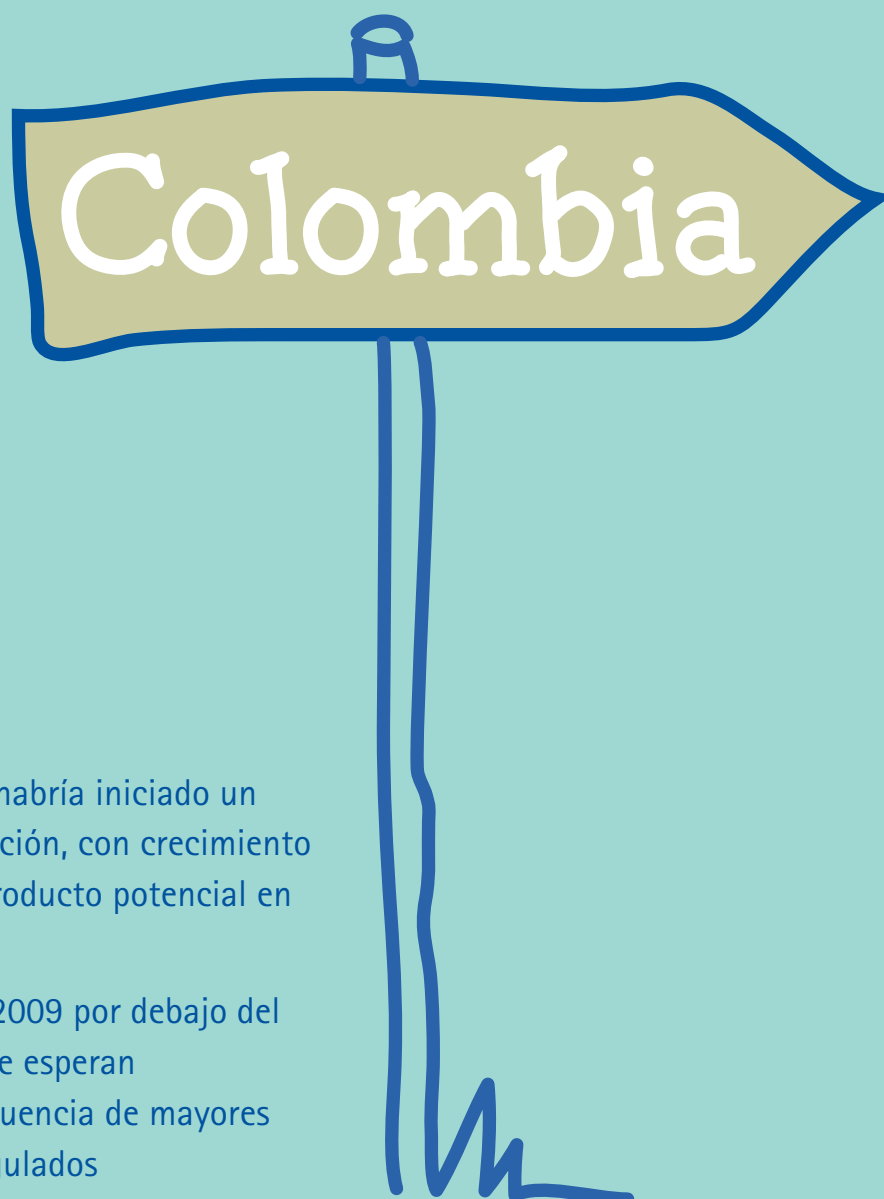


# Situación

Servicio de Estudios Económicos  
ISSN 2011-6357

Segundo Semestre 2009



- La economía colombiana habría iniciado un proceso lento de recuperación, con crecimiento positivo pero inferior al producto potencial en los próximos años
- La inflación terminará el 2009 por debajo del rango meta y para 2010 se esperan incrementos como consecuencia de mayores precios de alimentos y regulados
- 2010 marcará el inicio de un proceso lento de normalización de la política monetaria

# Índice

Segundo semestre 2009

Resumen ejecutivo	2
Entorno internacional	3
Entorno macroeconómico	5
Política monetaria y cambiaria	11
Sector Financiero	13
Recuadro: Cambios en el esquema de acumulación de provisiones	15
Artículo: Infraestructura y crecimiento económico: el papel de las obras públicas	16
Estadísticas y previsiones	19

Esta publicación fue coordinada por:

Joaquín Vial  
Economista Jefe América del Sur

[jvial@bbvaprovida.cl](mailto:jvial@bbvaprovida.cl)

Han elaborado esta publicación:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Colombia  
Juana Téllez  
Economista Jefe

[juana.tellez@bbva.com.co](mailto:juana.tellez@bbva.com.co)

Mauricio Hernández  
Manuel Moscoso  
Mario Nigrinis  
Manuel Rey

[mauricio.hernandez@bbva.com.co](mailto:mauricio.hernandez@bbva.com.co)  
[manuel.moscoso@bbva.com.co](mailto:manuel.moscoso@bbva.com.co)  
[mario.nigrinis@bbva.com.co](mailto:mario.nigrinis@bbva.com.co)  
[manuel.rey@bbva.com.co](mailto:manuel.rey@bbva.com.co)

## Resumen Ejecutivo

Durante la segunda mitad de 2009 la economía mundial ha comenzado a dar señales más claras de recuperación. Al tiempo que vuelve lentamente la estabilidad en los mercados financieros, la actividad productiva se estabiliza en las principales economías desarrolladas. Sin embargo los fundamentales se mantienen débiles y la discusión durante los próximos trimestres se centrará en la estrategia de salida de los estímulos monetarios y fiscales.

La economía colombiana sintió los efectos de la menor demanda interna y externa, si bien la mejor ejecución de obras públicas ha amortiguado parte de la caída en la actividad económica. Parecería que lo peor de la crisis quedó atrás de tal forma que en 2009 la economía crecería ligeramente por encima de cero. Para 2010 la senda proyectada implica un proceso lento de recuperación de la actividad económica, con crecimiento positivo pero inferior al producto potencial.

La inflación continuó con una caída sostenida, alcanzando su nivel más bajo en más de 45 años. Los menores precios de los alimentos, la estabilidad en los precios de los combustibles, el proceso de apreciación de la moneda y la debilidad de la demanda interna explican la fuerte disminución de la inflación durante 2009. Bajo este escenario el Banco de la República definió su meta de inflación para 2010 entre 2% y 4%, nivel consistente con el objetivo de largo plazo. Se espera que la inflación termine 2009 por debajo de 3%, y que en 2010 la inflación se ubique cerca del límite superior de la meta del Banco de la República (BanRep) como consecuencia del impacto del Fenómeno del Niño en los precios de los alimentos.

El acceso al financiamiento, interno y externo, ha permitido que la política fiscal continúe siendo expansiva a pesar de la disminución de los ingresos tributarios. Las cuentas fiscales y el mayor déficit fiscal esperado para el año entrante serán temas a seguir en los meses venideros.

El buen comportamiento de la inflación, la fortaleza del peso colombiano, la debilidad en la demanda interna y las restricciones comerciales con los países vecinos llevaron al BanRep a profundizar su política expansiva durante la segunda mitad de 2009. Para 2010 se espera que se mantengan tasas bajas, iniciándose la normalización de la política monetaria en la segunda mitad año.

A pesar de la desaceleración del crecimiento de la cartera y del leve deterioro de los indicadores de calidad, el sistema financiero continúa presentando un comportamiento favorable. El mercado de capitales ha presentado un comportamiento positivo durante la segunda mitad del año con valorizaciones en los mercados de renta fija y renta variable. En resumen, la economía colombiana ha resistido muy bien el choque externo, reflejando así las fortalezas construidas a partir del proceso de reformas económicas iniciadas en la década de los noventa. Las instituciones e instrumentos que se implementaron a partir de esta fecha permitieron afrontar el proceso de desaceleración doméstica y el choque externo, uno de los más grandes de los últimos tiempos. Esto da pie para pensar que está ocurriendo un cambio estructural en las percepciones de riesgo de Colombia y varios países de la región, lo que mejora las oportunidades para atraer capitales y nuevos negocios al país.

## Entorno internacional

### Las perspectivas económicas mundiales mejoran ...

Desde mediados de año la economía mundial ha comenzado a dar señales más claras de recuperación. La sensación de caída libre imperante a fines de 2008 y comienzos de este año ha dado paso a una de relativa estabilidad y, en algunos casos, de crecimiento moderado. El cambio de tendencia se ha visto favorecido por las excepcionales medidas de estímulo adoptadas por la mayor parte las economías. Ellas se encuadran tanto en el frente monetario -con reducciones sustanciales de los tipos de intervención, inyecciones masivas de liquidez y operaciones no convencionales con activos-, como en el frente fiscal, con estímulos fiscales que han dado impulso a sectores, como por ejemplo el automotriz, y han ayudado a sostener temporalmente las rentas y el gasto de los agentes privados.

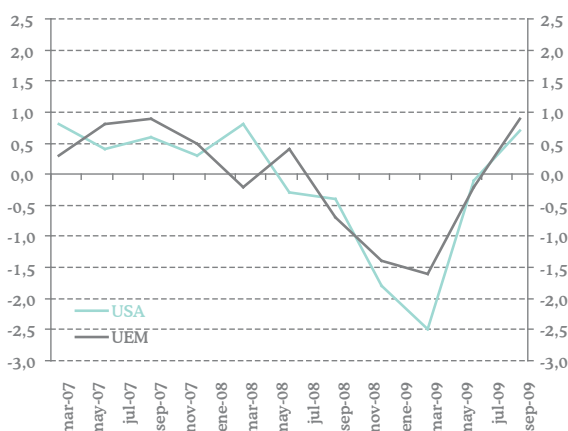
### ...aunque a corto plazo los riesgos a la baja continúan latentes, sobre todo en las economías más avanzadas

Los fundamentos de la coyuntura económica global continúan frágiles y, por lo tanto, los riesgos a la baja siguen vigentes a corto plazo. El principal riesgo se encuentra en una eventual retirada prematura de los planes de estímulo, sobre todo en las economías más avanzadas, y en la incertidumbre sobre si el gasto privado podrá sustituir al gasto público como principal vector de la recuperación. En los países desarrollados, el crecimiento durante la fase expansiva fue impulsado por la demanda interna, apoyado en el aumento de la renta disponible y en un, a la postre, muy elevado endeudamiento privado, algo que no va a ocurrir en esta nueva fase del ciclo. Adicionalmente, el empleo tampoco va a contribuir a una rápida salida de la crisis, toda vez que el ritmo de destrucción del empleo sigue siendo aún muy elevado en muchas economías.

Por todo ello, el mayor reto al que se enfrenta la política económica actualmente es la implementación apropiada en tiempo y plazo de la retirada de los programas de apoyo público, fiscal y monetario.

