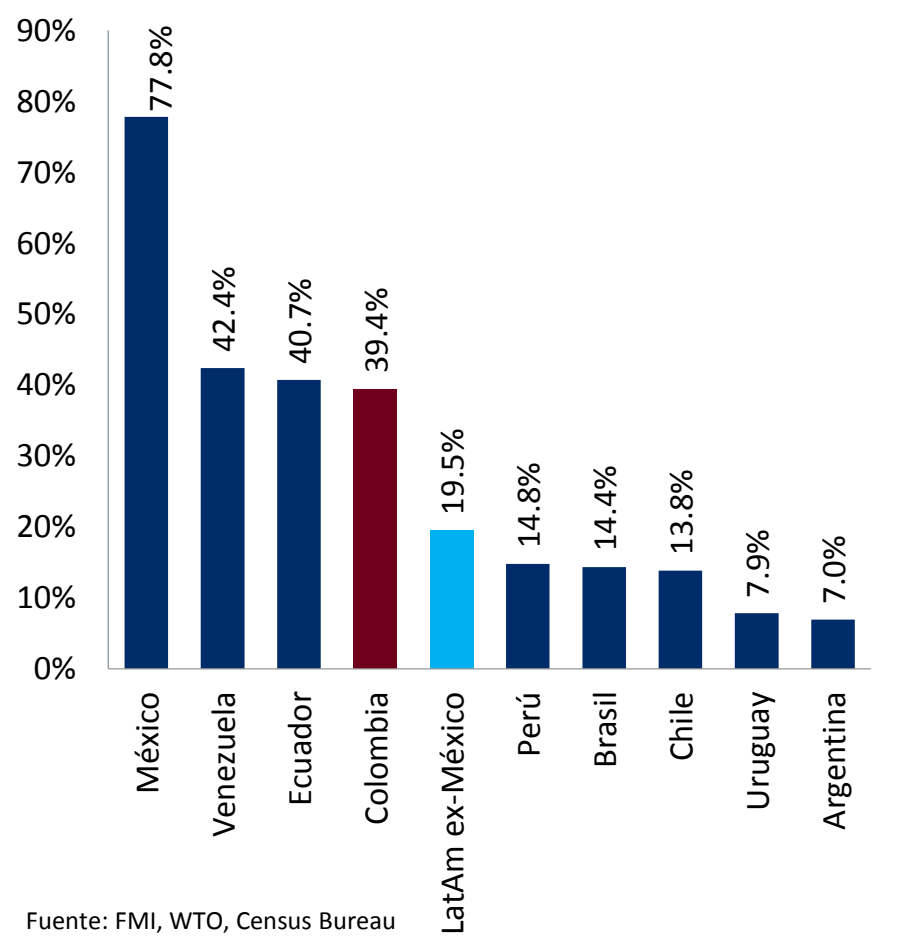
Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana.

Tras la elección de Trump, el peso colombiano será uno de los más afectados en la región, después del mexicano, debido a la alta exposición al riesgo de barreras comerciales.

Exportaciones a EEUU
% del PIB

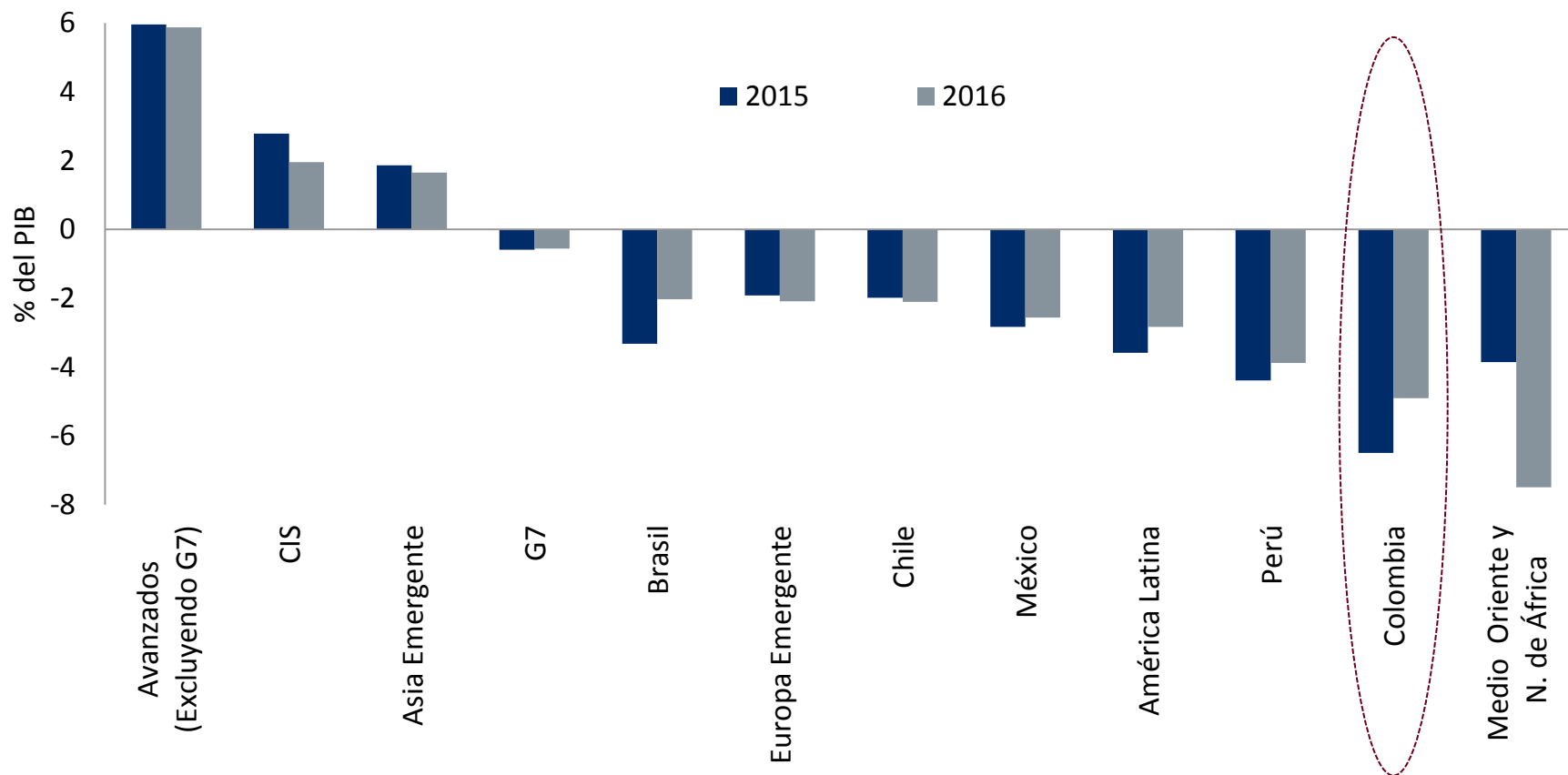


Exportaciones a EEUU
% del las exportaciones totales



Además, Colombia es uno de los países emergentes con mayor déficit de la cuenta corriente, lo cual también hace que el peso colombiano sea especialmente vulnerable a un fortalecimiento del dólar frente a monedas emergentes, tras el triunfo de Trump.

Balance de cuenta corriente en la balanza de pagos

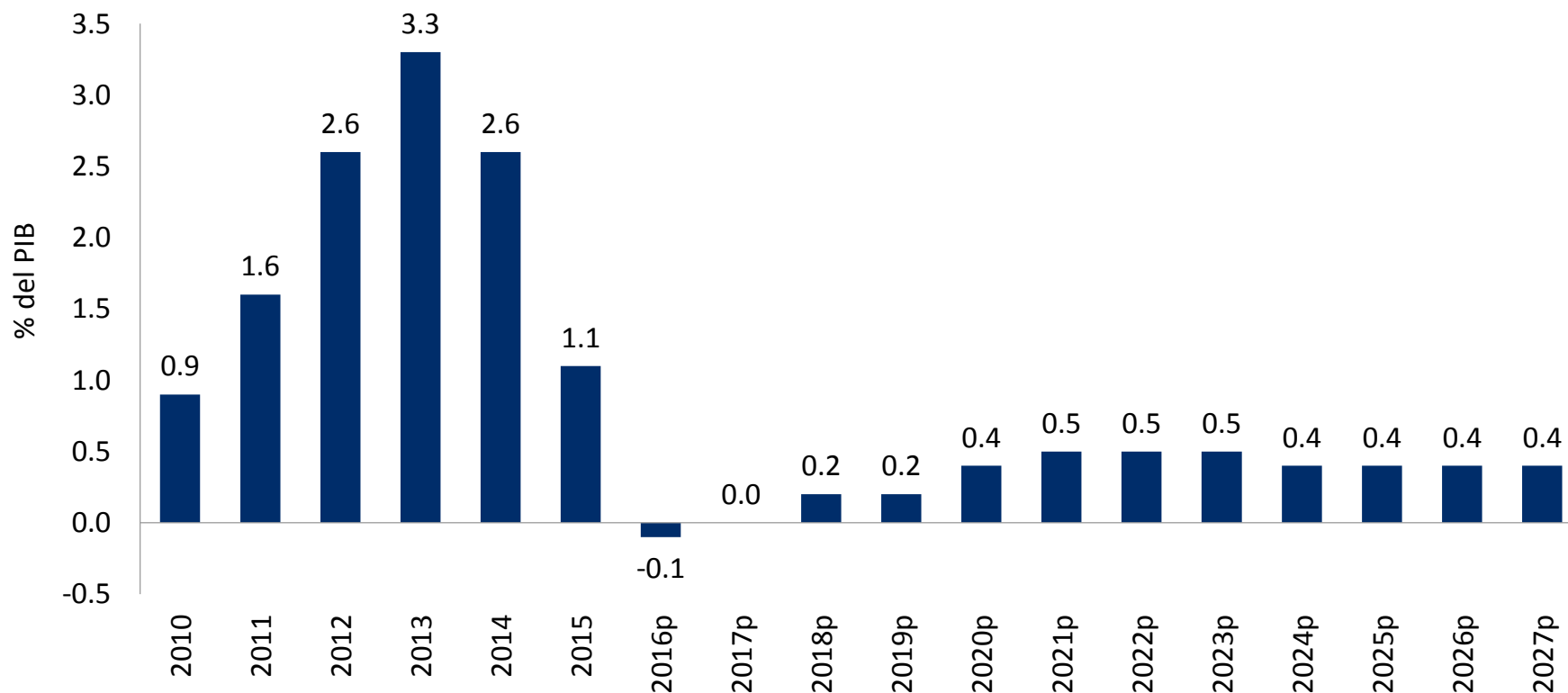


Fuente: FMI, Corficolombiana

Anexo. El rompecabezas fiscal y la reforma tributaria

La renta petrolera del Gobierno Central pasó de un máximo de 23.8 billones de pesos en 2013 (3.3% del PIB) a ser nula en 2016 y 2017. El impacto de la caída de los precios del petróleo se está sintiendo más este año que en el 2015 y no se espera un repunte importante en los próximos años. El gran reto es suplir esta caída de la renta petrolera.

