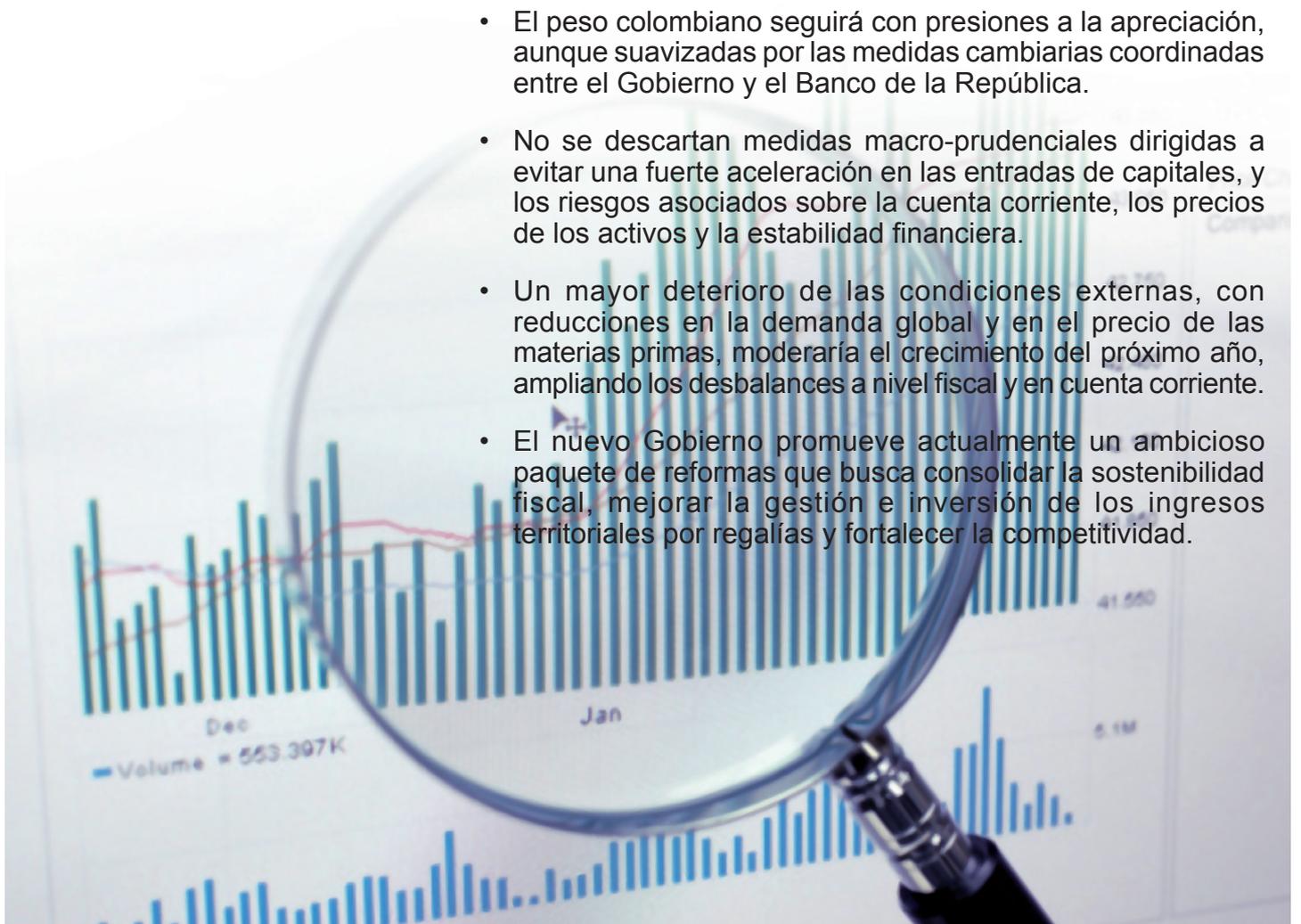


Situación Colombia

Cuarto trimestre 2010

Análisis Económico

- BBVA Research incrementó sus previsiones de crecimiento a 4,8% y 5,2% en 2010 y 2011, respectivamente, sustentado en el dinamismo del consumo y la expectativa de una mayor expansión de la inversión privada en 2011.
- Las bajas presiones inflacionarias y la lenta reducción en la brecha negativa del producto han permitido postergar el ajuste en la política monetaria hasta el primer semestre de 2011.
- El peso colombiano seguirá con presiones a la apreciación, aunque suavizadas por las medidas cambiarias coordinadas entre el Gobierno y el Banco de la República.
- No se descartan medidas macro-prudenciales dirigidas a evitar una fuerte aceleración en las entradas de capitales, y los riesgos asociados sobre la cuenta corriente, los precios de los activos y la estabilidad financiera.
- Un mayor deterioro de las condiciones externas, con reducciones en la demanda global y en el precio de las materias primas, moderaría el crecimiento del próximo año, ampliando los desbalances a nivel fiscal y en cuenta corriente.
- El nuevo Gobierno promueve actualmente un ambicioso paquete de reformas que busca consolidar la sostenibilidad fiscal, mejorar la gestión e inversión de los ingresos territoriales por regalías y fortalecer la competitividad.



