

# Situación

Servicio de Estudios

Primer trimestre 2006



Actividad económica mantendrá solidez

2006 seguirá siendo un año favorable en materia inflacionaria

Fundamentales sostendrán deuda pública

Nuevo año con prolongación de entorno internacional favorable



# Indice

<b>Editorial</b>	2
<b>I. Entorno Internacional</b>	3
<b>II. Entorno Macroeconómico y Financiero</b>	7
Entorno macroeconómico 2005	7
Entorno financiero 2005	13
Entorno macroeconómico 2006	18
Entorno financiero 2006	21
<b>III. Indicadores y Proyecciones</b>	24
<b>IV. Indice de actividades</b>	26

## Han elaborado esta publicación:

Daniel Castellanos

Miguel Medellín  
Luisa Fernanda Cortés  
Juan José Montoya  
Carlos Edison Díaz  
Javier Amador  
Miguel Cardoso  
David Martínez

[daniel.castellanos@bbva.com.co](mailto:daniel.castellanos@bbva.com.co)

[miguel.medellin@bbva.com.co](mailto:miguel.medellin@bbva.com.co)  
[luisafernanda.cortes@bbva.com.co](mailto:luisafernanda.cortes@bbva.com.co)  
[juanj.montoya01@bbva.com.co](mailto:juanj.montoya01@bbva.com.co)  
[carloosedison.diaz@bbva.com.co](mailto:carloosedison.diaz@bbva.com.co)  
[j.amador@bbva.bancomer.com](mailto:j.amador@bbva.bancomer.com)  
[miguel.cardoso@grupobbva.com](mailto:miguel.cardoso@grupobbva.com)  
[d.martinez@grupobbva.com](mailto:d.martinez@grupobbva.com)

## Editorial

El 2005 fue un muy buen año en materia económica en Colombia, mucho mejor que lo esperado. Según las cifras más recientes, la economía creció 5,8% en el 3T, con lo cual el crecimiento en el año puede superar el 5%, mucho más que lo inicialmente previsto, entre 3,5 y 4%. En consecuencia, el desempleo siguió cayendo, aunque todavía se mantiene en niveles altos, ubicándose en 10,2% a nivel nacional.

El buen desempeño real estuvo acompañado de una fuerte tendencia a la apreciación de los principales activos financieros, en particular el peso, la deuda pública, tanto interna como externa, y las acciones. La apreciación del peso fue motivo de gran atención de parte de las autoridades monetarias, preocupadas por la pérdida de competitividad internacional que puede causar. En consecuencia, ellas, ante una inflación contenida, se concentraron en aliviar las fuertes presiones hacia la apreciación del peso, por medio de una intervención activa en el mercado cambiario, que contribuyó a una fuerte expansión de la liquidez en la economía, que también contribuyó al crecimiento.

Una de las características más notables es que el mayor crecimiento fue consistente, a pesar de la política monetaria expansiva, con una caída en la inflación. En efecto, la inflación debe cerrar el año ligeramente por encima de la meta puntual del Banco de la República, 5%, pero dentro del rango objetivo 4,5-5,5%.

Un mayor crecimiento y una menor inflación son consistentes con un *shock* positivo de oferta. El sector externo aportó ese *shock*. En efecto, los términos de intercambio exhibieron un incremento notable, que favoreció la balanza comercial. En volumen, las exportaciones no crecieron mucho, pero en valor sí. Eso permitió que Colombia incrementara significativamente sus importaciones sin un deterioro del sector externo. Esto contribuyó a que la inversión mantuviera un muy buen ritmo, y a mantener los precios controlados. Adicionalmente, Colombia también se siguió beneficiando de la amplia liquidez internacional. De manera notable, los capitales fluyeron a Colombia fundamentalmente en la forma de inversión directa, y no en la forma de inversión de portafolio. Esto contribuye a la solidez del sector externo. Adicionalmente, buena parte del ajuste en tasas de interés que se esperaba en EU se dio sin afectar la liquidez disponible para los países emergentes. Las tasas de interés de corto plazo en EU todavía deben aumentar otro poco, pero su efecto sobre las tasas largas debe ser mínimo, preservando la liquidez de los mercados emergentes. La abundancia de divisas mejoró las reservas internacionales del país y produjo una tendencia a la apreciación del peso, que ayudó a mantener controlada la inflación. Por lo tanto, el sector externo jugó un papel muy importante en el buen desempeño económico colombiano.

A lo anterior también contribuyeron factores internos. Si bien la situación fiscal estructural sigue siendo delicada, el mejor desempeño económico contribuyó a una mejora fiscal coyuntural notable.

De otra parte, la política de seguridad democrática de la actual administración siguió dando sus frutos. Fuera de la continuada reducción en los índices de violencia y criminalidad, el país siguió avanzando en los acuerdos de paz con los grupos armados por fuera de la ley, tanto de derecha (paramilitares) como de izquierda (guerrillas). Hubo diálogos con los paramilitares, que han resultado en la desmovilización de un número considerable de ellos. Muchos han mostrado interés en un giro hacia la participación política democrática. Adicionalmente, se iniciaron diálogos en Cuba con la segunda organización guerrillera del país, el denominado ELN.

Por último, debido a las mutuas suspicacias, hasta el momento no ha sido posible que el Gobierno inicie diálogos con el principal grupo guerrillero del país, las denominadas FARC, pero, en un inusual giro de discurso, recientemente el presidente anunció que estaría dispuesto a un despeje territorial con el fin de llegar a un acuerdo humanitario con

ese grupo que permitiera la liberación de los ciudadanos que mantiene secuestrados. A la hora de escribir estas notas, se observa un recrudecimiento de la actividad guerrillera de las FARC en contra de las Fuerzas Armadas, con dos ataques en las zonas rurales de los departamentos de Chocó y Meta, que han costado la vida a unos 36 militares. Estos ataques se pueden interpretar de dos maneras: como una respuesta negativa a la propuesta presidencial, o como un típico intento de recrudecimiento de la actividad guerrillera de cara al proceso electoral que se avecina.

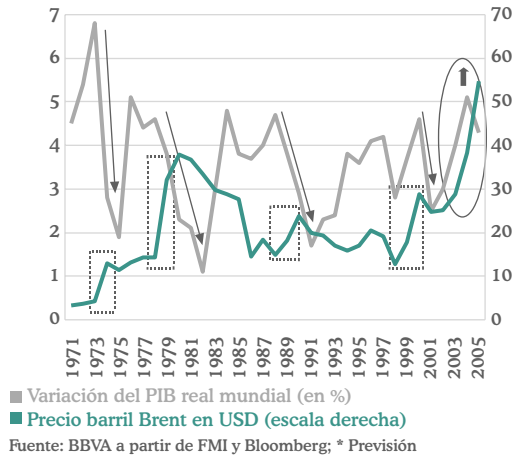
A pesar de estos hechos, debido a los avances económicos y en seguridad, no es sorprendente que se hayan satisfecho todos los requerimientos legales necesarios para modificar la Constitución y permitir que el actual presidente de la República, Álvaro Uribe, pueda volver a presentarse como candidato en las elecciones presidenciales de mayo de 2006, que elegirán el presidente colombiano para el período 2006-2010. Dado que Uribe tiene una aceptación del orden del 70%, lo cual lo convierte en uno de los presidentes más populares de América Latina, es muy probable que sea reelegido, lo cual es bien percibido por los inversionistas, tanto locales como extranjeros. En efecto, uno de los puntales del crecimiento económico en 2005 fue la inversión, que ya lleva tres años de gran dinamismo. Por último, con la paulatina caída del desempleo, el consumo ya está dando signos de repuntar, lo cual debe ayudar a mantener el crecimiento económico en 2006. No cabe duda de que, con la dirección de sus políticas internas y con su desempeño económico, Colombia empieza a diferenciarse significativamente en el contexto latinoamericano.

Existe consenso en que 2006 debe ser otro buen año para la economía, aunque quizás no tan bueno como 2005. Es difícil que se repita la valorización de los activos financieros que se observó este año, y que colocó al mercado accionario entre los más rentables del mundo. Sin embargo, el *shock* externo no debe diluirse abruptamente. Si bien debe haber un ajuste en los precios de los bienes primarios que Colombia exporta, seguirán por encima de su promedio histórico, y no hay señales de que la liquidez internacional se seque de manera traumática. Sería extraordinario que Colombia fuera capaz de mantener los ritmos de crecimiento de la inversión que exhibe ahora, pero tampoco se percibe un colapso de la misma. Por último, en la medida en que la situación económica de los hogares se normaliza, se observa un moderado, pero continuado, repunte del consumo. Por lo tanto, esperamos un crecimiento del orden del 4.4% para 2006.

En 2006 también se deben cerrar las negociaciones de Colombia con Estados Unidos, con miras a acordar un Tratado de Libre Comercio (TLC). Según el cronograma original, se esperaba que las negociaciones concluyeran en 2005, pero diferencias en las mesas de negociación agrícola y de propiedad intelectual lo impidieron. Es difícil predecir si las diferencias que existen serán capaces de evitar que la negociación alcance un final feliz. Se debe recordar que ésta se adelanta bajo el principio de que “nada está acordado si no todo está acordado”. El hecho de que Estados Unidos y Perú ya cerraron exitosamente las negociaciones añade algo de presión a Colombia. Sin embargo, somos optimistas con respecto a que la fase de negociación se cerrará exitosamente (luego vendrá la fase de aprobación en los Congresos de ambas naciones).

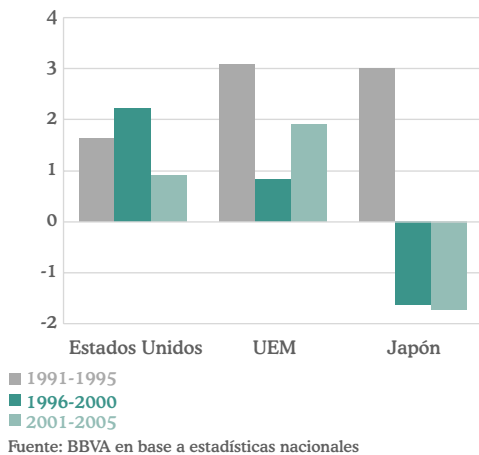
En suma, Colombia durante el 2005 consolidó su recuperación económica; mantuvo su tendencia a la diferenciación con respecto al entorno latinoamericano en materia de calidad de la estructura institucional y política; y avanzó en enfrentar el delicado problema de seguridad interna que tiene. En el 2006 Colombia estrenará un nuevo sistema de elección parlamentaria y la figura novedosa de la reelección presidencial. En materia económica, tiene el reto de mantener, con motores internos, la dinámica que el sector externo le introdujo en 2005. Hay razones para mantener un moderado optimismo.

## Crecimiento mundial y precio del petróleo



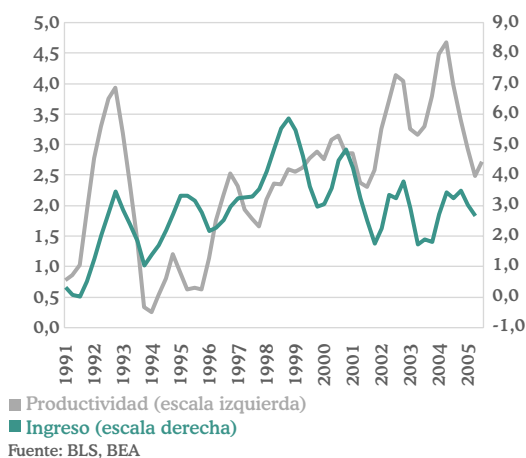
## Costes laborales unitarios

(tasa de crecimiento medio en %)



## Productividad no agrícola e ingreso real disponible en Estados Unidos

(tasa media anual en %)



# I. Entorno internacional

## Un mundo diferente

Una de las características principales de 2005 ha sido el balance positivo en crecimiento económico a pesar del aumento de los precios del petróleo. La coincidencia en el tiempo de ambos factores podría responder a un incremento de la demanda mundial, que se estaría traduciendo en un significativo dinamismo de los flujos de comercio y en un aumento de los precios de las materias primas, principalmente energéticas y metálicas. Por tanto, el choque que estaría teniendo lugar no tendría su origen en el encarecimiento del crudo, sino que estaría derivado de la creciente incorporación al comercio y a la actividad de nuevos países, que suponen casi la mitad de la población mundial (ver artículos más adelante).

En la vertiente de la oferta, el aumento relativo de la fuerza de trabajo está provocando un menor crecimiento de los salarios, que compensaría parcialmente el aumento del coste energético y que supone un factor global de contención de las presiones inflacionistas. Esto ha permitido a los bancos centrales mantener una elevada liquidez en momentos de alto crecimiento económico, sin que las perspectivas de avance de los precios en el medio plazo hayan repuntado. Sólo en países con fases cíclicas más adelantadas estas las expectativas han experimentado un repunte por el temor a la aparición de efectos de segunda ronda derivados del encarecimiento de la energía. A pesar de ello, los tipos de largo plazo se mantienen bajos, reflejo de la credibilidad anti-inflacionista de las autoridades monetarias.

## Continuidad en el crecimiento sólido

En 2006, el dinamismo económico en conjunto será similar al del año precedente, pero con una composición algo diferente. En Estados Unidos esperamos una desaceleración de su crecimiento del 3,2% al 2,8%. Detrás de esta evolución estarían principalmente dos factores. Por un lado, el comportamiento del mercado inmobiliario. Si bien algunos indicadores sugieren que la actividad en este sector permanece fuerte, otro creciente número apunta, tras las sucesivas alzas de tipos de interés, a una moderación en la demanda de vivienda y sugieren que la prevista desaceleración está cerca. Por otro lado, la moderación del dinamismo en el consumo privado. Su evolución vendría condicionada por una menor expansión del ingreso real disponible por la convergencia de la productividad con su tendencia de largo plazo (2-2,5%), una creación de empleo más moderada ante la mayor cautela de las empresas, el enfriamiento del sector inmobiliario (efecto riqueza) y una tasa de ahorro negativa. En este escenario para la demanda interna, y considerando que la inversión productiva podría no compensar la moderación en la inmobiliaria, asistiremos a una menor expansión de las importaciones de bienes, reduciéndose el déficit por cuenta corriente estadounidense en 2006 y 2007. En contraste, prevemos que el déficit fiscal aumentará el primer año por los gastos de reconstrucción de las zonas afectadas por los huracanes.

En la Unión Económica y Monetaria (UEM) las perspectivas han mejorado gracias a un contexto internacional favorable y a una divisa que ha frenado este año su apreciación con el dólar. La confianza ha comenzado a repuntar de forma significativa, especialmente en Alemania, lo que permite esperar una recuperación de la actividad hacia tasas del 2,0% en 2006, tras el avance del 1,3% el año anterior. No obstante, la incertidumbre acerca del crecimiento europeo no se ha disipado por completo.

El sudeste asiático y particularmente China, que acaba de revisar al alza el valor de su producción agregada, seguirán mostrando tasas próximas al promedio elevado de los últimos años. La cuarta economía del mundo mantendrá un dinamismo notable de la inversión, consistente con un modelo de expansión que busca el desarrollo de plataformas exportadoras, mientras que previsiblemente el gasto en consumo de las familias seguirá mostrando una pauta moderada. Por su

parte, Japón podría recoger en 2006 el impacto positivo del crecimiento en la zona, recuperando tasas de avance cercanas a su potencial.

Otras regiones seguirán beneficiándose del choque en términos de intercambio que ha supuesto el encarecimiento de las materias primas que exportan, ya que los precios de estos productos, aunque se moderarán respecto a 2005, seguirán siendo elevados. Es el caso de Oriente Medio, que podrá mantener tasas de crecimiento en el entorno del 5% y que, dado el moderado crecimiento de la inversión en capital físico, podrían registrar el mayor superávit por cuenta corriente entre los países emergentes.

### Ajuste paulatino de las políticas monetarias

En el contexto anterior, en el que el ritmo de crecimiento mundial en 2006 se mantendrá elevado, es previsible que los bancos centrales adopten una política menos expansiva. Sin embargo, dado que la prioridad de las autoridades monetarias es el control de las expectativas sobre los precios, y éstas en términos generales se mantienen moderadas, anticipa que el ajuste de tipos de interés será paulatino, descartando un escenario de fuerte ajuste en las economías.