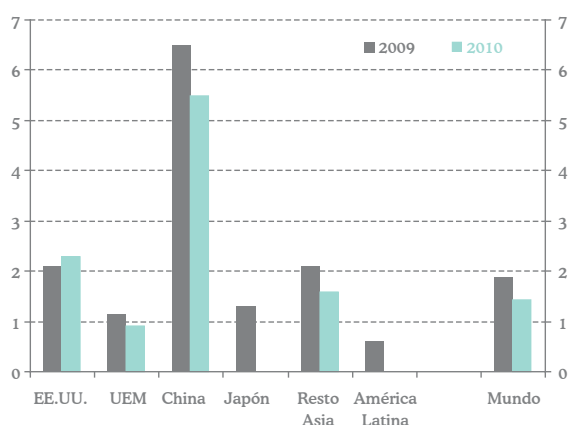
En esta situación, el escenario más probable apuntaría a un mantenimiento de tipos oficiales bajos durante un período prolongado, pues no parece que se vaya a observar un repunte relevante de la inflación en un contexto de elevada capacidad productiva disponible. Sin embargo, el sostenimiento de los estímulos en el tiempo podría tener a su vez consecuencias nocivas al distorsionar los incentivos para tomar decisiones de ajuste de balances, y, segundo, al poner en cuestión la sostenibilidad de las cuentas públicas de muchas economías. Parece probable entonces que los bancos centrales vayan paulatinamente ensayando posibles alternativas para normalizar, llegado el momento, sus políticas de liquidez. La evidencia de las últimas semanas muestra la importancia de la comunicación por las autoridades monetarias durante esta fase, separando lo que se diga respecto del diseño de las estrategias de salida, y el momento de su aplicación, que debería posponerse hasta que la economía de señales de recuperación autosostenida.

### USA y UEM: Crecimiento del PIB (variación intertrimestral %)



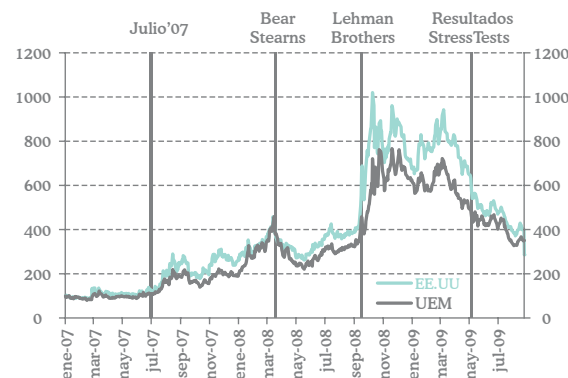
Fuente: SEE BBVA

### Programas de estímulo fiscal: Tamaño (% del PIB)



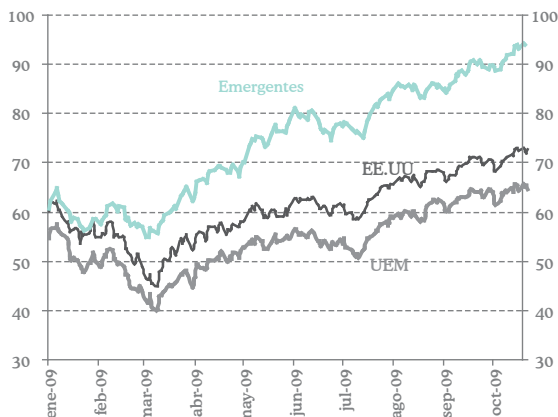
Fuente: SEE BBVA

### Indicador de Tensiones Financieras (100 = enero-07)



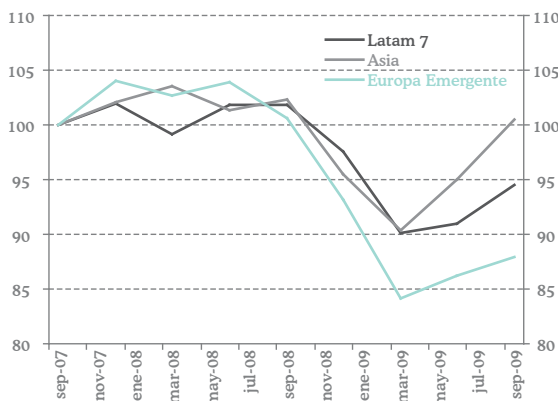
Fuente: Servicio de Estudios  
Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa americana, CDS bancarios y CDS corporativos

### Evolución de los mercados de renta variable (Julio 2007=100)



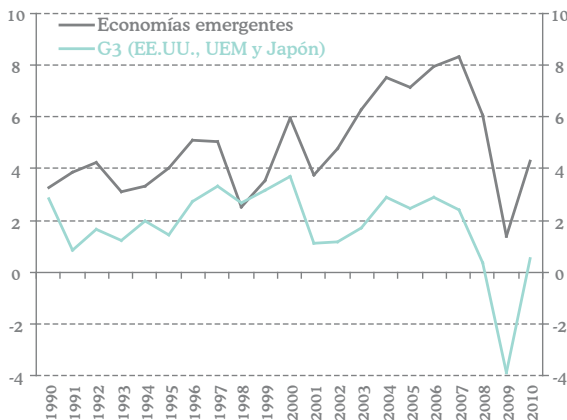
Fuente: Bloomberg and MSCI

### Producción Industrial (Índice, 2007:3=100)



Fuente: Bloomberg

### Economías emergentes y G3: Crecimiento del PIB (variación interanual %)



Fuente: Bloomberg

Si bien las tensiones financieras se han reducido progresivamente desde los máximos alcanzados tras la caída de Lehman, la situación actual dista de ser plenamente satisfactoria: de hecho, los niveles de tensión en los mercados se encuentran todavía lejos de los niveles pre-crisis. Los mayores avances hasta la fecha se han producido en los mercados interbancarios. Por su parte, la reducción de las primas de riesgo ha sido extraordinariamente rápida durante los últimos meses.

### Las economías emergentes, nuevo motor del crecimiento global...

La recuperación económica se presenta de forma muy heterogénea. En términos generales, las economías emergentes se encuentran en una senda de recuperación más sólida que las desarrolladas. Este hecho se explica por un conjunto de factores diferenciadores que han permitido a la mayor parte de estas economías (con la excepción de los países de Europa Emergente) sortear más fácilmente el encarecimiento de los mercados de financiación y la contracción de la actividad y el empleo. En particular, su menor exposición a la crisis financiera, sobre todo en sus compases iniciales; el éxito de los programas de estímulo fiscal y monetario puestos en marcha tras el estallido de la crisis; el incremento en los precios de las materias primas durante los últimos meses; la recuperación del comercio mundial tras el desplome sufrido a finales de 2008; y, quizás lo más relevante para la sostenibilidad de su crecimiento a largo plazo, los esfuerzos previos, en muchas de ellas, por fomentar y practicar una política de estabilidad macroeconómica.

En lo que se refiere a las economías desarrolladas, la de EE.UU. parece encontrarse mejor posicionada que la europea. En particular, el impulso fiscal en EE.UU. tendrá un impacto más significativo sobre el crecimiento en los próximos años. Así, en 2010 se estima alcance los 3 puntos porcentuales (pp), frente a los 1,5 pp en Europa. El escenario más probable para la economía de EE.UU. es de un moderado crecimiento ya que no hay certeza de que una vez se acabe el estímulo público, el sector privado recupere un alto crecimiento sostenido. Por otra parte, cuestiones como el desempleo o las cuentas públicas todavía son fuentes de preocupación manifiesta.

En cuanto a Europa, el impulso fiscal será menos elevado en 2010 y heterogéneo entre países. La recuperación de la actividad se verá también pospuesta por el mayor grado de rigidez del mercado laboral europeo.

Entre los países emergentes, los indicios de recuperación de la actividad son ya claros, con algunas diferencias destacables. China ya retomó ritmos de crecimiento muy elevados, justificados en parte por un aumento muy rápido del crédito y otras medidas de estímulo. Dentro de América Latina, la mayor parte de países ya muestran señales de crecimientos positivos durante el tercer trimestre. Más riesgos presenta, sin embargo, la situación de las economías emergentes europeas, que presentan una mayor fragilidad macroeconómica y financiera.

## Y los precios de materias primas se recuperan en este contexto más positivo

La fuerte demanda proveniente de China primero, y las perspectivas de una recuperación de los países desarrollados en 2010 han dado un soporte muy importante a las materias primas, que iniciaron su recuperación junto a los mercados de renta variable. En los últimos meses, la caída en la aversión al riesgo y el debilitamiento del dólar han atraído inversiones financieras a estos mercados, apoyando la recuperación de precios. Ello ha permitido aliviar las presiones sobre el financiamiento público que experimentaron algunas economías emergentes a comienzos del año y han dado un sustento adicional a la apreciación de las monedas de países ricos en recursos naturales. Las perspectivas de precios para 2010 dependerán de la sincronización entre la recuperación de la producción industrial en países desarrollados y la normalización de la demanda proveniente de China. Como esperamos que la segunda preceda a la primera, estimamos que los fundamentos deberían apuntar a una corrección moderada de los precios de materias primas en los meses venideros, seguida de nuevas alzas en la medida que la reactivación de la demanda global comience a dejar de manifiesto las restricciones para ampliar la capacidad de oferta en los próximos años.

## Entorno macroeconómico

### El impacto de la crisis externa sobre la demanda privada fue compensado parcialmente por la inversión en obras civiles durante el primer semestre

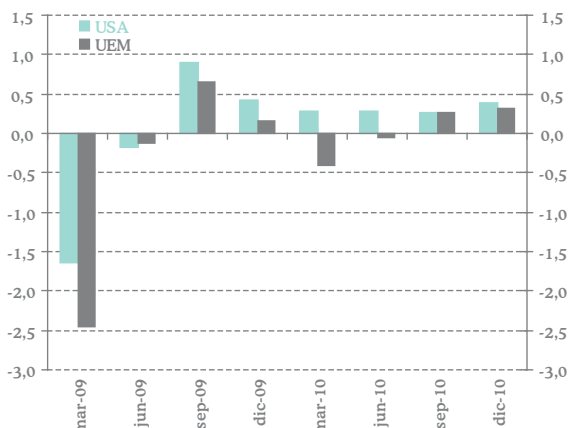
La crisis externa determinó una reducción profunda en la demanda global y en el precio de las principales materias primas. Esto significó un choque de confianza sobre empresarios y consumidores que se manifestó a través de una menor demanda interna, especialmente en inversión privada, y en el comportamiento negativo de las ventas minoristas y la producción industrial.

Adicionalmente, el menor ritmo de actividad económica en Venezuela y el bajo precio del petróleo ocasionaron una disminución en las exportaciones de bienes manufacturados hacia ese país, profundizando aún más la caída en las ventas de la industria.