Índice

1. Perspectivas globales: lento el norte; rápido el sur	3
2. Colombia en recuperación sostenible	6
3. Los factores de riesgo para la economía colombiana	10
4. El impulso reformador del nuevo Gobierno	10
5. Tablas	11

Fecha de publicación: 19 de noviembre de 2010

1. Perspectivas globales: lento el norte; rápido el sur

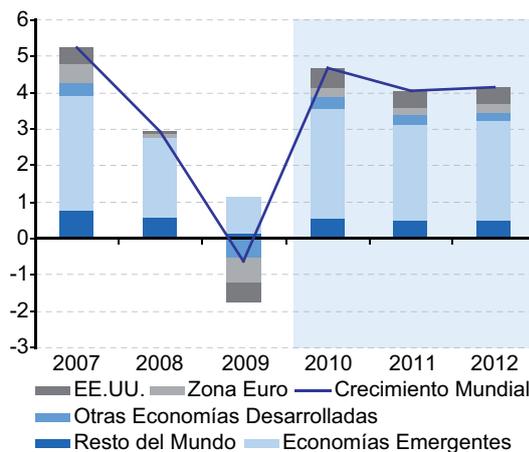
La economía global sigue creciendo con fuerza, fundamentalmente en los países emergentes, mientras que las preocupaciones cíclicas y financieras predominan entre las economías avanzadas

El crecimiento mundial sigue siendo fuerte y se espera que alcance el 4,7% en 2010 y el 4,1% en 2011 (Gráfico 1), permaneciendo prácticamente sin cambios con respecto a nuestras perspectivas de hace tres meses. Este buen comportamiento se debe fundamentalmente a la solidez de las economías emergentes, que se han visto menos afectadas por la crisis financiera y por tanto se han recuperado con mayor rapidez. Por el contrario, las renovadas preocupaciones por el ciclo en Estados Unidos se han unido a las preocupaciones financieras que siguen predominando en Europa, en donde los ajustes macroeconómicos y financieros aún siguen pendientes. En este sentido, las perspectivas para los próximos dos años siguen poniendo de manifiesto importantes brechas entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes (Gráfico 2), incluso aunque estas últimas estén iniciando una ralentización controlada que disminuirá el riesgo de recalentamiento de sus economías.

Sin embargo, existen importantes diferencias en materia de políticas dentro de cada uno de estos grupos. En Estados Unidos está previsto que se intensifique la expansión monetaria en términos relativos con respecto a Europa (y a la mayoría del resto de países), lo que ha generado ya una depreciación del dólar frente al euro y complicado un poco más la recuperación en Europa. En las economías emergentes, continúa existiendo una fuerte asimetría entre las políticas cambiarias entre Asia y Latinoamérica, lo cual obliga a los países latinoamericanos a soportar (junto con el euro) una parte desproporcionada de la apreciación del tipo de cambio derivado de la renovada relajación de la política monetaria en Estados Unidos.

Gráfico 1

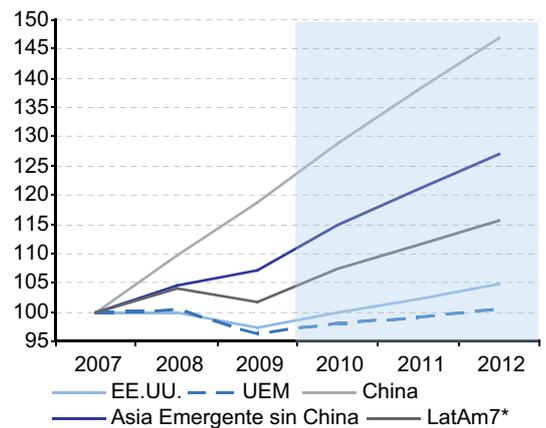
Contribuciones al crecimiento del PIB mundial



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

PIB en niveles. Base 2007=100



* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
Fuente: BBVA Research y Datastream

El crecimiento en Estados Unidos mantendrá su debilidad debido al proceso continuado de desapalancamiento de los hogares, si bien es muy improbable que se produzca una recaída en la recesión

En el último trimestre, la existencia de indicadores de actividad económica relativamente débiles en Estados Unidos ha planteado la posibilidad de una recaída en una nueva fase de recesión. La debilidad observada en algunos sectores clave que se habían beneficiado directamente del apoyo fiscal proporcionado a través de incentivos para la compra (vivienda y bienes duraderos) constituye una señal importante de que la demanda privada en Estados Unidos no puede recuperarse a un ritmo rápido. Y esto no es sino el resultado del proceso de desapalancamiento que actualmente están llevando a cabo los hogares, así como de la debilidad del mercado laboral. Ello seguirá favoreciendo la existencia de unos niveles de ahorro superiores a los observados desde la segunda mitad de la década de los 90. Si bien esta tendencia se sitúa en la dirección correcta para reequilibrar el modelo de crecimiento de Estados Unidos, también aumenta las preocupaciones cíclicas dado que el consumo (uno de los pilares de la recuperación en las anteriores recesiones) se mantendrá en niveles débiles y se verá compensado sólo de manera parcial por un aumento de la inversión en equipo por parte de las empresas.

Las recientes preocupaciones sobre la situación del sector de la vivienda en EE.UU. son excesivas y la posibilidad de que se produzca una recaída en los precios de los inmuebles es muy escasa. Es evidente que siguen existiendo elementos preocupantes, como el aumento de las existencias en el mercado de la vivienda y un posible incremento de la oferta de vivienda resultante de las nuevas ejecuciones hipotecarias (bien sean consecuencia del aumento de la morosidad o porque los propietarios desistan en los pagos ante un valor de las hipotecas superior al valor de la vivienda –negative equity-). Pero también existen elementos de soporte favorables, como los enormes avances en la accesibilidad de la vivienda desde que comenzara la crisis y las tendencias demográficas, que deberían contribuir a impulsar la demanda en el futuro. Por tanto, el escenario de nuevas caídas en los precios es altamente improbable –y, en cualquier caso, el sistema bancario debería ser capaz de asumir una caída moderada–, si bien es más probable que nos encontremos con un periodo relativamente estable de los precios de la vivienda, mientras se vayan reabsorbiendo finalmente los excesos anteriores.