Ingresos petroleros* del GNC

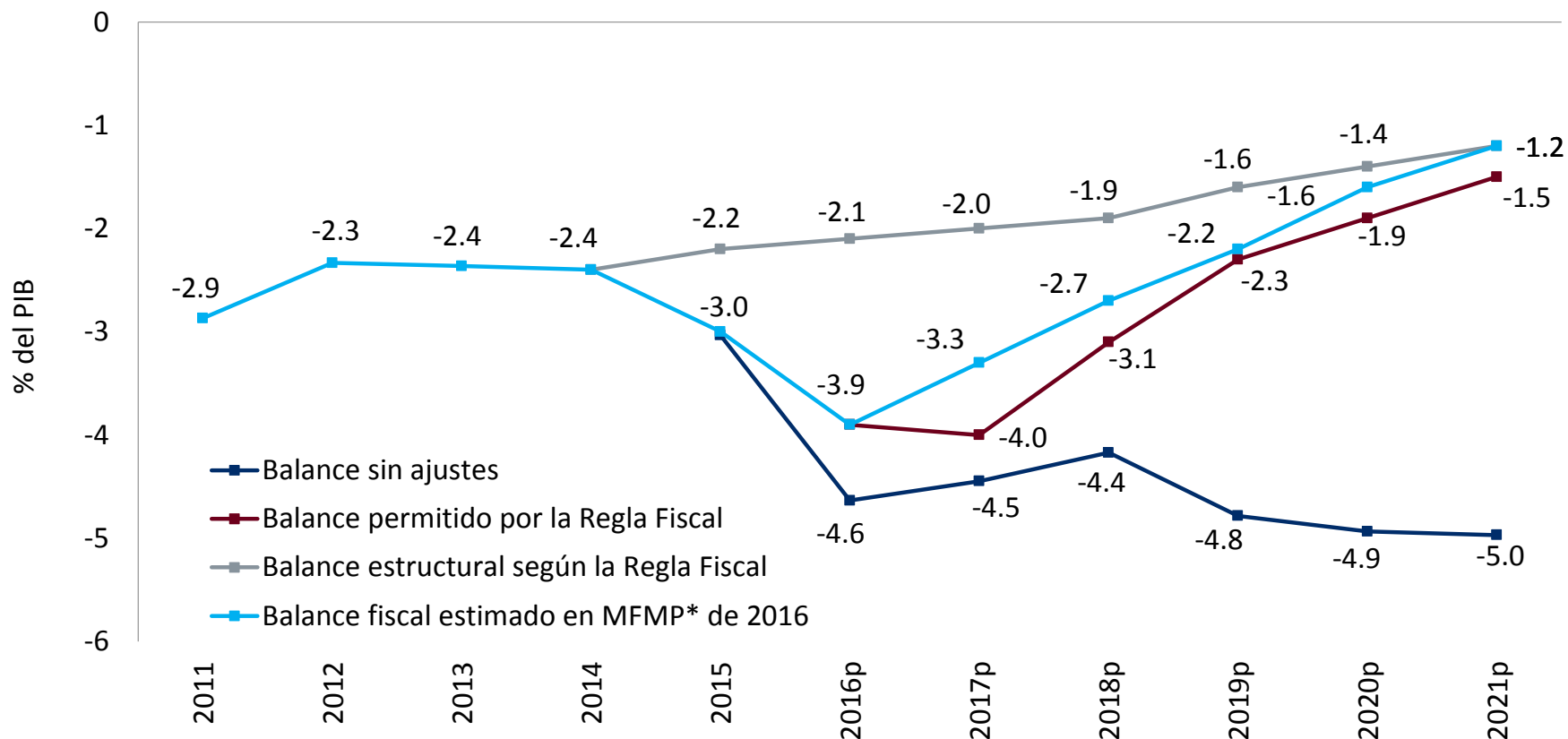


Fuente: MinHacienda.

*Por concepto de impuesto de Renta y CREE, y dividendos de Ecopetrol.

Las proyecciones de ingresos y gastos del Gobierno Nacional Central apuntan a que se requieren ajustes fiscales de 1.2%-1.5% del PIB en 2017 y 2018, y de 2.5% del PIB en 2019.

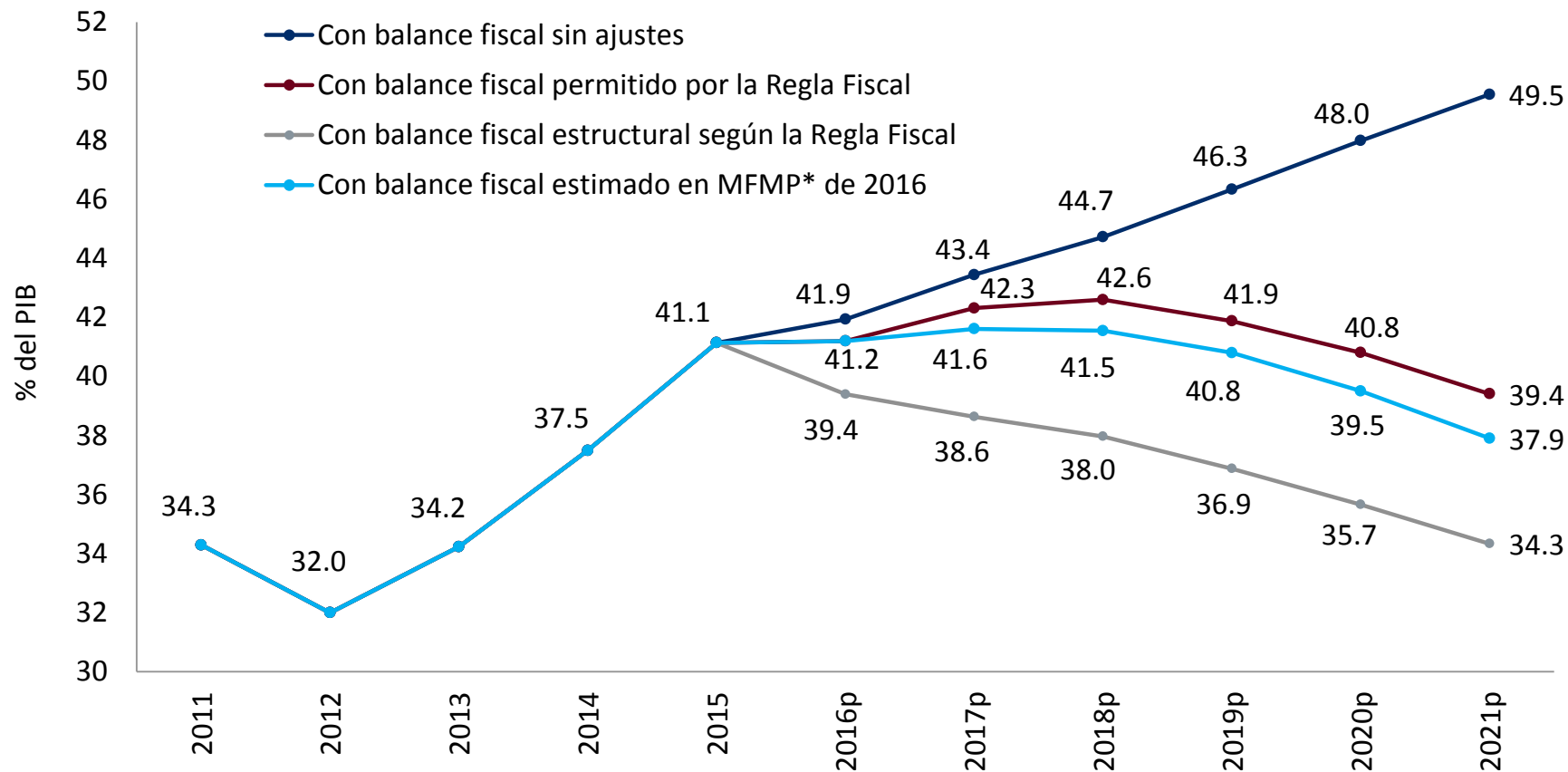
Balance fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC)



Fuente: Minhacienda. Cálculos: Corficolombiana. *Marco Fiscal de Mediano Plazo

Los niveles de déficit fiscal que exige la Regla Fiscal son consistentes con una senda sostenible de la deuda pública a partir del próximo año, pero es necesario hacer ajustes fiscales importantes en los próximos años.

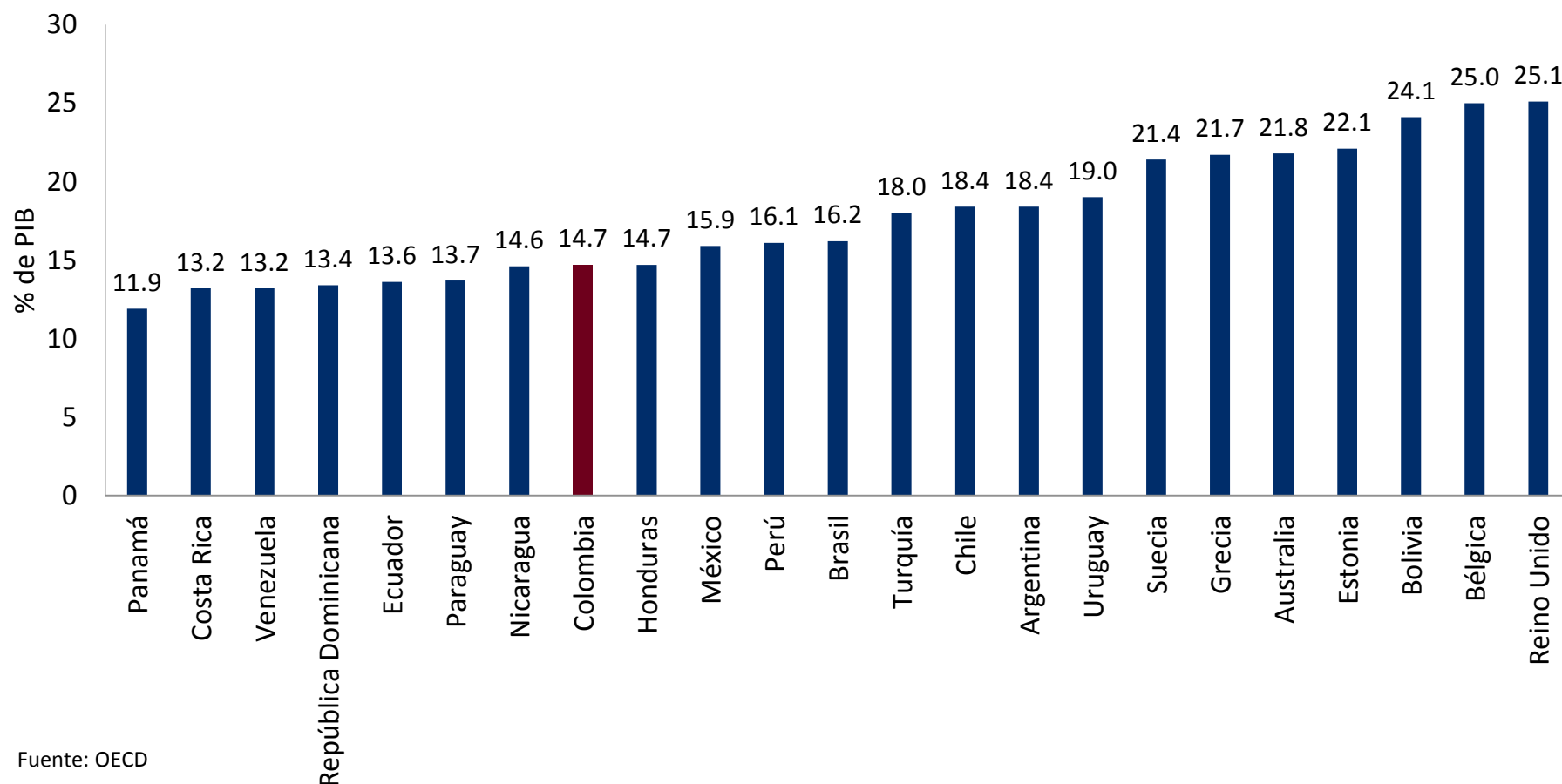
Deuda bruta del Gobierno Nacional Central (GNC)



Fuente: MinHacienda. Cálculos: Corficolombiana. *Marco Fiscal de Mediano Plazo

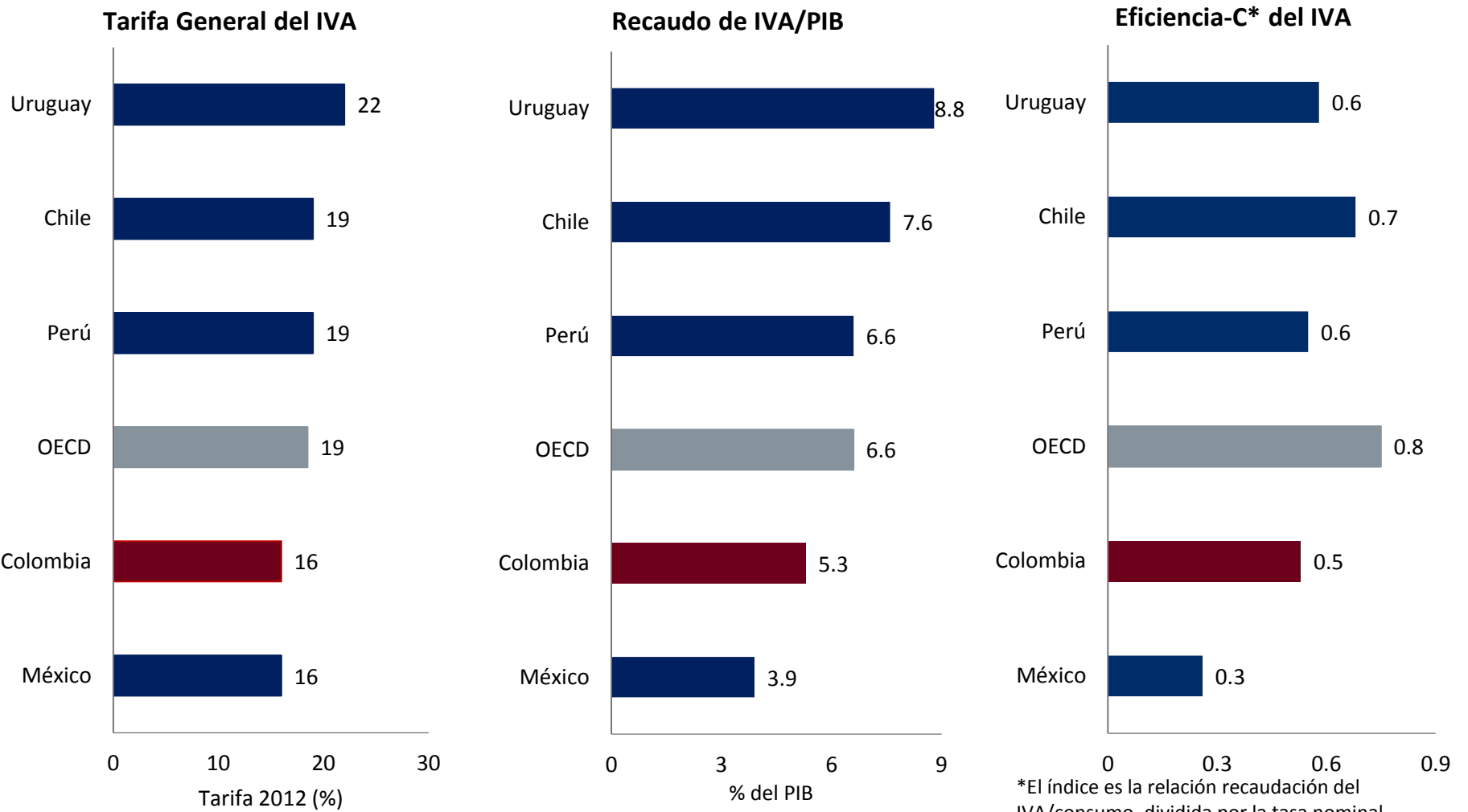
El recaudo tributario en Colombia es bajo en relación a su nivel de ingresos y a los requerimientos de gasto social.