El PIB cayó 0,5% a/a en el primer semestre del año. El consumo y la inversión privados presentaron caídas superiores que éste entre enero y junio. Los consumidores postergaron su gasto por la incertidumbre en el mercado laboral. Los empresarios decidieron aplazar sus proyectos de inversión ante la elevada incertidumbre económica, los menores pedidos de la industria y la acumulación de inventarios de vivienda en el sector de la construcción.

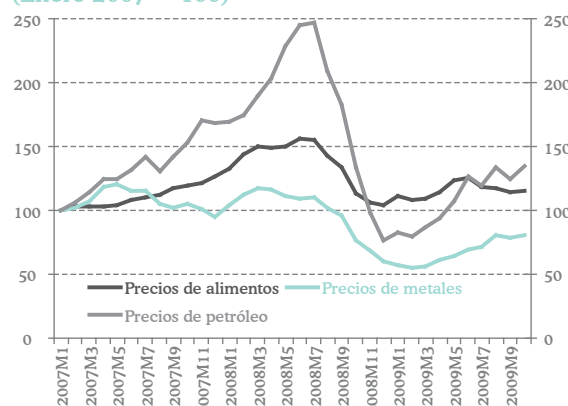
El acceso al financiamiento externo e interno permitió un crecimiento real en el nivel de gasto del gobierno, acompañado de una mayor eficiencia en la ejecución de la inversión pública, a pesar de la reducción en los ingresos tributarios. Entre enero y junio las obras civiles crecieron 25,2% a/a, principalmente por el mayor avance de obras portuarias, construcciones para la minería y carreteras.

## USA y UEM: Crecimiento del PIB (Variación intertrimestral %)



Fuente SEE BBVA

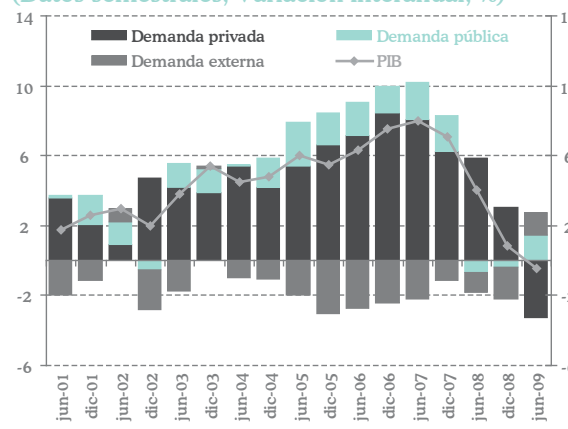
## Precios de Materias Primas (Enero 2007 = 100)



Fuente: FMI

SEE BBVA

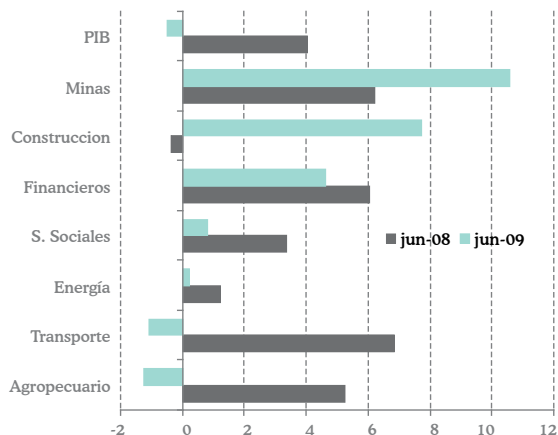
## Contribuciones al crecimiento económico (Datos semestrales, Variación interanual, %)



Fuente: DANE y cálculos SEE BBVA

SEE BBVA

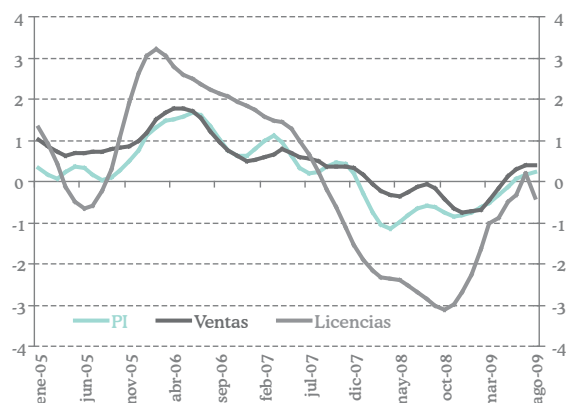
### PIB por ramas de Actividad Económica (Datos semestrales, Variación interanual, %)



Fuente: DANE

SEE BBVA

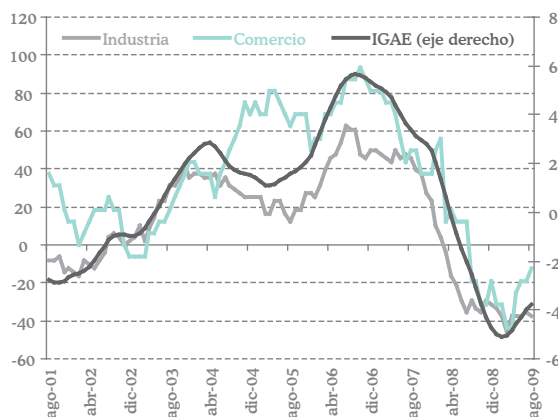
### Producción industrial, ventas minoristas y licencias de construcción (Series Ajustadas por estacionalidad, m/m %)



Fuente: DANE y SEE BBVA

SEE BBVA

### Índice de Balance sectorial y de actividad económica



Fuente: SEE BBVA

SEE BBVA

Asimismo, el actual panorama de baja inflación le permitió al Banco de la República cambiar su postura monetaria. En lo corrido del año se pasó de una política restrictiva, que tenía como objetivo fundamental el control de los brotes inflacionarios de los años anteriores, a una que pretende estimular el crecimiento económico y aliviar la carga financiera de los hogares.

Por último, la demanda externa neta contribuyó positivamente al crecimiento en la primera mitad de 2009. La reducción en las exportaciones fue compensada por la caída en las importaciones, que se correspondió con el fuerte ajuste en la demanda privada. Durante este periodo, el sector de minería e hidrocarburos mejoró notablemente su productividad, incrementó el volumen de sus exportaciones y aumentó su aporte al PIB, atenuando la caída en los términos de intercambio.

### Lo peor de la crisis habría quedado atrás y en 2009 el PIB tendría un crecimiento ligeramente positivo

En el tercer trimestre los resultados de la actividad económica todavía muestran variaciones negativas en términos interanuales para la producción industrial, las ventas minoristas y las licencias de construcción. No obstante, el comercio y la industria han iniciado su proceso de desacumulación de inventarios al punto que una eventual reactivación de la demanda implicaría una respuesta relativamente rápida de las ventas del comercio, los pedidos a la industria y las importaciones. Igualmente, las menores tasas de interés y el incentivo para la compra de vivienda nueva que introdujo el gobierno en abril han reducido los tiempos de rotación de la vivienda y han determinado una recuperación en las áreas licenciadas en los últimos meses. De esta forma, según el rezago característico de la actividad constructora respecto a las licencias, se podría esperar una recuperación de la inversión en edificaciones desde finales de 2009.

Asimismo, las diferentes encuestas de confianza señalan un punto de inflexión en las expectativas de los agentes a partir de julio. De mantenerse este cambio en la tendencia, que alimenta el inicio de una recuperación, se abre la posibilidad de tener una variación interanual positiva en el cuarto trimestre. Esto sustentaría la hipótesis de un crecimiento ligeramente positivo durante todo el 2009, a pesar que se anticipa una nueva caída del PIB a septiembre.

Sin embargo, persisten algunos riesgos sobre la actividad del segundo semestre que podrían posponer el proceso de recuperación económica. En primer lugar, la economía enfrenta nuevas restricciones al comercio con Venezuela, en línea con lo anticipado, que están determinando una caída más profunda de las exportaciones de materias primas de origen industrial. Así mismo, aunque las obras civiles seguirían siendo la principal fuente de crecimiento, con aportes positivos al PIB en los próximos trimestres, no se anticipan variaciones interanuales similares a las mostradas hasta junio.

Para el año 2009 esperamos un crecimiento ligeramente positivo (0,1% a/a), con una contracción en el tercer trimestre similar a la observada entre enero y junio, y con un crecimiento cercano a 2,0% a/a en el último trimestre. Esta proyección contempla una estabilización en el avance de las obras civiles, menores exportaciones industriales y un ajuste adicional en la inversión, correspondido con menores im-

portaciones. Además, esta previsión está respaldada por el comportamiento reciente de los indicadores de actividad económica. Tanto el Índice de Actividad BBVA (IGAE) como el Balance Sectorial BBVA para la industria y el comercio muestran que se habría iniciado el proceso de recuperación a finales del primer semestre.

### Durante los próximos años la economía transitará lentamente hacia su crecimiento potencial

La economía colombiana tardará en recuperar su senda de crecimiento potencial. El escenario internacional impone límites en la medida que los países desarrollados tardan en recuperar su senda de crecimiento. La consolidación de nuevos mercados para las exportaciones industriales demorará en efectuarse y determinará la debilidad de la actividad manufacturera en los próximos trimestres. Por tanto, las exportaciones reales sólo en 2011 empezarán a crecer.

Asimismo, el incremento en la tasa de desempleo y el deterioro en la calidad del empleo limitarán la recuperación del consumo privado. El mayor número de ocupados que reportó el DANE durante el año estuvo sustentado en la creación de empleo no asalariado, con efecto negativo sobre el ingreso disponible de las familias. De esta forma, hasta 2010 el consumo lograría tasas positivas de crecimiento, aunque bajas, una vez se complete la transmisión de las tasas de interés del Banco de la República al mercado y se den reducciones adicionales en la carga financiera de los hogares.

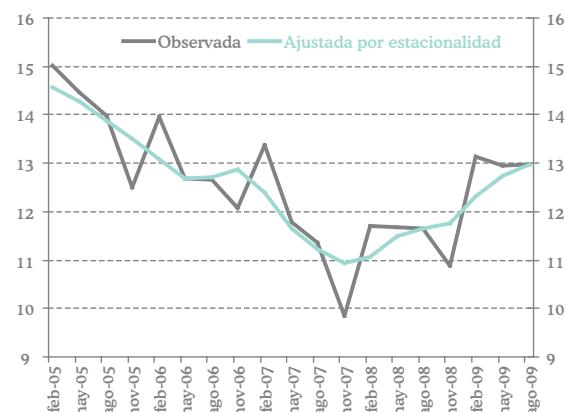
La inversión privada finalizaría su ajuste durante 2009 e iniciaría un nuevo ciclo ascendente a finales de 2010, cuando esperamos una aceleración de la construcción y la estabilización en la industria, permitiendo un mejor comportamiento del gasto en inversión residencial y en maquinaria y equipo. No obstante, los niveles de inversión que se lograron en la primera parte de 2008 sólo se conseguirán hasta finales de 2011.