En Estados Unidos, nuestros modelos indican que la inflación subyacente mantendrá una tendencia moderada al alza durante 2006 (2,5%), derivada de la transmisión retardada de los mayores costes de producción a precios finales. La posición de la economía en el actual ciclo de expansión, con el mercado laboral fortaleciéndose, el notable crecimiento de la productividad y la baja capacidad ociosa imponen riesgos al alza, pero la flexibilidad de los mercados, la elevada competencia, los bajos precios externos, la absorción de mayores costes ante los elevados márgenes y, principalmente, las expectativas de inflación ancladas, acotarán estos aumentos. Bajo estos parámetros, y con una inflación general esperada del 2,8% para 2006, prevemos que la Reserva Federal situará los tipos de interés oficiales en niveles del 4,75% en el primer trimestre de 2006, niveles de mayor neutralidad monetaria en los que podría detener el proceso de subidas iniciado en junio de 2004.

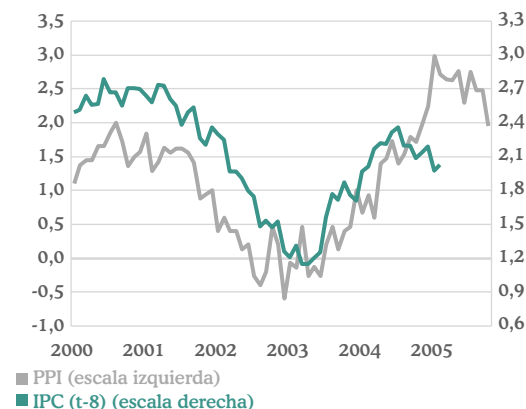
En la UEM, aunque el Banco Central Europeo inició el ciclo alcista de tipos en diciembre de 2005, justificado en el crecimiento monetario y el temor a un deterioro de las expectativas de inflación, no parece probable que se produzcan subidas significativas. Ante las dudas y la incertidumbre acerca del crecimiento futuro de la zona, esperamos que los tipos oficiales se sitúen en el 2,75% al finalizar el año 2006. En Japón, las previsiones no son más agresivas, e incluso la primera subida de tipos podría retrasarse más de lo que descuenta el mercado, que la sitúa a mediados de 2006. El recorrido es limitado, ya que una subida prematura de las tasas de interés podría tener un impacto negativo sobre la salida del proceso deflacionista.

### La globalización y la diversificación financiera apoyan el anclaje de los tipos largos

El aplanamiento que se observa en las curvas de tipos de interés en un contexto generalizado de políticas monetarias menos expansivas, respondería a la confluencia de dos factores. El primero sería la profundización de los flujos de capital, en cuya expansión de los últimos años destaca el incremento en la operativa en bonos. Detrás de esta evolución estarían la incertidumbre en la economía mundial, el ahorro elevado en Europa y Japón por el ciclo de vida, cuestiones regulatorias que afectan principalmente a la operativa de las compañías de seguros o fondos de pensiones, y el desarrollo del mercado corporativo europeo o el mercados de bonos emergentes en moneda local. El segundo factor sería la diversificación en los flujos de capital, ya que un mayor número de agentes y de países participan activamente en el mercado financiero. Así, la dispersión de los saldos de balanza corriente no sólo no ha disminuido, sino que ha aumentado en los últimos años. El déficit corriente de Estados Unidos está aumentando y entre las economías superavitarias no sólo destacan las del sudeste asiático o Japón, sino también los países exportadores de petróleo.

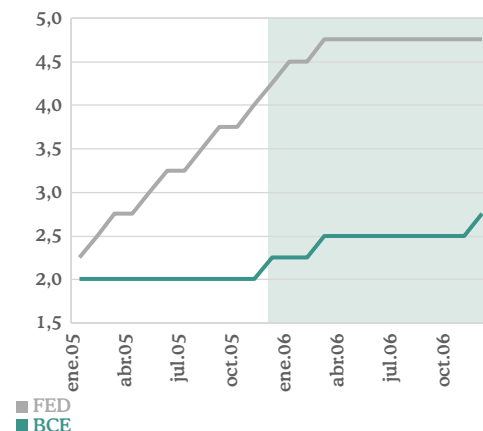
### Precios de producción y de consumo

(subyacente; tasa de variación anual en %)



Fuente: BLS

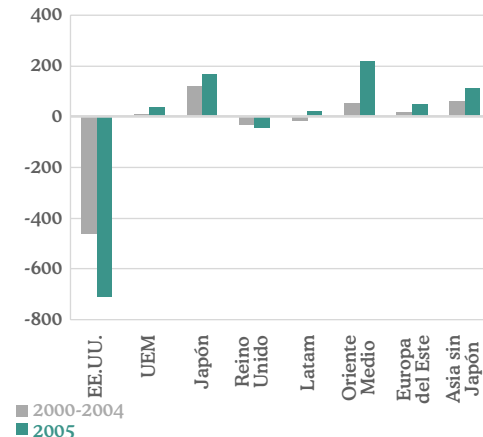
### Estados Unidos y UEM: tipos oficiales y previsiones (en %)



Fuente: BBVA

### Balanza por cuenta corriente por regiones

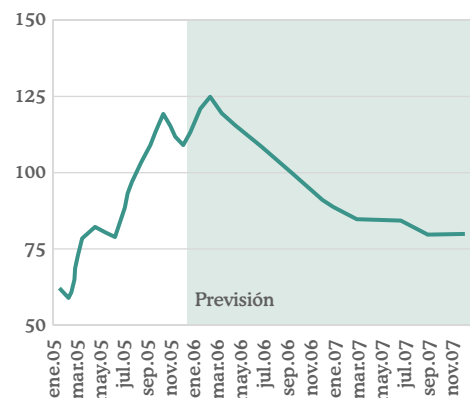
(miles de millones de USD)



Fuente: FMI

## Diferencial del tipo a 10 años Estados Unidos-UEM

(en puntos básicos)



Fuente: BBVA

Esta profundización y diversificación de los flujos de capital podría estar suponiendo, según algunas estimaciones, casi un punto porcentual menos de rentabilidad en el tramo del 10 años. Dado que no se anticipa una inflexión en ambas tendencias y que tampoco existen elementos para pensar en un aumento de la volatilidad nominal y real de las economías, cabe esperar que las rentabilidades de largo plazo se mantengan en niveles bajos. En particular, la curva de deuda en Estados Unidos podría mantenerse prácticamente plana, con tipos a 10 años que terminarían el año 2006 en niveles del 4,9%, y podrían avanzar hacia el 5,1% en 2007, menos de un punto porcentual por encima de su nivel de diciembre de 2005. En la UEM, la rentabilidad del 10 años podría situarse en el 4,0% y en el 4,3% al finalizar 2006 y 2007, respectivamente. Esto implica que va a seguir habiendo un diferencial positivo entre Estados Unidos y la UEM, aunque algo menor que el actual.

### Escasos desalineamientos y diferenciales de tasas, factores claves en divisas

Aunque en menor medida que en 2005, el diferencial de tipos de interés seguirá siendo un factor de soporte para el dólar, a pesar del elevado déficit por cuenta corriente de la economía estadounidense. Sin embargo, es menos probable que esta divisa encuentre factores adicionales de impulso. En este sentido, cabe destacar que los niveles máximos del dólar vistos a finales de los noventa, estuvieron acompañados, desde el punto de vista de los flujos de capital, de un notable dinamismo de la inversión extranjera directa hacia Estados Unidos, que ahora no se está observando. A pesar de que esta economía mantiene diferenciales positivos de productividad con otras áreas, no se percibe en estos momentos que haya un sector que pueda liderar un proceso de inversión similar al que tuvo lugar a finales de los años noventa, vinculado al comportamiento de la tecnología.

En consecuencia, sin grandes impulsos para los próximos dos años, con un soporte en los diferenciales de tipos, y con riesgos de que vuelva a ponderar el déficit corriente en la cotización de la divisa, el dólar se moverá en un rango con el euro que podría situarse en 1,20-1,25 en 2006 y desviarse un 2-3% al alza en 2007. La evolución del resto de divisas estará vinculada a dos factores. El primero de ellos es el hecho de que no se observan grandes desalineamientos entre las actuales cotizaciones cambiarias y la estimación de los niveles de equilibrio de las divisas. El segundo factor son los diferenciales de rentabilidad. Países con altos niveles de tasas de interés seguirán siendo destinos atractivos para los inversores, frente a aquellos con tasas de interés bajas, provocando presiones apreciadoras sobre las divisas de los primeros. Todo ello en ausencia de elementos que provoquen un aumento de la aversión al riesgo, como pudiera ser un episodio de inestabilidad política en alguna economía emergente, un deterioro de sus perspectivas macroeconómicas o un punto de inflexión en las condiciones de liquidez de los mercados financieros internacionales.

### Riesgos sobre el escenario central

Entre los factores de riesgo globales para 2006 cabe mencionar la desaceleración de alguna de las economías más dinámicas del mundo, especialmente China y Estados Unidos. En el primer caso, su dinamismo actual y la ausencia de señales de claro recalentamiento llevan a asignar una baja probabilidad a un escenario de brusca desaceleración. En el caso estadounidense, los signos de moderación en el sector inmobiliario alertan sobre los riesgos que derivan de un ajuste del precio de los activos, que en caso de producirse podría llevar a una reducción de los tipos de interés en todos los plazos de la curva. Ahora bien, la probabilidad de que se produzca dicho ajuste es limitado, ya que hay factores que podrían compensar el efecto negativo sobre la riqueza de las familias: las condiciones financieras, los niveles de productividad y el comportamiento del mercado laboral.



## II. Entorno Macroeconómico y Financiero

### Entorno Macroeconómico 2005

#### En 2005 prevaleció un ambiente internacional favorable

En 2005, por tercer año consecutivo, prevaleció un ambiente internacional favorable. Con una ligera desaceleración, la economía mundial, liderada por China y Estados Unidos, continuó creciendo dinámicamente, estimulando la expansión del intercambio de bienes y servicios, cuyo volumen se incrementó menos vertiginosamente que el año anterior, pero a un ritmo excelente<sup>1</sup>. Como consecuencia de la mayor demanda de estas economías, de rigideces en la oferta y de canalización de excesos de liquidez hacia los mercados de productos básicos, sus precios alcanzaron máximos históricos, prolongando una pronunciada mejora en los términos de intercambio de América Latina, que fortaleció las balanzas comerciales de sus economías. El creciente flujo de remesas de los trabajadores en el extranjero y el fortalecimiento de las balanzas comerciales mejoraron las cuentas corrientes de las economías de la región. Sin sorpresas en la política monetaria de los países industrializados, con los tipos de interés de corto plazo incrementándose a paso moderado en Estados Unidos y permaneciendo constantes la mayor parte del año en la Zona Euro, gracias a las transferencias de los excesos de ahorro de los países emergentes a los industrializados, los tipos de largo plazo en estas economías subieron más lentamente que los de corto, preservando los excesos de liquidez, la tolerancia al riesgo y el apetito por rentabilidad en los mercados internacionales de capital. A pesar de la magnitud creciente de los desbalances macroeconómicos de los Estados Unidos, el USD se apreció respecto las monedas fuertes por el creciente diferencial de tipos de interés a favor de la economía americana, que permitió una holgada financiación del déficit en cuenta corriente. Estas condiciones financieras favorecieron la continuidad de los flujos de portafolio hacia las economías emergentes, incluida la región latinoamericana, donde prevalecieron mayores tipos de interés. Los fundamentales fiscales y externos más sólidos de las economías de la región y sus excelentes perspectivas de crecimiento estimularon la inversión extranjera. La abundancia de flujos externos generó una cuantiosa acumulación de reservas internacionales, que fortaleció las monedas de la región.

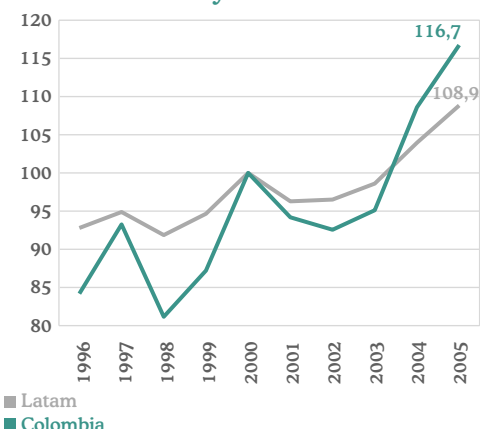
Favorecido por los altos precios de los productos básicos y los flujos de capital, el crecimiento regional fue estimulado por las exportaciones y la inversión. La mayor actividad económica dinamizó la generación de empleo y redujo el desempleo, lo cual favoreció un incremento en el consumo de los hogares. Las posiciones fiscales se fortalecieron con base en la mayor actividad y el auge en los precios de los productos básicos exportados, que incrementaron los ingresos públicos. En términos relativos, gracias a la excelente coyuntura y la disciplina fiscal, la deuda pública disminuyó y se hizo más sostenible.

#### Actividad económica en 2005 mejor que lo previsto

A principios de 2005, los analistas del sector financiero proyectaron, en promedio, un crecimiento económico de 3,6% real anual (el BBVA proyectó un crecimiento ligeramente mayor). Esta proyección resultó bastante baja si se compara con el incremento del producto en los tres primeros trimestres del año, 5,1% interanual. Es evidente que las proyecciones subestimaron el crecimiento del producto durante 2005. En principio, se esperaba que el ciclo de incrementos en los tipos oficiales en EU repercutiera, en alguna medida, en el comportamiento de los flujos de capitales internacionales. Esto obligaría a las

<sup>1</sup> De acuerdo con el FMI (WEO, September 2005), el PIB mundial crecerá 4,3% en 2005 después de hacerlo 5,1% en 2004, mientras que el volumen del comercio mundial de bienes y servicios se incrementará 7% luego de hacerlo 10,3% en las mismas fechas.

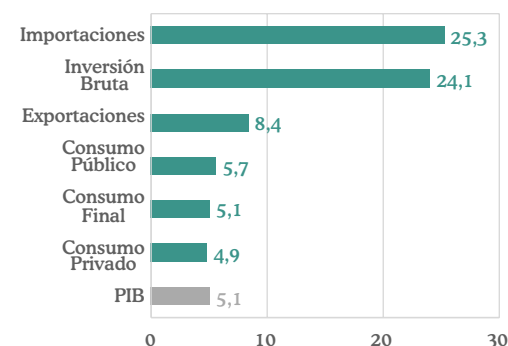
#### Índice de términos de intercambio de América Latina y Colombia



Fuente: CEPAL - Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2005

#### PIB por componentes de la demanda a 3T/05

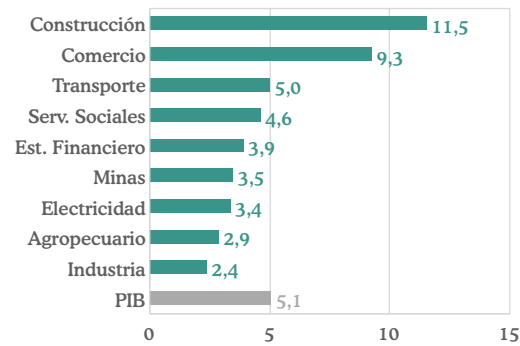
% variación interanual



Fuente: DANE - Cuentas Nacionales

### PIB por ramas de actividad a 3T/05

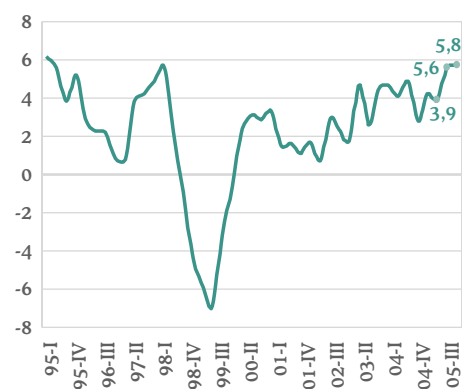
% variación interanual año corrido



Fuente: DANE - Cuentas Nacionales

### Producto Interno Bruto a 3T/05

% variación interanual



Fuente: DANE - Cuentas Nacionales

economías emergentes a tomar decisiones sobre aumentos en los tipos locales, desestimulando, a su vez, la demanda interna. Si bien lo primero sucedió, en Colombia los tipos de interés tomaron un rumbo opuesto, muy de la mano de la política implícita de sustentación cambiaria del BR, que buscó impedir una apreciación exagerada del COP. La liquidez interna, en vez de estrecharse, aumentó, y dio combustible suficiente para que la demanda interna, tanto el consumo, con un crecimiento interanual de 5,1% en los tres primeros trimestres del año, como la inversión, con un crecimiento del 24,1% en el mismo período, impulsaran la economía. Este proceso se reforzó con el buen desempeño de las exportaciones, que crecieron 8,4% interanual en el período ene-sep/05, en concordancia con el buen desempeño de nuestros socios comerciales y con la mejora en los términos de intercambio. Junto con el proceso apreciatorio de la moneda local, la mayor demanda incentivó el ritmo de crecimiento de las importaciones, que fue de 25,3% interanual en el período ene-sep/05. También se vivió una mayor entrada de capitales en forma de IED, la cual no estaba totalmente prevista a comienzos de año. Los altos precios del petróleo incentivaron los flujos de capitales para la exploración petrolera. Adicionalmente, durante 2005 se concretó la venta de importantes empresas colombianas (Bavaria, Coltabaco, Granahorrar) a inversionistas extranjeros. De otra parte, los egresos por inversión de portafolio se detuvieron. Así, la combinación entre mayor confianza de los agentes, abundante liquidez y buen desempeño del sector externo permitió un desempeño económico mucho mejor que el inicialmente pronosticado.