En definitiva, los lastres existentes sobre el consumo y la baja probabilidad de que se produzcan nuevos estímulos fiscales –teniendo en cuenta las dimensiones actuales del déficit y especialmente si se produce un cambio en el equilibrio de poderes tras las elecciones al Congreso de noviembre – implican una salida de la crisis para Estados Unidos a un ritmo mucho menor al experimentado en ciclos anteriores (Gráfico 3), en línea con nuestras previsiones desde hace tiempo. Pero la posibilidad de que se produzca una recaída en una nueva fase de recesión en Estados Unidos es altamente improbable. En cualquier caso, la falta de solidez de la demanda interna inducirá a Estados Unidos a ejercer una presión cada vez mayor sobre el resto del mundo (especialmente sobre los países con superávit por cuenta corriente) para aumentar su demanda y contribuir al necesario reequilibrio global. La renovada expansión monetaria de Estados Unidos puede interpretarse en este contexto como una fórmula para inducir parte de este ajuste sobre el resto del mundo.

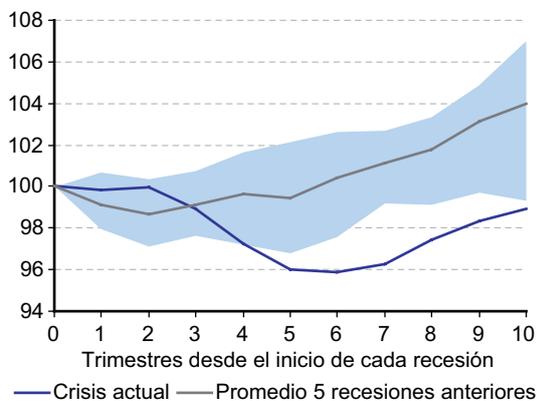
Las tensiones financieras en Europa siguen siendo la principal fuente de preocupación, si bien el riesgo sistémico es menor que antes del verano. La consolidación fiscal sigue siendo fundamental para sostener la confianza y no tendrá un impacto negativo significativo sobre el crecimiento más allá del corto plazo

Tras los decisivos avances experimentados en materia de consolidación fiscal, las medidas adoptadas para apoyar a los gobiernos con mayores dificultades y, sobre todo, tras las pruebas de resistencia del sector financiero, se ha producido un cambio cualitativo en la dinámica experimentada por la crisis en Europa. Por un lado, aún a pesar de que los diferenciales medios de deuda soberana se hayan mantenido relativamente estables, los mercados han comenzado a diferenciar entre los distintos activos soberanos, reduciendo así el riesgo de que se produzca un acontecimiento sistémico. Asimismo, los mercados financieros han comenzado a abrirse –si bien de manera selectiva– y las nuevas emisiones de deuda son una señal evidente de la relajación de las tensiones.

A pesar de todo ello, la tensión de los mercados financieros en Europa sigue siendo la principal fuente de riesgo de la región (Gráfico 4), especialmente debido a la relación existente entre las preocupaciones por la deuda soberana y los riesgos del sector financiero, teniendo en cuenta su exposición nacional e internacional. Asimismo, el reciente fortalecimiento del euro constituye un reto cíclico añadido, dado que las economías que han experimentado un mejor comportamiento se han visto respaldadas por la demanda externa. Esto implica que sea aún más importante abordar con decisión a corto plazo las fuentes de vulnerabilidad macroeconómica de la región, es decir, la sostenibilidad fiscal y los desequilibrios externos, evitando además mayores retrasos en la reestructuración de la parte más débil de los sistemas bancarios. La clave es seguir restableciendo la confianza para reducir las tensiones en los mercados y restituir la solidez y autonomía de la demanda del sector privado. Asimismo, para poder sostener el crecimiento a largo plazo, será fundamental llevar a cabo una serie de reformas estructurales e institucionales que son muy necesarias, estando estas últimas especialmente orientadas a evitar y resolver futuros desequilibrios fiscales.

Gráfico 3

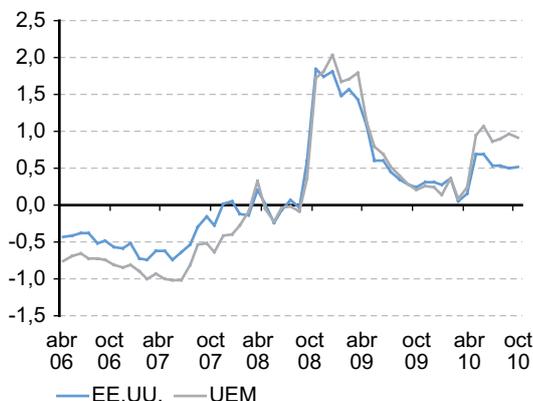
Evolución del PIB real de EEUU en el ciclo actual y en recesiones anteriores. Nivel al comienzo de cada recesión=100



* Area sombreada: Rango del PIB en las 5 recesiones anteriores
Fuente: NBER y BBVA Research

Gráfico 4

Índice de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

La política monetaria de las economías avanzadas será laxa durante mucho tiempo, añadiendo presión sobre los tipos de cambio en todo el mundo

Las perspectivas de crecimiento muy bajo y de unas débiles presiones inflacionistas en las economías avanzadas se traducirán en unos bajos tipos de interés durante un periodo prolongado de tiempo en las tres principales economías avanzadas (Estados Unidos, Europa y Japón). Sin embargo, en un contexto marcado por unas renovadas preocupaciones cíclicas y por el escaso espacio para estímulos fiscales adicionales, la atención de los mercados se centra en la nueva ronda de medidas no convencionales de expansión monetaria (habitualmente conocidas por su denominación en inglés como Quantitative Easing 2, o QE2). Las expectativas de este nuevo aumento de la liquidez han reducido el tipo de cambio del dólar de forma generalizada, incluso en relación con el euro. De cara al futuro, dado que la mayor parte de las medidas de expansión monetaria ya han sido descontadas por los mercados, los tipos de cambio deberían empezar a moverse en mayor medida con arreglo a los fundamentales a largo plazo, lo cual significa un fortalecimiento del dólar con respecto al euro como resultado de sus mejores perspectivas de crecimiento y de una mayor entrada de flujos de inversión. Al mismo tiempo, se seguirán manteniendo las presiones alcistas sobre los tipos de cambio de las economías emergentes debido al aumento de la liquidez global, a la mayor solidez de sus fundamentos económicos y a los diferenciales positivos de rentabilidad que favorecen las nuevas entradas de flujos de capital.

