

Situación Colombia

Tercer Trimestre 2013
Análisis Económico

- **El crecimiento se desaceleró en las economías emergentes,** pero se consolida una gradual recuperación de las economías desarrolladas.
- **La economía colombiana presentó una menor dinámica durante el primer trimestre,** que no comprometió nuestra previsión de crecimiento de 4,1% del PIB para el 2013. Esperamos una consolidación del crecimiento en 2014 a 4,7%
- **La inflación será levemente inferior al punto medio del rango meta en 2013 (2,7%) y superior en 2014 (3,2%).** No anticipamos un cambio en la postura de la política monetaria hasta el segundo trimestre de 2014.
- **El retiro del impulso monetario en los Estados Unidos continuará generando volatilidad** en los mercados locales. Esperamos una apreciación del peso colombiano en la medida que la economía se consolide en 2014.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Escenario global: desaceleración en China y dudas sobre el retiro del impulso monetario en EEUU.....	4
3. Previsión de crecimiento para Colombia se mantiene en 4,1% para 2013 pero se reduce a 4,7% en 2014	6
Recuadro 1. Perspectivas del Acuerdo Comercial con la Unión Europea	15
4. Registro inflacionario mantiene espacio para bajas tasas de intervención hasta el 2014	16
5. Tablas	19

Fecha de publicación: 13 de agosto de 2013

1. Resumen

La economía global muestra un debilitamiento cíclico, sobre todo en emergentes. El escenario económico global es menos favorable que hace tres meses, principalmente en China, nos ha llevado a la revisión de nuestras previsiones de crecimiento mundial a 3,1% para 2013 y 3,8% en 2014, dos décimas menores a las previsiones del trimestre anterior.

La recuperación del crecimiento de los países desarrollados se fortalece paulatinamente y se vislumbra una finalización de la expansión monetaria en Estados Unidos para mediados de 2014. Se espera que las compras de bonos disminuyan a partir de septiembre de 2013 si la recuperación económica en los Estados Unidos se continúa fortaleciendo y finalizaría el segundo trimestre de 2014. El primer incremento de tasas de referencia ocurriría en septiembre de 2015.

Anuncio de próximo retiro monetario en Estados Unidos generó volatilidad financiera en Colombia sin mayores efectos sobre fundamentales macroeconómicos. Las pérdidas en los tenedores de los títulos TES no representaron un riesgo sistémico para el sistema financiero. Por su parte, los flujos de capital se redujeron temporalmente y se revirtieron a un nivel inclusive superior a los valores previos al aumento de volatilidad.

La previsión de crecimiento del PIB para Colombia se conserva en 4,1% para 2013 a pesar de una demanda interna inferior a la esperada en el primer trimestre. Nuestra previsión de crecimiento del PIB se mantuvo sin cambios por un fuerte ajuste en las importaciones vinculado al menor dinamismo del consumo privado e inversión no residencial.

Hemos reducido nuestra expectativa de crecimiento a 4,7% desde 5% debido a la menor fortaleza del consumo privado y a un menor volumen de producción de carbón y petróleo. Una expansión más lenta del consumo privado es consecuencia del menor efecto que han tenido las bajas tasas de interés sobre la decisión de compra de bienes durables. A partir de 2014 esperamos que el crecimiento del PIB se ubique por encima del 5,0%, en línea con su nivel potencial estimado.

Déficit en cuenta corriente se mantendrá en 2013 y 2014 en 3,1% y 2,7% del PIB, respectivamente. Hemos revisado al alza nuestra previsión del déficit de cuenta corriente de por menores términos de intercambio y por la disminución en los volúmenes exportados de petróleo y carbón. La ampliación del déficit será mínima por el efecto amortiguador de las más bajas importaciones y los menores envíos de utilidades al exterior.

Nuestras previsiones de déficit fiscal de 2013 y 2014 difieren ligeramente de las del Gobierno. Anticipamos un ligero aumento en el déficit fiscal de 2013 a 2,6% del PIB (2,3% en 2012) por menor demanda interna y exportaciones mineras. En el 2014 un recorte del gasto de 0,6% del PIB anunciado por el gobierno, compensará los menores ingresos tributarios, manteniendo el déficit en 2,6% del PIB.

La inflación se mantendrá en la parte inferior del rango meta para 2013 y se ubicará en 3,2% en el 2014. Hemos corregido al alza nuestra previsión de inflación de diciembre de 2013 a 2,7% debido a la menor inflación observada. La mayor dinámica del consumo privado y los bajos precios base de inicios de 2013, llevarán a que la inflación al consumidor finalice 2014 en 3,2%.

El cierre de la brecha del producto se espera para finales de 2015 con una gradual normalización de las condiciones monetarias. Anticipamos que el Banco de la República mantendrá su tasa de intervención en 3,25% para lo que resta del año, con un primer incremento en abril de 2014. En adelante habría incrementos graduales hasta alcanzar una tasa neutral de 5,25% en 2015, consistente con el cierre de la brecha del producto hacia el final del año.

Un deterioro inesperado del crecimiento global o una contracción acelerada de la liquidez global podría comprometer la recuperación local. Una disminución mayor a la esperada del crecimiento de China afectaría negativamente los términos de intercambio y nuestras expectativas de crecimiento. Por otra parte, de acelerarse el crecimiento de los Estados Unidos se podría anticipar el retiro del estímulo monetario de la Fed, y aumentar el costo de financiamiento de los países en la región.

2. Escenario global: desaceleración en China y dudas sobre el retiro del impulso monetario en EEUU

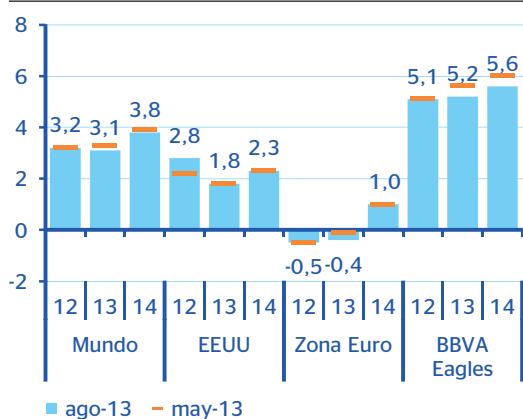
La economía global muestra un debilitamiento cíclico, sobre todo en emergentes, y afronta unas condiciones financieras menos laxas

El escenario económico global es menos favorable que el vigente hace tres meses, lo que nos lleva a la revisión a la baja de nuestras perspectivas de PIB mundial hasta un crecimiento de 3,1% en 2013, dos décimas menos de lo previsto hace tres meses. Para 2014 se mantienen las expectativas de expansión, en este caso hasta el 3,8%, también dos décimas menos de lo previsto el trimestre pasado. Detrás de ese deterioro y de la consecuente revisión de previsiones subyacen, al menos, dos motivos. Por una parte, las economías emergentes están experimentando una desaceleración más intensa de lo esperado, reflejado en una mayor revisión a la baja de sus previsiones de crecimiento (Gráfico 1) debido principalmente a una moderación en el crecimiento de China. En segundo lugar, se ha producido un evento no esperado, al menos en el momento en el que se dio, como es el endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global. Este tensionamiento ha sido el resultado de la reacción del mercado a la comunicación de la Fed de sus planes de paulatina disminución y posterior reversión de la tercera ronda de expansión cuantitativa (QE3).

Acostumbrando al mercado a una menor liquidez: el mayor impacto se sentirá en las economías emergentes con mayor necesidad de financiación a corto plazo

Aunque sea por múltiples causas, la mayor parte del repunte en las condiciones de financiación a nivel global se origina a mediados de mayo con el detalle anunciado por la Fed de sus planes para limitar primero, y poner fin después, a su programa de expansión monetaria. La Fed ha reafirmado su compromiso con el mantenimiento de tipos de interés muy bajos durante un periodo prolongado y, lo que quizás es más importante, todo el proceso es condicional a la recuperación económica, es decir, a que la economía continúe creciendo a “velocidad de crucero”.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB en las principales regiones



* BBVA EAGLEs: Emerging and Growth-Leading Economies. Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
EEUU: tipos de interés de los bonos a 10 años



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Sin embargo, la reacción del mercado a este plan (incluso después de que se aclararon los detalles) ha resultado más intensa de lo probablemente deseado por la Fed. Como se puede observar en el Gráfico 2, los tipos de interés a largo plazo llegaron a aumentar en más de 100 puntos básicos, mientras que los futuros descuentan ahora la primera subida de tipos para comienzos de 2015, prácticamente un año antes de lo esperado hace dos meses. En nuestra opinión, es probable que lo observado en los mercados financieros sea en parte sobre-reacción, como muestran recientes cesiones a la baja de las tasas, tanto de las largas como de las expectativas de las más cortas. Aun así, la puesta en marcha del mecanismo ha generado un proceso de recomposición de carteras ante el fin de la abundante liquidez y, por tanto, de la demanda extra de bonos que contenía los tipos de interés en niveles excepcionalmente bajos. En nuestra opinión estamos ante el inicio de un ciclo de normalización de las condiciones financieras, con tipos de interés más altos y una menor demanda para los activos de riesgo.