La inversión en obras civiles por su parte se mantendría en niveles altos durante los tres años siguientes, gracias a la continuidad en los proyectos de transporte público masivo e infraestructura energética y de transporte. Sin embargo, las obras civiles no tendrían espacio suficiente para reportar crecimientos interanuales significativos a partir de 2010. En resumen, esperamos una lenta recuperación de la economía en los próximos años, con tasas de crecimiento en 2010 y 2011 por debajo del nivel potencial (2,4% y 3,5%, respectivamente) y volviendo a la senda de largo plazo a finales de 2012 (4,5% a/a).

### A lo largo del año la inflación cayó más de lo esperado

En 2009 la inflación ha presentado una fuerte disminución llegando al nivel más bajo de los últimos de 47 años. Esta dinámica se explica principalmente por la caída en la demanda interna, el mejor comportamiento de los precios de los alimentos y por la estabilidad en los precios de los bienes regulados. Las favorables condiciones climáticas durante la primera parte del año presionaron a la baja los precios de los bienes perecederos y al mismo tiempo las restricciones comerciales con Venezuela incrementaron la oferta local de cárnicos. Por su parte la política del Gobierno Nacional respecto a los precios de los

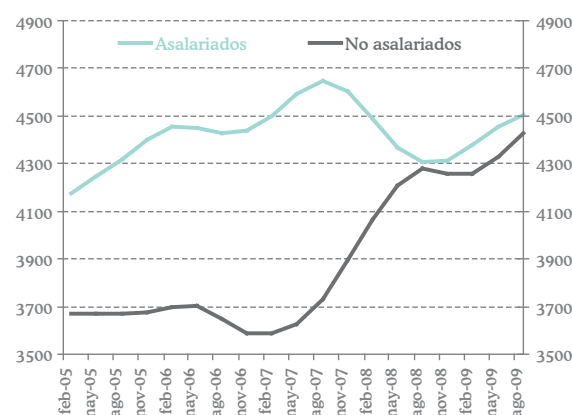
### Tasa de desempleo urbano (Trimestre móvil, %)



Fuente: DANE

SEE BBVA

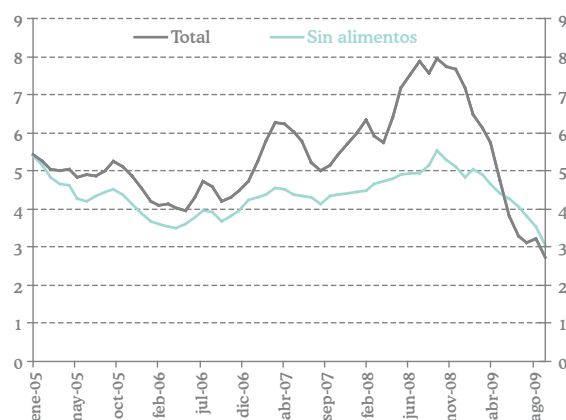
### Empleo asalariado y no asalariado (Miles de personas, ajuste por estacionalidad)



Fuente: DANE

SEE BBVA

### Inflación

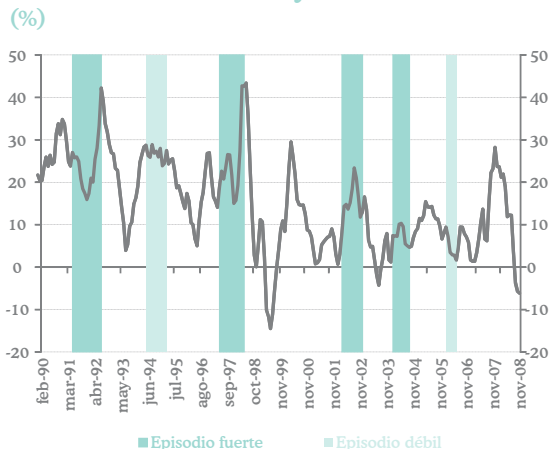


Fuente: Banco de la República

SEE BBVA



### Inflación de alimentos y Fenómeno del Niño (%)



Fuente: DANE y SEE BBVA

SEE BBVA

combustibles, que no permitió una transmisión completa de la disminución de los precios internacionales del crudo, los ha mantenido estables a pesar de su repunte reciente.

Los indicadores de inflación básica han presentado disminuciones importantes, aunque menores a las de la inflación total, en la segunda mitad del año. Este descenso se explica en parte por una disminución en la inflación de no transables y por las menores presiones en la inflación de transables como consecuencia de la apreciación del peso. El comportamiento esperado, y el observado, de la inflación en lo corrido del año permite prever que la inflación se ubicará por debajo del límite inferior del rango meta al finalizar 2009.

### Inflación para 2010 mayor a la de 2009

Para 2010 el Banco de la República fijó el rango meta de inflación entre 2% y 4% equivalente a su meta de largo plazo. La meta de inflación que se estableció es exigente y busca aprovechar la coyuntura favorable de precios en 2009 para anclar las expectativas de inflación alrededor del nivel de largo plazo. Los favorables factores climáticos que se presentaron durante el 2009 no se repetirán en el 2010 y la confirmación del efecto climático conocido como el Fenómeno del Niño se presenta como una fuente de incertidumbre que puede presionar al alza los precios de los alimentos. Por otra parte, el incremento de los precios internacionales del petróleo y la baja flexibilidad fiscal, aseguran incrementos en el precio de la gasolina que llevarán a incrementos en la inflación de los bienes regulados en 2010.

Sin embargo, la lenta recuperación esperada de la economía mantendrá la brecha de capacidad instalada durante 2010, disminuyendo las presiones inflacionarias de demanda. Sumado a lo anterior, el comportamiento esperado de la tasa de cambio no permite prever importantes presiones al alza en los precios de los bienes transables. El principal factor de riesgo para el pronóstico de inflación es la intensidad del Fenómeno del Niño y su impacto en el precio de los alimentos.

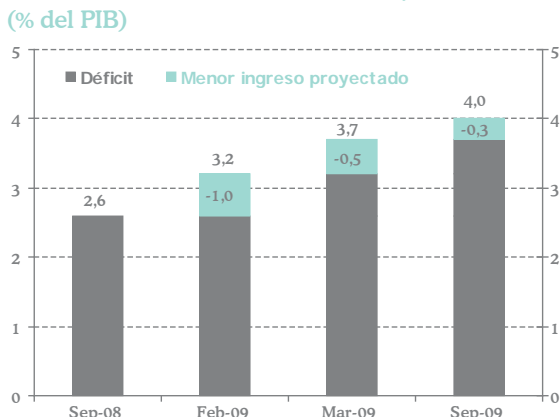
### El mayor acceso al financiamiento externo le permitió al gobierno una política ligeramente expansiva

En septiembre pasado el gobierno aumentó su proyección del déficit fiscal para 2009 hasta 4,0% del PIB, desde un nivel previo de 3,7% del PIB. Esta decisión anticipó un menor crecimiento económico, una reducción esperada en el recaudo de impuestos y el mantenimiento de los mismos niveles de gasto planeados desde enero de este año. Sin embargo, es probable que ante la reducción adicional del recaudo de impuestos externos el déficit sea unos puntos superior al finalizar el año.

Los ingresos como porcentaje del PIB se estabilizarán en valores similares a los de 2008 (15,7%) y el gasto tendrá un incremento cercano al 1,7% del PIB, especialmente por las mayores transferencias hacia las regiones y por concepto de pensiones. Asimismo, si bien la inversión total se redujo marginalmente, ésta se focalizó sobre tres sectores específicos: infraestructura, apoyo social y estímulos al sector productivo.

Adicionalmente, la incapacidad para realizar privatizaciones previstas durante 2009 incrementó las necesidades de financiamiento del Go-

### Plan Financiero del GNC 2009 (% del PIB)

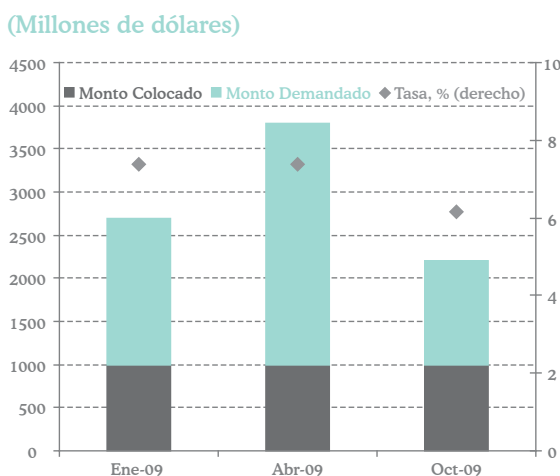


\* En febrero de 2009 se redujeron los ingresos en 1,0% del PIB, pero se compensó con un aplazamiento en el gasto por 0,5% del PIB.

Fuente: Ministerio de Hacienda

SEE BBVA

### Emisiones Bonos del Gobierno (Millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Hacienda

SEE BBVA

bierno Nacional Central y significó la consecución de recursos nuevos por COP 4,4 billones para compensar el mayor déficit esperado y la menor entrada de recursos por privatizaciones. Como consecuencia, se incrementó la meta de emisión interna de títulos y se disminuyó la disponibilidad final de caja en pesos.

Según cálculos del SEE BBVA, el déficit fiscal del GNC se ampliaría en 2010 hasta 4,5% del PIB, con una reducción de 1,6% del PIB en el ingreso corriente con respecto a 2009. Por su parte, el gasto se reduciría en 1,0% del PIB gracias a la eliminación del subsidio a los combustibles y por los menores recursos destinados hacia la seguridad democrática. A pesar de esto, el gobierno espera mantener la inversión como porcentaje del PIB.

### Las proyecciones de déficit fiscal anticipan mayores necesidades de financiamiento para el gobierno

De darse estos resultados el gobierno tendría nuevas necesidades de financiamiento no contempladas bajo las actuales metas de emisión. Si se pretende mantener el nivel de gasto planeado sin modificaciones, es probable que se reduzca de nuevo la disponibilidad final en pesos de 2009 (en cerca de COP 1 billón), se aumenten las metas de emisión en 2010 (en al menos COP 2,0 billones) y se efectúen operaciones de canje para ampliar los vencimientos de la deuda con maduración más cercana. A pesar de esto, las condiciones de liquidez internas y externas permitirían una mayor demanda de recursos por el gobierno.

En búsqueda de la consolidación de las cuentas fiscales y anticipando una de las grandes incertidumbres de la economía colombiana para los próximos años, el Gobierno anunció preliminarmente que iniciará el diseño de una regla de política fiscal.