En los tres primeros trimestres, los sectores con crecimiento líder han sido la construcción (impulsada por las obras civiles ya que las edificaciones han perdido dinámica) y el comercio (ver gráfico), que han tenido unos crecimientos muy superiores a los del conjunto de la economía. El transporte, estimulado por el incremento en el consumo privado y el mayor comercio internacional, y el sector de servicios sociales, impulsado por el consumo público, también mostraron crecimientos satisfactorios. Los demás sectores de la economía crecen, entre enero y septiembre, a tasas inferiores al 4% interanual, lo que deja entrever que no hay mucha diversificación de fuentes de crecimiento desde el punto de vista de la oferta.

### Segundo trimestre consecutivo con crecimiento del PIB superior al 5% interanual

En el 3T05 el PIB aumentó, con respecto a igual período del año anterior, un 5,8%, lo que ayuda a consolidar una senda de crecimiento alrededor del 5% para 2005. Lo sucedido en el trimestre no difiere mucho de los datos acumulados, salvo las siguientes anotaciones que es importante resaltar: i) el crecimiento de la inversión fija (23,2% interanual) se sostiene por encima del 20% interanual por segundo período consecutivo, explicado por la inversión en obras civiles (37,9% interanual), equipo de transporte (37,3% interanual) y maquinaria y equipo (36,5% interanual). ii) El consumo de los hogares presentó por segundo trimestre sucesivo un crecimiento sostenido superior al 5%, impulsado por bienes durables (18% interanual) y en menor medida por los no durables (4,9% interanual), que están empezando a mostrar mayor dinamismo. iii) El leve crecimiento de las exportaciones (2,3% interanual) deja notar el contraste entre el comportamiento nominal y el real, resaltando la magnitud del efecto precio, gracias a los excelentes precios de los productos básicos, lo cuales han permitido el auge exportador del último año. Y iv) desde el punto de vista de la oferta, 6 de 9 ramas de actividad crecen a tasas superiores al 4%, mostrando una mayor diversificación de fuentes de crecimiento y matizando los resultados mostrados en lo corrido del año.

Con el positivo resultado de crecimiento para el 3T05, y manteniendo nuestra previsión inicial para 4T05 de 4,4% interanual, la cual luce

bastante conservadora, el 2005 cerrará con un incremento del producto de 4,9% anual, tasa que podría resultar inclusive mayor, dependiendo de las decisiones que se tomen respecto a la metodología de cálculo del PIB industrial, que actualmente está en proceso de revisión. No sería de sorprender, pues, que el PIB en 2005 terminara creciendo por encima de 5%.

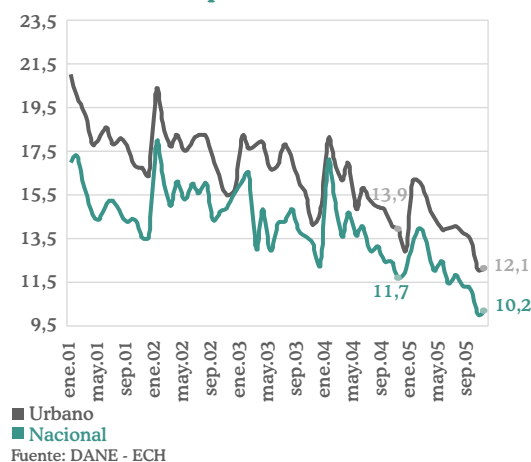
### Mercado laboral comienza a recoger frutos del mayor crecimiento

Con su rezago acostumbrado, la tasa de desempleo, que era uno de los indicadores que no terminaba de recoger la buena dinámica del crecimiento de los últimos dos años y medio, comenzó a mejorar a un ritmo mucho mayor. Al cierre de noviembre, la desocupación nacional fue 150 pb menor que la de igual mes de 2004, situándose en 10,2%, mientras que la desocupación urbana fue menor en 180 pb, cerrando en 12,1%, levemente encima de nuestra previsión de cierre de año de 12%. Esta disminución se explica por una mayor generación de empleo nacional de 3,1% interanual en noviembre, mientras que en las ciudades ascendió a 4,4% interanual. Lo anterior significó un aumento de 562.000 plazas laborales en el nivel nacional y de 359.000 en el nivel urbano, frente a igual mes de 2004. En lo corrido del año a noviembre, las ramas de actividad económica más dinámicas en la generación de empleo fueron: agrícola (183 mil), construcción (73 mil) y actividades inmobiliarias (66 mil). Otro indicador de mejora del mercado laboral ha sido el menor promedio de semanas de búsqueda de trabajo de la población desocupada cesante a nivel nacional. Mientras que en el 3T04 el promedio de semanas de búsqueda ascendía a 41,1, para el 3T05 este indicador cayó a 39,3 semanas. A pesar de la mejor accesibilidad laboral, las condiciones actuales distan de ser óptimas desde el punto de vista social. La tasa de desempleo más la de subempleo ascendió a 41,3% en el undécimo mes del año, lo que equivale a 8,6 millones de personas sin trabajo o con condiciones de ocupación no satisfactoria. Si nos remitimos a la información disponible sobre número de afiliados al sistema de pensiones obligatoria (público más privado), al cierre de noviembre se estimó que el número de trabajadores en el sistema ascendió a 11,9 millones, lo cual permite concluir que más de 7 millones de trabajadores colombianos no aportan para su pensión, dando una de tantas dimensiones de la informalidad laboral. Así las cosas, a pesar de la sustancial mejoría, aún falta mucho camino por recorrer en materia de cantidad y calidad de trabajo, para lo cual lo más importante es que la economía continúe por la senda actual.

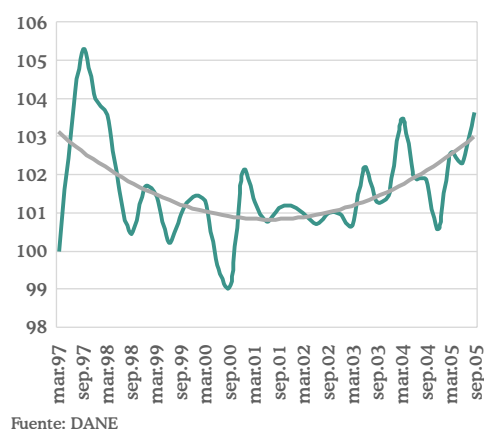
### ¿Boom en precios de la vivienda?

En 2005, el buen desempeño económico, junto con la laxitud monetaria y la apreciación del peso, conllevó a un efecto riqueza sobre los activos nacionales. Es así como los precios de las acciones y la deuda pública interna y externa mostraron una valorización importante. Para la finca raíz este proceso de fuerte recuperación de su valor no fue tan evidente. Según el DANE, los precios de la vivienda nueva, si bien mostraron una tendencia al alza, no lo hicieron en una magnitud comparable con la de los precios de los activos financieros. Para el 3T05, la variación interanual de los precios llegó a 1,7% a nivel nacional, 2,5% en Bogotá, 2,3% en Medellín y -2,9% en Cali, hecho que reflejó el poco ascenso de los precios y la heterogeneidad entre ciudades. Una proxy de la variación de los precios de la vivienda, tanto nueva como usada, es la evolución del valor promedio de la transacción inmobiliaria. A nivel nacional, la transacción inmobiliaria promedio pasó de COP 62,6 millones en oct04 a COP 68,4 millones en oct05, lo que significó una variación de 9,2% interanual, dato mayor que la variación del indicador de vivienda nueva, pero aún muy por debajo de la valorización de otros activos. En igual sentido, indicadores líderes del desempeño de la actividad no reflejan un repunte derivado de un mayor

### Tasa de desempleo a noviembre

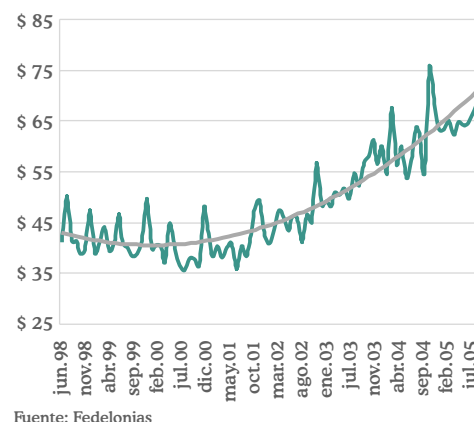


### Indice de precios de la vivienda nueva



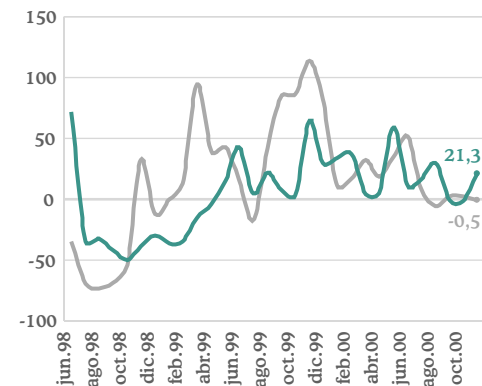
### Valor promedio de la transacción inmobiliaria

(cifras en millones de pesos)



## Estado actual del área en proceso de construcción

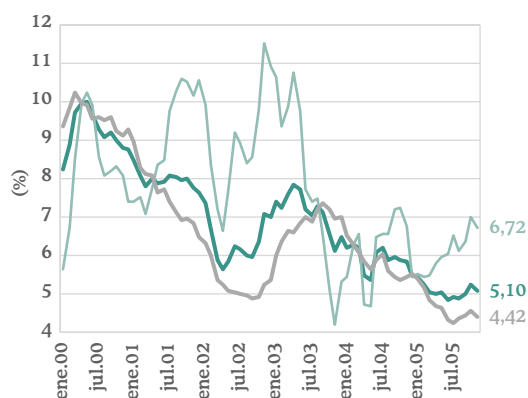
% variación interanual



■ Obras nuevas  
■ Obras culminadas

Fuente: DANE - Censo de Edificaciones

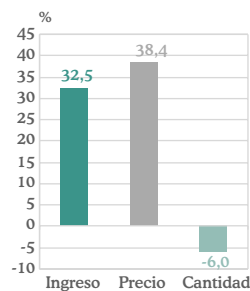
## Variación interanual del IPC



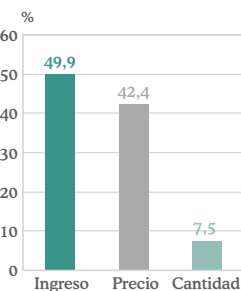
■ Inflación total  
■ Inflación básica  
■ Inflación alimentos

Fuente: DANE. Cálculos BBVA Colombia

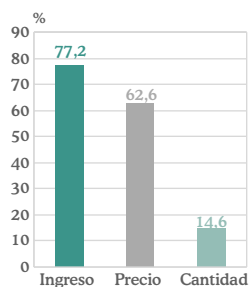
## Petróleo y derivados



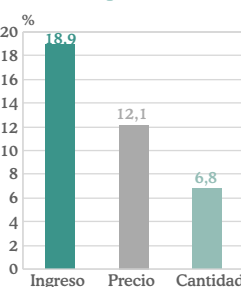
## Carbón



## Café



## Ferroníquel



Fuente: DANE - Mincomercio - DEE BBVA Colombia

incentivo hacia la producción. En primer lugar, la aprobación de licencias para construcción de vivienda acumuladas en los últimos 12 meses cayó 2,3% interanual a septiembre, hecho que se explicó por las licencias para vivienda VIS. En segundo lugar, el censo de edificaciones reveló un fuerte gap entre el ritmo de crecimiento de las obras culminadas (21,3% interanual en 3T05) y el de obras nuevas (-0,5% interanual en 3T05), reflejando baja dinámica en la nueva producción y dejando la sensación de que, de no presentarse una aceleración en el ritmo de incremento del área en obras nuevas, en el mediano plazo puede agotarse esta fuente de crecimiento del PIB sectorial. En este orden de ideas, la valorización de la finca raíz sí se ha dado pero de forma modesta.

## Inflación

Durante lo corrido del cuarto trimestre del año el comportamiento de la inflación fue satisfactorio. Si bien en octubre la inflación mostró un repunte importante, al pasar de 5.02% en septiembre a 5.26% en octubre, parte de este incremento se revirtió en noviembre, cuando la inflación descendió a 5.10%.

Contrario a lo que se venía observando en el tercer trimestre del año, en octubre todos los indicadores de inflación registraron notables incrementos y la inflación total aumentó 24 pb, ascendiendo a 5.26%. Lo anterior fue consecuencia de un importante repunte en la inflación de alimentos, sin embargo, lo preocupante fue el repunte que también registró la inflación básica, asociado principalmente con mayores precios de los grupos de transporte y vivienda. Como consecuencia de lo anterior, las expectativas de inflación de los analistas mostraron a comienzos de noviembre un repunte importante. En efecto, a comienzos de noviembre, después de dado a conocer el dato de inflación de octubre, la inflación esperada por los analistas encuestados por el BR para diciembre de 2005 era de 5.17%, mientras que ésta era de 4.99% a comienzos de octubre.

Sin embargo, los resultados de noviembre fueron mas favorables y la inflación revirtió parte del incremento que se había registrado en octubre, descendiendo a 5.10%. Lo anterior fue consecuencia de un mejor comportamiento de los precios de los alimentos y de los otros grupos. El escenario inflacionario en noviembre fue mas favorable y por lo tanto, las expectativas de inflación (5.02% según la encuesta de diciembre) se redujeron y mostraron convergencia hacia la meta puntual del BR.

La probabilidad de que la inflación se ubique dentro del rango meta anunciado por el BR para 2005 (4.5 – 5.5%) es bastante alta. En efecto, creemos que se ubicará ligeramente por encima de la meta puntual de 5% (5.16%). Sin lugar a dudas la apreciación del tipo de cambio y el incremento notable de las importaciones son los factores que han permitido que el IPP registre notables reducciones. En efecto, con cifras a noviembre, la variación interanual del IPP importados fue de -4.11% y sigue mostrando una marcada tendencia a la baja. Como consecuencia de lo anterior, la variación interanual del IPP también muestra reducciones importantes y se ubica en 1.8%. Así, estos son los factores fundamentales que han permitido que la inflación básica registre disminuciones y se ubique sustancialmente por debajo de la inflación total.