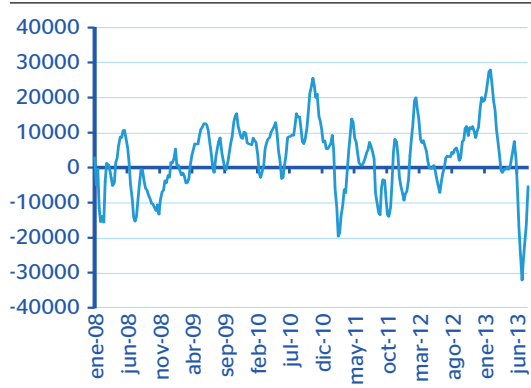
Las economías emergentes han resultado las más afectadas por el reciente recrudecimiento de las tensiones financieras. En la actualidad, la situación claramente ha revertido las buenas condiciones de financiación exterior previas, con salidas de flujos de capitales de los mercados emergentes (Gráfico 3). Además de caídas en bolsa y en el precio de los bonos, se ha producido también una depreciación generalizada de sus monedas.

Hay varios factores detrás de esta intensa salida de capitales que apuntan en la misma dirección. La inmediata anticipación al nuevo escenario de liquidez global con una recomposición de carteras, la debilidad cíclica de algunas de las economías grandes emergentes y el riesgo creciente de una desaceleración más intensa en China. Por otro lado, la expansión monetaria en Japón ha estado lejos de generar el flujo de capitales que se esperaba hacia rentabilidades más elevadas en economías emergentes.

Con todo, siendo muy intensa la salida de flujos de capital de los mercados emergentes, existen razones para ser optimista. En primer lugar, los datos más recientes de flujos de capital muestran una moderación en las salidas en las últimas semanas. En segundo, el perfil del inversor que ha protagonizado las salidas es de un horizonte de inversión de más corto plazo, frente a inversores de perfil institucional, con horizontes más amplios. Finalmente, esta reordenación de carteras ha de tener en cuenta que si se avanza hacia un entorno de menor soporte de la liquidez desde los bancos centrales es porque el ciclo económico global tiende a mejorar. Sin olvidar los fundamentales que han construido las economías emergentes en cuanto a la certidumbre de sus políticas y sus ventajas comparativas con las más desarrolladas en ratios de solvencia.

Gráfico 3

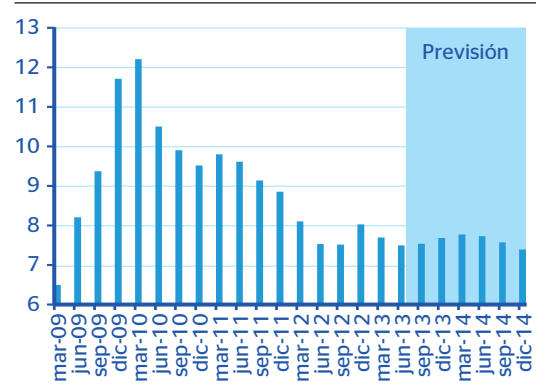
Flujos de capitales a economías emergentes (mm de dólares, promedio móvil de cuatro semanas)



Flujos de capitales a renta fija y variable.
Fuente: BBVA Research y EPFR

Gráfico 4

China: crecimiento del PIB (%/a)



Fuente: BBVA Research y CEIC

Desaceleración en China: entorno cíclico global y medidas que buscan acotar el endeudamiento

El reciente tensionamiento que se ha producido en el mercado interbancario chino no es sino un aspecto accesorio del proceso que las autoridades chinas han adoptado para desacelerar el fuerte crecimiento del crédito, tanto en el sector bancario "oficial" como por el llamado sector financiero en la sombra, no regulado. El compromiso de las autoridades con este objetivo se ha revelado en los últimos meses, al permitir fuertes tensiones de liquidez en el sistema interbancario.

El escenario base sigue siendo de continuidad de una desaceleración moderada (Gráfico 4). Las medidas para limitar el crecimiento del crédito supondrán un lastre sobre el crecimiento, pero aun así, las autoridades chinas parecen cómodas con las actuales tasas de crecimiento del PIB, mientras sean el resultado de cambios que hagan más sostenible (y saludable) el crecimiento en el medio y largo plazo. Seguimos considerando que el Gobierno chino continúa teniendo margen de actuación en caso de que la evolución económica comprometa sus objetivos de crecimiento. Esto supone que no cabe descartar nuevas medidas de estímulo económico y, por supuesto, que las autoridades poseen los instrumentos para evitar cualquier accidente en el sistema financiero, al menos en el corto plazo.

Eventos de riesgo global más diversificados, pero de menor impacto potencial

Este escenario central global, de alta probabilidad, tiene todavía unos rangos de incertidumbre sesgados a la baja sin que se vislumbren eventos disruptivos con probabilidad relevante. Se espera un sostenido crecimiento global en 2013 y 2014 cerca de los niveles de 2012. Este diagnóstico es un signo de vuelta a la normalidad en el panorama económico.

Los riesgos bajistas que podrían retrasar de nuevo la recuperación global (relativamente menos probables que en ocasiones anteriores) serían fundamentalmente la permanencia de eventos que complicaron el panorama el trimestre pasado hasta llegar a producir tensiones adicionales en las condiciones de acceso al financiamiento y deterioro de la confianza de los agentes económicos. Se podría tratar de: i) una nueva caída, intensa y continuada, en el precio de los activos sin riesgo como el bono del Tesoro de EE.UU. como resultado de un mercado menos atado a los deseos de la Reserva Federal; ii) un resurgimiento de las dudas en los avances hacia la Unión Bancaria en Europa y en la "excepcionalidad" de Grecia y; iii) una mayor desaceleración de la economía china en su necesario proceso de rebalanceo económico a la vez que acomoda gradualmente el ajuste del tamaño de su sistema financiero. Si bien es cierto que las autoridades cuentan con márgenes de actuación para evitar eventos "de cola", el proceso de cambio que afronta China es mayúsculo y requiere de reformas amplias, continuadas y decisivas.

3. Previsión de crecimiento para Colombia se mantiene en 4,1% para 2013 pero se reduce a 4,7% en 2014

Incertidumbre global genera volatilidad financiera, sin mayores efectos sobre fundamentales macroeconómicos

El mercado financiero local ha reaccionado al cambio próximo en la política monetaria de los Estados Unidos. Las expectativas sobre la menor liquidez global debilitaron al peso, incrementando a su vez las primas de riesgo frente al mundo desarrollado. El esperado menor ritmo en la compra de bonos americanos por parte de la Fed, generaron un empinamiento

en bonos del tesoro americano, trasladándose por argumentos de arbitraje a las curvas de los países emergentes (Gráfico 5). Las principales variables financieras presentaron incrementos en sus niveles de volatilidad, ante la incertidumbre sobre el cronograma de la nueva postura monetaria.

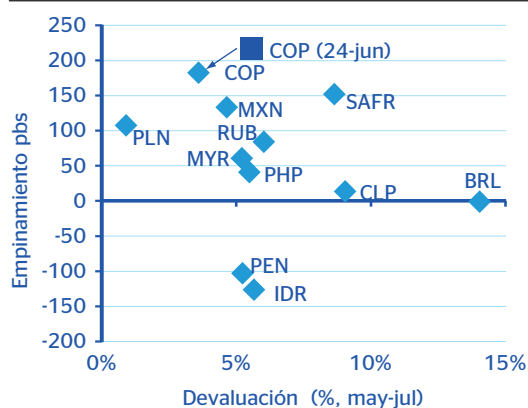
De manera simultánea, en Colombia se discutió una propuesta regulatoria modificando la rentabilidad mínima de los fondos de pensiones administrados por las AFPs, (principal inversionista institucional local). La propuesta buscaba diversificar los ahorros del sistema pensional, generando un sesgo hacia la inversión descubierta en moneda extranjera en contraprestación a la inversión en activos locales. El mercado financiero asumió ambas noticias de manera simultánea, adicionando dos fuentes de incertidumbre de manera contemporánea.