Los mercados emergentes se enfrentan a dilemas cada vez mayores en materia de políticas derivadas del sólido crecimiento experimentado, de la abundante liquidez mundial y de las intervenciones competitivas en los tipos de cambios

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza y Asia se mantiene a la cabeza de la recuperación mundial. Tanto en Asia como en Latinoamérica, la demanda interna privada está sustituyendo a los estímulos inducidos por las políticas adoptadas como fuente principal de la recuperación. En adelante, el crecimiento se ralentizará en Asia a medida que los países traten de controlar el crecimiento crediticio interno, reduciendo así el riesgo de recalentamiento de la economía. Pero la región seguirá siendo el principal contribuyente al crecimiento mundial.

Tanto Asia como Latinoamérica se enfrentan a unos dilemas cada vez mayores en materia de política monetaria y cambiaria, al debatirse entre enfriar la fuerte demanda interna y evitar así las fuertes entradas de capital y mantener su competitividad con respecto a los mercados extranjeros. Algunos países han empezado a introducir medidas administrativas para desalentar la fuerte entrada de flujos de capital mientras que otros países han retrasado la prevista senda de endurecimiento de su política monetaria.

Teniendo en cuenta la falta de flexibilidad de los tipos de cambio en Asia (y en China en particular), Latinoamérica se enfrenta a tener que asumir una parte desproporcionada del ajuste, hasta el punto de que las futuras apreciaciones en los tipos de cambio comenzarán a constituir un problema para el crecimiento. Por tanto, muchos países de la región están considerando nuevas intervenciones en los mercados cambiarios si bien la experiencia demuestra que su efectividad es bastante limitada, contribuyendo fundamentalmente a ralentizar el aumento de los tipos de cambio, pero no a evitarlo. Con todo, existe el riesgo de que el aumento de la intervención en los mercados de divisas termine

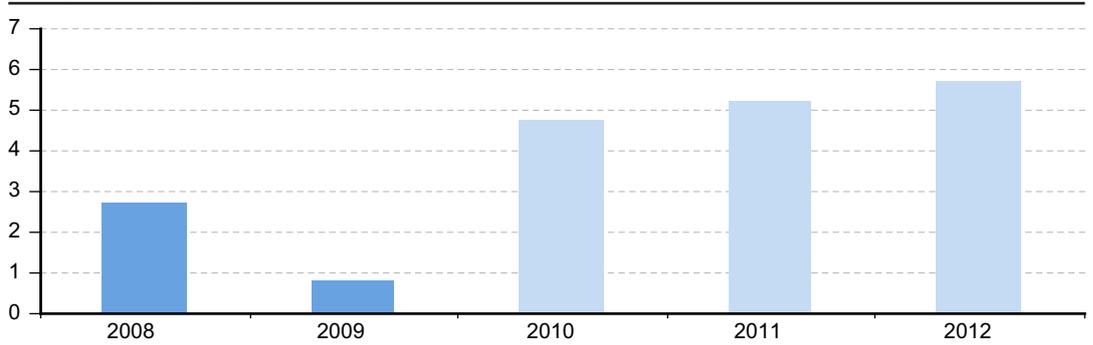
por provocar represalias comerciales. Esto pone de manifiesto la importancia de aplicar una mayor flexibilidad en materia de tipos de cambio en Asia, con vistas a proporcionar un mayor margen de actuación en materia de políticas al resto del mundo.

2. Colombia en recuperación sostenible

La economía colombiana arrancó el año 2010 en medio de una recuperación más fuerte de lo esperado, especialmente durante el primer trimestre. Este mejor desempeño económico ha estado impulsado por un mayor gasto público, tanto en inversión como en consumo, una reducción de la tasa de desempleo más rápida de lo anticipado y una sorprendente velocidad de recuperación en la confianza de los hogares y empresarios. Estas condiciones llevaron a un incremento en las proyecciones de crecimiento de BBVA Research, de 4,2% a 4,8% en 2010 y de 5,0% a 5,2% en 2011.

Gráfico 5

PIB (Var a/a, %)



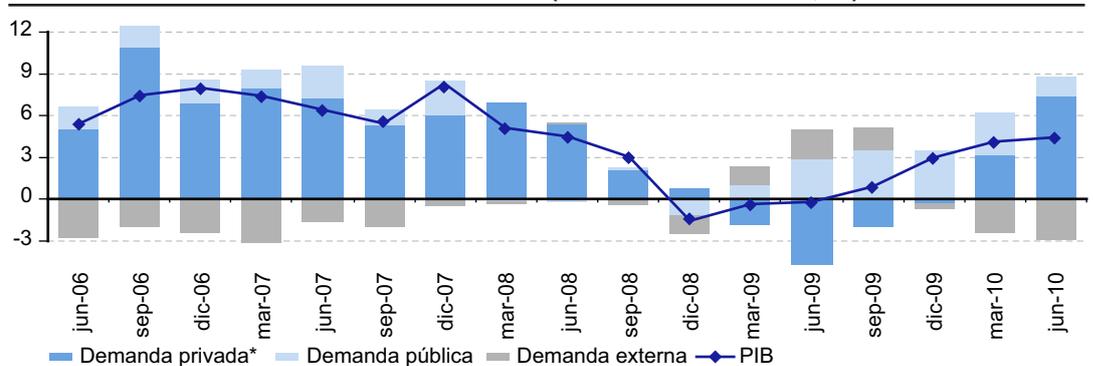
Fuente: DANE Proyecciones y BBVA Research

