

Situación Colombia

Cuarto Trimestre 2013
Análisis Económico

- **El ciclo económico mundial mejora**, pero está lejos todavía de reflejar una recuperación enérgica.
- **El crecimiento del segundo trimestre sorprendió favorablemente.** Sin embargo sostenemos nuestra previsión de crecimiento de 4,1% para 2013 y una consolidación a 4,7% para el 2014.
- **La inflación será inferior al punto medio del rango meta en 2013 y se elevará gradualmente en el 2014 a 3,2%.** Anticipamos un primer cambio en la postura monetaria en el segundo trimestre del próximo año.
- **Las elecciones de 2014 y el retiro del impulso monetario en los Estados Unidos generarán volatilidad** en los mercados locales. Esperamos una leve depreciación del peso colombiano.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Una lenta recuperación global con riesgos sesgados a la baja	4
3. La economía colombiana crecería un 4,1% y 4,7% en 2013 y 2014	7
Recuadro 1. La Alianza del Pacífico: el gigante de América Latina apuesta por la integración comercial y financiera	11
4. Inflación se elevaría gradualmente en 2014	15
Recuadro 2: Tasa de interés neutral en Colombia	19
6. Impacto moderado en Colombia del retorno a niveles de equilibrio de la liquidez mundial	21
7. Tablas	23

Fecha de publicación: 7 de noviembre de 2013

1. Resumen

El ciclo económico mundial mejora aunque está lejos todavía de reflejar una recuperación enérgica. Hemos revisado a la baja el crecimiento esperado de la economía mundial en 2013 y 2014 en dos décimas hasta el 2,9% y 3,6%. La revisión se deriva de las peores cifras registradas en EEUU, así como de la desaceleración experimentada en algunos de los países de Asia emergente.

Los temores de un “frenazo brusco” en emergentes ha perdido intensidad. Sin embargo, el impacto del *tapering* será previsiblemente una mayor discriminación de los flujos hacia economías emergentes de acuerdo a los fundamentales de cada una de ellas. En esta medida la financiación de largo plazo del déficit externo de Colombia es un factor favorable.

Por su parte, **el crecimiento del PIB de Colombia durante el segundo trimestre (+4,2% anual) sorprendió positivamente** a los analistas y al Banco de la República. A pesar de lo anterior, mantenemos nuestra previsión de crecimiento de 4,1% para el 2013, lo que implica una segunda mitad del año menos robusta que lo estimado tres meses atrás, pero todavía creciente.

El consumo privado extenderá su proceso de recuperación hasta el próximo año y el crecimiento de la inversión continuará. Hemos aumentado las proyecciones del consumo privado de 2013 y 2014 a 3,9% y 4,4%, respectivamente. Por su parte, la inversión fija para 2013 y 2014 crecerá 6,3% y 7,1%, lo cual implica una revisión al alza de 2013 y a la baja de 2014. Los ajustes se deben respectivamente a un mejor balance de la inversión en construcción, y a la menor dinámica de la inversión privada no residencial y la mayor base estadística que enfrenarán las obras civiles.

Nuestro escenario prevé que a partir de 2014 el Gobierno usará la inversión como variable de ajuste para el cumplimiento de la regla fiscal. Con el fin de alcanzar el déficit de 2,3% del PIB impuesto por la regla fiscal en 2014, la inversión del Gobierno Nacional Central se reduce de 3% en 2013 a 2% del PIB en 2014.

La brecha del producto pasó a terreno negativo en 2013 y se mantendrá en niveles similares en 2014. El cierre total de la brecha se espera para finales de 2015. Su cierre será lento desde finales de 2014 por la expansión simultánea de la tasa de inversión, el empleo y, consecuentemente, el crecimiento del PIB potencial de la economía.

Para el último trimestre del año esperamos una aceleración de la inflación anual en diciembre. El impulso será liderado por un importante efecto base y una recuperación sostenida de la actividad que continuará durante 2014. La inflación al consumidor se ubicará por debajo de 3,0% anual en la primera parte de 2014 y finalizará el año en 3,2%.

Conservamos nuestra previsión de un primer incremento de tasas de interés del Banco de la República en abril de 2014, luego de ratificar el crecimiento positivo del 4T13 y conocer los indicadores líderes de 1T14. Anticipamos un incremento gradual de 100 pbs en 2014 en la medida que la actividad gane dinamismo pero con una posición aún expansiva. Las condiciones monetarias regresarían a su normalidad en 2015 cuando se alcance la tasa neutral de 5,25% (2,25% real) en la última parte del año.