La devaluación del tipo de cambio frente al dólar alcanzó un máximo de 9% hasta junio, acompañado de un menor ritmo de flujos de portafolio aunque manteniendo valores netos positivos de entradas. La devaluación estuvo acompañada por una mayor exposición cambiaria de las AFPs (Gráfico 6), asumiendo las ganancias de la devaluación y anticipándose a la propuesta regulatoria. Las primas de riesgo –EMBI– se incrementaron de 130 a 200 entre mayo y junio, corrigiéndose posteriormente a 179 en julio.

La mayor reacción se presentó en las curvas del soberano, con un empinamiento entre los títulos de 1 y 10 años de 330 puntos básicos –pbs– (110 a inicios de mayo). Las pérdidas de los tenedores de TES entre mayo y junio alcanzaron COP 11 billones (-8%), siendo las referencias de largo plazo las más afectadas. Por su parte, las AFPs moderaron su ritmo de exposición al soberano, presuntamente como respuesta a las necesidades de mayor exposición cambiaria.

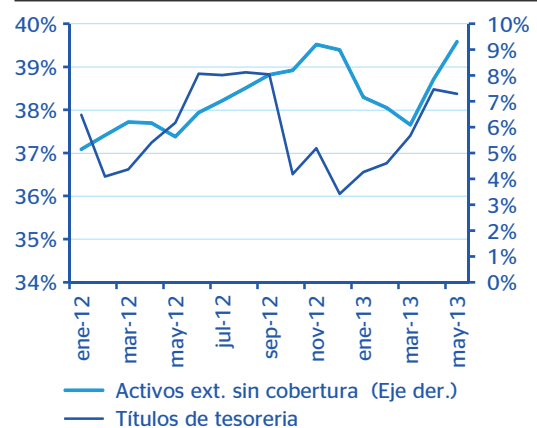
Las mayores tensiones se limitaron al mercado de valores, con dificultades momentáneas del soberano por finalizar su plan de emisiones, y la moderación en las emisiones de deuda corporativa que buscaban evitar los crecientes costos de endeudamiento. Con la mayor claridad acerca del transcurso del retiro de la liquidez global, la volatilidad y los sobresaltos en las variables financieras se corrigieron parcialmente. De igual forma el Ministerio de Hacienda le restó urgencia a la regulación a las AFPs, moderando en paralelo dicha fuente de incertidumbre.

Gráfico 5
Cambio en la curvatura y devaluación del tipo de cambio frente al dólar (entre may-1 y jul-31). Países emergentes seleccionados



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 6
Exposición de las AFPs a activos descubiertos en moneda extranjera y TES. % del portafolio



Fuente: Superfinanciera y BBVA Research

El periodo se afrontó con holgura a pesar del incremento en el costo de endeudamiento por parte del soberano. La elevada liquidez interbancaria permitió que el sector financiero limitara su nivel de tensiones financieras. Algunos inversionistas institucionales redujeron sus ganancias en mayo y junio (con una corrección parcial en julio), sin generar episodios sistémicos sobre el resto de jugadores del sistema. El soberano incrementó en promedio ponderado su costo de endeudamiento en 170 pbs entre mayo y junio, con una reducción en la demanda en

sus subastas de colocación de deuda. El incremento en el costo de endeudamiento si bien importante para futuras emisiones de largo plazo, no compromete de manera significativa la estabilidad de las cuentas fiscales.

Para los próximos meses, el transcurso del retiro del estímulo monetario en EE.UU. y la regulación a las AFPs constituyen un riesgo. El episodio se afrontó con holgura, sin embargo a futuro una salida apresurada del estímulo monetario de la Fed acompañado por una implementación acelerada de la regulación a las AFPs, podrían alterar nuevamente la volatilidad del mercado financiero (ver sección de política monetaria).

Flujos de capitales permanecieron fuertes hacia Colombia

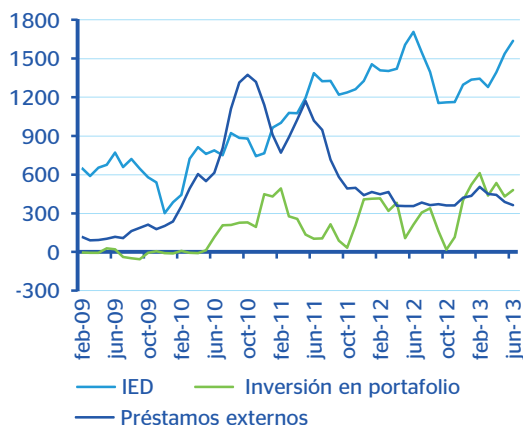
Durante el período de incremento de las tasas de interés del tesoro de Estados Unidos, en Colombia no se registró una salida de capitales persistente y fuerte. En este momento (datos a finales de julio), las entradas totales se ubican significativamente por encima del valor registrado en abril, previo a las primeras reacciones del mercado al posible recorte de la expansión monetaria de la Fed. En efecto, con respecto al final de marzo, la inversión de cartera aumentó más de 149% y, comparado con el final de abril, cerca de 60%.

La inversión extranjera directa –IED–, reportada en la balanza cambiaria, también se mantuvo fuerte y con entradas semanales muy similares a las observadas en el primer trimestre del año (Gráfico 7). Los resultados en esta materia sugieren que los proyectos de inversión, en buena parte minero-energéticos, dependen de las condiciones estructurales de la economía y de las expectativas de la recuperación global, más que de los vaivenes de los mercados en el corto plazo.

El crecimiento del PIB se mantuvo débil durante el primer trimestre del año

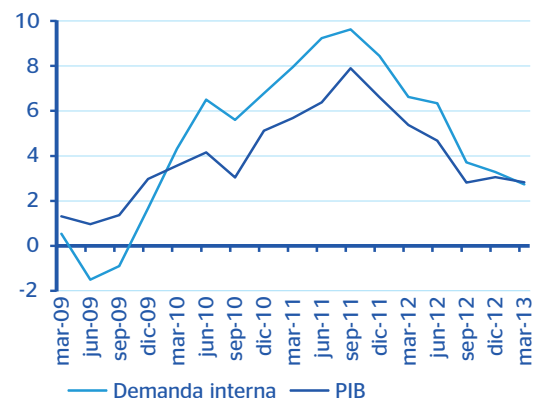
En el primer trimestre de 2013 el crecimiento del PIB se ubicó en 2,8% anual, por encima de nuestra estimación (BBVA: 1T13 +2,3% anual). Sin embargo, este resultado se dio en un contexto de menor demanda interna y un consecuente ajuste de las importaciones, que implicó un aporte menos negativo de la demanda externa neta y una caída pronunciada de las existencias (Gráfico 8). El gasto interno más débil fue el resultado de una desaceleración mayor a la esperada del consumo privado y una caída de la inversión no residencial, esta última principalmente de origen importado, que no fue compensada por un repunte de la inversión en construcción (Gráfico 9). Tanto las obras públicas como las edificaciones comerciales y residenciales tuvieron un crecimiento récord al inicio del año, por encima del 17% anual.

Gráfico 7
Flujos de Inversión Extranjera Directa y de portafolio por balanza cambiaria (Millones USD)



Fuente: BanRep y BBVA Research

Gráfico 8
PIB y demanda interna. Variación interanual, %

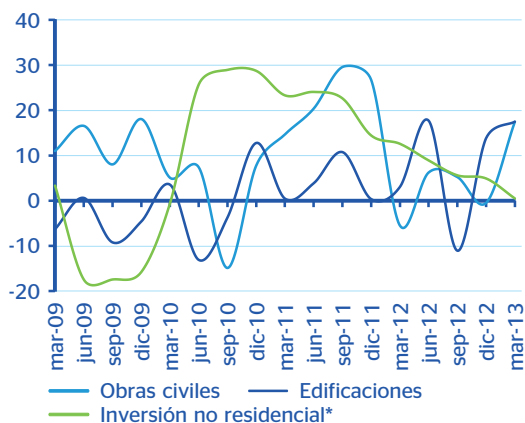


Fuente: DANE y BBVA Research

Las exportaciones, tal como se esperaba, tuvieron una ligera variación negativa por el choque transitorio experimentado en el sector carbonífero, a pesar del mejor comportamiento de las ventas externas de la industria. A su vez, los menores precios de las materias primas también limitaron el crecimiento del comercio exterior.