## El ambiente internacional favorable generó un auge del sector externo en 2005

Los elevados precios de los productos básicos, el dinámico crecimiento mundial y regional, las mayores transferencias corrientes de los trabajadores residentes en el exterior y los crecientes flujos de capital favorecieron el excelente desempeño del sector externo de la economía colombiana en 2005.

En los tres primeros trimestres del año las exportaciones de bienes (USD 15.636 millones) aumentaron 30,3% interanual, con base principalmente en el mayor valor de las ventas de productos tradicionales (USD 7.658 millones), que se incrementaron 40,5% interanual; y en menor grado, de las de no tradicionales (USD 7.977 millones), que crecieron 21,8% interanual.

Los ingresos por exportaciones tradicionales aumentaron gracias, sobre todo, a sus mayores precios internacionales y, en menor medida, al mayor volumen de las ventas de café, carbón y ferroniquel. En el caso del petróleo y sus derivados, el incremento en los precios (38% interanual) sobrepasó el descenso en el volumen exportado (-6% interanual).

A pesar de la apreciación del tipo de cambio real, gracias al dinámico crecimiento mundial y regional, los ingresos por exportaciones no tradicionales se incrementaron apreciablemente en casi todos los mercados, pero lo hicieron más significativamente en la Comunidad Andina de Naciones, Estados Unidos y la Unión Europea.

Como consecuencia de la mayor actividad económica y la apreciación real, los egresos por importaciones de bienes (USD 14.516 millones FOB) aumentaron 30,3% interanual en los tres primeros trimestres de 2005, con base en las mayores compras de bienes de capital y materias primas para la industria, equipo de transporte, bienes de consumo –sobre todo durable- y combustibles.

Aunque las importaciones de bienes aumentan aceleradamente (30,6% en los últimos 12 meses), el excelente desempeño de las exportaciones (32,1% durante el último año) ha permitido el sostenimiento de un holgado superávit comercial (USD 1.120 millones en los tres primeros trimestres de 2005 y USD 1.366 millones en los últimos 12 meses). Suponiendo que tanto las exportaciones como las importaciones continuaran aumentando aproximadamente a sus tasas actuales (30,7% y 30% interanual, respectivamente), 2005 terminaría con un superávit comercial de USD 1.497 millones (equivalente a 1,3% del PIB).

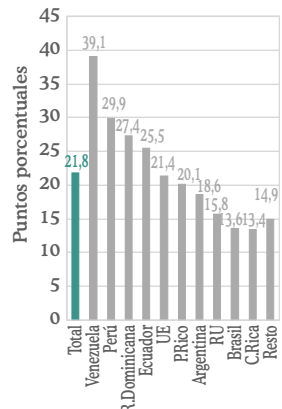
### Menores pagos factoriales, creciente superávit comercial y mayores remesas de trabajadores explicarían mejora prevista en cuenta corriente para 2005

Suponiendo, en primer lugar, una ligera mejora en el déficit de la balanza de servicios no factoriales (que, por menores importaciones, disminuiría de -1,8% del PIB en 2004 a -1,5% en 2005); en segundo lugar, unos menores pagos netos por factores de producción al resto del mundo (que, por menores giros por utilidades y dividendos, se reducirían de -4,3% del PIB a -3,2% del PIB); y en tercer lugar, una pequeña reducción en los ingresos netos por transferencias corrientes (de 3,7% del PIB a 3,2% del PIB, por unas menores remesas de trabajadores en el extranjero), el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se reduciría de -1% del PIB en 2004 a -0,1% del PIB en 2005.

La reducción en el déficit corriente previsto para 2005 se debe, principalmente, a las menores remesas de utilidades y dividendos, el mayor superávit comercial y las mayores remesas de los trabajadores en el extranjero.

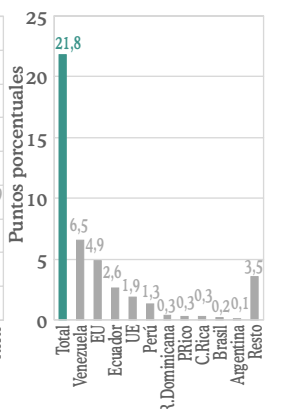
Sin descontar las amortizaciones de deuda externa del Gobierno Nacional con las reservas internacionales adquiridas al Banco de la República (USD 3.250 millones), la acumulación de reservas brutas en 2005 habría alcanzado USD 4.970 millones, gracias a la disminución del déficit en la cuenta corriente y a un incremento de 64% en el superávit previsto en la cuenta de capital (USD 5.137 millones). En este caso, la mayor parte del incremento en el superávit de capital se debería a un aumento de 42% en la inversión extranjera directa en Colombia.

### Variación de los ingresos por exportaciones de bienes no tradicionales en enero-septiembre de 2005

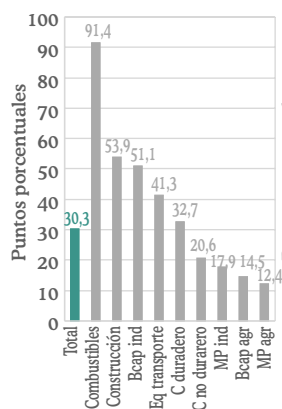


Fuente: DANE - Mincomercio - DEE BBVA Colombia

### Contribución a la variación de los ingresos por exportaciones de bienes no tradicionales en enero-sep. de 2005

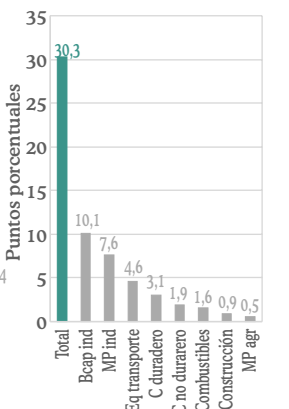


### Variación interanual de egresos por importaciones de bienes enero-septiembre 2005



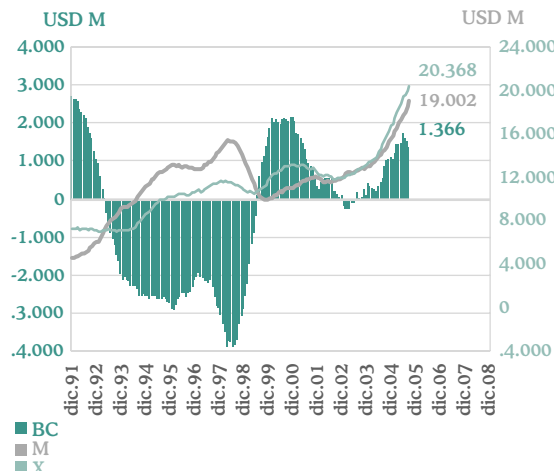
Fuente: DANE - Mincomercio - DEE BBVA Colombia

### Contribución a la variación interanual de egresos por importaciones de bienes enero-sep. 2005



### Exportaciones e importaciones de bienes y balanza comercial acumulados 12 meses

USD millones



Fuente: DANE - Mincomercio - DEE BBVA Colombia

**Cuadro 1. Evolución de proyecciones de balance del SPC 2005 como % del PIB**

	Estimación inicial	Revisión	Estimación actual
SPC	-2,5	-1,6	-1,2

Fuente: Ministerio de Hacienda - CONFIS

**Cuadro 2. Descomposición de sector público consolidado (% del PIB)**

	Inicial	Revisado	Actual
SPNF	-2,4	-1,4	-2,0
GNC	-6,1	-5,5	-5,1
Sector Descentralizado	3,7	4,1	4,2
Resto	-0,1	-0,3	-0,2

Fuente: Ministerio de Hacienda - CONFIS

**Cuadro 3. Evolución de estimaciones balance Gobierno Nacional Central 2005 (% del PIB)**

	Inicial	Revisado	Actual
Ingresos totales	15,6	16,0	16,6
Ingresos tributarios	14,4	14,9	15,3
Otros	1,2	1,1	1,3
Gastos totales	21,7	21,5	21,7
Intereses	4,3	4,0	3,9
Pensiones	4,9	4,9	4,8
Funcionamiento	11,0	11,0	11,2
Inversión	1,5	1,5	1,7
Préstamo neto	0,2	0,2	0,1
Déficit	-6,1	-5,5	-5,1

Fuente: Ministerio de Hacienda - CONFIS

**Cuadro 4. Descomposición de estimaciones de balance sector descentralizado (% del PIB)**

	Inicial	Revisado	Actual
Ecopetrol	0,0	0,3	0,4
FAEP	0,1	0,1	0,1
Seguridad Social	1,8	2,0	2,0
Eléctrico	0,2	0,2	0,2
EPM	0,1	0,1	0,1
Emcali	0,2	0,1	0,1
Telecom	0,0	-0,1	-0,1
Fondo Nal. del Café	0,0	0,0	0,0
Regional y Local	0,7	0,7	0,7
Resto	0,5	0,5	0,6
Total descentralizado	3,7	4,1	4,2

Fuente: Ministerio de Hacienda - CONFIS

Descontando las amortizaciones del Gobierno mencionadas, el superávit en la cuenta de capital (USD 1.887 millones) disminuiría a 1,6% del PIB. En este evento, la acumulación de reservas internacionales brutas se reduciría a USD 1.720 millones, incrementando su saldo a USD 15.260 millones, aproximadamente equivalentes a 2,8 veces la deuda externa de corto plazo y 1,4 veces las amortizaciones de deuda con vencimiento de un año.

## Situación fiscal 2005

En el cuadro 1 se aprecia la evolución de las estimaciones del déficit del Sector Público Consolidado (SPC) durante el año. Se aprecia que la estimación del déficit cayó de un -2.5% inicial al -1.2% del PIB actual. Esto revela que la percepción sobre el desempeño fiscal del país mejoró fuertemente durante el año. En síntesis, 2005 fue un muy buen año desde el punto de vista fiscal.

La mejora del desempeño fiscal se debe, como se puede apreciar en el cuadro 2, a una mejora de las estimaciones fiscales tanto del Gobierno Nacional Central (GNC) como del sector descentralizado. Sin embargo, la mejora de la posición fiscal del GNC es mucho más importante, ya que equivale a 1% del PIB. En todo caso, el déficit del GNC sigue siendo considerable, ya que se espera que termine el año en 5.1% del PIB.

La mejora de la posición fiscal del GNC (cuadro 3) es el resultado de un mejor desempeño de los ingresos, que aumentaron un 1% del PIB con respecto a lo inicialmente estimado, para llegar a 16.6% del PIB. La estimación de los gastos, en cambio, se mantuvo constante como proporción del PIB en 21.7%. Es claro, pues, que durante 2005 los ingresos del GNC tuvieron un desempeño mejor que el esperado. El mejor desempeño es casi enteramente atribuible a los ingresos tributarios, que explican el 90% de los mayores ingresos esperados (cuadro 4). Los mayores recaudos tributarios están asociados con un desempeño económico mejor que el inicialmente previsto. En este sentido, el mejor desempeño económico mejoró el desempeño de los tributos de renta e IVA asociados con la actividad económica. La apreciación del COP también pudo haber jugado un papel importante, al estimular las importaciones y, por esa vía, mejorar los recaudos de IVA externo.

Por el lado de los gastos (cuadro 5), la apreciación del COP y las menores tasas de interés de la deuda pública permitieron una reducción en la estimación del pago de intereses de 0.4% del PIB. Sin embargo, esta reducción fue neutralizada por aumentos en las estimaciones de gastos de funcionamiento y de inversión, por 0.2% del PIB en cada uno de los dos casos.

En el sector descentralizado se observa una mejora de 0.5% del PIB con respecto a lo esperado inicialmente (cuadro 6), como consecuencia, en primer lugar, de los resultados fiscales de la empresa petrolera estatal, Ecopetrol, cuya estimación de superávit paso de 0% a 0.4% del PIB. Esto es resultado de unos mejores ingresos, tanto internos como externos. Los ingresos internos mejoran por la política de desmonte de subsidios a los combustibles y por mayores volúmenes vendidos de ACPM. Por su parte, los externos mejoran tanto por la coyuntura internacional de precios de petróleo como por un mayor volumen de crudos pesados exportados.

A la mejora de los resultados del sector descentralizado también contribuyó la Seguridad Social, cuya estimación de superávit pasó de 1.8% a 2% del PIB. Esto se debe a los mayores aportes del GNC, destinados principalmente a cubrir el agotamiento de las reservas pensionales del Instituto de Seguros Sociales (ISS) y de otros fondos públicos.

En términos de financiación del déficit, sólo hay datos disponibles para el GNC. El déficit estimado para este año, de 5.1% del PIB, implica

unas necesidades de financiación de COP 15.7 billones. Junto a unas amortizaciones por COP 17.5 billones y otros gastos menores, las necesidades de financiación este año suman unos COP 33.6 billones. La financiación de éstas se describe en el cuadro 7. Como se puede apreciar, el grueso de la financiación (83.3%) corresponde a desembolsos de deuda interna, y sólo el 21.5% corresponde a desembolsos de deuda externa. La suma de estos dos tipos de desembolsos da más que 100% de las necesidades de financiación debido a la acumulación de portafolio. La estructura de financiación del GNC revela que la política fiscal puso de su parte para evitar presiones adicionales de apreciación de la tasa de cambio, al tiempo que reduce la exposición al riesgo cambiario de la deuda pública (lo que se conoce en la literatura como *the peso problem*, es decir, el problema de que la deuda pública no esté denominada en la moneda local). Los grandes volúmenes de colocación de deuda interna no impidieron la reducción de las tasas de interés de largo plazo.

Con este desempeño fiscal, la relación deuda pública (neta de activos financieros) sobre PIB sigue cayendo (cuadro 8). A primer semestre de 2005 cayó a 36.4%, una cifra que, en el Marco Fiscal de Mediano Plazo elaborado en junio de 2005, sólo se esperaba alcanzar en 2009. La relación deuda sobre PIB era de 48.2% en diciembre de 2002. Es claro que la tendencia explosiva del endeudamiento se ha detenido y se ha empezado a revertir, gracias a un mayor crecimiento, unas menores tasas de interés y la apreciación de la moneda doméstica.

## Entorno Financiero 2005

### El caudal de los flujos mantuvo apreciado el tipo de cambio en 2005

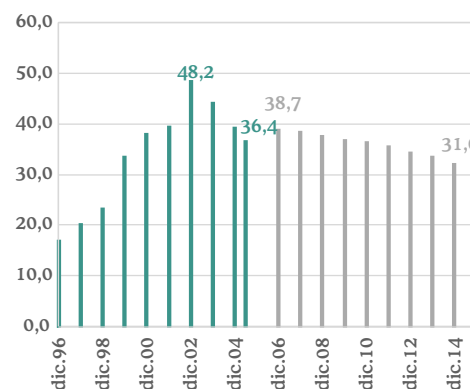
Como consecuencia de la magnitud y persistencia inesperadas de los flujos externos, tanto corrientes –exportaciones y remesas de trabajadores- como financieros -inversión extranjera-, el tipo de cambio sufrió una fuerte tendencia apreciadora durante el año.

El promedio de los analistas encuestados por el BR en diciembre de 2004 esperaba que el tipo de cambio en 2005 cerrara en COP 2.606, lo cual hubiera significado una depreciación de alrededor de 5,9% interanual. El análisis sugería que la cuenta corriente se deterioraría por un descenso de los precios de los productos básicos y el menor volumen de las ventas de hidrocarburos, al tiempo que los flujos de capital deberían disminuir e inclusive revertirse los de portafolio, a medida que se incrementaban los tipos de interés externos, disminuía la tolerancia al riesgo y se secaba la liquidez en los mercados financieros internacionales. A la postre esto no sucedió. Ocurrieron varios episodios cortos de depreciación, en circunstancias en las cuales las expectativas de analistas y mercados sugerían un endurecimiento no descontado de la política monetaria en Estados Unidos, a medida que hubo sorpresas puntuales inesperadas en inflación en esa economía por los elevados precios de los combustibles. Finalmente la inflación básica permaneció contenida y las expectativas inflacionarias de largo plazo siguieron ancladas allí, de manera que el incremento de la meta de tipos de la FED continuó a paso moderado, como esperaban los analistas y el mercado.