### El ajuste de la demanda interna se reflejó en un menor déficit de la cuenta corriente

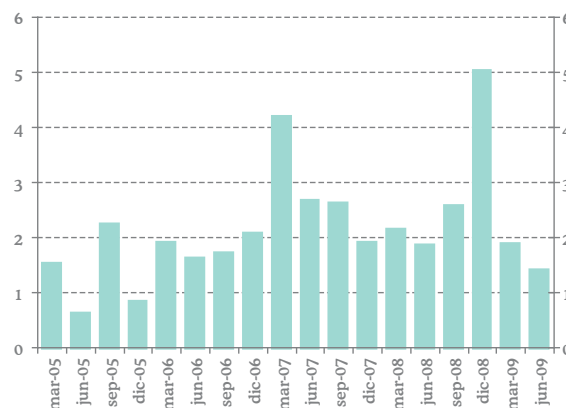
Durante el primer semestre del año el déficit en la cuenta corriente se ubicó en 1,6% del PIB, inferior al registrado un año atrás (2,0% del PIB). Este ajuste se explica por un balance menos negativo en la renta de factores, como consecuencia del menor ritmo de actividad económica interna y su efecto sobre el estado de resultados de las empresas extranjeras.

Igualmente, el desempeño de las exportaciones sorprendió positivamente hasta junio, especialmente por las ventas de bienes primarios a Venezuela y por el fuerte incremento en los volúmenes exportados de petróleo. Por su parte las importaciones estuvieron afectadas por el menor consumo de bienes durables, la caída en la producción industrial y la disminución en la inversión privada, mostrando disminuciones considerables en estos rubros, en línea con la previsión.

El financiamiento de la economía sigue basándose en los flujos de largo plazo. La inversión extranjera directa se redujo 9,1% a/a, pero se consolidó como la segunda mejor entrada de capital históricamente, sólo por debajo del primer semestre de 2008. Asimismo, las emisiones corporativas de empresas locales en el exterior fueron exitosas. De esta forma, a diferencia de crisis anteriores, el país garantizó el

### Déficit en cuenta corriente

(% de PIB)



Fuente: Banco de la República

SEE BBVA

### Balanza de pagos

(% de PIB)

	2007	2008	1S09
Cuenta corriente	-2,8	-2,8	-1,6
Balanza de bienes	-0,3	0,4	1,0
Exportaciones	14,1	15,2	14,5
Importaciones	14,5	14,9	13,7
Operaciones especiales	0,1	0,1	0,2
Servicios	-1,3	-1,3	-1,0
Renta de los factores	-3,8	-4,2	-3,9
Transferencias corrientes	2,5	2,3	2,2
Cuenta financiera	5,0	3,9	1,8
Largo plazo	5,5	4,1	3,9
IED	4,4	4,4	4,6
Corto plazo	-0,5	-0,2	-2,1
Reservas internacionales brutas	10,1	9,9	10,7

Fuente: Banco de la República

SEE BBVA

### Exportaciones FOB

(Composición y destino, variación interanual)

	2007	2008	2009*
Tradicionales	20,3	40,8	-22,6
Petróleo	15,6	66,9	-33,5
Resto	25,7	13,1	-4,2
No tradicionales	25,5	11,6	-13,4
Venezuela	93,1	14,3	-17,9
Ecuador	3,0	16,5	-17,4
Estados Unidos	-4,7	10,7	-6,0
Unión Europea	28,6	12,1	-20,8
Resto	12,5	8,0	-10,8
Total	23,0	25,5	-18,5

\*Año corrido hasta septiembre  
Fuente: DANE

SEE BBVA

ahorro externo que le permitió seguir financiando su exceso de gasto y los menores flujos privados fueron más que compensados por las entradas de capital hacia el sector público, incluso con algunas presiones sobre la apreciación del peso.

### En el segundo semestre se anticipa una mayor caída de las exportaciones y una estabilización en el nivel de importaciones

En la segunda mitad del año los datos conocidos anticipan una ampliación moderada del déficit en cuenta corriente. Las remesas de los trabajadores han acelerado su ritmo de caída en los últimos meses y las exportaciones de bienes primarios e intermedios a Venezuela se estancaron en el tercer trimestre, dejando de ser el soporte para las ventas no tradicionales.

Para 2009 se espera que el déficit en la cuenta corriente se ubique en 2,4% del PIB, ya que el segundo semestre tendría un déficit cercano a 3,0%, implicando mayores necesidades de financiamiento externo en la cuenta de capitales. No obstante, el mejor desempeño de la inversión extranjera y el fácil acceso al mercado de capitales por parte de empresas privadas y el gobierno permitirán costear con facilidad el desbalance externo. En 2010 se espera que el déficit en cuenta corriente se ubique por debajo de 2,0% ante una reducción adicional en los envíos de dividendos al exterior, los mejores términos de intercambio y una recuperación débil de las importaciones.

Tasas a/a, %	Mar-09	Jun-09	Sep-09py	Dic-09py	Mar-10py	Jun-10py	Sep-10py	dic-10py	2008	2009py	2010py
Consumo Final	-0,3	-0,3	-0,6	-0,2	1,1	1,8	2,2	1,7	2,3	-0,4	1,7
Consumo Privado	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	0,5	1,9	2,4	1,8	2,5	-0,7	1,6
Consumo Público	0,3	0,9	0,0	1,6	3,3	1,4	1,4	1,4	1,3	0,7	1,9
Inversión Bruta	-3,7	-7,3	-11,3	-4,2	0,7	2,7	7,9	11,3	7,7	-6,7	5,6
Demanda interna	-1,1	-2,1	-3,3	-1,2	1,0	2,0	3,5	3,9	3,6	-1,9	2,6
Exportaciones	2,0	-5,7	-6,3	-11,0	-12,0	-4,0	-1,9	-1,9	6,9	-5,3	-5,1
Importaciones	-1,5	-9,7	-14,3	-17,3	-10,9	-2,5	2,0	6,1	9,8	-10,8	-1,6
PIB	-0,4	-0,5	-0,6	1,9	2,0	2,1	3,0	2,4	2,4	0,1	2,4

\* Py: proyección de SEE BBVA  
Fuente: DANE y SEE BBVA

SEE BBVA

## Política Monetaria y Cambiaria

### El Banco de la República sorprendió al mercado con bajas adicionales en la tasa de intervención en la segunda mitad del año

El buen comportamiento de la inflación, la debilidad de la demanda interna, el impacto de las restricciones comerciales de los países vecinos y la apreciación del peso fueron las razones detrás de los recortes adicionales de tasas por parte del BanRep en el segundo semestre de 2009. La Junta Directiva del BanRep decidió profundizar la postura expansiva de la política monetaria recortando sus tipos de referencia en las reuniones de julio, septiembre y noviembre y adicionalmente anunció medidas para incrementar la liquidez de manera permanente a través de compras por hasta COP 3 billones de TES y dólares durante lo que queda de 2009.

La transmisión de los recortes en la tasa de interés de referencia del Banco de la República continuó siendo más rápida y fuerte que en episodios anteriores. En la segunda mitad del año las tasas de interés activas presentaron disminuciones adicionales y superiores a las de las tasas de interés de los papeles de deuda pública y las tasas de captación. La mayor disminución se presentó en las tasas de interés de los créditos de consumo y en la tasa de usura. La expectativa es que el proceso de transmisión se complete en la primera mitad del 2010.

### El Banco de la República mantendrá bajas las tasas de interés a lo largo de 2010

Para el 2010 la política monetaria se definirá teniendo en cuenta la meta de inflación que fijó el BanRep y la lenta recuperación esperada de la actividad económica. Se espera que el BanRep inicie el proceso de normalización de la política monetaria en el segundo semestre del 2010 con el fin de anclar las expectativas de inflación en 2011 y 2012 pero que las mantenga bajas.

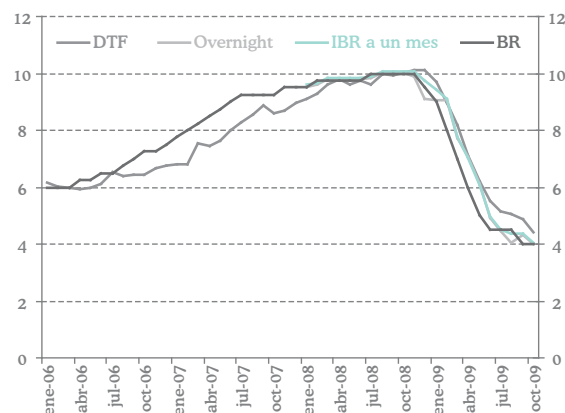
Como se comentó anteriormente, el balance de riesgos sesga al alza el pronóstico de inflación para el 2010 y en este escenario el BanRep puede acelerar el proceso de normalización de la política monetaria. Para el 2010 existe incertidumbre acerca de cual va a ser la posición oficial del Banco Central en materia cambiaria. Para el SEE BBVA existe la posibilidad que el Banco Central sea un jugador activo y acumule reservas si se mantienen las presiones hacia la apreciación del peso; bajo esta situación se volvería a presentar el dilema para la autoridad monetaria entre concentrarse exclusivamente en su objetivo primordial del control de precios o intentar suavizar la tendencia del peso colombiano.

### El peso colombiano se apreció fuertemente en los últimos meses por una combinación de factores externos e idiosincrásicos

El proceso de devaluación que se presentó durante la primera mitad del 2009 se revirtió en el segundo semestre como consecuencia de

## Tasas de mercado

(E.A., %)



Fuente: Banco de la República

SEE BBVA

## Tasa de Cambio (Peso-Dólar)



Fuente: Banco de la República

SEE BBVA

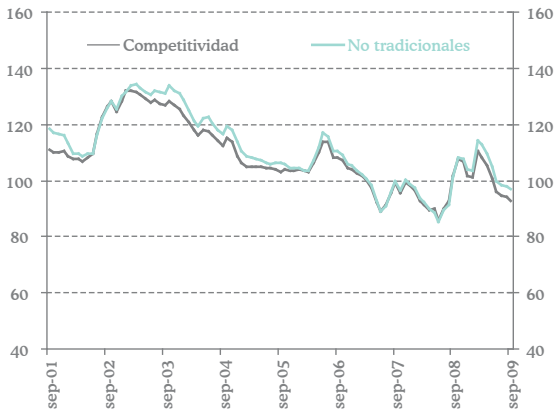
## EMBI



Fuente: JP Morgan

SEE BBVA

### Índice de Tasa de cambio Real (Deflactada por IPC, Base 1994)



Fuente: Banco de la República

SEE BBVA

una debilidad generalizada del dólar a nivel global, que en el caso colombiano ha sido amplificada por las constantes monetizaciones por parte del Tesoro Nacional y algunas empresas públicas y privadas. Las condiciones externas han llevado a que los inversionistas busquen destinos de inversión con alta rentabilidad debilitando la divisa norteamericana. La fuerte disminución que se presentó en las primas de riesgo y la fuerte valorización de los mercados de renta variable de los países emergentes muestran que este tipo de economías han sido uno de los destinos preferidos por parte de inversionistas lo que ha llevado a una apreciación generalizada de sus monedas.