Para el segundo semestre del año esperamos una tasa de crecimiento por encima del 4,3% registrado en los primeros seis meses, dinámica que será impulsada principalmente por el dinamismo del consumo de los hogares. Por su parte, el fuerte repunte en las importaciones de bienes de capital, conjuntamente con la evolución positiva de las condiciones económicas y políticas del país, anticipan una aceleración en la inversión privada (3,6% a/a en 2010 y 10,1% a/a en 2011), aunque el ritmo de expansión será acotado por los excesos de capacidad instalada que se evidencian en algunas ramas industriales con mayor dependencia del mercado venezolano. Del lado de la demanda pública, se espera que la ejecución del gasto en infraestructura, principalmente en carreteras, puertos y obras relacionadas con el sector de minería e hidrocarburos, se mantenga relativamente estable en los trimestres siguientes, con una contribución mayor a la anticipada al crecimiento económico.

En contraposición, la demanda externa restará dinamismo al crecimiento, dada la lenta sustitución del mercado venezolano y el marcado dinamismo de las importaciones, producto del fortalecimiento de la demanda interna y la apreciación del tipo de cambio.

Gráfico 6

Contribuciones al crecimiento económico (Variación interanual, %)



* Incluye existencias

Fuente: DANE y BBVA Research

El alto crecimiento del consumo dependerá de la evolución de la tasa de desempleo. En los últimos meses ésta ha caído más rápido de lo esperado, gracias al fuerte aumento del empleo y la moderación en el incremento de la tasa de participación. En septiembre la tasa de desocupación se ubicó en 11,5%, cerca de 1,4 puntos porcentuales por debajo del valor de un año atrás. Igualmente, la composición del nuevo empleo creado ha sido proporcionalmente mayor en actividades asalariadas, contrario a los puestos de trabajo informales que fueron generados en el período 2008-2009. Sin embargo, los síntomas de heterogeneidad en la recuperación de la industria y el menor crecimiento esperado para los países desarrollados pueden retrasar la continuación del proceso de normalización en el mercado laboral.

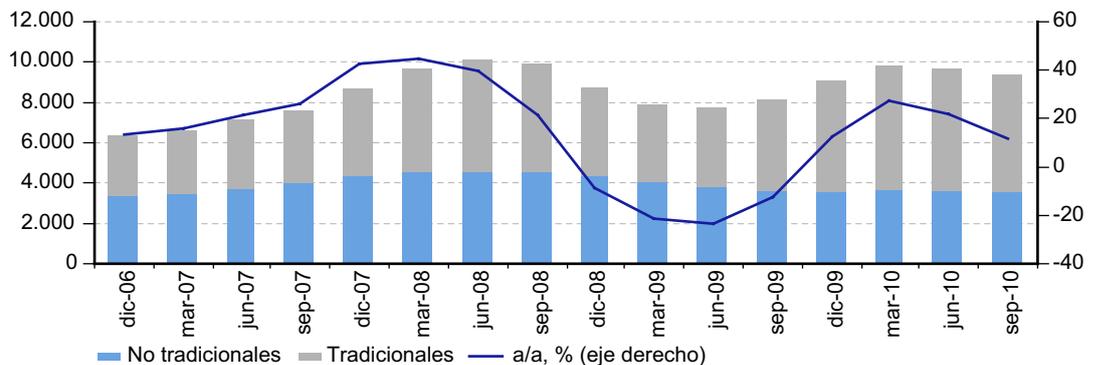
Por su parte, el crédito ha retomado una dinámica creciente, a juzgar por los resultados obtenidos en septiembre, mes en el cual la cartera creció a un ritmo interanual de 12,6%. En los próximos meses se espera una aceleración en el crédito de consumo y comercial en la medida en que las tasas de interés bajas, la mayor disposición para la compra de bienes durables y la percepción positiva de los empresarios sobre la situación económica impulsarán el gasto final de los hogares y las empresas. Asimismo, la calidad de la cartera continuará mejorando gracias a la buena gestión de activos del sistema financiero en la reciente etapa de desaceleración y el mejor desempeño general de la economía.

Fortalecimiento de la demanda interna se refleja en una ampliación en el déficit de cuenta corriente

En los últimos meses ha disminuido el ritmo de crecimiento de las exportaciones no tradicionales (principalmente industriales y agrícolas), impactadas negativamente por el cierre del mercado venezolano y el lento avance en el proceso de diversificación de mercados. En efecto, las ventas hacia destinos en Centro y Suramérica y en Europa, que tuvieron un impulso inicial en el primer semestre del año, se han desacelerado ante el panorama mundial de menor crecimiento y ha generado un mayor retraso en el proceso de sustitución del mercado venezolano. En particular, para 2010 se espera una reducción de las exportaciones no tradicionales (diferentes de oro y esmeraldas) de 8,0% a/a, una caída mayor a la contemplada en el escenario anterior. En este orden, las ventas de petróleo y de la minería liderarán ampliamente el crecimiento de las exportaciones totales, mientras que aquéllas de bienes industriales permanecerán rezagadas. Lo anterior, en conjunto con el impulso que traen las importaciones, continuará moderando el superávit comercial acumulado hasta el primer semestre, el cual a septiembre ya había caído en un 35%.