Recaudo tributario promedio (2011-2013)



Fuente: OECD

La tarifa del IVA en Colombia es baja, tiene muchas exenciones, y la evasión de este impuesto es alta, así que su recaudo es bajo (incluyendo el Impuesto al Consumo).



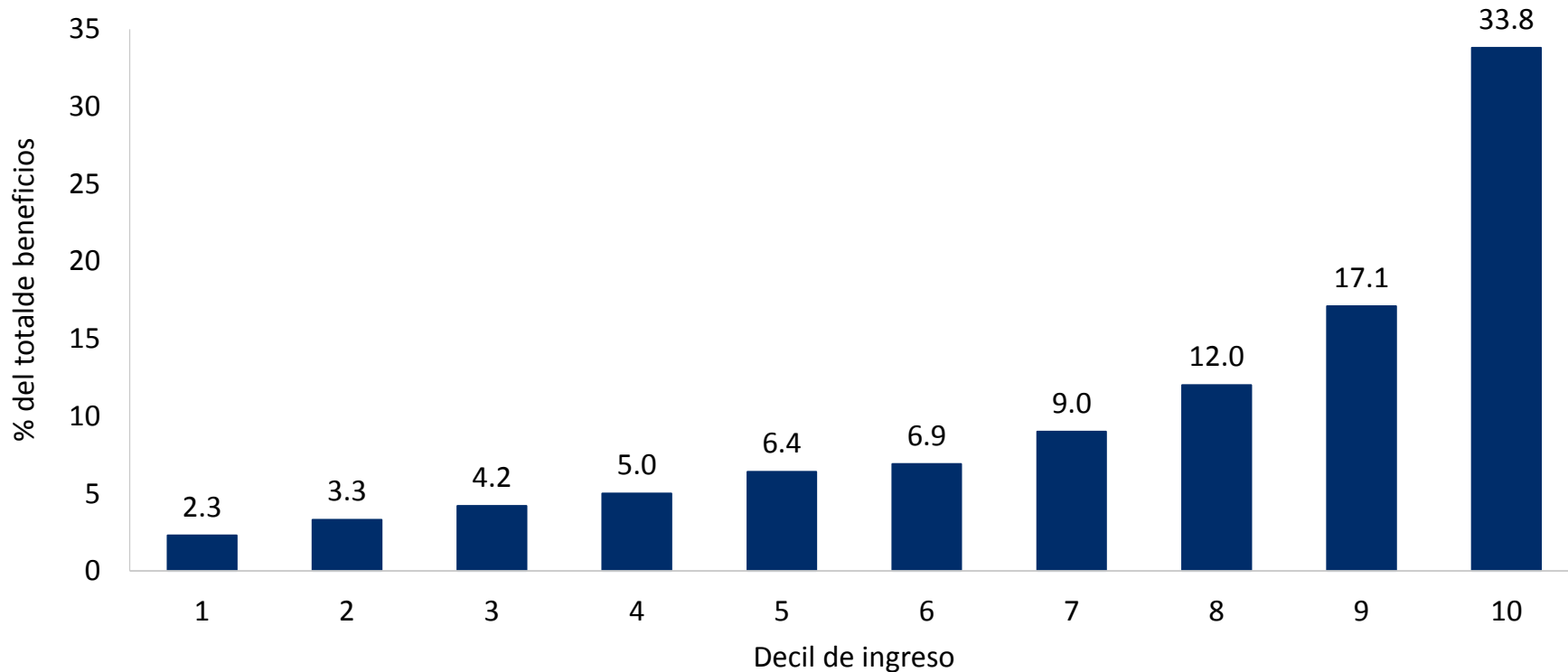
Fuente: Fedesarrollo, Gómez-Sabani y Morán (2013)

Fuente: Fedesarrollo, Gómez-Sabani y Morán (2013)

Fuente: Fedesarrollo, Gómez-Sabani y Morán (2013)

La lista de bienes exentos de IVA es tan extensa que los hogares de ingresos altos son los que más se benefician.

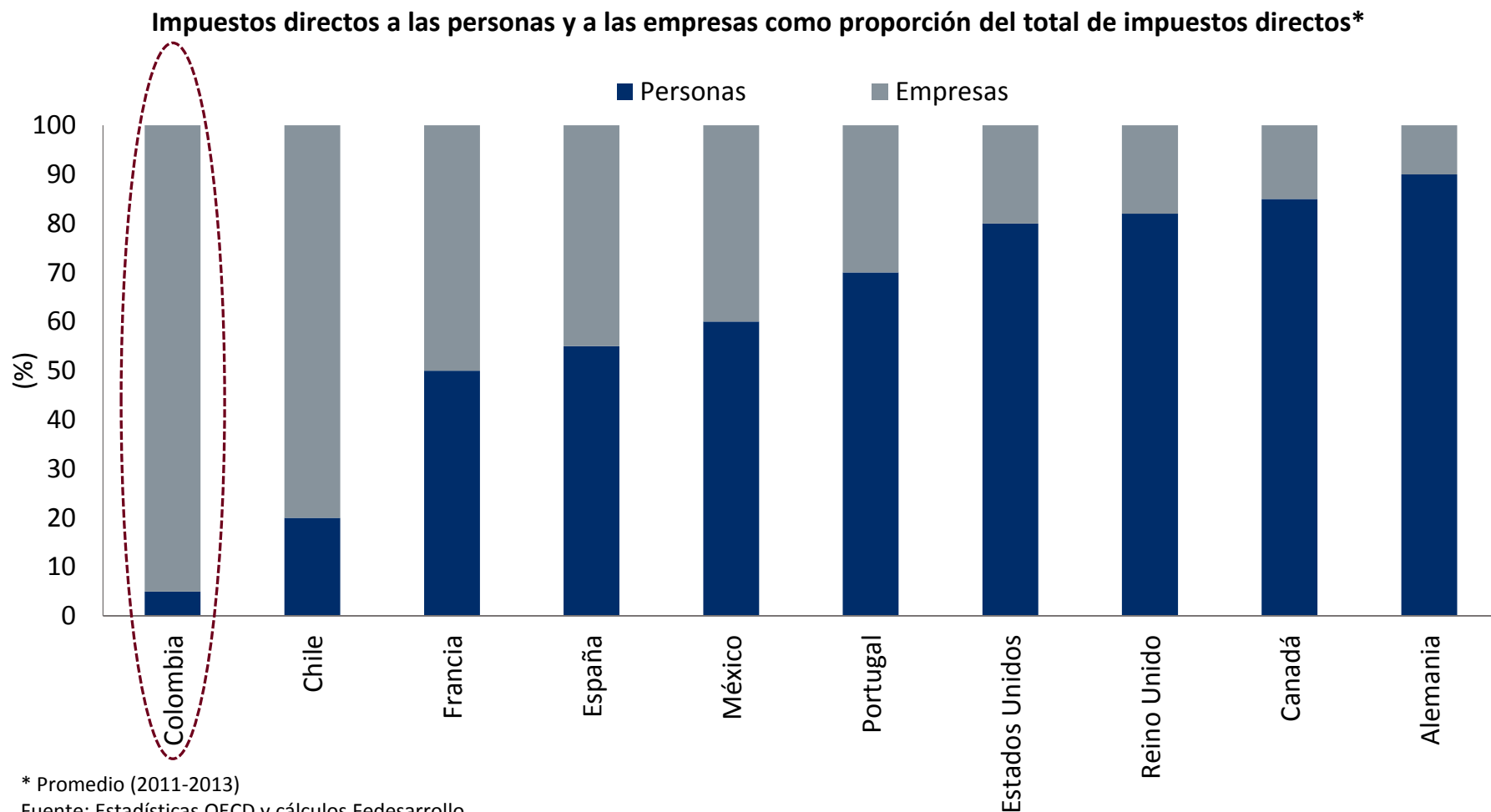
Beneficio de las exenciones y exclusiones del IVA por decil de ingreso



Fuente: Fenochietto, Coelho, Pérez. "Hacia un sistema tributario más competitivo". FMI (2011).

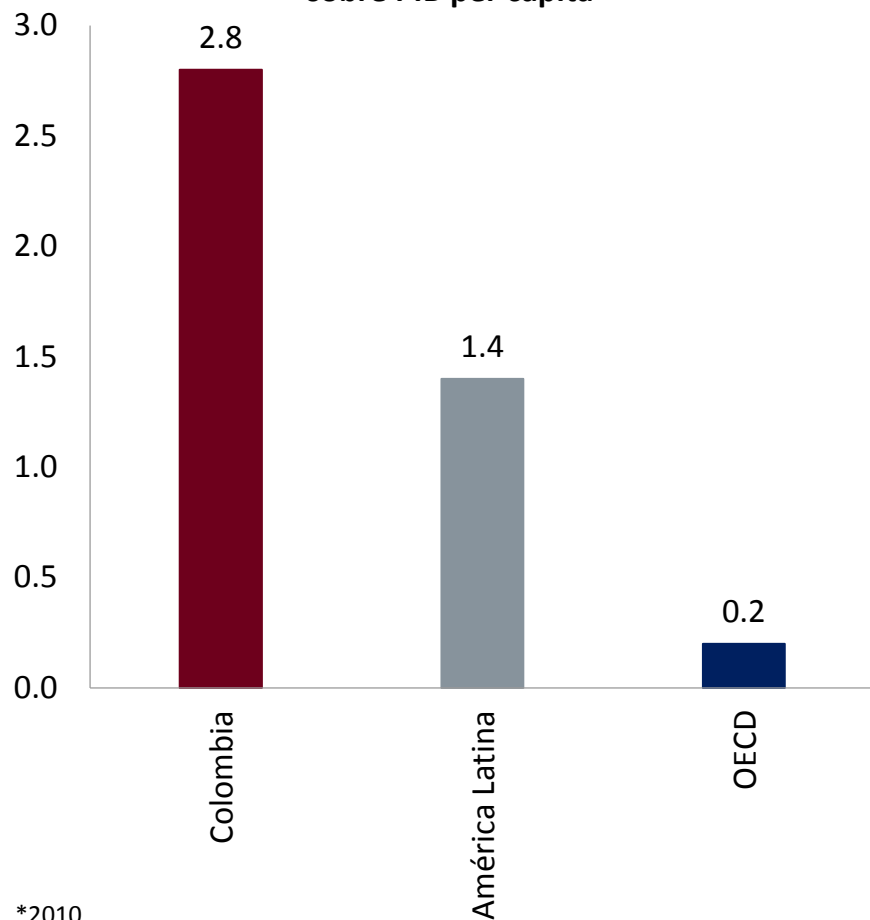
- El 20% de la población con mayores ingresos recibe la mitad (50.9%) de los beneficios por exenciones y exclusiones de IVA; el decil de mayor ingreso recibe el 33.8% de los beneficios y el de menor ingreso recibe el 2.3%.
- El decil de mayor ingreso se ahorra 14.6 veces más de lo que se ahorra el de menor ingreso, siendo que el gasto medio del primero es 5.8 veces el del segundo.