En lo que podría considerarse un éxito de la política monetaria doméstica, el BR logró moderar la apreciación del tipo de cambio de cerca -15% interanual a comienzo del año a alrededor de -5% interanual al final, gracias a la novedosa flotación administrada. En contraste, otras monedas de la región se han apreciaron más pronunciadamente en 2005: el BRL lo hizo -13,2% interanual, mientras el CLP -8,6% interanual.

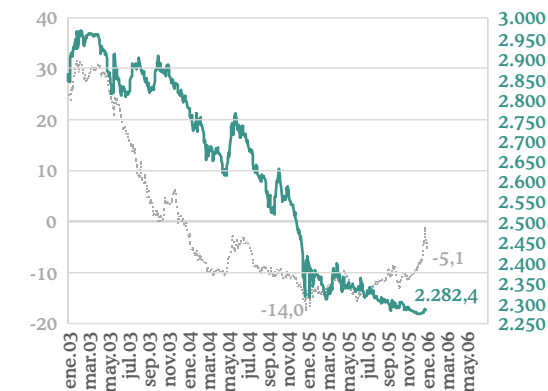
Temiendo una excesiva apreciación del COP, que podría derivar en una sobreacción depreciadora cuando el escenario internacional

### Deuda pública sobre PIB (DNAF)



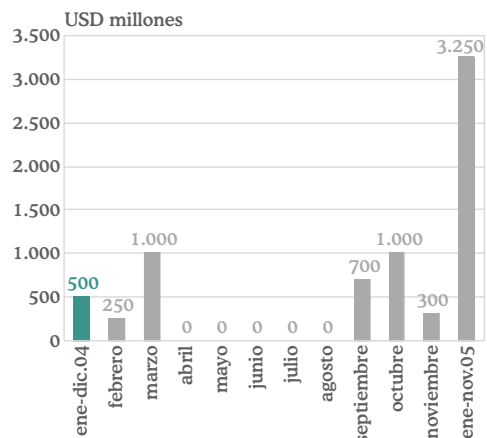
En gris: metas trazadas a junio dentro del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP)  
Fuente: Ministerio de Hacienda

### Tipo de cambio representativo de mercado



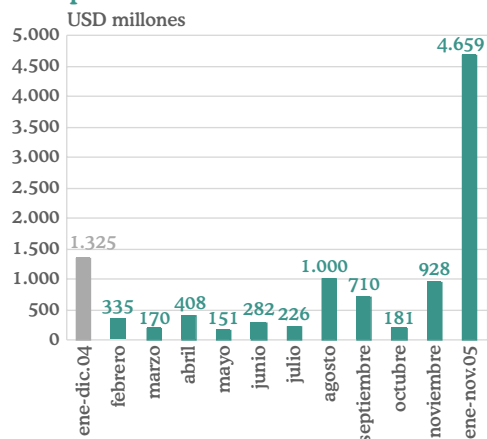
■ Variación interanual  
■ TRM (derecha)  
Fuente: Banco de la República

### Ventas de reservas del BR al Gobierno



Fuente: Banco de la República

### Compras discrecionales de BR



Fuente: Banco de la República

### DTF



Fuente: Banco de la República

### Tipos de interés a corto plazo



Fuente: BR y Asobancaria

deviniera abruptamente adverso, comprometiendo eventualmente la estabilidad de los precios domésticos y requiriendo un incremento de los tipos domésticos de interés, probablemente costoso en términos de actividad y empleo, para restablecer la paridad y prevenir fugas de capital, el BR fue paulatinamente abandonando la flotación libre para adoptar la que llamó flotación administrada, cuyo objetivo fundamental parecería ser minimizar la volatilidad del tipo de cambio. La flotación administrada requirió un cambio de énfasis en los instrumentos y mecanismos de la intervención. Desde finales de 2004 la intervención se realizó principalmente mediante compras discrecionales y no, como antes, a través de la convocatoria de subastas put o call para acumulación de reservas y control de la volatilidad.

En ejercicio de la intervención discrecional, entre enero y noviembre de 2005 el BR compró divisas en el mercado cambiario por USD 4.659 millones. Para tener un mayor espacio de acumulación adicional sin perturbar en exceso el crecimiento de los agregados monetarios, complementariamente el BR vendió al Gobierno USD 3.250 millones de reservas internacionales para manejo de deuda externa.

Para frenar los flujos especulativos, cuando éstos arreciaban por el diferencial de rentabilidad favorable a los activos denominados en COP, el BR redujo además su meta de tipos de interés 50 puntos básicos en septiembre. Recientemente, con el propósito de disminuir la volatilidad tolerable en el mercado cambiario, su Junta Directiva reiteró el compromiso con la intervención discrecional y acordó estrechar el corredor de convocatoria de subasta de opciones put o call para compra y venta de reservas internacionales, de más o menos cuatro a más o menos dos por ciento del promedio móvil de los últimos veinte días hábiles del tipo de cambio representativo.

La laxitud de la política monetaria, originada en el otorgamiento de gran parte de la liquidez demandada por el mercado a los bajos tipos de interés, mediante las compras discrecionales no esterilizadas de divisas, fue permitida por la tendencia decreciente de la inflación, favorecida por la apreciación del tipo de cambio.

Adicionalmente a los esfuerzos de BR, la Tesorería comenzó a adquirir coberturas cambiarias en el mercado, las cuales probablemente forzaron una mayor demanda de divisas por los intermediarios, que contribuyó a moderar la apreciación.

### Política Monetaria y Tipos de Interés de Corto Plazo

A diferencia del tercer trimestre del año, cuando el BR decidió reducir en 50 pb sus tipos de interés, durante lo corrido del cuarto trimestre del año el Emisor decidió mantener inalterados sus tipos de interés de intervención y la tasa mínima de expansión continúa en 6%. Si bien el BR decidió no otorgar liquidez de largo plazo o subastas de repos mayores a un día para la época de fin de año, la política de otorgar suficiente liquidez al sistema sigue estando presente. En efecto, las ventanillas de las operaciones repo de contracción continúan cerradas y la política de acumulación de divisas para detener la apreciación del peso frente al dólar sigue vigente. Así, la política monetaria del BR sigue siendo muy expansiva y esto se ha traducido en una mayor tasa de crecimiento de los agregados monetarios. En efecto, con cifras al 25 de noviembre la base monetaria crece a una tasa de 25% interanual, mientras que ésta era de 17% el 30 de septiembre.

Debido a lo laxa que sigue siendo la política monetaria, los tipos de interés de corto plazo siguen mostrando una marcada tendencia a la baja. En octubre y buena parte del mes de noviembre, la tasa interbancaria continuó ubicándose en promedio en 5.6%, es decir 40 pb por debajo de la tasa de intervención del BR (6%). Sin embargo, al finalizar noviembre la tasa registró una particular reducción, descendiendo hasta 5.2% debido a la mayor liquidez que se observó en el



sistema debido a varios factores. El primero de ellos fue la importante intervención que realizó el BR en octubre y noviembre con el fin de detener la apreciación del peso frente al dólar. El segundo es que en octubre y noviembre el BR suspendió la esterilización de estos recursos mediante la venta definitiva de TES. El tercero es que desde el 23 de noviembre empezaron a ingresar al sistema los USD 396 millones por la compra de Granahorrar que realizó el BBVA. Y por último, el ingreso de USD 700 millones para la OPA que realizó SAB Miller el 5 de diciembre. Pese a lo anterior, durante las primeras semanas de diciembre observamos nuevamente un incremento en la interbancaria, la cual ascendió a 5.99% debido, en parte, a la ausencia de cerca de COP 1 billón que salieron del mercado por el desembolso que tuvo que realizar el BBVA por la compra de Granahorrar. Es importante tener en cuenta que estos movimientos de la interbancaria fueron consecuencia, en su mayoría, de situaciones puntuales y que no son habituales y que uno esperaría que en ausencia de estos factores la interbancaria retorne a su nivel promedio de 5.6%.

Entre tanto, como era de esperarse la DTF terminó de capturar la reducción de 50 pb en los tipos de interés de intervención que se dio a finales de septiembre. Con cifras al 26 de diciembre, la DTF se ubica en 6.31%, 57 pb por debajo de la tasa que se registraba antes que el Emisor realizara la reducción en sus tipos de interés (6.88%). La DTF real también ha registrado reducciones debido a la disminución que se ha observado en la DTF nominal, a pesar del leve incremento que registró la inflación. Así, la DTF real pasó de 1.74% al cierre del tercer trimestre del año a 1.25% en noviembre.

### Tipos de interés de largo plazo

Los tipos de interés de largo plazo colombianos, representados por las tasas de los títulos de deuda pública del Gobierno (TES), tuvieron una tendencia decreciente durante todo el año, con leves interrupciones.

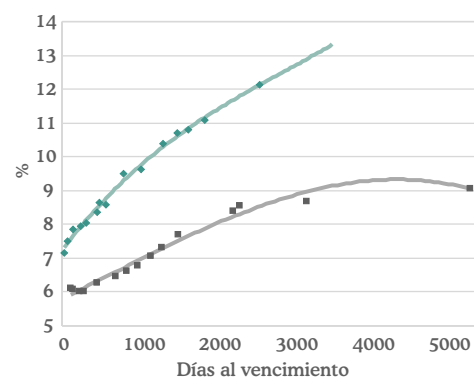
Esta tendencia de las tasas vino acompañada de un aplanamiento en la curva de rendimientos, generado por un mayor descenso de los tipos largos que de los tipos cortos. El rendimiento de los TES más líquidos con vencimiento en 2014 cayó 362 puntos básicos (pb) durante 2005, mientras que el de los títulos de corto plazo con vencimiento en julio de 2006 cayó 254 pb.

En los factores locales se destaca la estabilidad macroeconómica, especialmente la estabilidad en el comportamiento de la inflación; la continuidad del proceso de apreciación del COP; una política monetaria expansiva que inundó el mercado de liquidez; y los buenos resultados de las finanzas públicas, favorecidos en parte por la misma coyuntura internacional.

Si se analizan las causas de la apreciación de los TES, se tendría que empezar por el proceso de apreciación del COP frente al USD, que viene desde 2004. A diferencia de otros países, donde el mercado sustituto al de renta fija es el de renta variable, en Colombia el mercado sustituto es el mercado cambiario, debido al poco desarrollo que tiene el mercado bursátil en el país. Por el fenómeno de apreciación del COP el mercado de USD dejó de ser atractivo como inversión, estimulando la inversión en TES. Para los capitales extranjeros la apreciación implica una ganancia adicional a la hora de invertir en activos denominados en COP, por lo que la inversión extranjera de portafolio también se vio estimulada por las condiciones de apreciación que vivió el país.

Como es bien sabido, el fenómeno de apreciación preocupó tanto al Gobierno como a las autoridades monetarias, las cuales adoptaron una serie de medidas monetarias expansivas con el fin de estimular el crecimiento y tratar de frenar la caída en el precio del USD. La primera de ellas fue la de cerrar la ventanilla de contracción. Cerrando la ven-

### Evolución curva de rendimientos Colombia



■ 23 diciembre 05  
■ 03 enero 05

Fuente: Banco de la República, Sistema Electrónico de Negociación. Cálculos BBVA

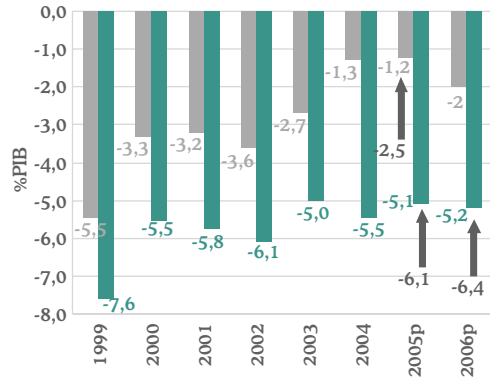
### Evolución vencimientos TES TF



■ 25 jul.06      ■ 14 mar.07      ■ 22 ago.08  
■ 12 feb.10      ■ 12 sep.14

Fuente: Banco de la República, Sistema Electrónico de Negociación

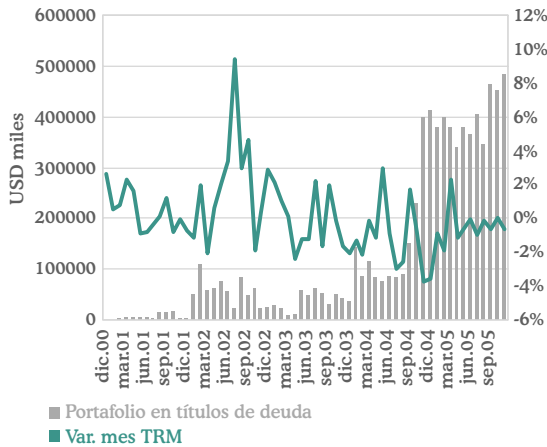
### Balance SPC y GNC



■ Sector Público Consolidado  
■ Gobierno Nacional Central  
Fuente: Ministerio de Hacienda - CONFIS

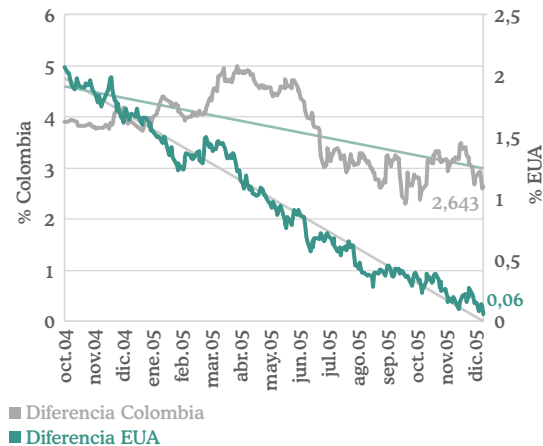
### Portafolio en deuda de fondos de capital extranjero

#### Variación mensual TRM



■ Portafolio en títulos de deuda  
■ Var. mes TRM  
Fuente: Supervalores

### Evolución estructura temporal de bonos local y EUA



■ Diferencia Colombia  
■ Diferencia EUA  
Fuente: Federal Reserve, Banco de la República (BR)- Sistema Electrónico de Negociación (SEN)

tana de contracción se inundó el mercado de liquidez, con lo que se estimularía el crecimiento económico, por un lado, y por el otro, se esperaría que parte de dicha liquidez se irrigara hacia los mercados financieros, incluyendo el de USD, con lo que se estimularía la demanda por la divisa, desacelerando el ritmo de la apreciación del COP. Sin embargo, la medida no pareció surtir un efecto significativo sobre el mercado del USD.

Por otro lado, la inflación controlada hizo posible la permanencia de la política monetaria expansiva, lo cual implicaba una combinación de factores muy favorables para la inversión en TES. Como es bien sabido, la estabilidad en precios estimula la inversión en bonos, ya que se traduce en una mayor certeza sobre la tasa de rendimiento real del título. Al no existir alternativas de inversión atractivas que tuvieran la capacidad de absorber los volúmenes que maneja el mercado de deuda pública, y con un entorno de abundante liquidez e inflación controlada, fue natural que gran parte de dicha liquidez se volcara hacia el mercado de TES.

La gran demanda por TES, producto de una mayor liquidez canalizada en buena parte hacia este mercado, llevó, como cualquier bien en la economía, a mayores precios de los bonos. Los mayores precios se traducen a su vez en menores tasas de rendimientos, como se aprecia en los gráficos de la curva de rendimientos y de evolución de las tasas a diferentes plazos.

En septiembre se adoptó una medida monetaria adicional. Aprovechando el buen comportamiento de los precios, el Banco de la República (BR) decidió bajar 50 pb la tasa de referencia, ubicándola en 6%. Esta medida produciría el doble efecto de estimular la economía y desestimar la entrada de capitales extranjeros a la economía, pero también estimuló la caída en las tasas de los títulos de deuda pública.