Para 2010 esperamos una muy leve apreciación del peso colombiano, que continuaría a mediano plazo ante la posibilidad de un debilitamiento mayor del dólar a nivel global, de un incremento mayor al esperado en los precios internacionales de las materias primas, en mayores flujos de inversión hacia economías emergentes y en mayores necesidades de financiamiento del Gobierno que lo obligaría a buscar nuevamente los mercados internacionales.

## Sector financiero

La menor actividad económica se ha reflejado en una menor demanda de crédito en todas sus modalidades. De igual forma, las favorables condiciones de liquidez y de tasas de interés han dinamizado las emisiones de bonos corporativos, las cuales han sido un sustituto del crédito comercial.

El mercado de renta variable presenta una importante valorización como consecuencia de la recuperación del precio de las materias primas y los mejores resultados de las empresas a nivel local. Por su parte, el mercado de renta fija continúa presentando valorizaciones impulsado por las bajas tasas de inflación y de los recortes adicionales en la tasa de interés del Banco de la República.

### La cartera de crédito se reactivará lentamente con la actividad económica

La desaceleración de la cartera de crédito durante la segunda mitad del año se ha acentuado, aunque se mantiene dentro de las expectativas, como consecuencia del proceso de desapalancamiento que ha vivido la economía a lo largo del año. Como lo confirma la Encuesta de Situación del Crédito del Banco de la República, los principales determinantes de la actividad crediticia en lo corrido del año continúan siendo la menor demanda de crédito por parte de hogares y empresas, y las mayores exigencias por parte de las instituciones financieras a la hora de otorgar nuevos recursos. Asimismo, el mayor ritmo de emisiones corporativas ha llevado a que algunas empresas reestructuren pasivos, disminuyendo su exposición al crédito del sector bancario. Por otra parte los desembolsos de crédito muestran estabilidad en lo corrido del año para la cartera de consumo y un crecimiento promedio del 20% en la cartera comercial. Lo anterior se puede explicar como consecuencia de una fuerte reducción en los plazos de financiación por parte de las empresas y una menor demanda de crédito por parte de los hogares.

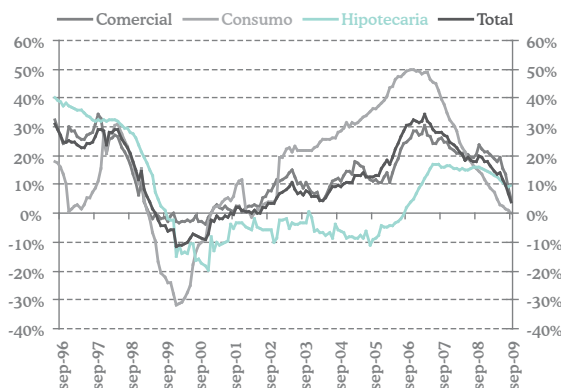
### La caída de las tasas de interés tiene el potencial de reactivar la demanda de crédito

De acuerdo con las perspectivas macroeconómicas, es previsible que la actividad crediticia inicie un proceso lento de reactivación en los primeros trimestres del 2010. De igual forma la carga financiera de los hogares disminuyó su ritmo de crecimiento en la primera mitad de 2009 y con las menores tasas de interés, se espera que la tendencia se prolongue durante 2010.

### La cartera vencida reduce su ritmo de crecimiento

A pesar que el indicador tradicional de calidad del sistema se mantiene elevado, vale la pena resaltar la desaceleración que ha presentado el crecimiento de la cartera vencida. La cartera vencida de consumo, que representa cerca de la mitad del total de la cartera vencida, inició el 2009 con crecimientos interanuales cercanos al 40% a/a y en los datos de septiembre reflejan un crecimiento inferior al 10%

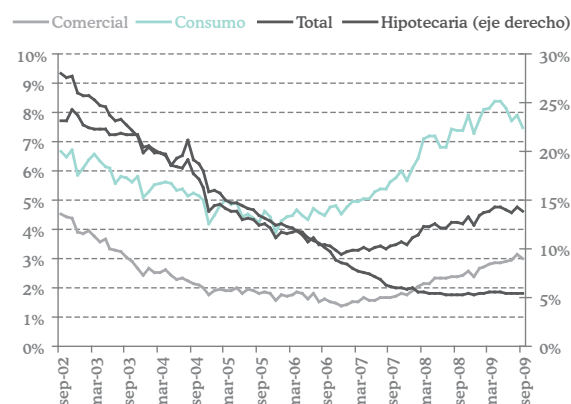
## Cartera Total (crecimiento interanual)



Fuente: Superfinanciera

SEE BBVA

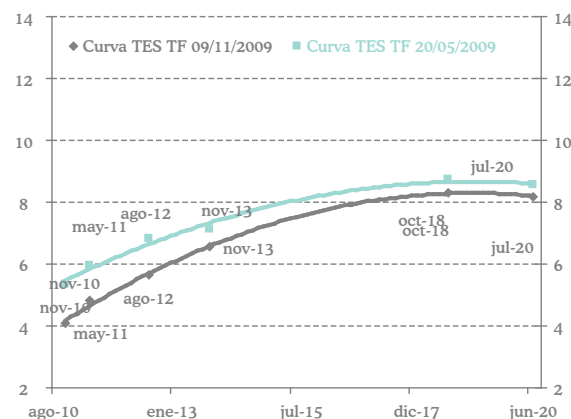
## Cartera Vencida (porcentaje del total)



Fuente: Superfinanciera

SEE BBVA

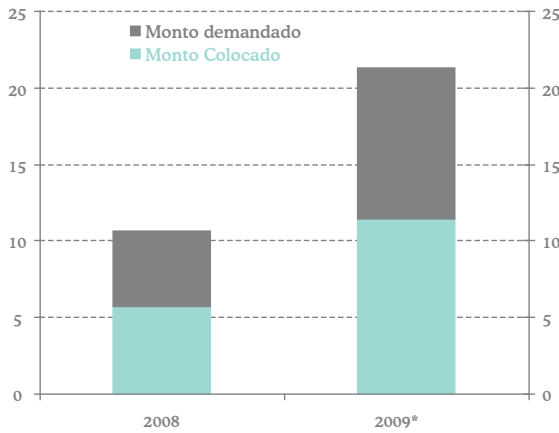
## Curva de Rendimientos TES Renta fija (Tasa de interés E.A.)



Fuente: Bloomberg

SEE BBVA

**Cartera Total**  
(crecimiento interanual)



Fuente: Superfinanciera

SEE BBVA

a/a. La tendencia es similar aunque menos marcada para las demás modalidades de crédito.

Las provisiones se mantienen en niveles altos y el indicador de cubrimiento tradicional se mantiene por encima de 100%. El indicador de cubrimiento más alto lo tiene la cartera comercial seguido por la cartera de consumo y en los primeros tres trimestres del año las provisiones se han incrementado en un 13% y en un 11% respectivamente. Desde junio de 2007 en Colombia se viene implementando un sistema de provisiones contracíclicas (Ver Recuadro) que obliga al sistema a acumular provisiones extras en la etapa de mayor expansión del crédito, con el fin de disminuir el impacto en los balances cuando se deteriora la calidad de la cartera.

**El mercado local de capitales presenta resultados favorables.**

El mercado público de renta fija continuó presentando un comportamiento positivo durante la segunda mitad del año y aunque el ritmo de caída de las tasas de interés de los títulos de deuda se redujo, se presentaron valorizaciones adicionales favoreciendo a las referencias de corto y mediano plazo sobre aquellas de largo plazo. Sumado a lo anterior, las favorables condiciones de liquidez que se han presentado en la economía han sido aprovechadas por las empresas que tienen acceso al mercado de capitales para buscar financiamiento a través de la emisión de bonos.

Por su parte el mercado de renta variable colombiano ha presentado una rentabilidad cercana al 50% en los primeros 10 meses del año y los resultados corporativos respaldan la valorización. En 2010 se esperan cambios estructurales en la regulación que podrían impactar positivamente al mercado de renta variable. El primero se relaciona con la posibilidad que empresas internacionales coticen en el mercado local. El segundo es el proyecto que se está estudiando de una integración entre las Bolsas de Perú, Chile y Colombia. El tercero, es la implementación del esquema de multifondos para los portafolios de pensiones que se aprobó en la reforma financiera.

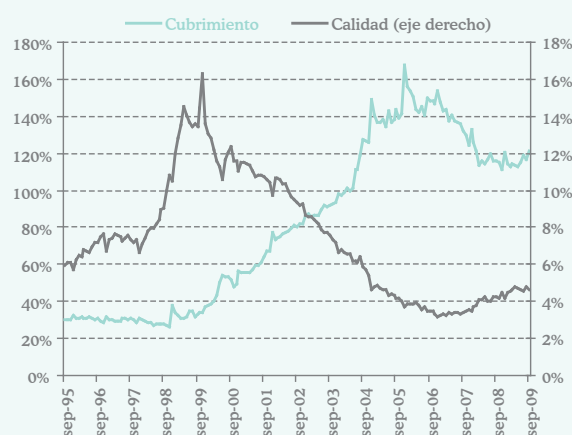
# Un nuevo esquema de acumulación de provisiones

Manuel Rey Ayala

En Colombia a finales de los noventa se vivió una situación similar a la que vivieron los países desarrollados durante los últimos años, una fuerte recesión amplificada por la debilidad del sector financiero. Como consecuencia de esta crisis, el país realizó un importante cambio en la regulación del sistema financiero con el fin de evitar que se repitiera un escenario similar. El cambio en la regulación buscó darle solidez al sector financiero y disminuir su carácter procíclico a través de la adopción de modelos de riesgo.

A partir de junio de 2007 los establecimientos de crédito iniciaron la implementación de los modelos de riesgo de crédito conocidos como SARC (Sistema de Administración de Riesgo de Crédito). Inicialmente el SARC se implementó para la cartera comercial y en junio de 2008 para la cartera de consumo, estas dos modalidades de crédito representan cerca del 90% del total de la cartera de las entidades crediticias. El modelo propuesto por el regulador, que ha sido adoptado por las entidades financieras, modificó la forma en que las entidades acumulan provisiones para cubrir el riesgo de crédito. El SARC incluye un componente contracíclico en la acumulación de provisiones el cual busca que en los períodos de auge en la actividad económica y crediticia, se constituyan mayores reservas con el fin de compensar las provisiones que van a tener que constituirse una vez se entre en un ciclo de desaceleración económica y de deterioro en la calidad del crédito.

## Indicadores de Cartera en Colombia



Fuente: Superfinanciera

SEE BBVA

En el modelo de acumulación de provisiones que se implementó existe claridad sobre la forma en que se acumulan provisiones. Bajo este esquema no solo se tiene en cuenta la posibilidad de incumplimiento bajo las condiciones económicas vigentes, componente cíclico, sino que tiene en cuenta la posibilidad de pérdida como consecuencia de un cambio en el ciclo económico, componente contracíclico.