Gráfico 7

Expos tradicionales y no tradicionales (Trimestrel móvil, ajustado por estacionalidad)



Fuente: DANE y BBVA Research

En consecuencia, BBVA Research cambió la proyección del déficit en cuenta corriente de 2,1% a 2,7% del PIB en 2010 y de 1,8% a 2,8% del PIB en 2011. Este mayor déficit está siendo financiado con flujos de largo plazo, principalmente, gracias al sostenido aumento de la inversión extranjera hacia los sectores de hidrocarburos y minería, la cual creció 16% a/a y representa el 79% de la IED en el acumulado a octubre de 2010. También contribuye un moderado incremento de los flujos hacia otros sectores. Se espera que la IED mantenga el dinamismo en lo que resta del año y en 2011, fundamentado en las perspectivas de una producción creciente en minería y petróleo y en la recuperación de la inversión extranjera en otros sectores estratégicos, principalmente en construcción, infraestructura y agroindustria.

Desempeño fiscal mantiene presiones sobre el mercado de deuda interna

La entrada de un nuevo gobierno comprometido con la sostenibilidad de las finanzas públicas ubica las expectativas de déficit fiscal en una senda de ajuste en el mediano plazo¹. El crecimiento moderado del presupuesto aprobado para 2011 (2,5% a/a) permitiría que el déficit fiscal se reduzca levemente de 4,2% a 4,0% del PIB.

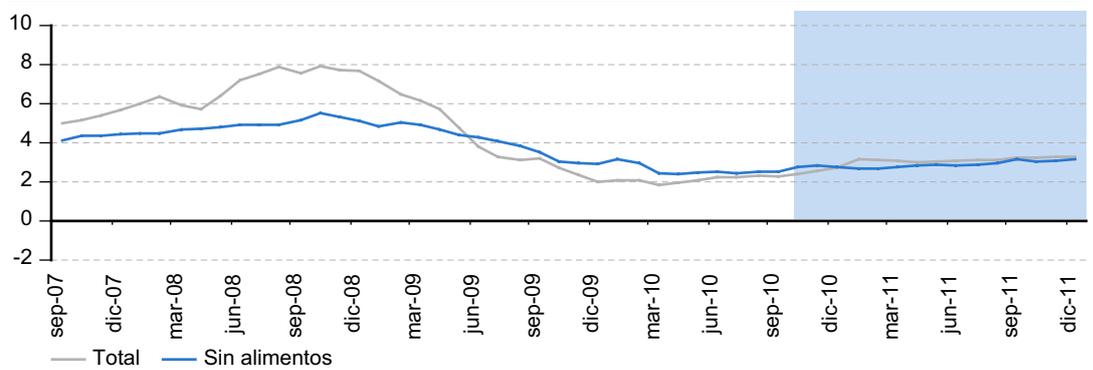
Aunque la inversión pública no representaría un gran aporte al crecimiento del próximo año, el presupuesto de inversión del GNC para 2011 refleja el compromiso del nuevo gobierno con sectores estratégicos (“las locomotoras”). Asimismo, con el fin de facilitar el control de la apreciación del peso, el plan financiero del próximo año contempla un efecto neutro del endeudamiento externo sobre la oferta de dólares, mientras que las colocaciones en el mercado interno aumentan 7,7%, de las cuales las subastas representan el 64%. La capacidad de absorción del mercado interno estará influenciada por la amplia liquidez del mercado de capitales, aunque la sostenida recuperación del crédito podría reducir las tenencias de deuda pública en poder del sistema financiero. De otro lado, se mantiene incertidumbre sobre la capacidad de financiar cerca de \$5,2 billones (0,9% del PIB) con cuentas por pagar y “optimización de activos” tal como se presenta en el plan financiero de 2011.

Inflación bajo control en línea con un crecimiento cercano al potencial

El proceso de recuperación de la economía se ha dado de forma ordenada sin generar presiones relevantes sobre la inflación. Incluso, en los últimos meses, se han registrado sorpresas a la baja frente a las expectativas de los analistas, con variaciones mensuales muy moderadas o negativas, que han permitido mantener la variación anual del IPC cerca del límite inferior del rango meta (actualmente entre 2% y 4%). En particular, la inflación anual en octubre se ubicó en 2,3% elevándose tan sólo 35pb en los primeros diez meses del año. El buen comportamiento de la inflación es el resultado de una mezcla de factores que incluye un incremento moderado de los precios de los alimentos, la transmisión de la apreciación cambiaria a los precios de los bienes finales y las bajas presiones de demanda, éstas últimas derivadas de la existencia de excesos de capacidad instalada, tanto en la producción como en el mercado laboral. Refuerza lo anterior, la tendencia descendente de las expectativas de inflación, tanto para el cierre de 2010 como dentro de doce meses, y el ajuste moderado en salarios, factores que permitirán mantener la inflación bajo control en un horizonte de corto y mediano plazo.

Gráfico 8

Inflación (variación interanual, %)



Fuente: DANE y BBVA Research

1: El proyecto de Regla Fiscal en curso en el Congreso propone una meta de déficit del GNC del 1% del PIB, consistente con un balance primario de 1,5% del PIB y un nivel de deuda por debajo del 20% del PIB.

Esperamos que la inflación a diciembre de 2010 alcance 2,7% a/a, lo que implica una revisión hacia abajo con respecto a nuestra previsión anterior, de 3,4%, fundamentada en varios factores incluyendo la mayor apreciación cambiaria respecto de la prevista, con un efecto importante considerando el alto peso que tienen las importaciones dentro de la canasta familiar. También ha influido el cierre del mercado venezolano sobre los precios de los alimentos, en especial la carne, y de otros productos que se exportan al vecino país. Para 2011 se esperan presiones moderadas de inflación, la cual se mantendrá en un 3,3%, gracias a que la brecha del producto permanecerá en terreno negativo durante la mayor parte del año.