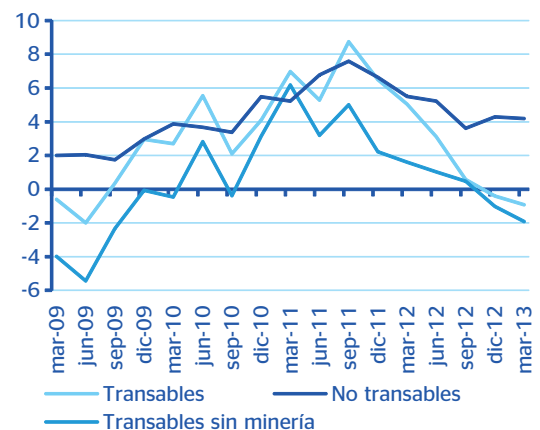
Las exportaciones podrían mejorar la dinámica para lo que resta del año. Según nuestras estimaciones, la producción promedio de petróleo terminará este año en 1.041 mil barriles por día (+7,1% respecto a diciembre de 2012) y las exportaciones trimestrales de carbón superarán el promedio de 2012 (19,4 millones de toneladas) al final del año (20,8 millones de toneladas).

Gráfico 9
Formación bruta de capital fijo por componente. Variación interanual, %



* Agricultura, maquinaria y equipo, servicios y equipo de transporte. Es el 48,2% de la inversión total.
Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 10
PIB por grupos de sectores económicos. Variación interanual, %



*Transables: minería, agricultura e industria. No transables: resto de sectores.
Fuente: DANE y BBVA Research

La industria fue el único sector que presentó una caída de su producción en términos anuales, mientras que las demás actividades transables, agricultura y minería, crecieron por debajo del promedio que habían registrado en 2012 (Gráfico 10). El rezago que mantiene la industria, creciendo por debajo del PIB desde 2007, puede estar asociado a temas de productividad, según sugiere un indicador de producto medio del trabajo construido a partir de la muestra mensual manufacturera. Este indicador entre junio de 2012 y mayo de 2013 cayó un 2%, retornando a los niveles observados en 2010 (Gráfico 11). Finalmente, los sectores que lideraron el resultado del PIB fueron construcción (+16,9% anual) y, con una dinámica mucho más moderada, los servicios sociales (+4,5% anual).

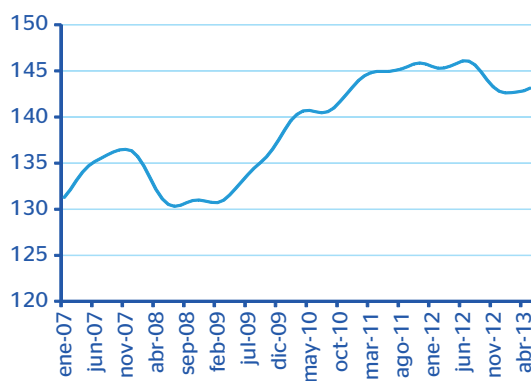
Débil recuperación de los indicadores líderes en el segundo trimestre de 2013

En el segundo trimestre se mantuvo la heterogeneidad entre los crecimientos del consumo privado y la inversión no residencial. Los indicadores asociados con el consumo mostraron una recuperación más fuerte, aunque limitados por las menores compras de bienes durables (5% del consumo total). En particular, las matrículas de vehículos en lo corrido del año a julio cayeron 6.8% y los consumidores no mejoraron significativamente su intención de comprar bienes durables hasta junio, sugiriendo que la recuperación más sostenida se dará en la segunda mitad del año. Los indicadores asociados con consumo de bienes no durables (el 33% del consumo), tales como importaciones y ventas minoristas, mostraron repuntes importantes.

Los indicadores de inversión tuvieron un comportamiento menos optimista. Las importaciones de bienes de capital pasaron de crecer 5,2% anual en el primer trimestre a una caída promedio de 2,1% anual en abril y mayo. Asimismo, el uso de la capacidad instalada y la valoración de las condiciones de inversión se mantuvieron por debajo de la media reciente y de los niveles

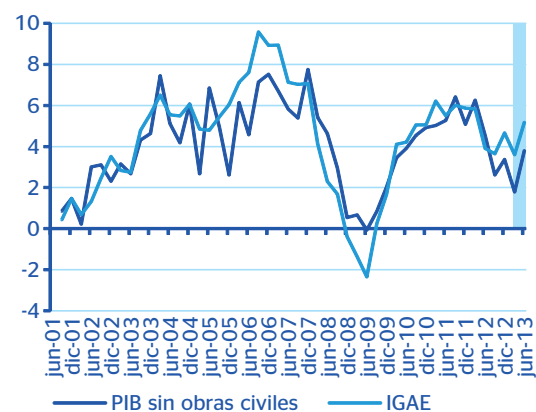
observados en los períodos de expansión económica. En la misma línea, la confianza de los industriales parece indicar que la dinámica de la inversión no residencial sólo tomará mayor tracción en el segundo semestre. Esto se concluye a partir de las encuestas más recientes en las cuales se mantiene una mejor valoración de la actividad futura que del desempeño productivo actual. En ellas, la valoración de la actividad económica del sector para los próximos tres y seis meses se mantuvo creciente. Al contrario, la evaluación de la actividad productiva del segundo trimestre estuvo, en general, en terreno negativo.

Gráfico 11
Producto medio del trabajo en la industria. Índice 2001=100.



* Cociente entre índice de producción industrial e índice de empleo industrial.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 12
Índice General de Actividad Económica y PIB sin obras civiles. Variación anual, %



* Período de proyección para el PIB sin obras civiles está sombreado. IGAE con datos a mayo para 2T13.
Fuente: DANE y BBVA Research

Un elemento que apoyará la recuperación industrial y, con ello la inversión privada no residencial, será la mayor demanda externa e interna, más moderada en el caso de esta última. Las exportaciones totales cayeron 6,3% anual en lo corrido del año a mayo, pero con una dinámica dispar entre los envíos mineros y los industriales. Los primeros cayeron 8,9% anual y los segundos se mantuvieron estables con respecto al mismo período de 2012. Sobresalieron, además, las ventas externas de productos industriales de media y alta tecnología (+14,2% y +14,8% anual, respectivamente) y la aceleración de las exportaciones manufactureras en mayo a un 5,3% anual, cuando las totales aún caían 2,5%.

En el plano doméstico, las ventas minoristas mejoraron y, como consecuencia, también las ventas de bienes de consumo de producción interna. Mientras que entre enero y marzo las ventas reales de este sector cayeron en promedio un 2,5% anual, entre abril y mayo el comportamiento pasó a una media positiva de 6,6%. Por lo tanto, es probable que en adelante los industriales respondan con un incremento de la producción y un mayor uso de la capacidad instalada a la reducción de los inventarios resultante de la mayor demanda. Sin embargo, esa dinámica aún se mantendrá lenta por la respuesta rezagada que ha mantenido la industria a la recuperación económica.

Un índice de actividad económica construido por BBVA Research –IGAE–, que resume los indicadores líderes mensuales más importantes de la economía, muestra que la recuperación está en marcha, principalmente en los indicadores de consumo (Gráfico 12).

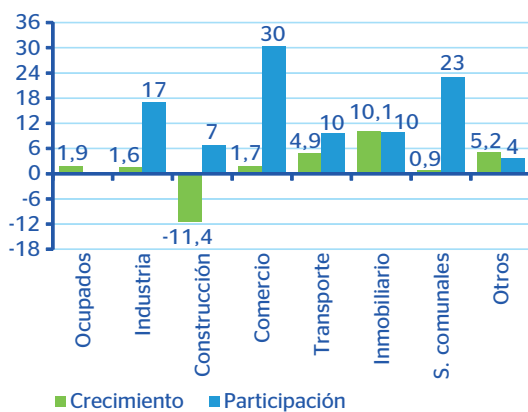
Finalmente, un reto para la recuperación económica será la consolidación del mercado laboral. La economía mantuvo un menor ritmo de creación de empleo desde septiembre de 2012 a junio de 2013 (1,7% anual) con respecto al período comprendido entre enero y agosto de 2012 (4,4% anual). Si bien la dinámica corrigió marginalmente en el segundo trimestre de 2013 a un 1,9% anual, el comportamiento no fue suficiente para mejorar la calidad del empleo, pues ahora los asalariados crecen a un menor ritmo que los trabajadores por cuenta propia. El mejor balance del sector de la construcción y la recuperación de la industria en el segundo semestre deberán permitir un mejor comportamiento del empleo en adelante (Gráfico 13).