Por otra parte, el leve, o casi nulo efecto de las medidas mencionadas anteriormente sobre el precio del USD llevó al BR a realizar compras directas de USD en el mercado, con el fin de frenar el ritmo de apreciación del COP. Estas compras inyectaron aun más liquidez a la economía, estimulando la demanda por TES, como ya venía ocurriendo. Cabe anotar que la liquidez generada por estas compras se esterilizó en parte con ventas de TES por parte del BR, lo que compensó el efecto de la mayor liquidez por compras de USD sobre el mercado de TES. El saldo de TES en poder del BR, con el cual puede esterilizar sus operaciones cambiarias, a 30 de noviembre de 2005 ascendía a COP 4,4 billones.

Por último, vale la pena mencionar también los buenos resultados fiscales, que dieron confianza y sobre los cuales el Gobierno tuvo una actitud responsable, lo cual genera cierta tranquilidad respecto al manejo futuro de las finanzas públicas y al compromiso estatal con las reformas necesarias para fortalecerlas estructuralmente. Si bien en el mediano plazo la situación fiscal sigue siendo calificada como débil, en el corto plazo el mercado valoró muy bien el desempeño fiscal, especialmente las operaciones de manejo de deuda hechas en el transcurso del año.

Los factores externos también jugaron un papel importante en el comportamiento del mercado de deuda pública local. Los mercados de deuda maduros, junto con los excesos de liquidez internacionales, apoyaron la caída de las tasas locales en todos los plazos.

En el gráfico de evolución de estructura temporal local y de EE.UU., se aprecia cómo la diferencia entre tasas largas y cortas en Estados Unidos<sup>2</sup> ha tenido una tendencia a la baja. El rendimiento de los Tesoros a 10 años en Estados Unidos subió sólo 15 pb durante 2005, de un nivel

<sup>2</sup> El gráfico muestra la diferencia entre los títulos estadounidenses a 10 años y a 6 meses.

inicial de 4.23% a un nivel final de 4.38%, mientras que la tasa de los Fondos Federales aumentó 200 pb, al pasar de 2,25% en enero a 4,25% en diciembre de 2005. Este comportamiento ha estado influenciado por la liquidez global existente, pues la demanda extranjera por Tesoros de largo plazo no ha permitido la plena transmisión de las alzas en las tasas cortas a las tasas de largo plazo, lo que ha generado un continuo aplanamiento en la curva.

El aplanamiento de la curva de rendimiento de Estados Unidos ha influido en parte al fenómeno observado en Colombia. Las diferencias entre tasas largas y cortas en Estados Unidos y en Colombia mostraron durante 2005 una correlación de 0.78, lo que permite apreciar la influencia del mercado de deuda estadounidense sobre el mercado de deuda local. Parte de las correcciones observadas en la tendencia apreciadora de los títulos colombianos fueron ocasionadas por especulaciones originadas en la evolución del mercado de deuda estadounidense.

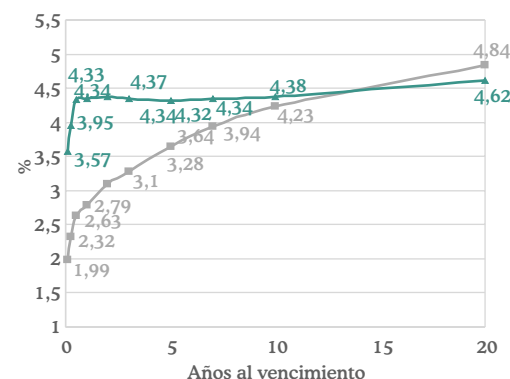
La gran diferencia entre los aplanamientos de las curvas estadounidense y colombiana fue el hecho de que en Estados Unidos el aplanamiento se generó por la política monetaria contractiva de la FED, que impulsó los tipos de corto plazo al alza, mientras los tipos de largo plazo permanecían estables o incluso llegaban a caer. En Colombia, en cambio, las tasas cayeron en todos los segmentos de la curva, pero con una magnitud mucho mayor en los tipos largos que en los cortos. Contrario a lo ocurrido en Estados Unidos, los descensos de las tasas locales estuvieron favorecidos por una política monetaria expansiva, mientras que el aplanamiento estadounidense se debió a estabilidad en las tasas largas por demanda global de tesoros de largo plazo y por alzas en las tasas cortas producto de una política monetaria contractiva.

Pero las condiciones de la economía estadounidense no han sido las únicas que han favorecido la apreciación de los títulos de deuda locales. Las condiciones propias de los países emergentes y su desempeño económico atrajeron un volumen importante de la liquidez que se presenta en los mercados internacionales, lo que se ha visto reflejado en la reducción a mínimos históricos de los spreads de la deuda emergente. El elevado precio de los bienes primarios (commodities) estimuló el desempeño económico de países emergentes como Rusia, Venezuela y demás petroleros. Por otro lado, la evolución de reformas económicas, especialmente fiscales, en muchos países emergentes reflejaron una mayor solidez de sus sistemas económicos. Los mejores fundamentales de los emergentes produjeron una disminución en la aversión al riesgo de estos países favoreciendo la demanda por su deuda. Brasil fue un claro ejemplo de este fenómeno. La deuda colombiana históricamente ha estado estrechamente relacionada con el comportamiento de la deuda brasilera, la cual, gracias al buen desempeño de su economía, se ha mantenido en máximos históricos. El entorno regional y de emergentes en general también favoreció la demanda por deuda colombiana.

### Bolsa: un año para no olvidar

Faltando pocos días para terminar el año, la Bolsa de Colombia alcanzó una valorización de 114,9% en COP y 121,6 en USD en 2005, hecho que le mereció el tercer puesto en el ranking internacional de principales índices bursátiles seguidos por Bloomberg, sólo superado por el CSE Index de Egipto (155,4% en USD) y el Dubai Financial Mrkt Index (130,9% en USD), países cuya característica productiva es el petróleo. En comparación con la región, la evolución del mercado accionario local fue muy superior. El segundo de mayor valorización fue México, el cual alcanzó 37,4%, seguido por Perú con 28,3%. Detrás del comportamiento de la bolsa colombiana están, no sólo la evolución económica de las empresas, que fue importante, sino también el buen comportamiento de la IED, la amplia liquidez interna y la rees-

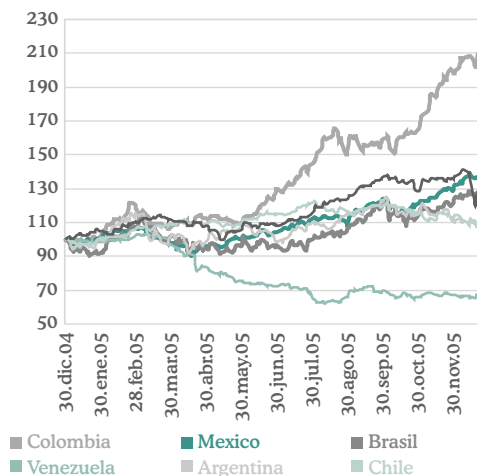
### Evolución de Curva de Rendimientos EU



■ 03 ene.05  
■ 28 dic.05  
Fuente: Departamento del Tesoro EE.UU.

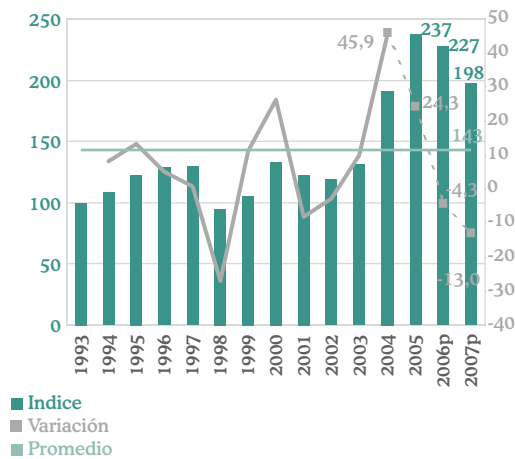
### Bolsa Latam

Dic. 2004=100

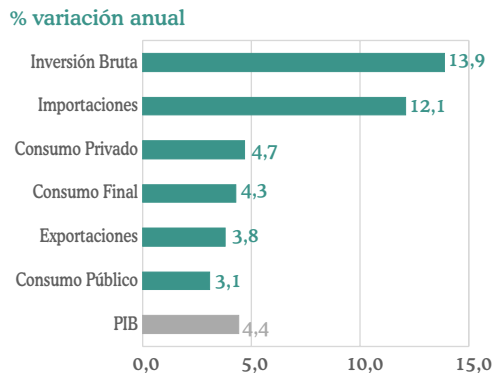


■ Colombia ■ México ■ Brasil  
■ Venezuela ■ Argentina ■ Chile  
■ Perú  
Fuente: Bloomberg. Cálculos BBVA Colombia

### Índice de precios de productos primarios



### Previsión PIB 2006 por componentes de la demanda



tructuración del sector financiero y cementero. Los flujos de M&A que ingresaron al país permitieron liberar recursos que se orientaron al mercado bursátil, estimulando los precios de estos activos, proceso que se vio reforzado por el relajamiento de la política monetaria. El proceso de fusión de varias entidades financieras, así como el crecimiento de sus utilidades, originaron que sus acciones presentaran valorizaciones de 239% en promedio, mientras que las compañías cementeras del Grupo Empresarial Antioqueño (GEA), a las cuales ya se les autorizó la fusión, lograron incrementos en precio de 138%. Otro resultado de esta dinámica fue el mayor nivel de negociación, el cual pasó de COP 15.470 millones, promedio diario en 2004, a COP 68.089 millones en 2005, lo que representó a un crecimiento de 340%.

## Entorno Macroeconómico 2006

### Para 2006 se prevé una prolongación del ambiente internacional favorable

En 2006 el crecimiento mundial y regional y la expansión del comercio internacional ocurrirán a tasas similares a las de 2005<sup>3</sup>, mientras que los precios de los productos básicos, aunque disminuirán ligeramente, se mantendrán elevados<sup>4</sup>. Suponiendo que las expectativas inflacionarias de largo plazo en Estados Unidos permanecen contenidas y que la productividad del trabajo mantiene su ritmo actual, mientras que los costos laborales siguen moderados, no es previsible un incremento agresivo de tipos de interés de corto plazo, sobre todo cuando éstos están cerca ya de la neutralidad. En estas circunstancias, no parece muy probable un estrechamiento precipitado de los mercados internacionales de capital ni un incremento acelerado de la aversión al riesgo, de manera que podría prolongarse la liquidez y su canalización como flujos de portafolio a las economías Latinoamericanas, donde se espera que prevalezcan mayores tipos de interés y un dinámico crecimiento, que atraerían estos flujos.

### Perspectivas de crecimiento del PIB

No cabe duda que la forma como culminó este año será clave en las previsiones sobre el desempeño para 2006, es decir, la confianza y las expectativas sobre la situación económica de los agentes ha aumentado y es de esperar que se mantengan en niveles altos. Sin incorporar la información del 3T05, la encuesta de expectativas del mes de octubre del BR reveló que el crecimiento esperado para el próximo año ascendía a 4,4% anual, ubicándose como la mayor expectativa de crecimiento económico esperada para el siguiente año desde que se formula la pregunta.

La mejora considerable de las condiciones económicas de los hogares, de la mano con los buenos resultados en materia de empleo, hacen prever que el consumo privado continuará por una senda de crecimiento alrededor del 4,7% anual, soportado en bienes durables y una mejor disposición para adquisición de vivienda. Contrario a lo que se observó en 2005, el consumo del gobierno se desacelerará a partir del segundo semestre del próximo año, muy en línea con la temporada electoral, y cerrando en 3,1% anual. Lo anterior significa que el consumo final se incrementará en 4,3% anual frente a un cierre previsto para 2005 de 5,1%.

<sup>3</sup> El FMI (WEO, September 2005) prevé la misma tasa de crecimiento del PIB mundial en 2006 que en 2005 (4,3%) y una ligeramente superior para la variación del volumen del comercio internacional de bienes y servicios (7% en 2005 y 7,4% en 2006). La CEPAL (Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2005, Diciembre 2005) prevé una ligera desaceleración de 4,3% en 2005 a 4,1% en 2006 en el crecimiento regional, mientras que el FMI pronostica una mayor desaceleración, de 4,1% a 3,8%, para el crecimiento en el Hemisferio Occidental.

<sup>4</sup> Con base en las previsiones de incremento de los precios del petróleo del escenario básico del Servicio de Estudios del Grupo BBVA (-3,8%) y del café, el ferromineral y el banano del Banco Mundial, el índice de precios de productos básicos exportados por Colombia, calculado por el DEE del BBVA Colombia, disminuirá -4,3% en 2006.

En cuanto al rubro de inversión, las condiciones socioeconómicas y políticas hacen esperar que ésta continúe como fuente primaria del crecimiento. La inversión tendiente a mantener el autoabastecimiento de combustible del país, y la destinada a la construcción, tanto de edificaciones como de obras civiles, apuntalarán un crecimiento entorno al 14% anual.

La mejor dinámica de la demanda interna es concordante con un ritmo de crecimiento de las importaciones del orden de 12,1% anual, mientras que las exportaciones, ante un detrimento de los términos de intercambio (precios de bienes básicos menores a los registrados en 2005) y un menor crecimiento de sus socios comerciales, reducirán su crecimiento a un 3,8%, redundando en un sector externo que no contribuirá al producto. Con estos resultados el crecimiento esperado en 2006 por el Servicio de Estudios Económicos de BBVA Colombia es del orden de 4,4% anual.

La correspondencia por el lado de las ramas de actividad se observará principalmente en la construcción (9.6% anual), el comercio (7,9% anual) y el transporte (4,6% anual).

En materia laboral, las expectativas de las familias en cuanto al nivel de desempleo en 2006 están en niveles históricamente bajos. Con un crecimiento superior a 4% prevemos una tasa de desempleo urbano fin de año en niveles de 10,4% y nacional de 9%.

### Perspectivas inflación

En materia de inflación, esperamos una variación mensual del IPC de 0.36% en diciembre, lo cual implicaría una variación interanual del IPC de 5.16% al cierre de 2005. Creemos que transporte y alimentos serán los dos grupos que contribuirán en mayor medida a la inflación de diciembre. En el caso de transporte, debido al desmonte de subsidios del combustible y en el caso de alimentos, debido al incremento estacional que presenta este grupo en el último mes del año. Aunque creemos que la inflación no será de 5% (meta puntual del BR para diciembre de 2005) si creemos que la inflación se ubicará dentro del rango anunciado por el Emisor.

Para 2006, seguimos proyectando una inflación de 4.5%. La principal razón para esperar que la inflación siga reduciéndose es que seguimos observando apreciación del peso frente al dólar y esperamos que ésta se prolongue hasta finalizar el primer semestre de 2006. Creemos que lo anterior seguirá favoreciendo la tendencia a la baja de la inflación básica, debido a que existe un rezago aproximado de cuatro meses entre las variaciones que se observan en el tipo de cambio y el momento en el que éstas se observan en el IPP importados, luego en el IPP y por último en el IPC.

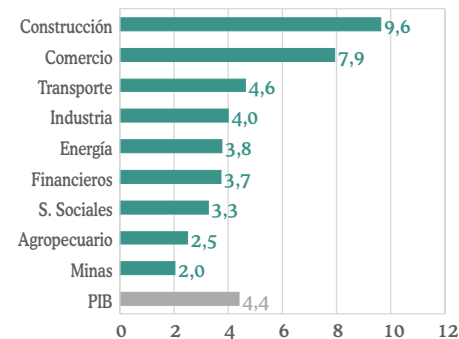
Si bien la política monetaria del BR ha sido muy expansiva durante 2005 y esto podría generar presiones inflacionarias en el 2006, creemos que la tendencia a la baja de la inflación básica y las variaciones anuales del IPP, que se encuentran en niveles mínimos históricos, serán los factores que prevalecerán y permitirán que no se registren presiones significativas sobre los precios en el 2006. La apertura de las ventanillas de contracción, la desacumulación de divisas y la venta definitiva de TES son algunas de las medidas que el BR puede adoptar con el fin de revertir su política monetaria expansiva.