Las empresas son las que más contribuyen al recaudo de los impuestos directos en Colombia (renta, CREE, patrimonio y riqueza) y en una proporción excesiva, lo cual afecta la competitividad y la desigualdad.



Muy pocas personas naturales pagan impuesto sobre la renta en Colombia y las exenciones son excesivas.

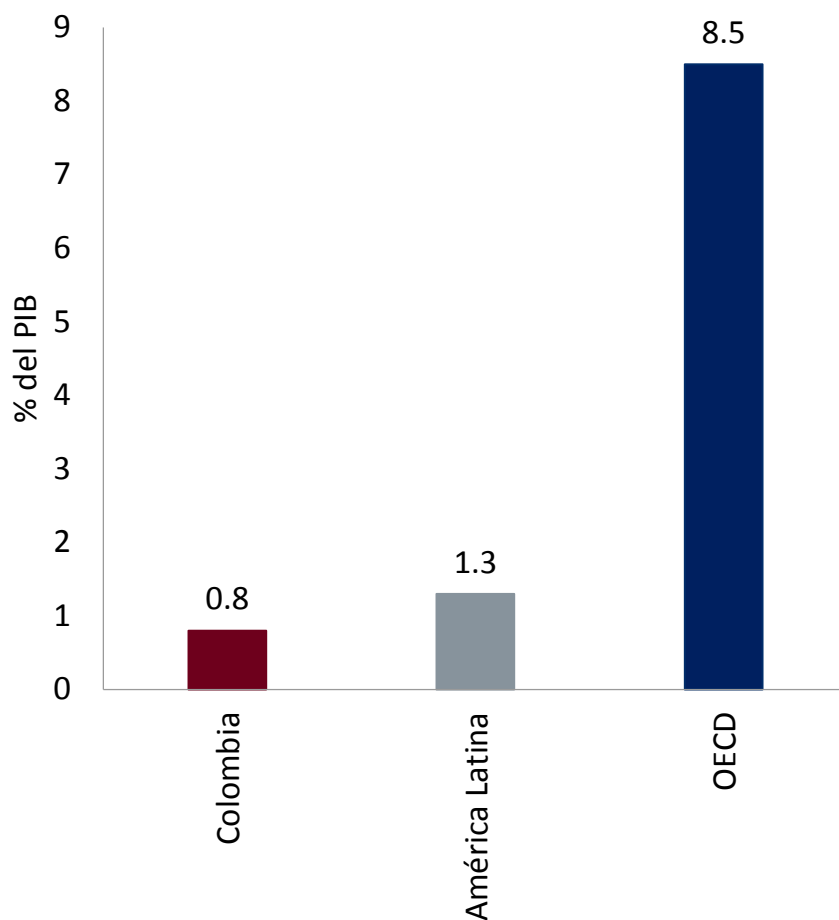
Ingreso mínimo para pago del impuesto sobre la renta sobre PIB per cápita



*2010

Fuente: OECD

Recaudo de impuesto sobre la renta de personas naturales

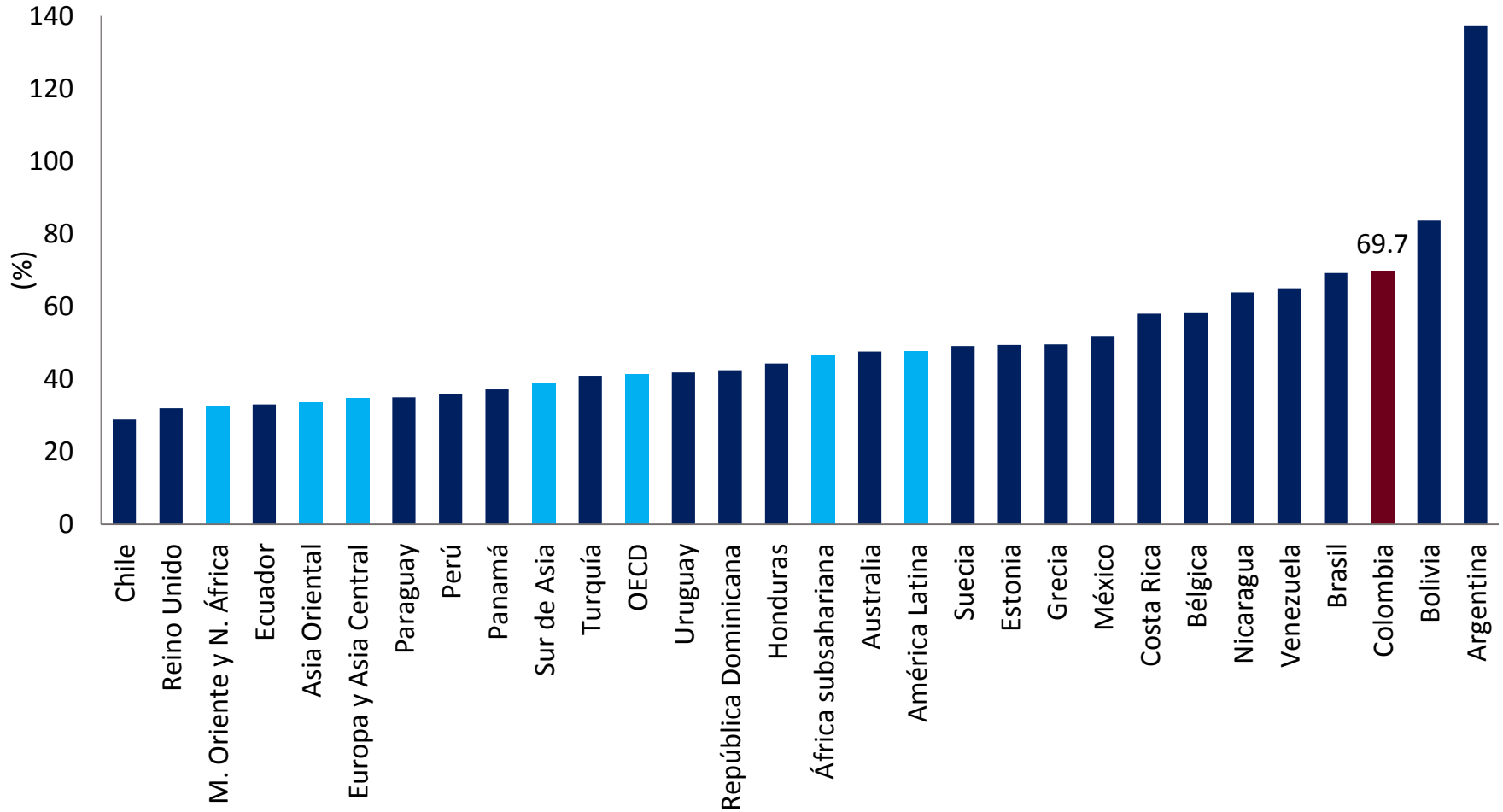


Fuente: OECD

*2011 para OECD, 2012 para Colombia y América Latina

En contraste, la tasa efectiva de tributación de las empresas es muy alta, especialmente la de las compañías medianas.

Tasa efectiva de tributación como proporción de las utilidades



Fuente: Doing Business

La propuesta de reforma tributaria del Gobierno simplifica el Estatuto Tributario, fortalece la lucha contra la evasión y redistribuye las cargas impositivas (disminuye la de las empresas y aumenta la de las personas naturales).

Los 3 principales componentes del proyecto de reforma son:

- Se propone **aumentar la tarifa general del IVA** de 16% a 19% y **aumentar la base gravable del Impuesto al Consumo**.
- Se propone **aumentar la tarifa del impuesto sobre la renta de las personas naturales** y **aumentar la base gravable**. Se propone gravar dividendos que reciban personas naturales.
- Se propone unificar y **reducir progresivamente las tarifas del impuesto sobre la renta de las personas jurídicas**, y eliminar el impuesto a la riqueza.

Otros aspectos relevantes:

- **Anti-evasión**: penalización, control a las ESAL, control al uso de efectivo, cooperación para castigar el uso indebido de paraísos fiscales, modernización del la DIAN.
- **Formalización e inversión**: creación de Monotributo, eliminar el impuesto a la riqueza, deducción plena del IVA de bienes de capital.
- **Salud y medio ambiente**: impuesto a bebidas azucaradas, aumento del impuesto a los cigarrillos, impuesto al carbono en los combustibles.

El proyecto de reforma tributaria aumentaría el recaudo progresivamente en los próximos 5 años, pero en montos menores al ajuste requerido, además de que el grueso de la reforma depende de un aumento del IVA.

Recaudo adicional del Gobierno Nacional Central con reforma tributaria (Billones de pesos)

Concepto	2017	2018	2019	2020	2021	2022
IVA e Impuesto al Consumo	8.2	9.8	10.8	11.8	12.8	13.9
GMF (4 por mil)	0.0	0.0	2.2	4.8	7.8	11.4
Impuesto sobre la renta	-1.9	-1.2	1.7	0.3	0.4	0.4
Impuesto al Carbono (combustibles)	0.9	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8
Subtotal	7.2	9.7	15.9	18.4	22.6	27.4
Gestión DIAN	0.0	0.0	3.6	5.0	6.6	7.2
Formalización y mayor crecimiento	0.0	0.0	2.4	7.6	8.0	8.6
TOTAL	7.2	9.7	22.0	31.0	37.2	43.2

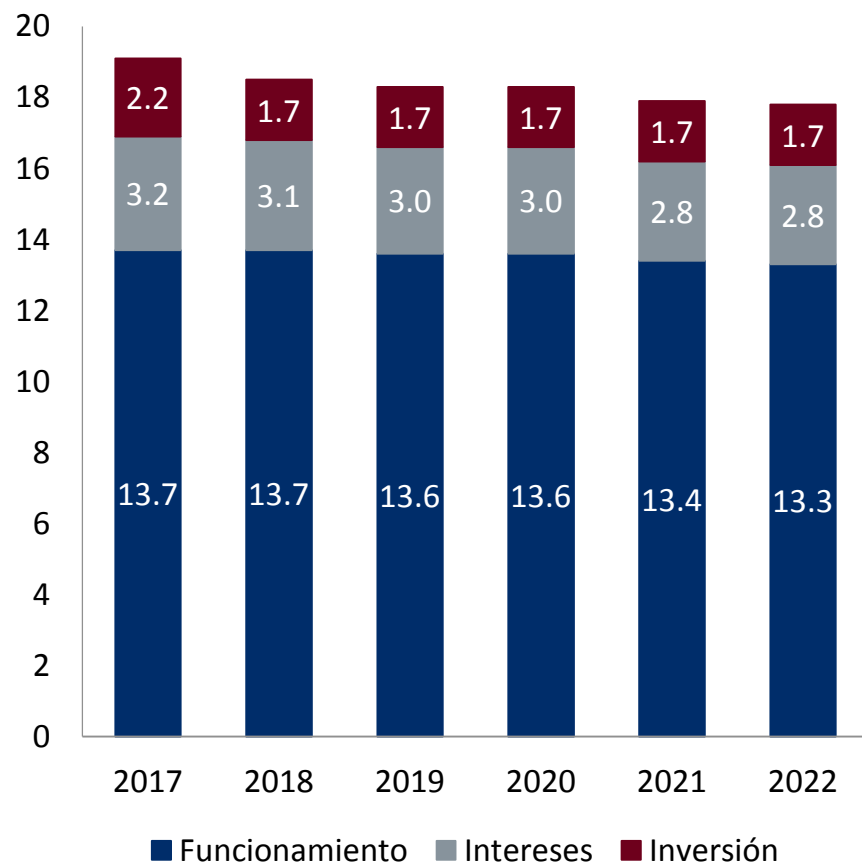
Recaudo adicional del Gobierno Nacional Central con reforma tributaria (% del PIB)

Concepto	2017	2018	2019	2020	2021	2022
IVA e Impuesto al Consumo	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
GMF (4 por mil)	0.0	0.0	0.2	0.4	0.6	0.9
Impuesto sobre la renta	-0.2	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
Impuesto al Carbono (combustibles)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Subtotal	0.8	1.0	1.5	1.6	1.9	2.1
Gestión DIAN	0.0	0.0	0.3	0.4	0.5	0.5
Formalización y mayor crecimiento	0.0	0.0	0.2	0.6	0.6	0.6
TOTAL	0.8	1.0	2.0	2.6	3.0	3.2

Fuente: MinHacienda (Exposición de motivos del proyecto de reforma tributaria)