Crecimiento de 2013 estará menos sostenido en la demanda interna

El crecimiento del PIB de 2013 permanecerá en 4,1% anual, previsión idéntica a nuestra estimación de hace tres meses (Gráfico 14). La expansión esperada implica una aceleración de la tasa de crecimiento a partir del segundo trimestre, aunque todavía débil entre abril y junio (3,3% anual), para consolidarse en tasas elevadas desde la segunda mitad del año (5,0% en promedio). La mayor dinámica vendrá por cuenta del sector de la construcción, tanto en vivienda como en obras públicas, que aportará 1,2 puntos porcentuales a la variación del PIB, una contribución equivalente al promedio observado entre 2006 y 2008, período de elevado crecimiento residencial. A la aceleración del crecimiento en el segundo semestre también apoyará la baja base estadística de este mismo período en 2012 cuando la economía sólo creció 2,9%.

Gráfico 13

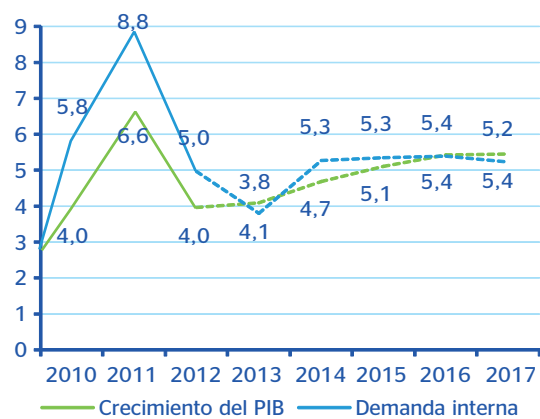
Empleo urbano por sectores económicos
Variación interanual y participación a junio, %



* Otros incluye agricultura, minería, instituciones financieras y servicios de gas y de agua.
Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 14

PIB y demanda interna. Variación anual, %



Fuente: DANE y BBVA Research.

Para los demás componentes del PIB, tales como consumo privado, inversión no residencial y exportaciones, esperamos una variación inferior a la prevista anteriormente. La corrección a la baja de estos grupos de gasto es coherente con su menor crecimiento en el primer trimestre y con la débil recuperación de los indicadores líderes coincidentes. En total, la demanda interna crecería 3,8% anual en 2013, cifra que se ubicaría por debajo del PIB total por primera vez desde 2009 y significaría una disminución frente a nuestra proyección previa (4,5% anual). Como compensación a esta menor dinámica interna, las importaciones se ajustarán fuertemente. Esto porque se ha comprobado mediante diferentes técnicas de análisis de datos que la elasticidad de las importaciones a la dinámica doméstica es mayor que uno (Zuccardi, 2001, Oliveros y Silva, 2001), es decir, las compras externas sobre-reaccionan a una moderación en el consumo y la inversión interna.

Las exportaciones este año van a tener una dinámica positiva, pero inferior a la del PIB. Su crecimiento estará limitado por un menor crecimiento de la industria (y sus ventas externas), la recuperación gradual de la producción minera después del choque de oferta en el primer semestre y los menores precios de las materias primas. En total, las exportaciones se expandirán 3,7% anual y las importaciones un 2,7% anual.

Economía colombiana crecerá 4,7% en 2014

En 2014 la economía prolongará su proceso de recuperación hasta lograr un crecimiento de 4,7% anual, ligeramente inferior al 5% que estimábamos en mayo. La revisión está explicada por una menor dinámica del consumo privado y, en menor medida, por una disminución en los

volúmenes de carbón y petróleo, en línea con las estimaciones menos optimistas del marco fiscal de mediano plazo —MFMP— que presentó el Gobierno Nacional. A su vez, una expansión más lenta del consumo privado es consecuencia del menor efecto que han tenido las bajas tasas de interés sobre la decisión de compra de bienes durables, en parte por el proceso de devaluación que tuvo al inicio de 2013 y mantendrá de manera mucho más moderada en 2014.

En total, el consumo privado crecerá 4,1% y la inversión privada llegará a 7,7% anual. Esta última combinará la recuperación de la inversión no residencial, ante el mejor comportamiento de la industria y el cierre progresivo de su brecha de capacidad, con los efectos positivos que tendrá la política económica sobre el sector de la construcción: bajas tasas de interés para las viviendas de clase media y la edificación de 100 mil viviendas hacia la población más pobre, medidas impulsadas en el PIPE. Por otra parte, las exportaciones se recuperarán con fuerza (6,2% anual) ante el mejor comportamiento de Estados Unidos, país con el que se aprovechará el TLC con mayor profundidad y representa cerca del 35% de nuestros envíos. Finalmente, la recuperación de la demanda interna (a 5,3% anual) implicará una mayor dinámica de las importaciones (8,0% anual).

Nuestras estimaciones de 2014 en términos de inversión pública son contingentes al éxito de la estrategia de 4G para la iniciación de grandes obras de infraestructura y a la ejecución de los proyectos en las principales empresas mineras del país, entre ellas, Ecopetrol. En esta dirección el Gobierno ha dado un primer paso anunciando la venta de su participación accionaria en ISAGEN (compañía generadora de energía), con lo cual recaudaría cerca de COP 4,5 billones para el financiamiento de las obras 4G.

Consistente con nuestras previsiones de 2013 y 2014, la brecha del producto con respecto al PIB potencial se mantendrá negativa en los dos años, aunque empezará a cerrarse a finales de 2014. Como resultado, se empezarán a manifestarse algunas presiones de inflación del lado de la demanda que determinarán cambios en la postura de la política monetaria, como veremos más adelante.

En el mediano plazo, después de 2014, esperamos que la expansión del PIB se ubique por encima del 5,0%, en línea con el crecimiento potencial estimado. Con esto, la economía colombiana podrá cerrar completamente su brecha de producto en algún momento entre finales de 2015 e inicios de 2016. Así, la tasa de interés del Banco de la República deberá alcanzar su nivel neutral previo a estas fechas para evitar presiones inflacionarias.

Déficit en cuenta corriente se mantendrá en 2013 y 2014 en 3,1% y 2,7% del PIB, respectivamente

Hemos revisado al alza, respecto al informe de mayo, nuestra previsión del déficit de la cuenta corriente de 2013 desde 2,9% del PIB (Gráfico 15). Dos razones apoyaron esta decisión. En primer lugar, los términos de intercambio, especialmente los precios del petróleo y el carbón, se ubicarán por debajo de los observados en 2012. En segundo lugar, los volúmenes exportados de aquellos dos bienes serán inferiores a lo estimado hace tres meses. No obstante, la ampliación del déficit será menor por el efecto amortiguador, aunque parcial, que vendrá desde las más bajas importaciones y los menores envíos de utilidades al exterior.

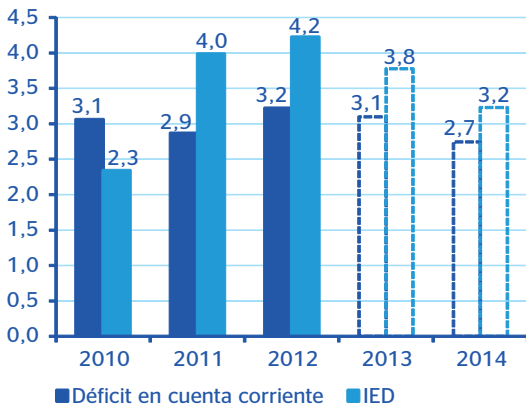
Este último componente de la cuenta corriente continuará su ajuste hasta 2014, debido a los menores ingresos percibidos en 2013 por las empresas del sector minero-energético, determinando una reducción del déficit externo el próximo año hasta 2,7% del PIB.