### En 2006 surgiría un déficit corriente

En el escenario base previsto para 2006, a pesar que los egresos por importaciones se incrementarán menos dinámicamente (15%), el superávit comercial (USD 214 millones) disminuirá pronunciadamente como efecto de un crecimiento más lento de los ingresos por exportaciones de bienes (7,6%), debido al estancamiento del valor de las de

### Previsión PIB 2006 por ramas de actividad económica

% variación anual



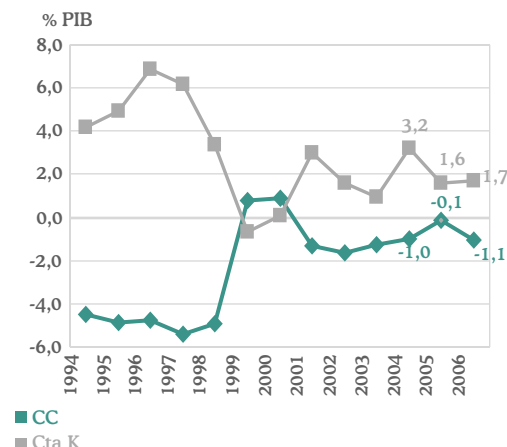
Fuente: BBVA Colombia

### Proyección inflación interanual (2005-2006)



Fuente: DANE. Cálculos DEE BBVA Colombia.

### Flujos externos netos



Fuente: Banco de la República - SEE BBVA Colombia

**Cuadro 5. Descomposición de sector público consolidado (% del PIB)**

	2005	2006 inicial	2006 actual
SPNF	-0,9	-2,1	-2,0
GNC	-5,1	-6,4	-5,2
Sector Descentralizado	4,2	4,3	3,2
Resto	-0,2	0,0	0,0
<b>SPC</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda - CONFIS

**Cuadro 6. Evolución de estimaciones balance Gobierno Nacional Central 2005 (% del PIB)**

	2005	2006 inicial	2006 actual
Ingresos totales	16,6	16,0	17,4
Ingresos tributarios	15,3	14,8	15,8
Otros	1,3	1,2	1,7
Gastos totales	21,7	22,4	22,6
Intereses	3,9	4,6	4,5
Pensiones	4,8	4,8	4,8
Funcionamiento	11,2	11,2	11,4
Inversión	1,7	1,5	1,9
Préstamo neto	0,1	0,1	0,2
<b>Déficit</b>	<b>-5,1</b>	<b>-6,4</b>	<b>-5,2</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda - CONFIS

productos tradicionales (-1,6%), consecuencia de sus menores precios<sup>5</sup>; y a una desaceleración de las ventas de productos no tradicionales (que aumentarán 17%) por la moderación del crecimiento en Venezuela y Estados Unidos.

La caída en el superávit comercial conducirá a un deterioro (equivalente a -1% del PIB) en el déficit en cuenta corriente (-USD 1.290 millones), que caerá a -1,1% del PIB.

Descontando USD 1.000 millones de amortizaciones de deuda pública externa, correspondientes al último tramo de los USD 3.000 millones de compras de reservas internacionales al BR aprobados en 2005, la cuenta de capital en 2006 arrojaría un superávit (USD 2.042 millones) equivalente a 1,7% del PIB, similar al de 2005 (1,6% del PIB).

En estas circunstancias, la acumulación de reservas internacionales en 2006 sería USD 751 millones, con lo cual su saldo llegaría a USD 16.011 millones.

### Expectativas Fiscales

Los buenos resultados de 2005 en cierta forma influirán en un buen resultado para 2006. Recientemente fue publicada la revisión del Plan Financiero para 2006, que incorpora cambios positivos especialmente en el GNC. Como se puede observar en el cuadro 5, la revisión en las estimaciones no se verá reflejada en cambios en el balance del SPC, pero sí se aprecian cambios tanto en el GNC como en el sector descentralizado.

La mejora de 1,2% del PIB en el balance del GNC se ve neutralizada con el peor superávit del sector descentralizado. Por tal razón, la variación en el balance del SPC es cero. Sin embargo, es una muestra de que las expectativas fiscales para 2006 están empezando a cambiar. Muy seguramente, en la medida en que la coyuntura de recaudo, de tasas de la deuda, de precios de petróleo, etc., se extienda a parte de 2006, las estimaciones serán más optimistas.

La mejora en la estimación del balance del GNC por 1,2% del PIB obedece a una corrección en los ingresos para incorporar la dinámica de crecimiento económico y su efecto sobre el recaudo que se ha observado en los últimos trimestres, y que se espera continúe en parte de 2006. Los ingresos totales aumentan 1,4% del PIB, explicados a su vez por el aumento de 1% del PIB en los ingresos tributarios y de 0,4% del PIB en los recursos de capital. También hay que destacar la mejor gestión adelantada por parte de la dirección de impuestos y aduanas nacionales (DIAN). Los ingresos extraordinarios por la privatización del banco Granahorrar, y menor pago de intereses, también aportan a la mejora de los resultados fiscales del GNC.

La mejora en los ingresos del GNC se ve compensada por un aumento en la estimación de gastos totales por 0,2% del PIB como consecuencia de correcciones alcistas en gastos de inversión por 0,4% del PIB y en gastos de funcionamiento por 0,2% del PIB, lo cuales se vieron compensados por descensos en estimaciones del gasto en intereses y otros.

El incremento en la inversión se debe en buena parte a la construcción de 2.500 kms de vías dentro del programa vial de integración y desarrollo regional.

El peor resultado del sector descentralizado se explica principalmente por la corrección a la baja de 0,4% del PIB en el superávit de Ecopetrol. La corrección del balance de la estatal petrolera fue justificada por la necesidad que tiene la empresa de realizar inversiones que generen valor y garanticen su viabilidad futura. Estas inversiones estarían diri-

<sup>5</sup> El precio implícito del kilogramo de productos tradicionales disminuirá -7,6% en 2006, mientras que el volumen se incrementará 6% con base en la mayor cantidad exportada de carbón, que aumentará 8,5%.

gidas principalmente a la exploración petrolera con la que se busca prologar la autosuficiencia energética.

Se espera que la relación deuda sobre PIB continúe la tendencia decreciente que ha mantenido desde 2002, que sería favorecida por un precio del USD estable y por operaciones de manejo de deuda que se harían en la medida en que las condiciones del mercado lo permitan. De continuar el ritmo decreciente que lleva hasta el momento, se alcanzarían muy rápidamente los objetivos trazados en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, fortaleciendo la situación estructural de las finanzas públicas.

La política de financiamiento para 2006 sería coherente con la política de disminución de la razón deuda sobre PIB. Como se observa en el cuadro 7, para 2006 la proporción de desembolsos totales decrece respecto al 2005, pasando de 102% del total de fuentes en 2005, a 80,4% del total en 2006. Esto se debe principalmente al uso de fuentes de portafolio que se hará para 2006. Cabe recordar que en 2005 se acumuló portafolio.

Vale la pena destacar la reducción en el monto nominal de colocaciones de TES respecto a 2005 por COP 2.263 mM (-8,1%). Dentro de dicha reducción se destaca a su vez la caída en el monto nominal de TES colocados a través de subastas (-32,3%). Esta caída se ve compensada con aumentos en las colocaciones de TES convenidas y forzadas, con las que el Gobierno aprovecharía el buen momento financiero de las empresas estatales para financiarse y de paso reduciría la concentración de los títulos en el mercado.

Los desembolsos en moneda extranjera también disminuyen nominalmente y como proporción del total de fuentes de 2006, al pasar de 21,6% en 2005 a 15,1% del total en 2006. El financiamiento con bonos externos ya se completó, pero el Gobierno declaró que seguirá aprovechando las oportunidades que le brinden los mercados internacionales para realizar operaciones de manejo de deuda que tienen como objetivo mejorar el perfil de la misma.

Respecto a las reformas necesarias para fortalecer las finanzas públicas estructuralmente (tributaria, pensiones, transferencias, presupuestos), es muy improbable que se presenten los proyectos el próximo año, por el ambiente electoral que dificultaría el paso de las reformas.

En general el 2005 fue un muy buen año en materia fiscal. El resultado esperado para 2006 es un poco peor, pero, de continuar un buen ritmo de crecimiento, unos buenos precios del petróleo y unas tasas de interés de la deuda pública en bajos niveles históricos, no sería sorprendente en el futuro una revisión a la baja en las proyecciones del balance fiscal consolidado de 2006 a niveles similares a los registrados en 2005.

## Entorno Financiero 2006

### Con una prolongación del ambiente internacional favorable, el COP podría sufrir presiones apreciadoras en los primeros meses de 2006

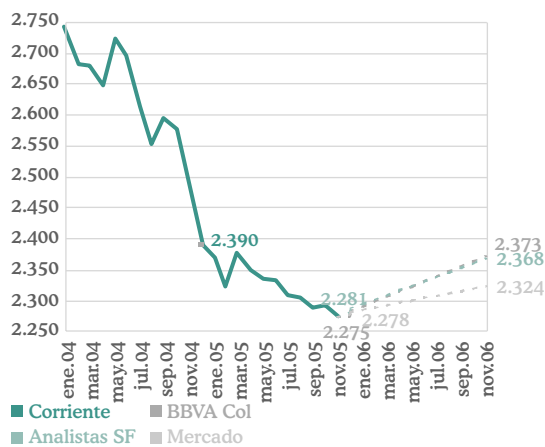
Con la prolongación del entorno internacional benigno, es probable que persistan los flujos de capital, estimulados, por una parte, por las oportunidades de inversión en proyectos de exploración y explotación de productos básicos, cuyos precios permanecerán elevados debido a la demanda de los países industrializados y de algunos emergentes que crecen a tasas elevadas (China e India); y por otra, por un diferencial favorable de tipos de interés, que continuará alimentando el apetito por activos denominados en COP. Si la política monetaria no se estrecha abruptamente, la holgada liquidez doméstica continuará patrocinando la valorización de los activos domésticos, constituyendo una excelente oportunidad para los inversionistas extranjeros. Es proba-

**Cuadro 7. Financiamiento 2005-2006 (COP mM)**

	2005	2006	Diferencia
Déficit a financiar	15736,0	17124,0	1388,0
Déficit GNC	14296,0	15763,0	1467,0
Costos Reest. Fin.	1440,0	1361,0	-79,0
Amortizaciones	17494,0	19910,0	2416,0
Deuda Flotante	358,0	764,0	406,0
<b>TOTAL USOS</b>	<b>33588,0</b>	<b>37799,0</b>	<b>4211,0</b>
Desembolsos	34267,0	30388,0	-3879,0
moneda local	27014,0	24694,0	-2320,0
De los cuales, TES	27985,0	25722,0	-2263,0
moneda extranjera	7253,0	5693,0	-1560,0
Utilidades BR	454,0	251,0	-203,0
Deuda Flotante	760,0	766,0	6,0
Privatizaciones	642,0	1234,0	592,0
Portafolio y otros	-2535,0	5160,0	7695,0
<b>TOTAL FUENTES</b>	<b>33588,0</b>	<b>37799,0</b>	<b>4211,0</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda - CONFIS

TRM



Fuente: Banco de la República - DEE BBVA Colombia

ble, por tanto, que durante los primeros meses del año el BR tenga que continuar enfrentando una inclinación apreciativa del COP mediante la intervención discrecional, mientras se reduce el diferencial de tipos de interés. En este sentido, el BR ha ratificado recientemente su compromiso con la intervención. En caso necesario, la transferencia pendiente de USD 1.000 millones al Gobierno para manejo de deuda le abriría un espacio monetario para acomodar una acumulación adicional de reservas internacionales. Adicionalmente, el Minhacienda ha presupuestado seguir demandando coberturas en el mercado cambiario.

**Sin embargo, en 2006 podría ocurrir una depreciación moderada del tipo de cambio en el segundo semestre**

Como el deterioro previsto de la cuenta corriente para 2006 se daría sin un estrechamiento abrupto de los mercados financieros internacionales, es decir, con persistencia de los flujos netos de capital, no requeriría una depreciación del tipo de cambio real. Hemos supuesto, por tanto, una depreciación nominal de 4,3%, similar a la previsión de 4,5% de inflación. En estas circunstancias, el tipo de cambio nominal al final del año sería alrededor de COP 2.373, ligeramente arriba de la previsión del promedio de analistas encuestados por el BR en diciembre de 2005 (COP 2.368) y algo más lejos de la del mercado (COP 2.324).

**Perspectivas tipos cortos**

Para 2006 pronosticamos un cambio en la orientación de la política monetaria. Creemos que hacia el segundo semestre del año el BR tendrá que realizar el traslado hacia una política monetaria menos expansiva y por tal razón proyectamos una tasa mínima de expansión de 6.25% para diciembre de 2006, es decir, pronosticamos un incremento de 25 pb. Si bien el incremento es de tan solo 25 pb en términos nominales, en términos reales las proyecciones sugieren un incremento de 112 pb. Tres factores son los que nos hacen pensar en un cambio en la postura de la política monetaria en el 2006. El primero es el cambio en la tendencia que se ha observado en las expectativas de inflación. Las expectativas medidas como el diferencial entre TES tasa fija y UVR muestra tendencia al alza y se ubica en 5.3%. El segundo factor es el cierre de la brecha de producto que sugiere que pueden empezar a surgir presiones de demanda. Y finalmente creemos que el diferencial entre tasas internas y externas ya alcanzó niveles mínimos. Si bien proyectamos un incremento de 25 pb en las tasas locales, el diferencial entre las tasas locales y las externas sigue siendo bajo en comparación con los niveles históricos, más aun cuando se tiene en cuenta que las tasas de EEUU subirán hasta 4.75%.

Creemos que la brecha que existe actualmente entre la tasa mínima de expansión del BR y la interbancaria se cerrará por completo en el 2006, debido al cambio que esperamos en la orientación de la política monetaria. Por lo anterior, pronosticamos una tasa interbancaria de 6.25%, que es equivalente a nuestra proyección de tasa mínima de expansión.

En términos de DTF pronosticamos una tasa de 6.9% en 2006. Lo anterior, implica un incremento de 50 pb frente a la proyección de cierre de 2005 (6.4%). De los 50 pb, 25 pb están vinculados al aumento que esperamos en la tasa de intervención del BR en 2006 y los otros 25 pb al cierre de la brecha que esperamos entre la tasa interbancaria y la tasa mínima de expansión del BR.

**Perspectivas tipos largos**

Para el 2006 no se espera un deterioro significativo en las condiciones que hasta el momento han permitido la apreciación de los títulos de deuda colombianos. Los factores internos pueden producir mayores ruidos en la medida en que la política monetaria tienda a ajustarse con el



fin de mantener controlada la inflación y cumplir la meta prevista para este año. Se espera que los factores internacionales que han facilitado el descenso de los tipos largos no se deterioren de forma importante.

Es claro que la política monetaria expansiva que hasta el momento se ha mantenido en Colombia no es sostenible por un periodo prolongado de tiempo. Las políticas que hasta el momento ha adoptado el BR producen presiones inflacionarias en el largo plazo. Si se tiene en cuenta que la meta del BR para 2006 es reducir la inflación a niveles cercanos al 4,5%, se esperaría un cambio importante en las condiciones monetarias para 2006. Menor liquidez y mayores tasas cortas introducirían presiones alcistas sobre las tasas de los TES. Estas presiones serían matizadas por una inflación controlada, lo que favorece el descenso de las tasas de los títulos.

Sin embargo, nuestro escenario actual de cambios en política monetaria sugiere que los aumentos de las tasas cortas serán modestos. Por lo que las presiones alcistas más importantes sobre las tasas de los TES provendrían de las operaciones de recolección de liquidez local. No se esperan ruidos electorales sobre los TES debido a que actualmente se descuenta la reelección del presidente Álvaro Uribe.

En los factores externos, el mercado ha descontado dos incrementos más en la tasa de los Fondos Federales, lo que llevaría las tasas cortas a niveles de 4,75% a marzo de 2006. Al darse el aumento en las tasas estadounidenses hasta un nivel de 4,75%, se esperaría que el nivel de los Tesoros a 10 años en EU llegue a 4,9%. Estos niveles implicarían una curva plana como la actual. El aumento en las tasas de los Tesoros estadounidenses los haría más atractivos respecto a los bonos de países emergentes, lo cual implicaría un aumento en el *spread* de la deuda emergente, incluyendo la colombiana. Sin embargo, dicho aumento no sería tan grande, debido a que no se espera que la gran liquidez mundial existente en la actualidad termine. Es decir, el *spread* colombiano, a pesar de aumentar, se mantendría en niveles históricamente bajos, lo cual produciría presiones alcistas muy moderadas en las tasas de los TES.