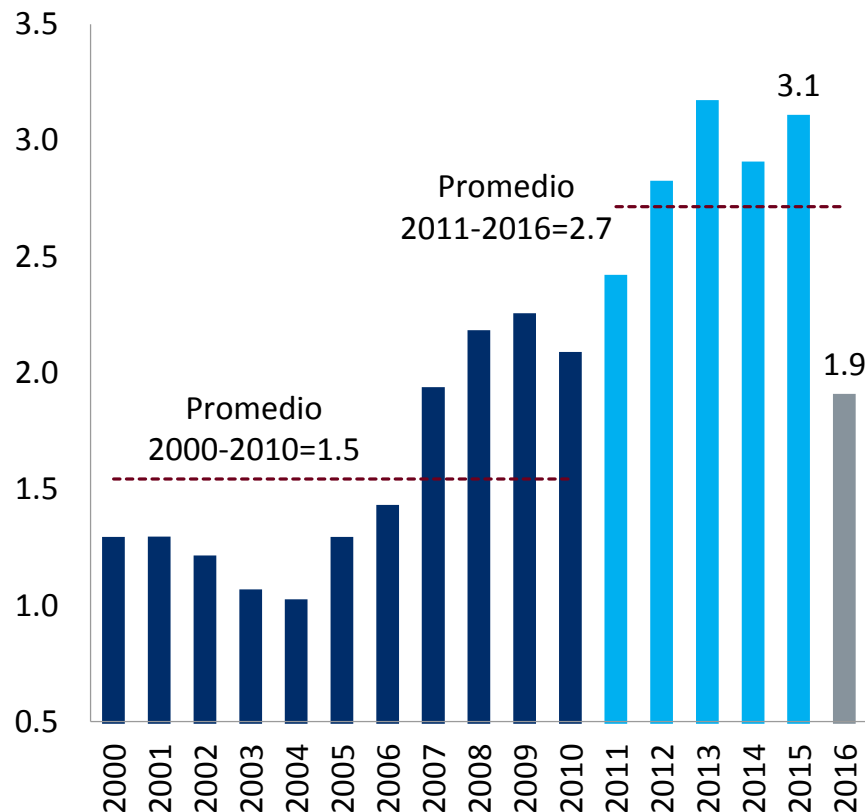
El aumento del recaudo de la reforma tributaria tiene componentes que generan gran incertidumbre, además de que se requiere mantener la inversión pública en niveles bajos. El próximo Gobierno tendría que hacer otra reforma en la primera mitad de su periodo.

Gastos del GNC con propuesta de reforma tributaria
% del PIB



Fuente: MinHacienda

Inversión del Gobierno Nacional Central (GNC)
% del PIB



Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016.

La inversión del GNC bajó fuertemente este año y en ausencia de reforma tributaria deberá bajar mucho más en 2017. Esperamos que la mayor parte del recaudo adicional se destine a ese componente el próximo año.

Balance fiscal del Gobierno Nacional Central sin reforma tributaria

	Billones de pesos			% PIB		
	2015	2016*	2017*	2015	2016*	2017*
Ingresos Totales	129.3	127.8	134.9	16.1%	15.0%	14.9%
Tributarios	116.4	120.6	127.0	14.5%	14.2%	14.0%
<i>DIAN</i>	<i>116.1</i>	<i>120.3</i>	<i>126.6</i>	<i>14.5%</i>	<i>14.1%</i>	<i>14.0%</i>
No tributarios	0.7	0.7	0.7	0.1%	0.1%	0.1%
Recursos de Capital	10.7	4.5	5.0	1.3%	0.5%	0.6%
<i>Excedentes de empresas</i>	<i>5.7</i>	<i>1.7</i>	<i>1.1</i>	<i>0.7%</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.1%</i>
Fondos especiales	1.6	1.9	2.2	0.2%	0.2%	0.2%
Gastos Totales	153.6	161.1	164.3	19.2%	19.0%	18.2%
Intereses	20.6	27.1	28.6	2.6%	3.2%	3.2%
Funcionamiento	108.5	117.5	124.2	13.5%	13.8%	13.7%
Inversión	24.5	16.5	12.5	3.1%	1.9%	1.4%
Préstamo neto	-0.0	0.0	0.0	0.0%	0.0%	0.0%
BALANCE TOTAL	-24.3	-33.3	-30.3	-3.0%	-3.9%	-3.3%
Balance cíclico	-6.3	-15.1	12.0	-0.8%	-1.5%	-1.3%
Ciclo económico	-2.3	-3.5	ND	-0.3%	-0.4%	ND
Ciclo energético	-3.9	-11.5	ND	-0.5%	-1.4%	ND
BALANCE ESTRUCTURAL	18.0	-18.2	-18.3	-2.2%	-2.1%	-2.0%

Fuente: Ministerio de Hacienda * Valores proyectados

La propuesta es mucho menos ambiciosa que la de la Comisión de Expertos, que apuntaba a un recaudo adicional del GNC de 1.5% del PIB en 2017-2018 y 2.5% en 2019. Creemos que el próximo Gobierno deberá presentar una reforma en sus 2 primeros años.

Resumen del impacto estimado de las propuestas de la Comisión Tributaria sobre el recaudo (Febrero 2016)

Concepto	% del PIB	Billones de pesos de 2016
Impuesto nacionales (1+2+3+4)		
Sin descuento IVA adquisición de bienes de capital	1.75	14.9
Con descuento IVA adquisición de bienes de capital	0.95	8.1
Con descuento IVA adquisición de bienes de capital en 3 años	1.50	12.8
1. Impuestos directos (principalmente el impuesto sobre la renta)	Neutral	Neutral
2. IVA + Impuesto al Consumo		
Sin descuento IVA adquisición de bienes de capital	1.72	14.7
Con descuento IVA adquisición de bienes de capital	0.92	7.8
3. GMF	-0.09	-0.8
4. Impuesto a la gasolina y al ACPM	0.12	1.0
Impuestos territoriales	0.39	3.3
5. Cigarrillos y tabaco	0.06	0.5
6. Cervezas y licores	0.15	1.3
7. Sobretasa a la gasolina y al ACPM	0.18	1.5

Fuente: Cálculos Fedesarrollo, con base en Fedesarrollo y DIAN

El impacto inflacionario de la propuesta de reforma tributaria es sustancialmente menor que el de la Comisión de Expertos.

Resumen del impacto inflacionario de la propuesta de reforma tributaria de la Comisión de Expertos Tributarios

Rubro de gasto básico	Ponderación en el IPC* (base 2008)	Efecto en la inflación anual (p.p.)
No gravados	40.7%	0.00
Bienes y servicios que se gravarían a la tarifa del IVA de 19%	19.3%	0.59
Bienes y servicios que se gravarían a la tarifa del IVA de 5%	12.3%	0.61
Bienes y servicios que se gravarían a la tarifa del IVA de 10%	2.4%	0.11
Bienes y servicios que se gravarían con el Impuesto al Consumo	12.8%	0.33
Combustibles (Impuesto Nacional a los Combustibles)	2.9%	0.09
Cerveza	0.4%	0.13
Cigarrillos	0.1%	0.03
Subtotal	90.8%	1.9
Bienes y servicios con incertidumbre o sobreestimación	9.2%	0.34
Total	100.0%	2.2

Fuente: DANE, Comisión de Expertos para la Equidad y la Competitividad Tributaria. Cálculos: Corficolombiana

* Índice de Precios al Consumidor

- La propuesta de reforma tributaria que presentó el Gobierno resultaría en un aumento de la carga impositiva de los hogares, incluyendo mayores tarifas que afectarían al alza los precios finales al consumidor de algunos bienes y servicios.
- Sin embargo, el impacto inflacionario sería sustancialmente menor que el de la propuesta de la Comisión de Expertos Tributarios que analizamos hace algunos meses.

El aumento de la tarifa del IVA es lo qué más aportaría a incrementar la inflación.

- **Se propone aumentar la tarifa general del IVA de 16% a 19%** y sumaría 0.54 puntos porcentuales (p.p.) a la inflación (las gaseosas y los cigarrillos también están en esta categoría, pero calculamos su impacto por separado y en conjunto con los otros impuestos específicos que se proponen para estos bienes).
- **Se propone crear un Impuesto al Consumo de bebidas azucaradas** (gaseosas, maltas y algunos jugos) de 300 pesos por litro y que su tarifa de IVA aumente de 16% a 19%. Esto implicaría un incremento de 15% en el precio de las bebidas azucaradas y sumaría 0.13 p.p. a la inflación.
- **Se propone aumentar el componente específico del Impuesto al Consumo de los cigarrillos** de 701 a 2100 pesos. Los cigarrillos se gravan con la tarifa del IVA de 16% y el Impuesto al Consumo específico representan alrededor de 23% del precio final de venta. Esto implicaría un incremento de 55% en el precio de los cigarrillos y sumaría 0.08 p.p. a la inflación.
- **Se propone crear un Impuesto al Carbono en los combustibles**, que en el caso de la gasolina sería de 135 pesos por galón. Esto implicaría un incremento de 1.8% en el precio de la gasolina, y sumaría 0.04 p.p. a la inflación.

Otras propuestas de mayores impuestos a las bebidas azucaradas, cigarrillos y combustibles también contribuirían significativamente al efecto al alza en la inflación.

- **Se propone que las loterías** (juegos de azar en el IPC) pasen de ser excluidas del IVA a pagar la tarifa general de 19%, lo cual sumaría 0.04 p.p. a la inflación.
- **Se propone aumentar el número de establecimientos obligados a cobrar el Impuesto al Consumo** de restaurantes y bares de 8% (comidas fuera del hogar en el IPC), disminuyendo el requisito de límite inferior de sus ingresos brutos totales, lo cual sumaría 0.02 p.p. a la inflación.
- **Se propone aumentar la tarifa de IVA de los diarios y publicaciones periódicas** (periódicos y revistas en el IPC) de 0% a 5%, lo cual sumaría 0.01 p.p. a la inflación.
- Algunas otras propuestas que incorporamos en nuestro cálculo, pero que no alcanzan a sumar más de 0.01 p.p. a la inflación, son la de **aumentar la tarifa del IVA para el internet fijo** en estrato 3 a 5% y en estratos 4, 5 y 6 a 19%, y la de **aplicar el Impuesto al Consumo a los servicios de internet móvil** (ambos están incluidos en “otros servicios de telefonía” en el IPC), entre otras.

La propuesta de reforma tributaria del Gobierno sumaría un máximo de 0.85 p.p. a la inflación, pero el impacto real podría ser cercano a 0.5 p.p. en 2017.

Impacto máximo de la propuesta de reforma tributaria sobre la inflación anual

Rubro de gasto básico	Ponderación en el IPC (Base 2008)	Efecto en la inflación anual (p.p.)
Bienes y servicios cuya tarifa de IVA pasaría de 16% a 19%	22.1%	0.54
Gaseosas y maltas	0.8%	0.13
<i>Tarifa de IVA de 16% a 19%</i>		0.02
<i>Impuesto al Consumo de bebidas azucaradas de 300 pesos por litro</i>		0.11
Cigarrillos	0.1%	0.08
<i>Tarifa de IVA de 16% a 19%</i>		0.00
<i>Impuesto al Consumo pasaría de 701 a 2100 pesos por cajetilla</i>		0.08
Combustibles (Impuesto al Carbono)	2.9%	0.04
Juegos de azar (lotería) (pasarían de ser excluidos de IVA a pagar tarifa de 19%)	0.3%	0.04
Comidas fuera del hogar (ampliación de base gravable del Impuesto al Consumo)	8.1%	0.02
Periódicos y revistas (tarifa de IVA de 0% a 5%)	0.1%	0.01
Otros servicios de telefonía (Impuesto al Consumo internet móvil e IVA internet fijo)	0.1%*	0.00
Total	34.5%	0.86

Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

* Otros servicios de telefonía pondera 0.6%, sin embargo en este gasto básico se encuentran: Café internet, llamadas de larga distancia desde teléfonos públicos, pago de llamadas por minuto desde celular en la calle a cualquier destino, internet móvil, internet residencial.

La propuesta de reforma tributaria aumentaría la carga impositiva de los hogares en 9 billones de pesos (1% del PIB).