Se prevén ajustes en política monetaria en el primer semestre de 2011

Dado el resultado esperado de la inflación para este año, estimamos que el Banco de la República mantendrá la tasa de interés en 3,0% por lo menos hasta el primer trimestre de 2011. Las bajas tasas de interés continuarán apoyando la recuperación de la economía y permitirán consolidar la reactivación del crédito. Posteriormente, y a medida que disminuya la brecha del producto, se debe empezar a normalizar la política monetaria. En efecto, la inflación sin alimentos ha tocado un piso y seguirá aumentando gradualmente en los próximos meses, lo cual requerirá ajustes en la política monetaria en el primer semestre de 2011. En consecuencia, esperamos un incremento de 150 puntos básicos a lo largo de 2011, con lo cual la tasa de referencia terminaría el próximo año en 4,5%.

Peso colombiano seguirá con presiones a la apreciación aunque suavizadas por las medidas cambiarias

El entorno externo de debilidad del dólar y la continuidad en los flujos de capitales hacia el país como consecuencia de la expansión de liquidez a nivel global y la mayor rentabilidad en los mercados locales, se han reflejado en una aguda apreciación del peso colombiano, que ascendía a 10% en lo corrido del año al cierre de octubre. Con el fin de mitigar estas presiones, en coordinación con el Banco de la República, el Gobierno anunció medidas no tradicionales para controlar la apreciación. En particular, sobresalen la eliminación de la deducción tributaria por pago de intereses de deuda externa para ciertas actividades, el aplazamiento de monetizaciones por US\$1,500 millones previstas para 2010, y la reducción de aranceles para algunas materias primas y bienes de capital.

De otra parte, en un ambiente de fuerte expectativa en los mercados por la implementación de posibles controles de capitales, en la más reciente reunión de política monetaria, el Banco de la República se limitó a extender el plazo de las compras diarias de US\$20 millones en el mercado cambiario por lo menos hasta el próximo 15 de marzo (inicialmente previsto hasta enero), manteniendo invariable el monto de las intervenciones con respecto a lo anunciado en septiembre. El Emisor ha complementado este mecanismo a través de una mayor intervención verbal.

Gráfico 9

Evolución TRM (pesos por dólar)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

En nuestra opinión, es probable que el Emisor haya analizado otras medidas macro-prudenciales para moderar las presiones cambiarias. Sin embargo, controles de capitales habrían sido descartados temporalmente, al considerar que los costos (menor competitividad del sistema financiero y menor eficiencia en la asignación del riesgo entre los mercados de capitales internacional y local) superan los beneficios que éstos podrían generar. Aún así, creemos que en caso de un mayor debilitamiento del dólar, las autoridades colombianas podrían recurrir a este tipo de medidas para frenar la apreciación.

3. Los factores de riesgo para la economía colombiana

Un mayor deterioro de las condiciones externas y la consiguiente reducción en la demanda foránea y en el precio de las materias primas, como consecuencia de un bajo crecimiento en Estados Unidos y Europa, tendría un efecto significativo sobre el país, debido a menores ingresos por exportación y, posiblemente, por menor llegada de inversión extranjera. De igual manera, las ramas industriales con mayor exposición al comercio exterior frenarían su proceso de recuperación e incluso presentarían nuevas caídas en la medida en que la demanda interna no podría compensar la reducción en las ventas externas. En este sentido, consumidores y empresarios reducirían sus indicadores de confianza y, conjuntamente con las menores exportaciones, también se presentaría una desaceleración en el consumo y la inversión internos, aunque de una magnitud significativamente inferior a lo experimentado en 2008.

La posible desaceleración de la demanda interna impactaría negativamente la dinámica del recaudo tributario comprometiendo el logro de los objetivos de las reformas propuestas por el Gobierno. El déficit fiscal del GNC (Gobierno Nacional Central), en ausencia de ajustes, se incrementaría por encima del 4,5% del PIB, lo que retrasaría la implementación de la regla fiscal al tiempo que se comprometería la credibilidad de la misma. Igualmente, el deterioro del entorno externo generaría presiones sobre la cuenta corriente aumentando el déficit a niveles por encima del 3,5% del PIB en 2011. Estos mayores desbalances presionarían un aumento relevante en los costos de financiamiento, tanto para el Gobierno como para el sector real, posiblemente forzarían un ajuste en el sector fiscal e impulsarían una depreciación del peso colombiano a lo largo del próximo año. Con todo, no esperamos una recesión, sino un crecimiento económico menor, en torno al 2-3% en 2011 y 2012.

En un escenario como el que da origen a nuestra proyección central, un riesgo no despreciable a futuro es una aceleración en las entradas de capitales, impulsada por las condiciones monetarias expansivas en las principales economías desarrolladas y los signos de recuperación de la economía colombiana. Sus efectos sobre la economía serían múltiples, desencadenando, entre otros, un deterioro de la cuenta corriente, fuertes presiones en los precios de los activos y una mayor fragilidad financiera, que podría poner a prueba la incipiente recuperación de la economía. Como consecuencia, se acentuaría el dilema de política monetaria y cambiaría, ocasionando mayores presiones hacia la implementación de algún tipo de control a la entrada de capitales.

En consecuencia, es aconsejable seguir analizando medidas macro-prudenciales que permitan mitigar los riesgos asociados a un escenario de este tipo, especialmente ante algunas señales incipientes de sobre-valoración en los precios de activos, tanto en el mercado residencial como en el accionario, que podrían acentuarse ante un fuerte incremento en los flujos de capitales.