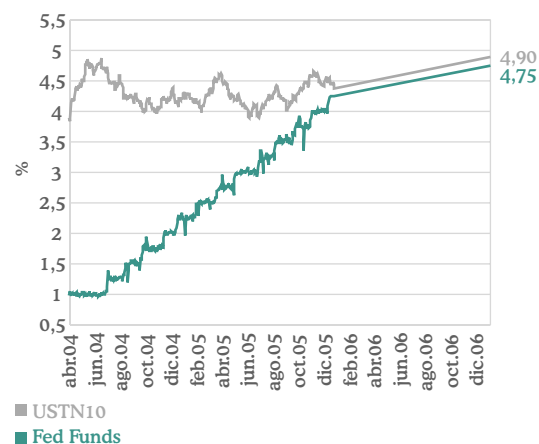
Se espera que el entorno regional y de emergentes en general continúe siendo favorable. En especial, se espera que Brasil tome las medidas de política necesarias para mejorar su desempeño económico. No se espera que los flujos observados hacia los países emergentes se reviertan. Esto permite pensar que en el 2006 se mantendrá la menor aversión internacional al riesgo que se reflejará en la continuidad de niveles de spreads de emergentes históricamente bajos.

Por las razones expresadas anteriormente, esperamos que los TES a 10 años terminen 2006 en niveles cercanos al 9,6%, lo cual representa un alza respecto a los niveles actuales, pero sería un nivel bajo respecto a los niveles históricos de las tasas.

### Mercado accionario en 2006

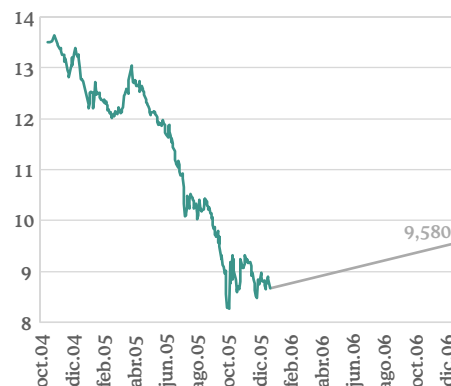
La fuerte inflación de activos financieros en 2005, especialmente los participativos, ha dado pie para que, desde el segundo semestre, surgieran alertas sobre los niveles de precios en estos papeles. A pesar de esto, el IGBC continuó su senda alcista, la recuperación del valor empresarial ha sido espectacular y los múltiplos de las compañías se encuentran en máximos históricos, hecho que fortaleció, aún más, la percepción de sobrevaloración. Lo anterior, junto con una postura monetaria esperada menos laxa, serían los factores que jugarían en contra de mayores alzas en este mercado. Sin embargo, con unas mejores expectativas de crecimiento económico para 2006, altos niveles de confianza de los agentes, condiciones satisfactorias para la inversión, con un ciclo de incrementos de tipos en EU ya en su recta final y potenciales flujos de M&A hacia Colombia, esperamos un repunte de la bolsa local cercanos al 10% anual.

### USTN10 - FED funds



Fuente: Federal Reserves. Cálculos BBVA

### Evolución esperada TES 10 años



Fuente: Banco de la República, Sistema Electrónico de Negociación

## Indicadores y Proyecciones Colombia

<b>Real</b> (Datos fin de periodo)	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005 (pr)</b>	<b>2006 (pr)</b>
PIB Corriente (miles de millones de dólares)	80,3	80,4	98,8	126,2	133,1
PIB Corriente (miles de millones de pesos)	203.451	231.214	258.341	287.737	314.769
PIB per cápita (dólares)	1.831	1.804	2.180	2.742	2.846
PIB Real (Var. Interanual)	1,9	4,1	4,0	4,9	4,4
Consumo Privado (var. interanual real)	3,0	2,1	4,1	4,9	4,7
Consumo Público	-0,3	0,7	3,3	5,6	3,1
FBCF (var. Interanual Real)	9,9	23,1	11,7	20,7	13,9
Industria	2,6	4,3	4,8	2,3	4,0
Construcción	12,4	13,6	9,7	10,8	9,6
Agricultura	0,1	2,8	2,5	2,7	2,5
Establecimientos Financieros	2,3	4,6	4,3	4,0	3,7
Comercio	1,9	5,6	5,8	9,3	7,9
Minas y Canteras	-0,5	16,9	2,2	3,1	2,0
Tasa de Desempleo Urbano (%)	15,7	14,7	13,0	11,8	10,4
<b>Precios</b>					
(Datos fin de periodo - variación % interanual)	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005 (pr)</b>	<b>2006 (pr)</b>
IPC (Final)	7,0	6,5	5,5	4,9	4,5
Inflación Básica (Final)	5,4	7,0	5,5	4,2	3,8
<b>Tipos de Interés</b>					
(Datos fin de periodo)	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005 (pr)</b>	<b>2006 (pr)</b>
DTF - Depósitos 90 días (Final)	7,7	7,9	7,7	6,3	6,9
Bono 10 años (Final)	14,983	14,121	12,747	8,671	9,581
<b>Fiscal</b>					
(% del PIB)	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005 (pr)</b>	<b>2006 (pr)</b>
Resultado Fiscal Sector Público Consolidado	-3,6	-2,6	-1,3	-1,2	-2,0
<b>Externo</b>					
(Datos fin de periodo)	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005 (pr)</b>	<b>2006 (pr)</b>
Tipo de Cambio (COP/USD)	2.865	2.778	2.390	2.282	2.373
Saldo exterior (miles de millones de USD)	0,1	0,1	1,1	1,5	0,2
Exportaciones (miles de millones de USD)	12,0	13,1	16,7	21,9	23,5
Importaciones (miles de millones de USD)	11,9	13,0	15,6	20,4	23,3

(e): Cierre estimado

(pr): Pronóstico

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
EE.UU.	2,7	4,2	3,6	2,8	2,3	2,7	3,4	2,8
UEM	0,7	1,8	1,4	2,0	2,1	2,1	2,2	2,0
Japón	1,4	2,7	2,0	2,5	-0,3	0,0	-0,2	0,2
China	10,0	10,1	9,8	9,0	1,2	3,9	1,8	2,5

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	06/01/06	jun-06	dic-06	jun-07	06/01/06	jun-06	dic-06	jun-07
EE.UU.	4,25	4,75	4,75	4,75				
UEM (\$/€)	2,25	2,50	2,75	3,25	1,22	1,20	1,22	1,24
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,50	114	117	115	110
China (cny/\$)	5,58	5,58	5,80	5,80	8,07	8,05	7,90	7,75

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	8,8	9,0	9,0	7,0	3,7	6,1	11,9	12,0
Brasil	0,5	4,9	2,7	3,4	9,3	7,6	5,6	5,5
Chile	3,7	6,1	5,9	5,5	1,1	2,4	3,7	3,1
Colombia	4,1	4,1	4,9	4,4	6,5	5,5	5,2	4,5
México	1,4	4,4	3,0	3,0	4,0	5,2	3,3	3,6
Perú	4,0	4,8	6,2	4,7	2,5	3,5	1,5	2,5
Venezuela	-9,2	17,9	9,4	4,1	27,1	19,2	14,4	15,3
LATAM <sup>1</sup>	1,7	5,9	4,4	4,1	7,1	6,8	5,9	6,0
LATAM Ex-México	1,8	6,5	5,0	4,4	8,3	7,3	6,8	6,8

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina <sup>2</sup>	0,5	2,6	1,7	1,9	5,9	2,2	3,2	2,4
Brasil	-3,6	-2,5	-3,0	-3,0	0,8	1,9	2,0	1,3
Chile <sup>2</sup>	0,0	2,5	4,8	2,0	-1,5	1,5	-0,4	-1,7
Colombia	-2,7	-1,3	-1,2	-2,0	-1,3	-1,0	-0,1	-1,1
México	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	-1,3	-1,1	-1,1	-1,3
Perú	-1,7	-1,1	-0,4	-0,6	-1,5	0,0	1,0	0,4
Venezuela <sup>2</sup>	-5,1	-1,9	1,6	-2,3	10,3	14,1	17,7	10,7
LATAM <sup>1</sup>	-1,9	-0,9	-0,8	-1,1	0,7	1,2	1,9	0,8
LATAM Ex-México	-2,7	-1,2	-1,1	-1,7	2,2	2,6	3,5	1,9

<sup>1</sup> Media de los 8 países mencionados. <sup>2</sup> Gobierno Central

	Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,99	3,01	3,15	3,7	3,1	5,0	8,0
Brasil	2,89	2,72	2,28	2,65	16,5	17,8	18,0	15,5
Chile	603	576	514	515	2,3	2,3	4,5	5,5
Colombia	2865	2404	2279	2365	8,0	7,8	6,3	6,9
México	11,24	11,15	10,63	11,30	6,0	8,7	8,8	7,0
Perú	3,47	3,28	3,42	3,40	2,5	3,0	3,3	4,5
Venezuela	1600	1920	2150	2150	15,1	12,4	10,9	10,3

## Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

### Bogotá [www.bbva.com.co](http://www.bbva.com.co)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Coyuntura Macroeconómica y Financiera	Clientes Tesorería	Bogotá, Oct. 05
Perspectivas Económicas 2005 - 2006	Fogafín	Bogotá, Oct. 05
Coyuntura y Perspectivas Macro	Fitch	Bogotá, Oct. 05
Entorno Macroeconómico	Clientes Fiduciaria	Bogotá, Nov. 05
Coyuntura Macroeconómica y Financiera	Clientes Banca de Inversión	Bogotá, Dic. 05
Panorama Económico Colombiano	Relaciones con Inversionistas	Bogotá, Dic. 05
Perspectivas Económicas 2006	Foro Corfivalle	Bogotá, Dic. 05
Perspectivas Económicas 2006	Medios de Comunicación	Bogotá, Dic. 05

### Buenos Aires [www.bancofrances.com.ar](http://www.bancofrances.com.ar)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Panorama Macroeconómico de Argentina	Renault Argentina	Buenos Aires, Oct. 05
Panorama Macroeconómico de Argentina	Schlumberger	Buenos Aires, Oct. 05
Panorama Macroeconómico de Argentina	Expotrade - Centro de Exposiciones La Rural	Buenos Aires, Oct. 05
Tipo de Cambio Real en Argentina	Seminario Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria	Buenos Aires, Nov. 05
Panorama Macroeconómico de Argentina	Lanxess	Buenos Aires, Nov. 05
Panorama Macroeconómico de Argentina 2005-2006	CTI Argentina	Buenos Aires, Dic. 05
Panorama Macroeconómico de Argentina	Clientes Institucionales de Fondos Común de Inversión	Buenos Aires, Dic. 05

### Caracas [www.provincial.com](http://www.provincial.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Macroeconómicas 2005-2007	Banca Mayorista Global	Caracas, Oct. 05
Perspectivas Mercado Petrolero	Cámara Venezolano Española de Industria y Comercio	Caracas, Oct. 05
Perspectivas Macroeconómicas 2005-2007 y su impacto en el Estado Zulia	Reunión de Clientes	Maracaibo, Oct. 05
Perspectivas Macroeconómicas 2005-2007	Banca de Empresas	Caracas, Nov. 05
Perspectivas Económicas 2005-2006 y su Impacto en la Región Centro-Occidental	Reunión de Clientes	Barquisimeto, Nov. 05

### Lima [www.bbvabancocontinental.com](http://www.bbvabancocontinental.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Perú: Escenario Económico	Cajamarquilla	Lima, Nov. 05
Situación Económica	PRAXAIR	Lima, Nov. 05
Perú: Escenario Económico	Directores BBVA	Lima, Dic. 05
Perú: Escenario Económico	CAFAE	Lima, Dic. 05
Perú: Escenario Económico	Edelnor	Lima, Dic. 05

### Madrid [www.bbva.com](http://www.bbva.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Integración Comercial en América Latina	Cumbre Iberoamericana	Salamanca, Oct. 05
Brazil: Challenges Ahead	Clientes BBVA	París, Oct. 05
Financial Markets in Emerging Countries: Does Politics Matter?	IIF	Frnakfurt, Oct. 05
¿Una Nueva <i>Agenda</i> o un Nuevo <i>Paradigma</i> para el Desarrollo?	Cumbre Iberoamericana	Salamanca, Oct. 05
Economic Outlook for Latin America	Clientes BBVA	Nueva York, Oct. 05
Entorno Económico Mundial	Congreso Venezolano de Ejecutivos de Finanzas	Caracas, Oct. 05
FDI: Competing Destinations (LAC, Asia, Eastern Europe)	Banco de España	Madrid, Oct. 05
Perspectivas Económicas entre China y América Latina	Clientes BBVA	Santiago de Chile, Nov. 05
Sector Eléctrico Español: Balance Regulatorio	Congreso Iberoamericano de Regulación Económica	Santiago de Chile, Nov. 05

**México** [www.bancomer.com](http://www.bancomer.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Escenario Económico y Financiero de México	Clientes Corporativos y Gobierno	México, D.F., Oct.-Dic. 05
Escenario Político	Inversionistas Institucionales Extranjeros	México, D.F., Oct.-Dic. 05
Escenario Económico y Financiero de México: 2005-2008	Jornadas Planeación Areas de Negocio	México, D.F., Oct. 05
La Economía Mexicanan ante el Proceso Electoral 2006	Banca Patrimonial y Privadas	N.L./S.L.P./Jalisco, Oct. 05
Ante el Reto de Rlevar el Crecimiento de la Economía	Presidentes Consejos Regionales	México D.F., Oct. 05
Mercado Hipotecario en México	Foro Universitario IMEF	Puebla, Oct. 05
Potencial de la Vivienda en México	Clientes Banca Privada	México D.F., Nov. 05
México y sus Indicadores	Colegio de la Defensa Nacional	México D.F., Nov. 05

**BBVA USA** [www.bancomer.com](http://www.bancomer.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Escenario Económico y Financiero en Estados Unidos	COAP Puerto Rico	México D.F., Oct. 05
Entorno Macroeconómico de Estados Unidos	Comité de Tesorería	México D.F., Oct. 05
Inflación y Política Monetaria de Estados Unidos	Comité de Tesorería	México D.F., Oct. 05
Escenario Económico y Financiero en Estados Unidos	COAP Puerto Rico	México D.F., Nov. 05
Perspectivas Económicas Estados Unidos	BBVA USA	Laredo, Nov. 05
Política Monetaria en la Era de Bernanke	BBVA Banco Francés	Buenos Aires, Nov. 05

**Santiago de Chile** [www.bhif.cl](http://www.bhif.cl)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Chile y sus Perspectivas en Contexto Internacional 2005-06	Clientes BBVA	Puerto Varas, Oct. 05
Competitividad y Liderazgo en América Latina	CEPAL	Santiago, Nov. 05
Desafíos para Chile en Contexto Global 2005-06	Clientes BBVA	Punta Arenas, Nov. 05
Desafíos para Chile en Contexto Global 2005-07	Agentes Banca Personas BBVA	Santiago, Nov. 05
Desafíos para Chile en Contexto Global 2005-08	Agentes Banca Personas BBVA	Valparaíso, Dic. 05





## Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

### Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

Latam y Mercados Emergentes: Luis Carranza

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

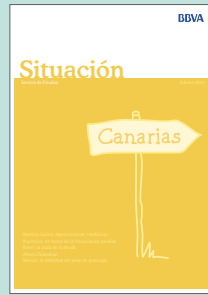
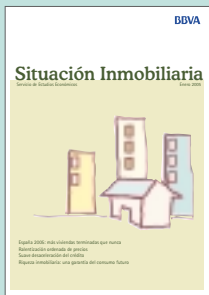
Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Flujos Financieros: Sonsoles Castillo

## otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.