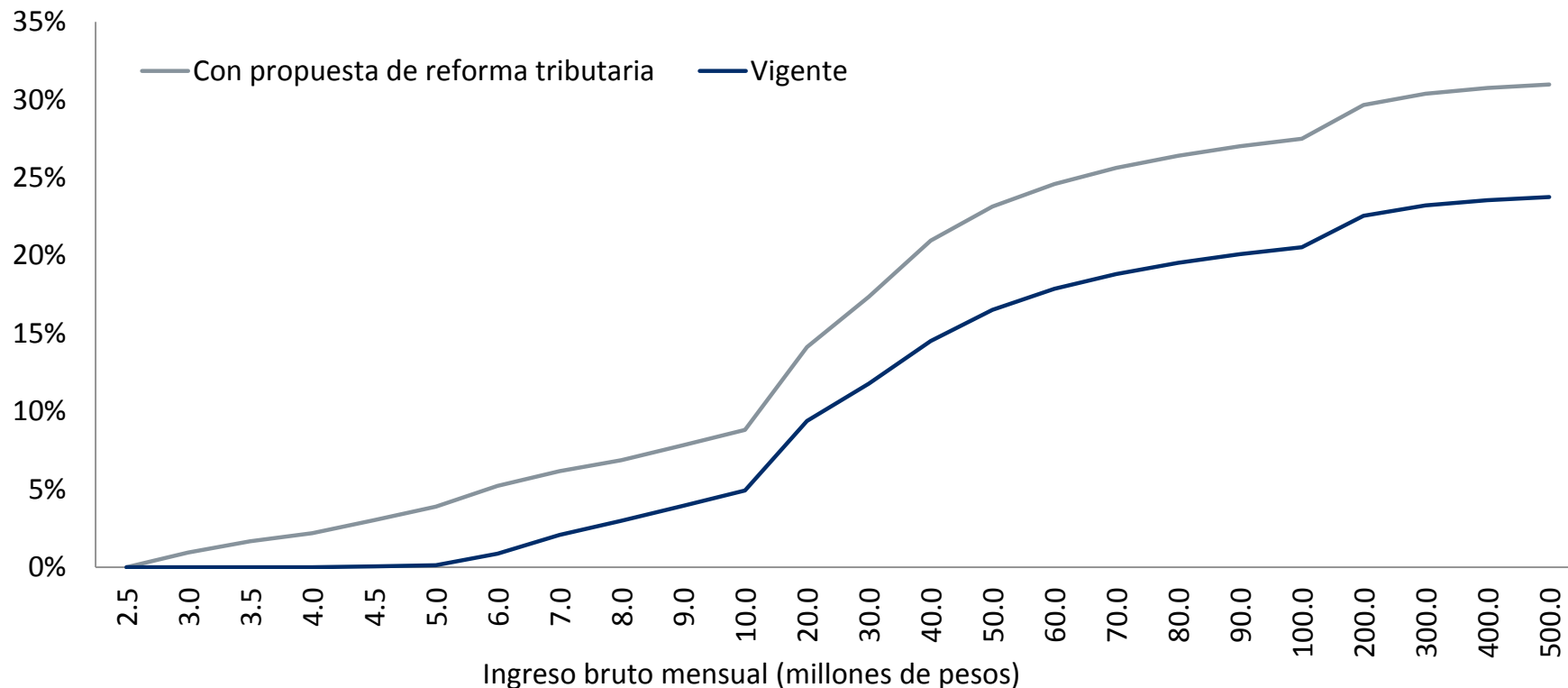
- **Un incremento de la tarifa del IVA de 16% a 19% aumentaría el recaudo en 8.5 billones de pesos anuales.** Sin embargo, el proceso de ajuste de los establecimientos comerciales a la nueva tarifa podría tardar un par de meses desde que entre en vigencia la reforma, así que el aumento efectivo del recaudo por este concepto sería de **6.8 billones de pesos en 2017.**
- El aumento de la base gravable del **Impuesto al Consumo** aumentaría el recaudo en **1.6 billones de pesos en 2017.**
- El nuevo **Impuesto al Carbono** sobre los combustibles aumentaría el recaudo en **0.9 billones de pesos en 2017** y una porción de este aumento estaría afectando a las personas naturales.
- El incremento que se propone de la base gravable y de las tarifas que aplicarían al impuesto sobre la **renta de las personas naturales** no tendría un impacto significativo en el recaudo en 2017, sino a partir de 2018 (2.4 billones de pesos). Esto se debe a que las declaraciones del impuesto sobre la renta del próximo año se liquidarán con las tarifas actuales, mientras que el aumento en el recaudo por retenciones en la fuente no sería muy significativo.

La menor inflación y un aumento en el crecimiento de los salarios reales contribuirán a compensar parte del aumento de la carga impositiva de los hogares y evitar una mayor desaceleración del consumo privado en 2017.

- La inflación anual promedio bajará de 7.6% este año a 4.3% en 2017 (5% si incluimos el impacto de la reforma), o más de 2.5 puntos. Dado que el consumo privado equivaldrá a 600 billones de pesos en 2017 (65% del PIB), los hogares experimentarán una liberación de recursos (mayor capacidad de compra) cercana a 15 billones de pesos con respecto a este año.
- Los salarios nominales aumentarán por encima de 6% el próximo año, debido a que la inflación de cierre de 2016 se ubicará en 5.9%. Este aumento será mayor que la inflación anual promedio que estimamos para 2017, lo que implica un aumento en los salarios reales y contrasta con lo ocurrido en 2016, cuando los salarios nominales aumentaron 7%, por debajo de la inflación anual promedio de 7.6%.
- Esperaríamos que el impacto del aumento de los impuestos a las personas naturales en el gasto de los hogares se sienta con mayor fuerza durante el primer semestre de 2017 y que se modere en el segundo semestre.
- El consumo privado crecería a una tasa de 2.3% el próximo año, un poco menos que el 2.6% que esperamos para todo 2016 y muy inferior al 3.1% a/a que se registró en el primer semestre de este año.

La propuesta de aumentar el impuesto sobre la renta de las personas naturales no aumentaría la carga tributaria en 2017 sino a partir de 2018, en aproximadamente 2.4 billones de pesos ese año.

Tasa efectiva de tributación de personas naturales (asalariados) con exención de pensiones voluntarias y AFCs
% del ingreso bruto mensual



Fuente: Corficolombiana

En contraste, la reforma tributaria permitirá que el gasto público crezca más en 2017 que en 2016.

Gasto público según el Presupuesto General de la Nación SIN reforma tributaria (Billones de pesos)

	2015*	2016*	2017	Variación 2015/2016	Var. real 2015/2016	Variación 2016/2017	Var. real 2016/2017
Presupuesto total de gasto	207.6	210.6	224.4	1.4%	-5.7%	6.6%	2.2%
Funcionamiento	114.5	126.7	137.2	10.6%	2.8%	8.3%	3.8%
Inversión	46.1	36.7	32.9	-20.4%	-26.0%	-10.3%	-14.0%
Servicio de deuda	47.0	47.2	54.3	0.5%	-6.6%	15.1%	10.4%
Gastos sin deuda	160.6	163.4	170.1	1.7%	-5.5%	4.1%	-0.2%

Fuente: Minhacienda. Cálculos Corficolombiana. * Corresponde a apropiaciones presupuestales (presupuesto aprobado menos recortes).

Gasto público según el Presupuesto General de la Nación CON reforma tributaria propuesta (Billones de pesos)

	2015*	2016*	2017	Variación 2015/2016	Var. real 2015/2016	Variación 2016/2017	Var. real 2016/2017
Presupuesto total de gasto	207.6	210.6	231.6	1.4%	-5.7%	10.0%	5.4%
Funcionamiento	114.5	126.7	137.2	10.6%	2.8%	8.3%	3.8%
Inversión	46.1	36.7	40.1	-20.4%	-26.0%	9.3%	4.8%
Servicio de deuda	47.0	47.2	54.3	0.5%	-6.6%	15.1%	10.4%
Gastos sin deuda	160.6	163.4	177.3	1.7%	-5.5%	8.4%	3.9%

Fuente: Minhacienda. Cálculos Corficolombiana. * Corresponde a apropiaciones presupuestales (presupuesto aprobado menos recortes).

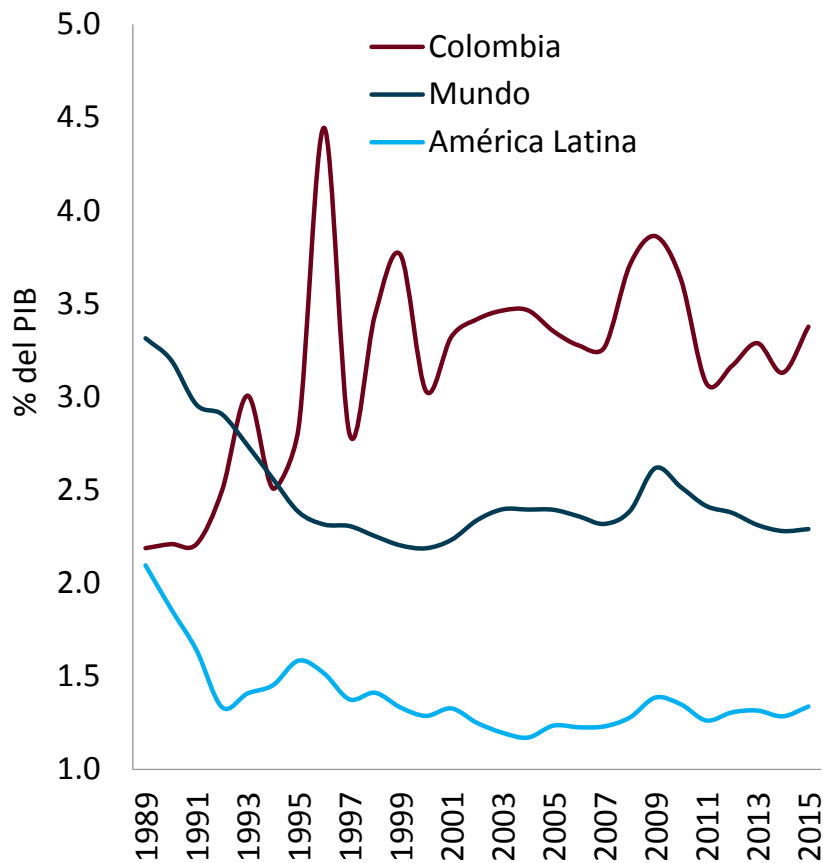
- Con el proyecto de reforma de tributaria, que aumentaría el recaudo en 7 billones de pesos, el presupuesto total de gasto aumentaría a 231.6 billones, lo que implica un crecimiento nominal de 8.4% y real de 3.9%.

Un acuerdo de paz elevaría el crecimiento del PIB en el mediano-largo plazo, pero no esperamos un impacto importante en el de corto plazo porque los costos fiscales son considerables y porque la liberación de recursos de defensa tardará varios años.

Comentarios

- Un acuerdo de paz aumentaría el crecimiento potencial del PIB en el mediano-largo plazo debido al aumento en la confianza inversionista, al menor gasto militar, a la liberación de recursos públicos para inversión social y en infraestructura, y a una mayor inversión privada (con especial énfasis en el sector agrícola).
- No obstante, dudamos que la liberación de recursos que se destinan a defensa se materialice en el corto plazo.
- El Estado tendrá que fortalecer su presencia en donde dominaba la guerrilla, y en las ciudades, para evitar brotes de violencia urbana. El gasto en defensa se deberá mantener en los primeros años posteriores a un acuerdo de paz.
- El Estado tendrá que sufragar los gastos que resulten de los compromisos incluidos en los acuerdos de paz y los de la reparación a las víctimas (estimación de estos gastos no es precisa, pero podría rondar los 80 billones de pesos en los próximos 10 años o casi 10% del PIB).
- El impacto sobre el crecimiento de corto plazo será limitado.