La inversión extranjera directa —IED— seguirá siendo la principal fuente de financiamiento para la cuenta corriente, a pesar de que esperamos una normalización de los flujos hacia los promedios históricos. Mientras que en 2012 la IED se ubicó en 4,2% del PIB, este año podría caer a 3,8% del PIB y en 2014 a 3,2% del PIB, superando todavía al déficit de la cuenta corriente, pero de manera menos holgada que antes. En valores, estos menores porcentajes implican caídas de 8% anual en promedio en los dos años, lo cual no evitará, no obstante, que los montos se ubiquen entre los máximos de toda la historia del país (segundo y cuarto en 2013 y 2014, respectivamente).

De continuarse la tendencia reciente, la IED estará menos concentrada en minería y petróleo en los próximos años. La participación de estos dos sectores en la IED total alcanzó un máximo en 2009 de 76,4%, cuando los demás sectores se encontraban seriamente afectados por la desaceleración global e interna. Luego, inició un proceso de reducción sistemático hasta ubicarse en 44,7% en el primer trimestre de este año, reflejando una recuperación de los flujos hacia sectores diferentes a materias primas, más que una caída en las entradas a estos últimos.

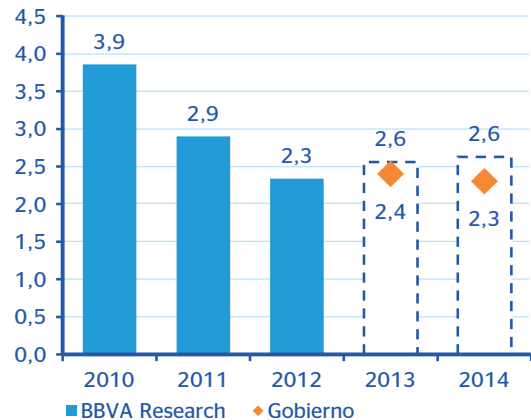
Otro elemento importante de financiación serán los capitales de portafolio, los cuales estarán gravados con un impuesto más bajo sobre sus rendimientos en Colombia, según lo aprobado en la reforma tributaria de finales de 2012. La reducción del impuesto se concretó desde 33% a 14% para capitales provenientes de países no considerados un paraíso fiscal y de 33% a 25% para inversiones desde paraísos fiscales. La reglamentación de cuáles países estarán en una u otra lista aún no se ha dado por parte del Gobierno Nacional, pero sin duda esta nueva regulación elimina la diferenciación negativa que mantenía el país con respecto a otros pares de la región en cuanto a la tributación del capital extranjero.

Gráfico 15
Déficit en cuenta corriente y financiamiento. En porcentaje del PIB



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 16
Déficit fiscal de GNC*: previsión de BBVA Research y Gobierno Nacional. En porcentaje del PIB



* Gobierno Nacional Central.
Fuente: MinHacienda y BBVA Research

Menores ingresos afectarán estimación del déficit fiscal en 2013 y exigirá ajuste del gasto en 2014

Las revisiones a la baja en 2013 de la demanda interna y las exportaciones mineras, determinaron una reducción en el recaudo y los ingresos de capital para el 2013 y 2014. Como resultado, anticipamos un ligero aumento en el déficit fiscal de 2013 a 2,6% del PIB (2,3% en 2012). En el 2014 un recorte del gasto de 0,6% del PIB anunciado por el gobierno, compensará los menores ingresos tributarios, manteniendo el déficit en 2,6% del PIB (Gráfico 16). Nuestra previsión difiere ligeramente a la del Gobierno, que anticipa un crecimiento del PIB superior en 2013 (4,5%), lo que causaría mayores ingresos tributarios para ser desembolsados en 2014.

Las obras públicas que harán parte del buen momento de la construcción este año son las relacionadas con el plan de desarrollo, el mantenimiento de las vías, los proyectos financiados regionalmente mediante las regalías, el presupuesto general de la Nación y los recursos asignados mediante el Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo –PIPE–. En este cronograma no se encuentran aún los grandes objetivos de infraestructura trazados en la agenda de cuarta generación –4G–, los cuales no tendrían un efecto sobre el crecimiento sino hasta el segundo semestre de 2014.

El buen panorama de la inversión en 2014 se mantendrá pese a la reducción del presupuesto de inversión pública en ese año, la cual pasará de 6,1% del PIB en 2013 a 5,2% del PIB, según el Proyecto de Presupuesto. Esta nueva propuesta del Gobierno significa una reducción de 7% anual en el valor asignado respecto a 2013 y una caída de 0,4 puntos del PIB respecto a lo estimado para 2014 en el MFMP de 2012. Esto no evita, sin embargo, que se mantengan los compromisos en vigencias futuras establecidos previamente, las cuales ascienden a 1,5% del PIB. Las obras incluyen concesiones viales e infraestructura aeroportuaria (0,3% del PIB), política de vivienda (0,1% del PIB) y sistemas de transporte masivo (0,03% del PIB), los cuales tienen unas asignaciones presupuestales que significan en todo caso una caída respecto al aprobado para 2013 de 3,7%.

Riesgos de crecimiento para la economía colombiana se mantienen acotados

Al igual que en el caso global, nuestro escenario base de recuperación económica expuesto anteriormente tiene una elevada probabilidad de ocurrencia y los datos más recientes parecen estar encaminados hacia su consolidación. Sin embargo, la recuperación económica podría tener algunos riesgos con una baja probabilidad.

En primer lugar, una caída pronunciada de los precios de los activos en Estados Unidos, que determine un incremento considerable de las tasas de interés en Colombia, limitaría la transmisión de la política monetaria expansiva sobre la actividad económica y retrasaría el proceso de mejora de la inversión y el consumo de bienes duraderos. En segundo lugar, una mayor lentitud en darle solución a los temas clave en materia institucional en Europa, tales como la unión bancaria, tendría un efecto limitado en Colombia en un contexto de recuperación en Estados Unidos, un socio comercial que es de lejos más importante para el país. Finalmente, la desaceleración de China afectaría a las exportaciones mineras vía menores precios, dando mayor relevancia al comportamiento del sector industrial.

Por otra parte, internamente, se deberá estar atento al ritmo de ejecución de la inversión pública. Su comportamiento servirá para comprobar el aporte positivo del sector de la construcción a la recuperación económica del segundo semestre. El panorama parece estar más claro que en ocasiones anteriores. Este año se ha realizado una mejor administración y traslado de los recursos de las regalías a través del DNP y, según el informe de ejecución pública, el gasto se está realizando a un paso más rápido que en el promedio de los últimos 10 años, muy cerca de la mejor ejecución realizada en 2008. Finalmente, el desempeño del sector minero dependerá de la superación de ciertos cuellos de botella, de carácter laboral, surgidos en los meses recientes.

Recuadro 1. Perspectivas del Acuerdo Comercial con la Unión Europea

Después de cuatro años de negociación, Colombia y la Unión Europea firmaron un acuerdo de libre comercio que pretende afianzar la integración comercial entre ambas economías. El acuerdo se une a las iniciativas comerciales de Colombia, buscando ampliar el bajo grado de apertura frente a los pares de la región y emergentes (Exportaciones e importaciones de 40% PIB; 50% en Latam, 73% en Chile).

Con el tratado, el arancel promedio aplicado a las exportaciones Europeas hacia Colombia se reducirá de 14,2% a 0% en un plazo de once años, siendo la principal reducción en el primer año del tratado (ver tabla 1). El cambio será menor para el arancel a las exportaciones Colombianas hacia Europa, pasando de 4,2% a 0% en un plazo de diez años, considerando que buena parte de las partidas arancelarias ya contaban con preferencias arancelarias.

Los estudios de impacto son poco recientes, sin embargo son concluyentes en señalar el efecto neto positivo del tratado. El impacto en crecimiento de Colombia se estima

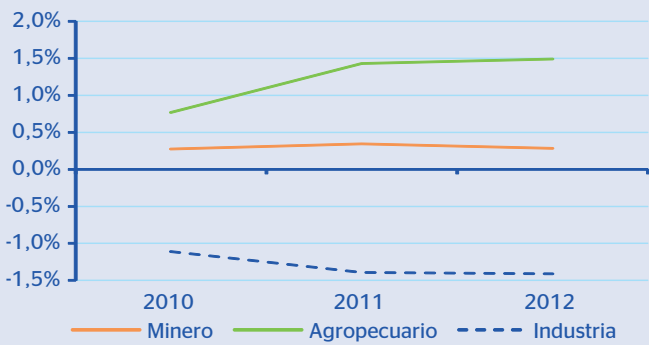
entre 0,2% y 0,6% del PIB en el corto plazo y entre 0,5% y 1,3% del PIB en el largo plazo. El impacto para Europa es sin embargo modesto frente al tamaño de su economía. En materia sectorial, el tratado constituye una oportunidad para los productos agrícolas, siendo algunos de ellos (por ejemplo las frutas y vegetales frescos) los más protegidos por la legislación comercial europea.