4. El impulso reformador del nuevo Gobierno

Desde mediados del presente año el nuevo Gobierno ha presentado numerosas iniciativas de reformas de variada índole, capitalizando la ventana de oportunidad del comienzo de periodo y sus mayorías en el Congreso. El ambicioso paquete de reformas desde el punto de vista económico busca la consolidación de la sostenibilidad fiscal, la mejora de la gestión e inversión de los ingresos territoriales por regalías, el control de la apreciación del peso, la promoción de la competitividad y la optimización de la gestión tributaria.

Dentro de las reformas que podrían tener un impacto estructural en el desempeño de las finanzas públicas se encuentran el establecimiento de la sostenibilidad fiscal como derecho fundamental, la implementación de una regla fiscal y la reforma del sistema general de regalías. Las dos primeras complementan el marco de responsabilidad fiscal en Colombia y podrían equilibrar las funciones del estado de bienestar con la capacidad financiera del estado, garantizando la coherencia entre las políticas social y económica en el largo plazo.

Si bien el establecimiento de la Regla Fiscal es positivamente valorado, su implementación requiere el desarrollo de una institucionalidad confiable y la flexibilización del presupuesto del GNC, y su éxito es altamente sensible al mecanismo que se imponga para la definición de las variables y parámetros. Adicionalmente, la credibilidad y penalización por el mercado son elementos fundamentales para mantener los incentivos adecuados en los subsiguientes gobiernos.

Por otro lado, la necesidad de una reforma estructural del sistema de asignación y manejo de las regalías surge ante la percepción de ineficiencia y corrupción del esquema actual y como resultado de la expectativa de mayores ingresos del sector minero-energético y su potencial impacto a nivel macroeconómico y regional. Dentro de los factores claves del proceso identificamos el desarrollo de la capacidad institucional territorial, la definición de las condiciones de los diferentes fondos

receptores de los recursos y los parámetros sobre participaciones de las entidades territoriales. Como consecuencia, se mantiene el escepticismo sobre el éxito de la implementación de un nuevo sistema que realmente permita la efectividad en la priorización, formulación y gestión de los proyectos de inversión con impactos significativos sobre el bienestar y la competitividad regional.

Adicionalmente, parte de la agenda legislativa del Gobierno se ha orientado al fomento de la formalización laboral y empresarial y en la reestructuración del sistema de salud. Por otro lado la reforma al sistema de salud busca regular parcialmente el derecho a la salud y a la igualdad entre los regímenes vigentes, prevaleciendo el interés general sobre el particular de manera que se garantice el acceso equitativo a los servicios de salud a todos los afiliados.

Adicionalmente, se encuentra en debate una pequeña reforma tributaria cuyos objetivos incluyen mejorar la eficiencia y fiscalización tributaria, promover la competitividad y reducir el déficit fiscal². Sobresalen positivamente las medidas administrativas propuestas, las cuales podrán generar ganancias de eficiencia y provee herramientas para mejorar la fiscalización. Si bien el proyecto busca eliminar distorsiones del régimen tributario, las medidas se consideran limitadas ante la complejidad y exenciones del mismo.

Finalmente, con respecto a las recientes medidas para moderar la apreciación cambiaria y promover la productividad, el efecto fiscal de las mismas presionaría los resultados del GNC en el corto plazo, con posibles beneficios marginales en el largo plazo. Estos últimos dependerán del balance entre la materialización del mayor recaudo tributario resultado de las medidas administrativas y del ritmo de recuperación de la demanda interna, frente a los posibles costos de las reformas institucionales y organizacionales.

5. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas: anuales

	2010	2011	2012
PIB (% a/a)	4,8	5,2	5,7
Inflación (% a/a, promedio)	2,7	3,3	3,2
Tasa de cambio (vs. USD, promedio)	1882	1773	1793
Tasa REPO (% , promedio)	3,00	4,50	5,50
Consumo Privado (% a/a)	4,1	5,2	7,0
Consumo Público (% a/a)	5,0	4,0	4,5
Inversión (% a/a)	6,2	9,7	5,2
Déficit Fiscal (% PIB)	-4,2	-4,0	-3,1
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,7	-2,8	-3,2

Fuente: BBVA Research

2: Dentro de las medidas propuestas sobresalen la eliminación de la deducción por Inversión en Activos Fijos productivos, la ampliación de la cobertura del gravamen a los movimientos financieros y la eliminación de la sobretasa a la energía eléctrica para el sector industrial.

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas: trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, prom)	Tasa de Cambio (vs. USD, prom)	Tasa REPO (%, prom)
T1 10	4,2	2,0	1947	3,50
T2 10	4,5	2,1	1950	3,00
T3 10	5,2	2,3	1833	3,00
T4 10	5,2	2,6	1800	3,00
T1 11	6,4	3,1	1793	3,25
T2 11	6,0	3,0	1760	3,75
T3 11	4,0	3,2	1757	4,00
T4 11	4,6	3,3	1780	4,50
T1 12	5,2	3,5	1773	4,75
T2 12	6,3	3,4	1780	5,00
T3 12	5,8	3,3	1800	5,25
T4 12	5,7	3,3	1820	5,50

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Colombia

Economista Jefe

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

María Paola Figueroa
mariapaola.figueroa@bbva.com.co

Poldy Paola Osorio
poldy.osorio@bva.com.co

Mauricio Hernández
mauricio.hernandez@bbva.com.co

María Claudia Llanes
maria.llanes@bbva.com.co

Ignacio Miró
ignacio.miro@bbva.com.co

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

José Luis Escrivá

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y
Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

España y Europa:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Colombia
Carrera 9 No 72-21 Piso 10
Bogotá, Colombia
Tel: 3471600 ext 1408
E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com

Situación Colombia está disponible en inglés