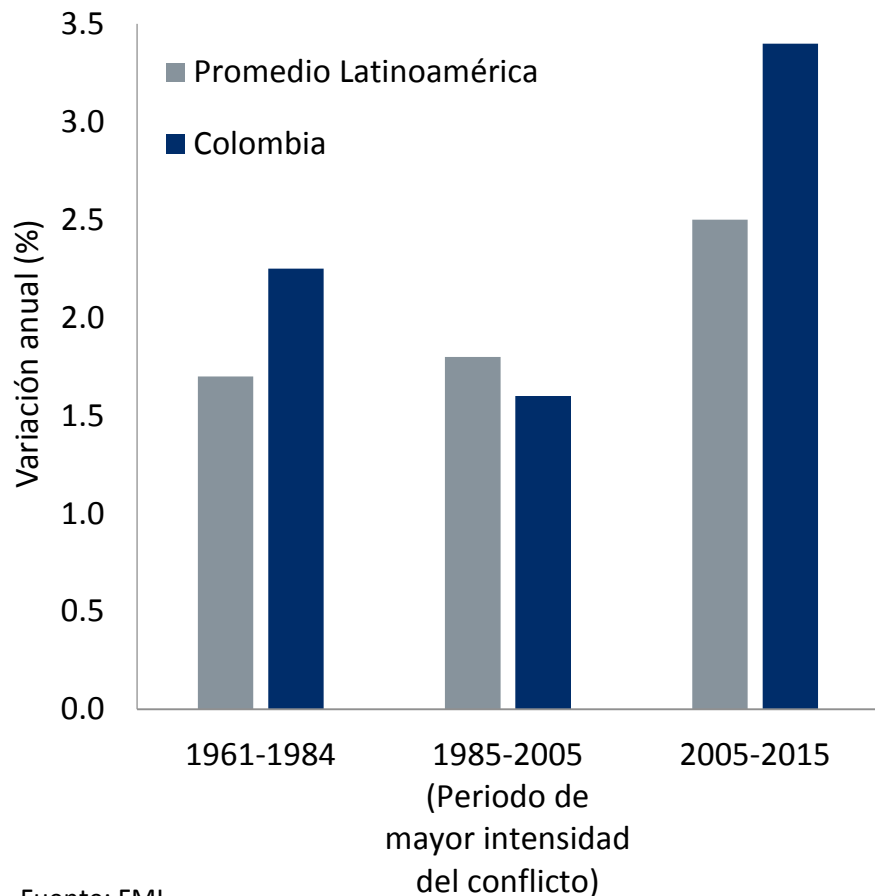
Gasto militar en Colombia y el mundo



Fuente: Banco Mundial

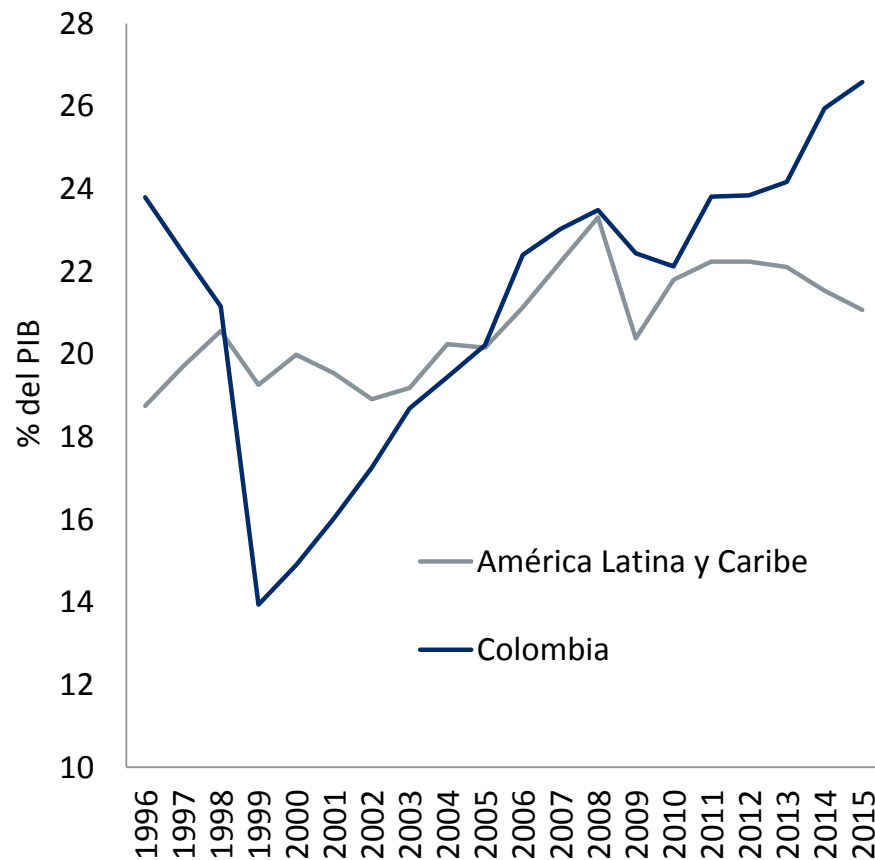
Además, creemos que una porción significativa del “dividendo de paz” ya se ha materializado en los últimos 10-15 años, así que el impacto en el crecimiento del PIB podría ser menor de lo que se ha mencionado (del orden de 0.5 puntos porcentuales).

Ingreso per cápita en Colombia y América Latina



Fuente: FMI

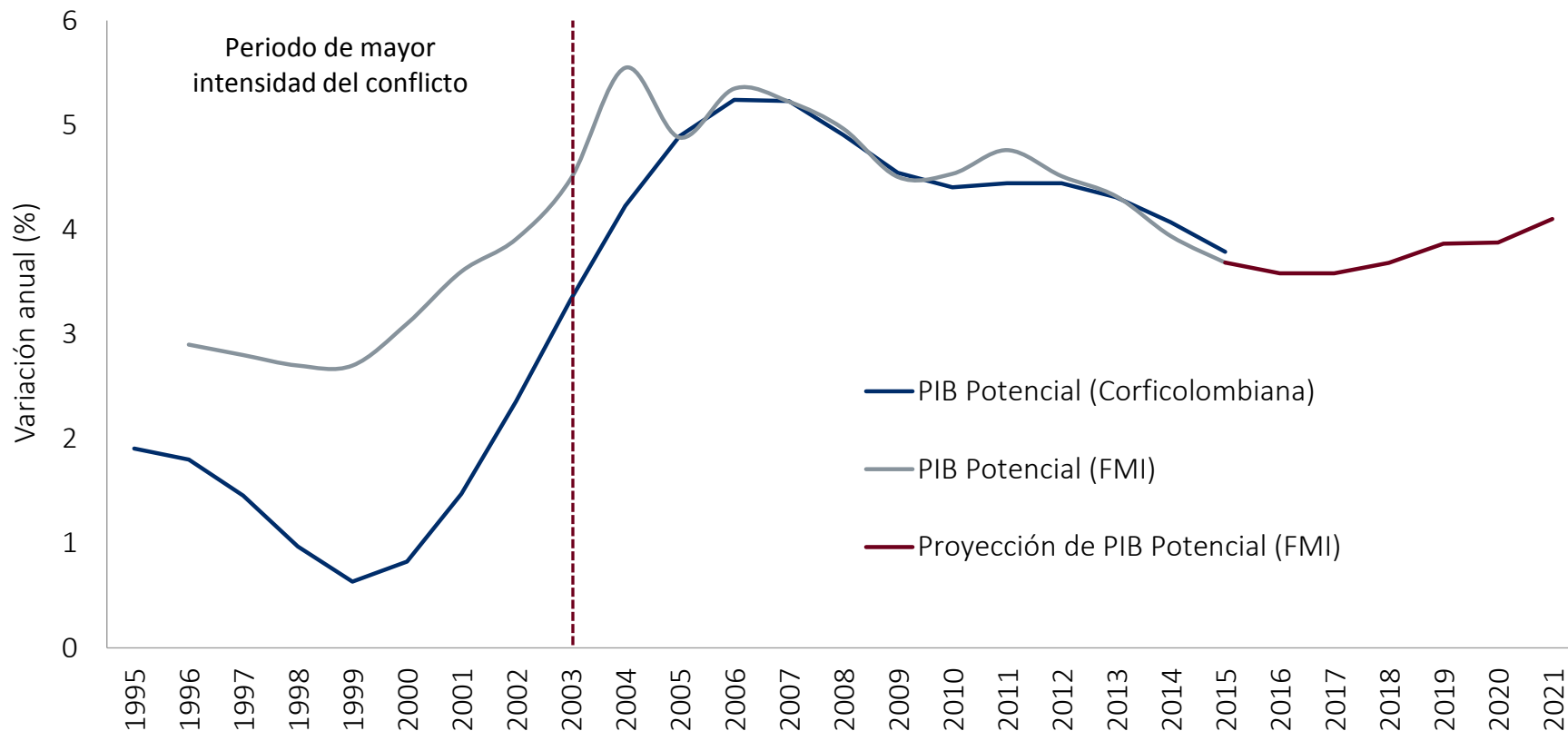
Tasa de inversión en Colombia y América Latina



Fuente: FMI

En efecto, el crecimiento potencial del PIB de Colombia aumentó en los últimos 10 años como resultado de los avances en seguridad y su impacto en la inversión. Sin embargo, el auge de los precios de las materias primas también contribuyeron a este aumento.

PIB potencial en Colombia



Fuente: DANE, Cálculos Corficolombiana

El posconflicto podría generar costos anuales adicionales de 1.1% del PIB, incluyendo los programas que se vienen implementando en los últimos años.

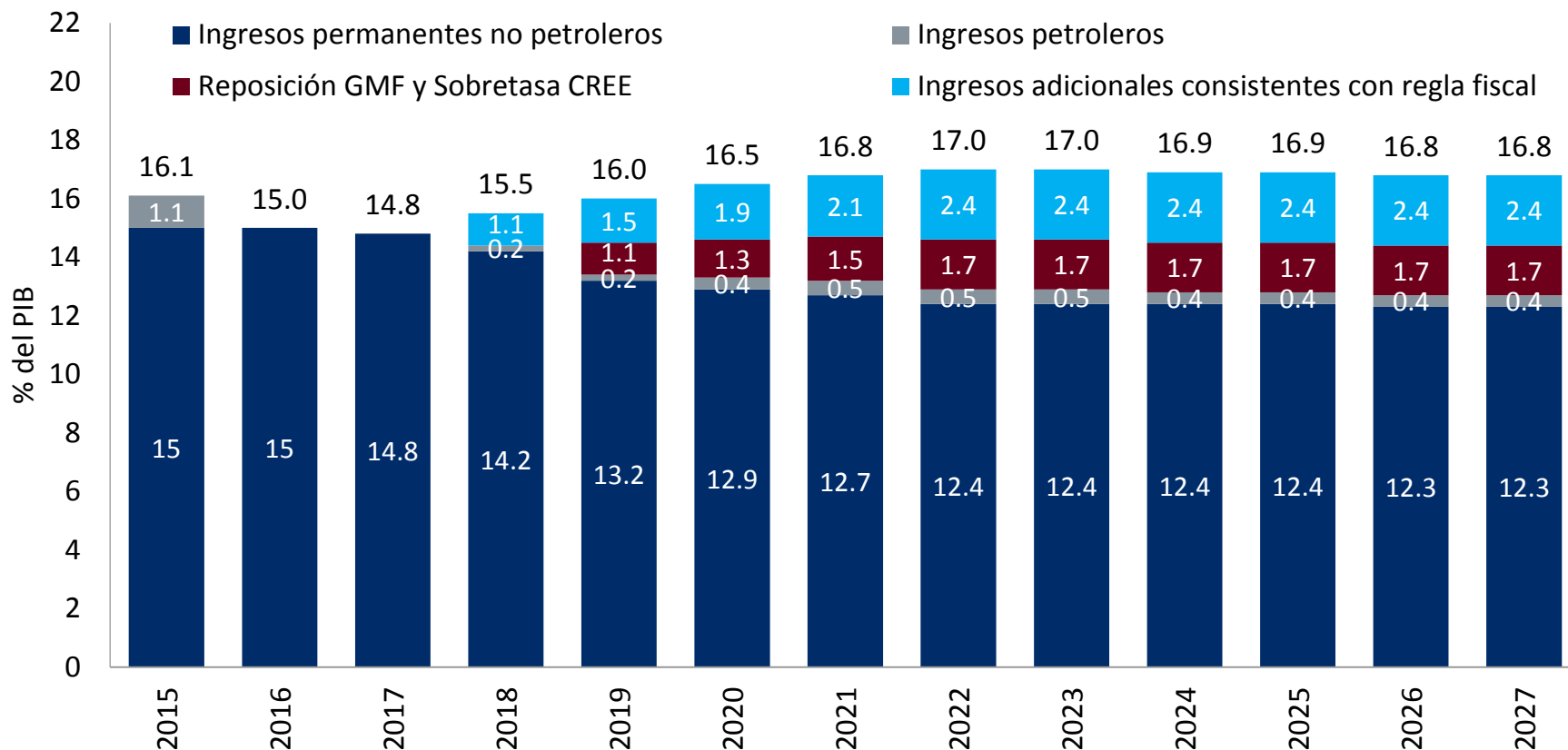
Costos anuales del posconflicto

	% del PIB
Programas	
Desmovilización, desarme y reinserción	0.1%
Reforma rural (Misión para la Transformación del Campo)	1.2%
Restitución de tierras	0.8%
Créditos al sector rural	0.1%
Inversión rural	0.1%
Seguridad social en pensiones a la población rural	0.2%
Reparación a las víctimas (Ley 1448 de 2011) (Excluye restitución de tierras)	0.9%
Jurisdicción Especial para la Paz	0.0%
Total costos brutos	2.2%
Apropiaciones presupuestales existentes	
Instituto Colombiano de Desarrollo Rural (Incoder)	}
Unidad para la Atención y Reparación Integral a las Víctimas	
Agencia Colombiana para la Reintegración	
Unidad de Restitución de Tierras	
Total costos netos	1.1%

Calculos: Corficolombiana (basado en DNP, ANIF, Bank of America)

El proyecto de reforma tributaria podría garantizar el comienzo de una senda de déficit fiscal sostenible, pero dados los ingresos que se requieren para cumplir la Regla Fiscal y los del posconflicto, se necesitarán más reformas a finales de esta década.