Sin embargo existe una gran incertidumbre acerca de la forma en que se desacumulan dichas provisiones. Como consecuencia de lo anterior, y ante el cambio en el ciclo económico, la Superintendencia Financiera cambió el esquema de acumulación de provisiones a través de la circular externa 035 de 2009 la cual deberá implementarse a más tardar en Abril de 2010.

El nuevo esquema propuesto difiere del anterior principalmente en que la determinación de la fase se presenta de manera específica en cada entidad financiera y no de manera agregada para el sistema. Bajo el nuevo esquema se tienen en cuenta factores financieros individuales en cada establecimiento de crédito para determinar si la entidad se encuentra en fase de acumulación o desacumulación. Específicamente se utilizan cuatro indicadores que miden el deterioro en la calidad de la cartera, la eficiencia en la recuperación de la cartera vencida, la estabilidad financiera y el crecimiento de la cartera.

El nuevo mecanismo presenta una serie de ventajas sobre el que se ejecuta en la actualidad pues facilita la identificación de la fase del ciclo en la que se encuentra cada entidad. De esta forma no es necesario esperar a que el regulador declare el cambio de ciclo a partir del comportamiento de variables agregadas lo cual mandaría una señal de debilidad general del sistema financiero.

De acuerdo con Carvajal y Chaparro (2009) el nuevo esquema atiende al concepto de contracíclicidad de una manera más fuerte que el vigente. De esta forma, en la fase de acumulación las provisiones se incrementarán más que con el modelo anterior mientras que en la fase de desacumulación el total de provisiones crecerá a una menor tasa que en el esquema vigente.

Colombia presentó un avance importante en regulación del sistema financiero con la adopción de los modelos de riesgo de crédito y específicamente con la implementación del esquema de provisiones contracíclicas. La circular externa 035 de 2009 presenta un nuevo avance en el sentido correcto con el fin de mantener la solidez del sistema financiero y de garantizar la estabilidad del mismo en episodios de deterioro de la calidad del crédito.

## Bibliografía:

- Banco de la República (2009). *Reporte de Estabilidad Financiera*, marzo.
- Carvajal, A. y Chaparro, N. (2009). El nuevo esquema de provisiones por riesgo de crédito. *Asobancaria Semana Económica*, 723
- Superintendencia Financiera de Colombia (2009).



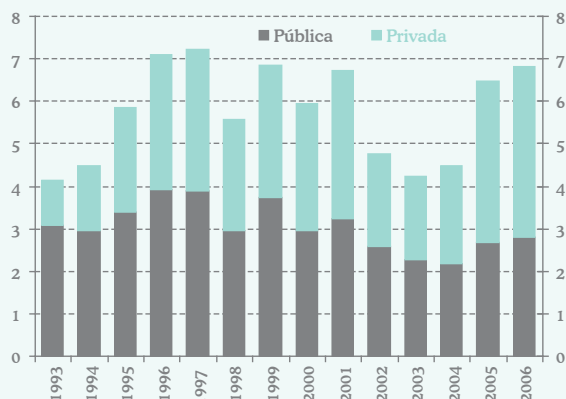
# Infraestructura y crecimiento económico: el papel de las obras públicas

Mauricio Hernández Monsalve

Los modelos de crecimiento endógeno han privilegiado el papel de la infraestructura como mecanismo para lograr mejores niveles de ingreso y cerrar la brecha de desarrollo entre países. El argumento de estas teorías parte de que el mayor acervo total de capital generaría externalidades positivas sobre las demás actividades productivas y permitiría un incremento en el nivel de productividad agregada. En particular, este tipo de externalidad ha sido modelada por medio de una función de producción que incluye una variable para los bienes públicos (por ejemplo, obras de infraestructura), dotados por el gobierno mediante el cobro de impuestos. Los resultados indican que en el largo plazo el PIB per cápita crece a la misma tasa que el gasto público per cápita, gracias al efecto que tiene la inversión pública sobre el crecimiento del capital total. Es decir, la política estatal cumpliría un papel fundamental en el logro de mayores tasas de crecimiento potencial al mejorar los niveles de productividad del país.

Al respecto, Straub (2008) indaga sobre los resultados empíricos de 64 trabajos recientes que investigaron la conexión entre crecimiento e infraestructura. Se evidenció alguna dispersión en las conclusiones de los estudios, pero muestran que, en general, la inversión pública en este tipo de obras tiene mejoras más significativas en términos de crecimiento y productividad cuando se realiza en países en desarrollo. En las naciones desarrolladas se evidencian mayores efectos expulsión sobre la actividad privada que compensan parcialmente los efectos positivos de la inversión pública.

## Inversión en infraestructura en Colombia (% del PIB)



Fuente: DNP, Cálculos SEE BBVA

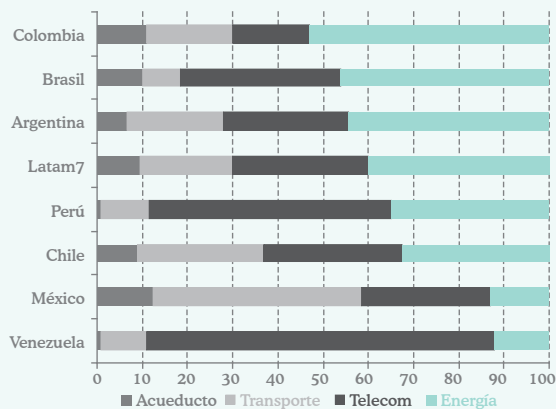
SEE BBVA

Siguiendo esta corriente de investigaciones, en Colombia Sánchez (1993) demostró que la inversión pública no ha sido neutral. En los primeros años, un incremento perma-

nente en ésta genera un efecto expulsión sobre la inversión privada, pero en el largo plazo esta última empezaría a aumentar. Igualmente, si las inversiones son hechas en infraestructura núcleo (vías, acueductos, energía, entre otros) no se presenta el efecto expulsión inicial.

Asimismo, Perdomo (2005) evaluó el impacto de la infraestructura de transporte sobre el crecimiento del país. Según este autor, si se incrementa de forma permanente en 1% del PIB la inversión pública, en 100 años el PIB real será un 120% superior al PIB que se tendría sin dicha medida. No obstante, el balance hecho por el Banco Mundial (2004) sobre el estado actual de la infraestructura en el país concluyó que se tiene un rezago considerable en materia de vías, comunicaciones y energía. Además, señala que la posición estratégica de Colombia, que sirve de vínculo entre Centro y Suramérica, representa una oportunidad inmejorable para avanzar en vías y puertos hacia la integración regional. Así, con el objetivo de promover mayor crecimiento económico, el informe recomienda focalizar la inversión pública en rutas de acceso nacionales, hacer más eficiente el uso de los recursos regionales y locales, reactivar la financiación privada y revisar la regulación que tiene un impacto directo sobre la competitividad.

## Inversión en infraestructura, % del total



Fuente: Banco Mundial (2004)

SEE BBVA

Este debate se ha venido profundizando recientemente en el país, centrado en dos puntos básicos. En primer lugar, la injerencia de los fondos privados de pensiones en el financiamiento de grandes obras de infraestructura necesarias para el país, como una forma de vincular el capital privado a los retos de orden nacional. Y, en segundo lugar, la mayor apertura económica que se quiere consolidar con la firma de diferentes tratados de libre comercio exige disponer de una interconexión completa entre vías nacionales, puertos y aeropuertos, donde estos últimos además cuentan con reformas estructurales para su mejor desempeño.

En el primer caso, es necesario mejorar la regulación vigente en cuanto a las garantías jurídicas alrededor de las inversiones privadas y estructurar proyectos financieramente viables para vincular los fondos de pensiones a través del mercado de valores. En el segundo caso, la agenda interna ha logrado avanzar en la constitución de concesiones para puertos y aeropuertos y ha avanzado en el mejoramiento de algunas vías terrestres de tipo vecinal. Pero el atraso en términos de pavimentación y rutas de doble calzada con mayor trascendencia nacional sigue siendo evidente, limitando la competitividad internacional del país.

### Principales Obras de Infraestructura Vial en Colombia

		Aporte público (COP Billones 2008)	Plazo estimado	Kms.
Transversal de las Américas	Costa Caribe	1,9	3 años	646
	Urabá - Córdoba	4,3	6 años	1.151
Autopista Bogotá - Villavicencio		1,8	8 años	45
Autopista de la Montaña		2,0	10 años	900
Ruta del sol		3,4	14 años	1.071
Cruce de la Cordillera Central		0,7	6 años	47

Fuente: DNP e INCO

SEE BBVA

Como respuesta, el gobierno adelanta actualmente tres proyectos de infraestructura vial, con un horizonte de 10 años, que serían en parte financiados con recursos corrientes de la Nación o, si no se cuenta con espacio fiscal, con la venta de un 10% de ECOPELROL. Estas obras son la transversal de las Américas, la doble calzada Bogotá – Villavicencio y las autopistas de la Montaña. Igualmente, se encuentra en proceso de definición el proyecto de la Ruta del Sol y actualmente ya se adelantan obras en el túnel de la línea.

La ruta del Sol vinculará el centro del país con los puertos marítimos ubicados en el mar caribe, por los cuales se transporta el 60% de la carga de comercio exterior. La transversal de las Américas conectará entre sí los puertos ubicados en la costa norte y éstos con las fronteras colombianas en Panamá y Venezuela. El túnel de la línea reducirá el tiempo de transporte hacia el puerto de Buenaventura, por el cual se moviliza cerca del 40% de las ventas externas. Por último, las autopistas de la Montaña y la vía a Villavicencio comunicarán a Antioquia y los Llanos con estas rutas portuarias y completarán la conectividad vial de las principales zonas industriales del país.

El impacto sobre el crecimiento económico de estas obras se debe medir desde dos perspectivas. Por una parte, su consecución disminuirá los costos de

logística en las operaciones de comercio exterior y representará un alivio en la estructura de costos de las empresas. Y, por otra parte, los niveles de inversión que implicaría su ejecución estimularán el crecimiento económico durante este periodo. No obstante, el impacto final sobre el crecimiento dependerá fundamentalmente de los volúmenes de inversión, pública y privada, que harán parte de estas iniciativas.

Para medir esto, se puede partir del siguiente análisis. El gobierno se ha propuesto mantener constante el cociente entre la inversión (sin seguridad democrática ni subsidios a los combustibles) y el PIB en los próximos años, lo cual implicaría un aumento equivalente al PIB en los recursos destinados a infraestructura en el Presupuesto Nacional. Este objetivo ya tiene en cuenta los anteriores proyectos que han sido considerados estratégicos por el Departamento de Planeación Nacional, ejecutados parcialmente por los gobiernos regionales y locales. Por tanto, el gasto en infraestructura debe crecer en promedio 3,75% en los siguientes diez años, igual al promedio de crecimiento económico en igual periodo (según las proyecciones del SEE BBVA para el PIB).