En materia Industrial, los estudios de impacto señalan un efecto neto positivo para Colombia en el sector de autopartes y productos metálicos, con la posibilidad de absorber la tecnología de las manufacturas y la maquinaria y equipo, toda vez que en dichos sectores se presenta una ganancia neta para Europa.

Lo anterior es consistente con el actual patrón de comercio de Colombia con la UE (Gráfico 17), en donde sugiere una importante ventaja relativa frente a Europa con un superávit comercial en el sector agrícola, mientras el país tendrá un potencial de aprovechar la vocación industrial de Europa, como muestra el déficit comercial actual en el sector.

Gráfico 17

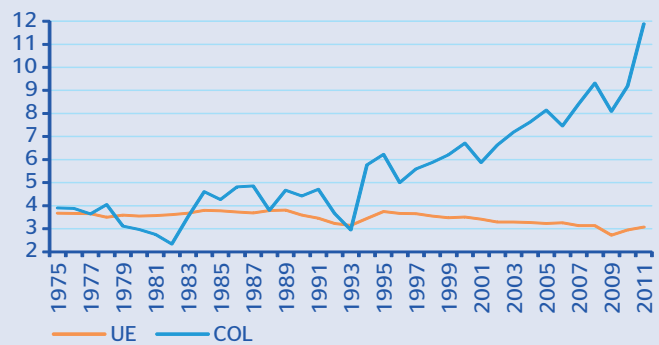
Balanza comercial de Colombia con U.E por grupo de productos. En porcentaje del PIB.



Fuente: Mincomercio, DANE y BBVA Research

Gráfico 18

Exportaciones e importaciones de servicios. En porcentaje del PIB.



Fuente: Banco Mundial y BBVA Research

Un componente de alta complementariedad entre las economías es el relacionado con el sector de servicios. En las últimas dos décadas, Europa se ha consolidado como una región con un alto grado de apertura de servicios, con una vocación por los servicios de turismo, financiero, profesionales (p. ej. consultoría) y logísticos. Por su parte, con el auge minero-energético, Colombia se ha especializado en el comercio de bienes, sin avances significativos en el comercio de servicios (Gráfico 18). Justamente en estos campos los estudios de impacto anticipan unas ganancias netas por parte de Europa, siendo a su vez Colombia beneficiario de la mano de obra calificada Europea para la prestación de servicios con alto contenido de capital humano.

A futuro, la agenda comercial resta por seguir afianzándose. El grado de apertura comercial en Colombia es aún bajo, manteniendo niveles de intercambio comercial limitados con algunas regiones relevantes como el Asia. Ante la reciente debilidad del sector industrial y algunos indicios de alta competencia extranjera en el mercado local, el Gobierno anunció que moderará la dinámica en la firma de tratados comerciales. La decisión es desacertada, considerando el alto potencial que tiene Colombia para aprovechar las ganancias en productividad y eficiencia del libre comercio con la firma de tratados con países estratégicos.

4. Registro inflacionario mantiene espacio para bajas tasas de intervención hasta el 2014

Inflación aumentará gradualmente desde la segunda parte del año pero holgadamente dentro del rango meta en 2013 y 2014

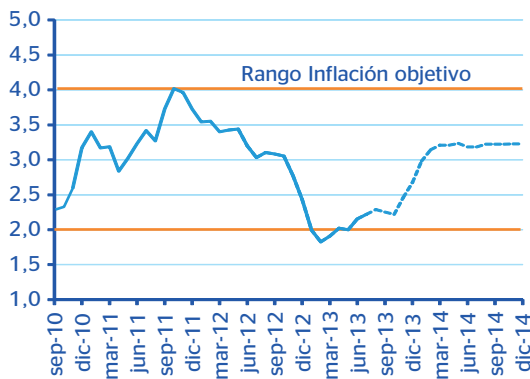
Después de las sorpresas a la baja en 1T13, la inflación al consumidor inició una senda ascendente. La inflación se ubicó momentáneamente entre enero y marzo por debajo del rango meta (2%-4%), tras choques puntuales en los precios regulados, altos precios base y una moderación en los indicadores de inflación básica. Una vez superados los efectos temporales, la inflación ha presentado a lo largo del 2T13 incrementos interanuales, algunos de ellos ligeramente superiores a los esperados por el consenso del mercado.

El principal impulso inflacionario en 2T13 ha provenido de los precios regulados, apoyados por un fuerte impulso de bajos precios base en junio y julio de 2012. Los precios de los alimentos por su parte han mantenido bajas variaciones (del orden del 1,4% anual en promedio durante el trimestre) y medidas de inflación básica que si bien han moderado su caída, su aceleración al cierre del 2T13 no ha sido lo suficientemente contundente para impulsar con mayor dinamismo los precios agregados.

Para los próximos trimestres anticipamos incrementos sostenidos en la inflación (Gráfico 19), aunque sin temores por presiones inflacionarias relevantes finalizando el año en 2,7%. Los indicadores de inflación básica deberían ganar dinamismo con la recuperación del consumo privado, mientras en 4T13 debería haber un nuevo apoyo por parte de los bajos precios base de un año atrás. Con respecto a la reciente depreciación, anticipamos una transmisión limitada a los precios al consumidor. Cálculos de BBVA Research encuentran que la transmisión de una depreciación de 10% es significativa en los precios al productor (cerca del 2,5%), mientras la transmisión a los precios al consumidor es menos evidente, cercana al 0,2% en el largo plazo y de 0,1% en el corto plazo. De esta forma, la depreciación observada en lo corrido del año, de sostenerse, debería tener un impacto de 0,12% en el largo plazo (Gráfico 20).

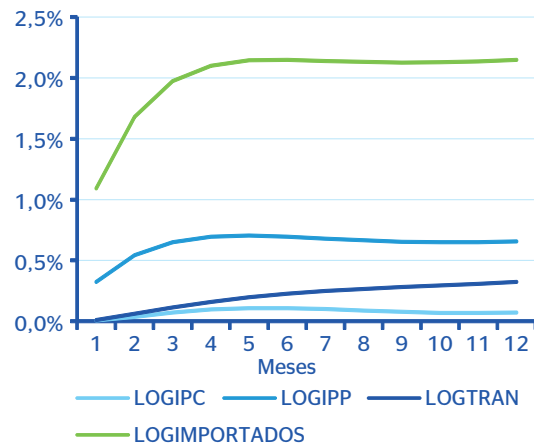
Para 2014 anticipamos un incremento más consolidado en los precios al consumidor, sobrepasando el punto medio del rango meta (3%). Las mayores presiones inflacionarias debería surgir de la mayor dinámica del consumo privado, los bajos precios base de inicios de 2013 y un espacio importante para el repunte de los precios de los alimentos, permitiendo que la inflación al consumidor finalice 2014 en 3,2%. Posteriormente la inflación se ubicaría en su valor de largo plazo de 3%, consistente con el punto medio de la meta del Banco Central.

Gráfico 19
Inflación al consumidor observada y proyectada 2010-2014 (%)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 20
Transmisión a los principales precios de un cambio de una desviación estándar (4%) en el tipo de cambio



*LOGIPPC: logaritmo natural del índice de precios al consumidor, LOGIPP: logaritmo natural del índice de precios al productor, LOGTRAN: logaritmo natural del índice de precios de los bienes transables, LOGIMPORTADOS: logaritmo natural del índice de precios al productor de las materias primas importadas.
Fuente: BBVA Research

Tasa actual de intervención es compatible con un cierre de la brecha del producto en 2015 y un cambio de postura de política monetaria desde 2T14

El Banco de la República ha mantenido su postura expansiva después de los recortes de tasa del 1T13. El tono del emisor ha sido de optimismo moderado, reconociendo que el producto se mantiene por debajo de su nivel potencial, y que si bien los indicadores líderes muestran una mejor dinámica en 2T13 frente a 1T13, su recuperación no es lo suficientemente contundente para iniciar un cambio en su postura expansiva. La incertidumbre sin embargo radica en el momento en que el Banco Central realizará su primer incremento de intereses.