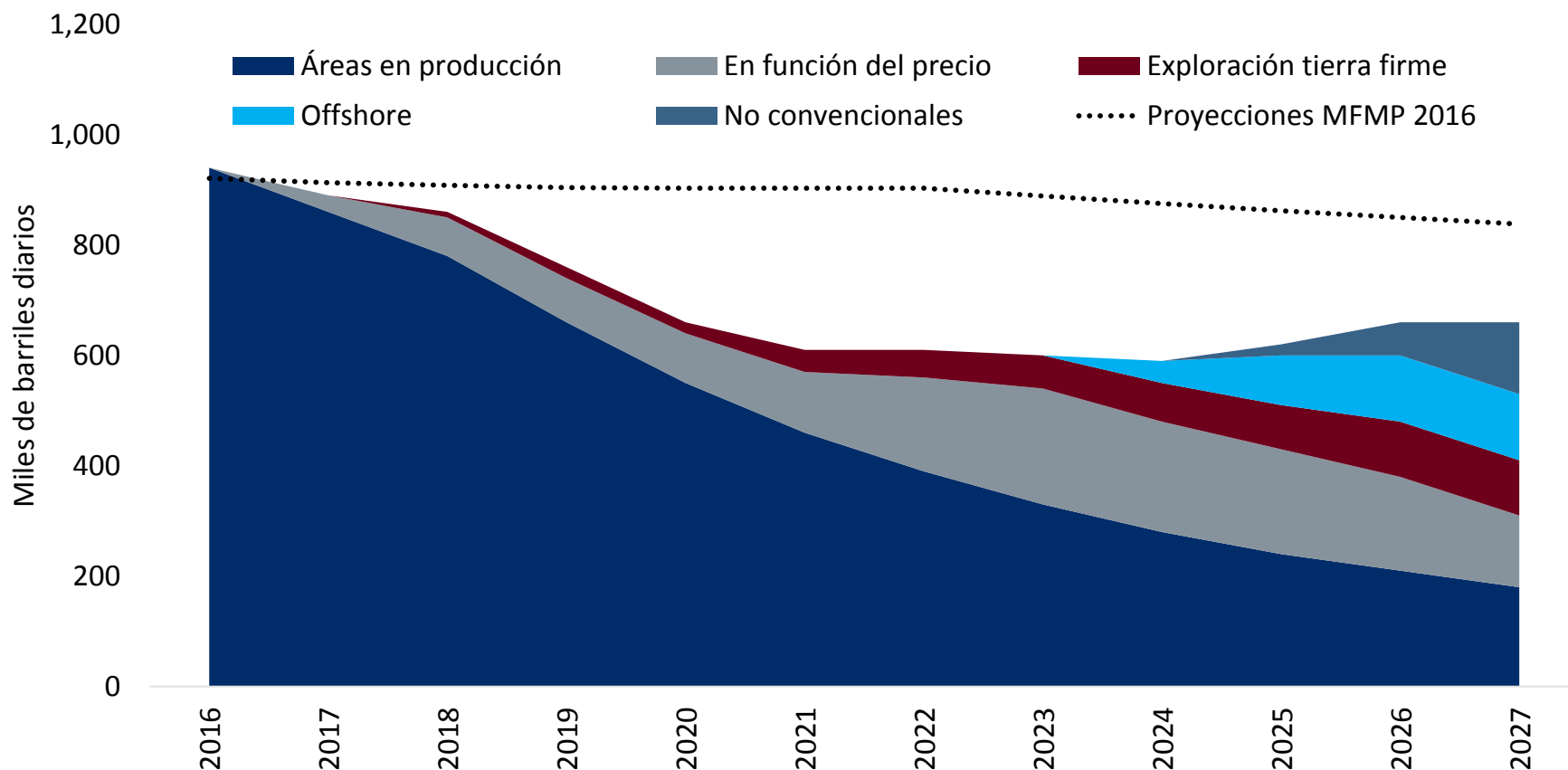
Ingresos del GNC según el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016



Fuente: MinHacienda.

Además, los ingresos petroleros que están consignados en el MFMP también parecen ser optimistas, pues las inversiones que se requerirían para que se cumpla la estimación de producción de petróleo en los próximos años son muy exigentes.

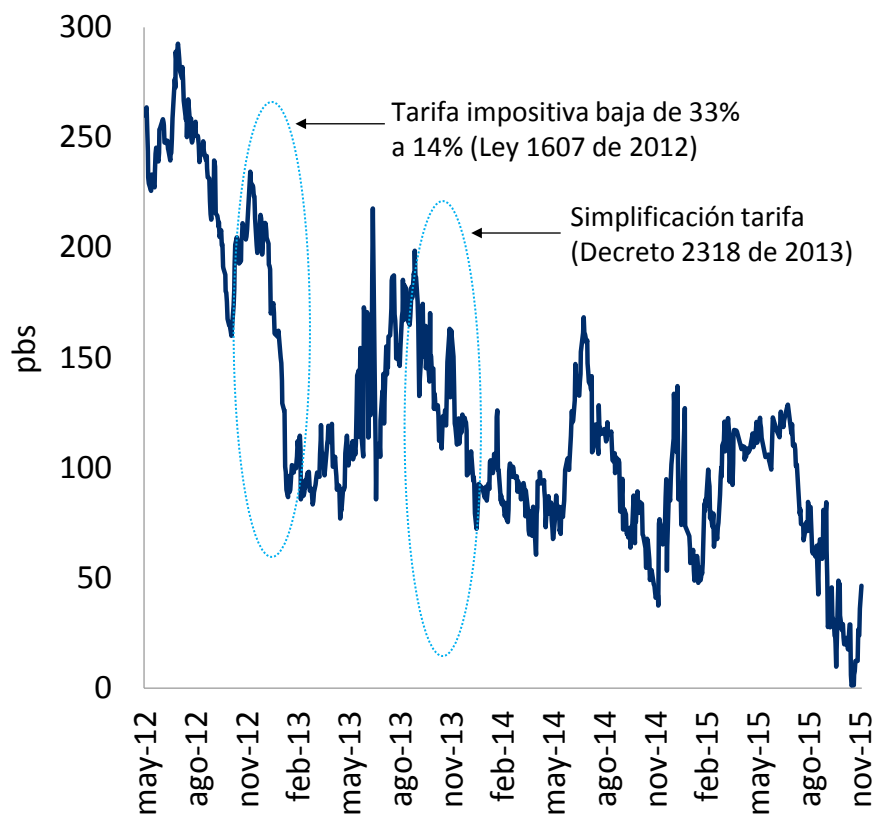
Pronóstico de producción de petróleo en Colombia (ACP)



Fuente: ACP y Minhacienda.

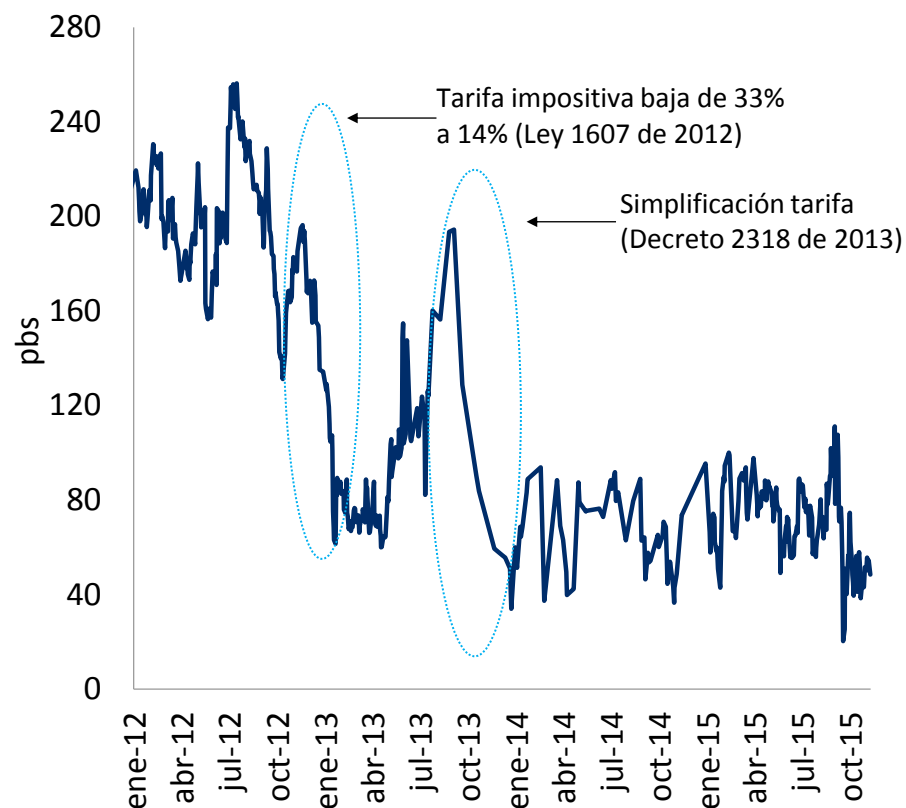
Es muy factible que la reforma tributaria incluya una reducción de la tarifa de retención en la fuente para inversionistas extranjeros en el mercado de deuda. Esto podría tener un impacto permanente a la baja en las tasas de los TES de largo plazo de 35 pbs.

Diferencial de tasas entre los TES 2022 y los TES Globales
2021



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Diferencial de tasas entre los TES 2026 y los TES Globales
2027



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

RESUMEN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS CORFICOLOMBIANA 2016-2017

	2013	2014	2015e	2016p	2017p
Actividad Económica (variación anual)					
PIB (%)	4.9	4.4	3.1	1.9	2.8
Consumo Privado (%)	3.4	4.2	3.9	2.6	2.3
Consumo Público (%)	9.2	4.7	2.8	1.1	1.8
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	6.8	9.8	2.8	-1.5	3.5
Exportaciones (%)	5.2	-1.3	-0.7	1.0	2.5
Importaciones (%)	6.0	7.8	3.9	-0.5	1.5
Precios					
Inflación, fin de año (%)	1.9	3.7	6.8	5.7	3.9
Inflación, promedio anual (%)	2.0	2.9	5.0	7.5	4.3
Tasas de Interés					
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	3.25	4.50	5.75	7.75	5.50
DTF E.A., fin de año (%)	4.07	4.34	5.22	7.25	5.50
Finanzas Públicas					
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-2.4	-2.4	-3.0	-3.9	-3.3
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	0.1	-0.1	-0.5	-0.7	-0.1
Deuda bruta GNC (% PIB)	34.2	37.5	41.1	41.2	41.6
Deuda bruta Sector Público no Financiero (SPNF) (% PIB)	40.2	43.5	47.0	47.1	47.5
Balance fiscal total Sector Público Consolidado (SPC) (% PIB)	-0.9	-1.4	-3.4	-2.3	-2.3
Sector Externo					
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	1932	2377	3175	3050	3300
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	1869	2001	2746	3050	3200
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-3.3	-5.2	-6.5	-4.8	-4.4
Inversión extranjera directa (% PIB)	4.3	4.3	4.1	4.8	3.8

Fuente: BanRep, DANE, MinHacienda. Cálculos Corficolombiana

-Advertencia-

Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente telefónicamente o a través de este medio.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana S.A. no extiende ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, confiabilidad, veracidad, integridad de la información obtenida de fuentes públicas. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

La información contenida en el presente documento fue preparada sin considerar los objetivos de los inversionistas, su situación financiera o necesidades individuales, por consiguiente, ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría, recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción.

Corficolombiana S.A. no asume responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

El analista(s) que participó (arón) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que se encuentra(n) libre de influencias externas para realizar la recomendación, y en consecuencia las mismas reflejan su opinión personal. El analista (s) también certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación u opinión específica presentada en este informe.

Información relevante

Algún o algunos miembros del equipo de Investigaciones Económicas poseen inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, en consecuencia el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

Corficolombiana S.A. o alguna de sus filiales tiene inversiones en activos emitidos por algunos de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, su matriz o sus filiales.

Las acciones de Corficolombiana S.A. se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de la Corporación.

Corficolombiana S.A. hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública.

Algunos de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, su matriz o alguna de sus filiales han sido, son o posiblemente serán clientes de Corficolombiana S.A. o alguna de sus filiales.

Algunos de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, su matriz o alguna de sus filiales han sido, son o posiblemente serán clientes de Grupo Aval o alguna de sus filiales.