El compromiso del gobierno en el largo plazo es mantener niveles altos de inversión, de tal forma que estos efectos positivos anticipados con los proyectos actuales no se reviertan en el tiempo. De esta manera, el país lograría consolidar un crecimiento sostenido en el PIB potencial y se podría cerrar la brecha en materia de infraestructura física con respecto a otras economías de la región con un nivel de desarrollo similar o ligeramente superior.

En esta dirección se dirigiría la política de inversión pública de concretarse la regla fiscal que plantea el gobierno en la actualidad. Los recursos extraordinarios resultantes de las bonanzas en el precio de las materias primas serían las fuentes de financiamiento para continuar con las obras de infraestructura, incluso en épocas de menor recaudo fiscal, y servirán al mismo tiempo como estrategia contracíclica en los años de menor crecimiento económico.

Por último, tal como lo advierte el Banco Mundial, el país también debe iniciar una simplificación de la estructura regulatoria que vigila la utilización de fondos públicos en obras de infraestructura prioritaria. Asimismo, debe facilitarse que el gobierno y la iniciativa privada concreten planes de inversión, de forma rápida y eficaz, en momentos en que la economía más lo requiera. Y la regulación debe permitir utilizar el creciente volumen de recursos, con los cuales contará el país en los fondos de pensiones, en la financiación de grandes obras futuras.

## Bibliografía

Aschauer, D., (1989). Is public expenditure productive?

*Journal of Monetary Economics*, 23, pp. 177-200.

Straub, S., (2008). Infrastructure and Growth in Developing

Countries: Recent Advances and Research Challenges.

*Banco Mundial Policy Research Working Paper*, 4460.

Perdomo, A., (2005). Modelo de infraestructura en trans-

porte: El capital de infraestructura como un capital com-

plementario. *DNP Archivos De Economía*, 294.

Banco Mundial, (2004). Colombia: *Recent economic de-*

*velopments in infrastructure (REDI). Balancing social and*

*productive needs for infrastructure*. Washington.

Sánchez, F., (1993). El papel del capital público en la

producción, inversión y el crecimiento económico en Co-

lombia. *DNP Archivos De Macroeconomía*, 018.

## Estadísticas y previsiones

## Colombia

Servicio de Estudios Económicos		2007	2008	2009	2010
<b>ACTIVIDAD</b>					
PIB real (a/a %)		7,5	2,4	0,1	2,4
Consumo		6,9	2,3	-0,4	1,7
Consumo privado		7,6	2,5	-0,7	1,6
Consumo público		4,5	1,3	0,7	1,9
Formación Bruta de Capital		13,7	7,7	-6,7	5,6
Demanda Interna (contribución al crecimiento)		9,2	3,9	-2,1	2,8
Exportaciones		11,4	6,9	-5,3	-5,1
Importaciones		13,9	9,8	-10,8	-1,6
Demanda Externa (contribución al crecimiento)		-1,7	-1,5	2,2	-0,5
<b>MERCADO DE TRABAJO</b>					
Empleo*	a/a%	6,2	1,4	0,9	2,9
Tasa de paro (% población activa)*		9,8	10,7	13,0	14,0
<b>SECTOR EXTERIOR</b>					
Balanza por Cuenta Corriente	% PIB	-2,8	-2,8	-2,4	-1,6
Saldo Fiscal Primario	% PIB	1,0	0,9	-0,7	-1,2
<b>PRECIOS</b>					
IPC , %	prom	5,5	7,0	4,3	4,1
IPC , %	fdp	5,7	7,7	2,4	3,8
<b>TIPO DE CAMBIO</b>					
Tipo de cambio (frente USD), promedio	prom	2078,4	1966,3	2143,5	2034,4
Tipo de cambio (frente USD), final de periodo	fdp	2014,8	2243,6	2020,3	2070,1
<b>TIPOS DE INTERÉS</b>					
Tipo oficial (REPO)	prom	8,9	9,8	5,3	3,7
Tipo oficial (REPO)	fdp	9,5	9,5	3,5	4,25
DTF E.A	prom	8,0	9,7	6,2	3,9
DTF E.A	fdp	9,0	10,1	4,1	4,2

Servicio de Estudios Económicos BBVA

\*Urbano: 13 ciudades

## Contexto Internacional

	Materias Primas (fin de periodo)						
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
Brent (USD/barril)	45,6	60,6	68,3	Soja (USD/t.)	343	368	339
Cobre (USD/t)	3070	5732	3969	Maíz (USD/t.)	144	130	136
				Trigo(USD/t.)	216	168	160

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)*			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	2,1	0,4	-2,5	1,5	2,9	3,8	-0,7	1,1
UEM	2,7	0,6	-3,8	0,2	2,1	3,3	0,3	0,8
Japón	2,3	-0,7	-5,3	1,1	0,5	1,0	-1,5	-0,3
China	13,0	9,0	8,3	9,3	4,8	5,9	-1,1	1,2
<b>América Latina</b>								
Argentina	8,7	5,7	-2,5	2,6	8,5	7,2	7,5	10,0
Brasil	5,7	5,1	0,0	4,7	4,5	5,9	4,2	4,6
Chile	4,7	3,2	-1,2	4,1	7,8	7,1	-0,7	2,5
Colombia	7,5	2,4	0,1	2,4	5,7	7,7	2,4	3,8
México	3,3	1,4	-7,2	3,1	3,8	6,5	4,0	5,2
Perú	8,9	9,8	1,1	4,3	3,9	6,7	0,6	2,1
Venezuela	8,4	4,9	-2,1	-0,5	18,7	31,3	29,3	35,1
LATAM <sup>1</sup>	5,7	4,0	-2,6	3,5	5,8	8,1	5,6	7,1
LATAM Ex-México	6,7	4,9	-0,6	3,6	6,7	8,6	6,0	7,7

\* Inflación Usa y UEM: Promedio del periodo

	Saldo Sector Público (%del PIB)				Saldo Cuenta Corriente (%del PIB)			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	-1,2	-3,2	-9,9	-9,5	-5,2	-4,9	-2,6	-2,0
UEM	-0,6	-2,0	-6,6	-7,2	0,1	-1,1	-0,8	-0,3
Japón	-0,4	-0,5	-0,9	-1,0	-4,9	3,2	2,1	2,1
China	0,7	-0,4	-3,8	-4,4	11,0	9,8	5,3	4,7
<b>América Latina</b>								
Argentina <sup>2</sup>	1,1	1,4	-2,0	-0,4	2,9	2,2	2,8	2,5
Brasil	-2,8	-2,0	-3,5	-2,6	0,1	-1,8	-1,0	-2,2
Chile <sup>2</sup>	9,9	4,9	-3,9	-1,9	4,4	-2,0	2,7	1,9
Colombia	-2,7	-2,3	-4,2	-4,5	-2,8	-2,8	-2,4	-1,6
México	-1,1	-2,1	-3,0	-3,7	-0,8	-1,4	-1,0	-1,5
Perú	3,1	2,1	-1,8	-1,1	1,1	-3,3	-1,3	-2,0
Venezuela <sup>2</sup>	4,5	-0,2	-4,6	-6,3	9,0	13,1	1,4	2,5
LATAM <sup>1</sup>	-0,6	-1,1	-3,3	-3,0	0,8	-0,4	-0,4	-1,0
LATAM Ex-México	-0,1	-0,5	-3,4	-2,7	1,4	-0,1	-0,1	-0,6

<sup>1</sup> Media de los 7 países mencionados; <sup>2</sup> Gobierno Central

	Tipo de Cambio (frente \$, fin de periodo)				Tasa Oficial (% , fin de periodo)			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.					4,30	0,50	0,10	0,10
UEM (\$/€)	1,5	1,3	1,4	1,3	4,00	2,50	1,00	1,00
Japón (yenes/\$)	113,0	96,1	98,0	100,9				
China (cny/\$)	7,6	7,0	6,8	6,8	7,47	5,31	5,31	6,12
<b>América Latina</b>								
Argentina	3,1	3,4	3,9	4,3	13,52	19,08	13,50	14,03
Brasil	1,8	2,3	1,7	1,6	11,25	13,75	8,75	10,25
Chile	499	649	560	564	6,00	8,25	0,50	3,00
Colombia	2015	2244	2020	2070	9,50	9,50	3,50	4,25
México	10,9	13,0	13,2	12,7	7,50	8,25	4,50	4,50
Perú	3,0	3,1	2,9	2,9	5,00	6,50	1,25	2,00
Venezuela	2,2	2,2	2,2	2,2	11,40	16,20	15,20	13,80

## Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Colombia

Carrera 9 No. 72 21 Piso 10

Tel. (57 - 1) 347 1600 Ext. 1407

<http://serviciodeestudios.bbva.com>

### Servicio de Estudios Económicos Grupo BBVA

#### Director y Economista Jefe BBVA

José Luis Escrivá

#### Economistas Jefe

Norteamérica: Jorge Sicilia

México: Adolfo Albo

Análisis Macroeconómico México: Julián Cubero

Estados Unidos: Nathaniel Karp

España y Europa: Rafael Doménech

Europa: Miguel Jiménez

España: Miguel Cardoso

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis Economías Emergentes: Sonsoles Castillo

Sudamérica: Joaquín Vial

Argentina: Gloria Sorensen

Chile: Alejandro Puentes

Colombia: Juana Téllez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Oswaldo López

Asia exc. China: Ya-Lan Liu

Escenarios Económicos y Financieros: Mayte Ledo

Análisis Sectorial: Ana Rubio

Escenarios Financieros: Daniel Navia

Análisis Cuantitativo: Giovanni di Placido

Tendencias Globales: David Tuesta

### Servicio de Estudios Económicos Colombia

#### Economista Jefe

Juana Téllez

[juana.tellez@bbva.com.co](mailto:juana.tellez@bbva.com.co)

Mauricio Hernández

[mauricio.hernandez@bbva.com.co](mailto:mauricio.hernandez@bbva.com.co)

María Claudia Llanes

[maria.llanes@bbva.com.co](mailto:maria.llanes@bbva.com.co)

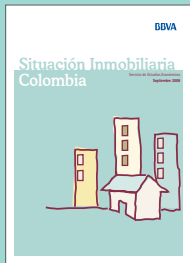
Mario Nigrinis

[mario.nigrinis@bbva.com.co](mailto:mario.nigrinis@bbva.com.co)

Manuel Rey

[manuel.rey@bbva.com.co](mailto:manuel.rey@bbva.com.co)

## Otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos de BBVA y ha sido elaborado con datos que consideramos confiables; sin embargo, no pretende ser ninguna recomendación de compra o venta de instrumentos financieros.

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.