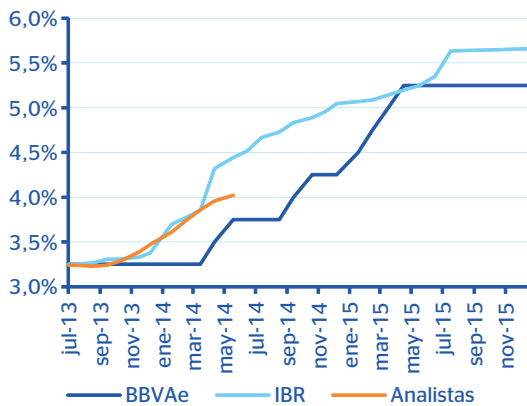
El consenso de analistas del mercado espera que el primer cambio en la postura monetaria se lleve a cabo entre 4T13 y los primeros meses de 1T14, lo cual consideramos apresurado ante la dinámica de la actividad (Gráfico 21) y ante la posición de algunos codirectores que estiman necesario mantener el estímulo monetario durante 1T14. El Banco Central ha insistido que su actual postura monetaria y las actuaciones de política fiscal serían suficientes para que el producto gane mayor dinámica en lo que resta del año y que solamente será revertida en el momento en que se presenten indicios contundentes de recuperación.

La postura expansiva y su mantenimiento a lo largo del año es consistente con una brecha de producto negativa en 2013 del orden del -0.4%, que se mantendría negativa en 2014 en -0.5%. El mantenimiento de una tasa expansiva permitiría que el producto inicie la corrección de su brecha en 2014, cerrándose en su totalidad a finales de 2015.

Las expectativas de inflación se encuentran ancladas sin sugerir dificultades en el cumplimiento de la meta en 2014 y en el largo plazo, lo cual permite un espacio inflacionario suficiente para seguir apoyando la actividad. Por lo tanto, consideramos que el nivel de tasas de referencia en términos reales tiene espacio para seguir siendo expansivo (Gráfico 22), retornando a su nivel neutral en 2015 cuando la brecha de producto se cierre por completo.

Gráfico 21

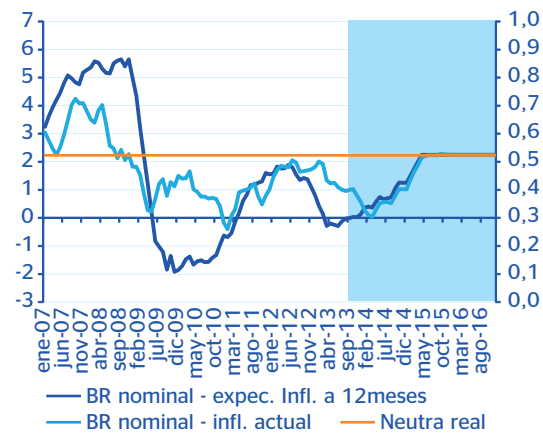
Sendas esperadas de la tasa de intervención: implícitas en la curva SWAP IBR*, consenso de analistas y BBVAe



Tasa de interés neutral real y senda de intereses reales descontando inflación total e inflación esperada.
Fuente: Bloomberg, BanRep y BBVA Research

Gráfico 22

Tasa de interés neutral real y senda de intereses reales descontando inflación total e inflación esperada



Fuente: DANE, BanRep y BBVA Research

Reciente devaluación del peso plantea nuevos retos de política cambiaria

El periodo reciente de incertidumbre monetaria ha debilitado al peso colombiano. Después de que durante doce meses el tipo de cambio se mantuviera en promedio por debajo de los 1800s USDCOP, el peso se debilitó en la primera parte del año tras el choque temporal en la producción de carbón, los menores flujos de IED (Gráfico 7), y los menores términos de intercambio. Con los anuncios de la Reserva Federal sobre la moderación de su plan de expansión monetaria, el tipo de cambio se debilitó en consistencia con las demás economías emergentes, llegando a una depreciación máxima año-corrido de 9% en junio.

El fuerte debilitamiento del peso llevó al Banco Central a moderar temporalmente el ritmo de intervención cambiaria, reduciendo por unas semanas de USD 40 millones a USD 20 millones el monto de compras en el mercado cambiario. Tras la leve recuperación del tipo de cambio en los países emergentes y en Colombia, el Gobierno continuó con el nivel comprometido de compras (USD 2.500 millones entre junio y septiembre de 2013).

El Banco Central ha sido explícito en mencionar que su actual programa de intervención cambiaria tiene como objetivo ampliar el nivel de reservas internacionales, aunque el Gobierno ha sugerido que el programa también tendría como objetivo debilitar el peso.

En septiembre, el Banco Central afrontará nuevamente la decisión de continuar con su programa de intervención cambiaria. Ante el muy leve fortalecimiento del peso, el espacio de intervención cambiaria, las necesidades de acumulación de reservas internacionales y el deseo del emisor de mantener un tipo de cambio cercano al “equilibrio”, esperamos que el Banco Central continúe con su programa de intervención después de septiembre.

Para el presente año, nuestras estimaciones de equilibrio de balanza de pagos estiman un espacio de acumulación de reservas internacionales por USD 7.000 millones, dando un espacio de USD 1.000 millones adicionales para 4T13. Por otro lado, las necesidades de ampliar las reservas internacionales (actualmente en 11,1% PIB) se mantienen, toda vez que aun serían inferiores a las estimadas como óptimas por el Gobierno Central (15,3% del PIB), generando un sesgo a que el plan de intervención continúe no sólo en septiembre sino que se prolongue en 2014.

Nuestras previsiones de corto plazo son dependientes de las decisiones en materia monetaria de la Fed. Anticipamos importantes niveles de volatilidad cambiaria en el corto plazo, ante las conjeturas sobre el cronograma en el cambio en la postura de la Fed. Para lo que resta del año esperamos una tendencia al fortalecimiento del COP, ante el retorno en la dinámica de flujos de portafolio *offshore* y el mayor dinamismo en la actividad interna. La tendencia de largo plazo es sin embargo de debilitamiento cambiario, con los primeros incrementos en los intereses externos y la normalización en la política monetaria global.

5. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2011	2012	2013	2014
PIB (% a/a)	6,6	4,0	4,1	4,7
Consumo Privado (% a/a)	5,9	4,7	3,5	4,1
Consumo Público (% a/a)	5,1	3,6	4,6	4,8
Inversión Fija (% a/a)	18,7	6,1	6,0	8,4
Inflación (% a/a, fdp)	3,7	2,4	2,7	3,2
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1934	1794	1885	1869
Tasa de Interés (% fdp)	4,75	4,25	3,25	4,25
Balance Fiscal (% PIB)	-2,9	-2,3	-2,6	-2,6
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,9	-3,2	-3,1	-2,7

Fuente: Ministerio de Hacienda, Banco de la República, DANE y BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	Tasa REPO (% fdp)
T1 11	5,7	3,2	1884	3,50
T2 11	6,4	3,2	1783	4,25
T3 11	7,9	3,7	1836	4,50
T4 11	6,6	3,7	1934	4,75
T1 12	5,4	3,4	1766	5,25
T2 12	4,7	3,2	1793	5,25
T3 12	2,8	3,1	1803	4,75
T4 12	3,1	2,4	1794	4,25
T1 13	2,8	1,9	1810	3,25
T2 13	3,3	2,2	1910	3,25
T3 13	4,9	2,3	1914	3,25
T4 13	5,3	2,7	1885	3,25
T1 14	5,7	3,2	1883	3,25
T2 14	5,2	3,2	1857	3,75
T3 14	4,5	3,2	1865	4,00
T4 14	3,3	3,2	1869	4,25

Fuente: DANE, Banco de la República y 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 será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

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 no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus 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".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Colombia:

Economista Jefe de Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Mauricio Hernández

mauricio.hernandez@bbva.com

Estudiante en práctica profesional

Natalia Montes

nataliaandrea.montes@bbva.com

María Claudia Llanes

maria.llanes@bbva.com

Santiago Muñoz

santiago.munoz.trujillo@bbva.com

Julio César Suárez

julio.suarezl@bbva.com

Nicolás Roderos

nicolas.ronderos@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

México

Carlos Serrano

carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive

jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldlo.lopez@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Interesados dirigirse a

BBVA Research Colombia

Carrera 9 No 72-21 Piso 10

Bogotá, Colombia

Tel: 3471600 ext 11448

E-mail: bbvaresearch_colombia@bbva.com

www.bbvaresearch.com