Por último, **la economía colombiana afronta tres incertidumbres que pueden imponerle un sesgo a la baja a nuestras previsiones.** Primero, un nuevo y duradero deterioro de la confianza. Segundo, una falta de consolidación de la recuperación industrial y un entorno global que mine las expectativas de crecimiento de las exportaciones. Y, tercero, una ejecución deficiente de las obras civiles durante el final de 2013 y 2014.

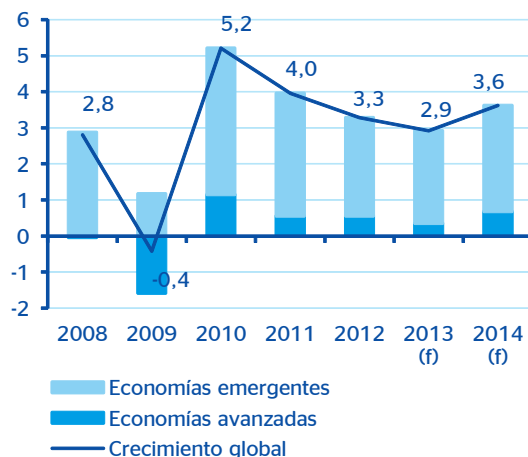
2. Una lenta recuperación global con riesgos sesgados a la baja

El ciclo económico mejora sobre todo en las economías avanzadas, aunque lejos todavía de una recuperación enérgica

Dos rasgos generales han caracterizado el último trimestre desde un punto de vista macroeconómico. Por una parte, la evolución de los indicadores de confianza de los agentes económicos y de volatilidad en los mercados financieros ha continuado reflejando la baja posibilidad de eventos de riesgo de cola, disruptivos para el panorama global. Así, la recuperación económica continúa asentándose y tiene menos riesgo de empeorar. Sin embargo, también durante el trimestre se han registrado eventos que contribuyen a un escenario de recuperación global débil, muy acotada en el horizonte de uno o dos años. Eventos con impacto presente (cierre parcial del gobierno en EE.UU.) pero también futuro (la más o menos pronta salida de los excepcionales apoyos de liquidez).

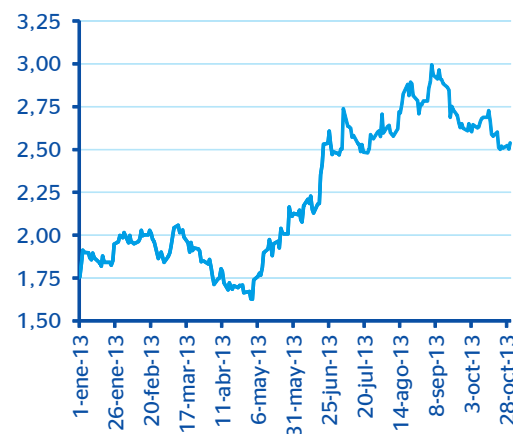
En su conjunto, revisamos dos décimas a la baja el crecimiento esperado de la economía mundial en 2013 y 2014, hasta el 2,9% y 3,6%. La revisión de 2013 se deriva de las peores cifras registradas en EEUU, así como a la desaceleración experimentada en algunos de los países de Asia emergente, afectados también por las turbulencias financieras que siguieron al anuncio de la Fed de la próxima disminución del ritmo de compra de activos (conocido como *tapering* del programa de expansión cuantitativa (QE)). El crecimiento en 2014 también se revisa a la baja, hasta el 3,6%. Tras esta revisión bajista están las economías emergentes (con la excepción de China, cuyas previsiones se mantienen), aunque seguirán siendo los mayores contribuyentes al crecimiento global (Gráfico 1). La mayor tasa de crecimiento global de 2014 viene respaldada por una aceleración en la economía en todas las áreas geográficas, con la excepción de Asia, donde se espera que el crecimiento aproximadamente se mantenga.

Gráfico 1
Crecimiento mundial y contribución por regiones



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2
EEUU:
tipos de interés de la deuda pública a 10 años



Fuente: BBVA Research y FMI

Las tensiones en los mercados financieros causadas por el anuncio del *tapering* de la Fed remiten, dando soporte no sólo en EEUU

La Fed sorprendió cuando en septiembre decidió no dar comienzo al proceso de reducción del ritmo de compra de activos de su programa de expansión cuantitativa (QE). Al retrasar su inicio, ha venido a reforzar el carácter del programa "dependiente de los datos", además del efecto proveniente de la incertidumbre sobre la negociación del déficit fiscal y el techo de deuda.

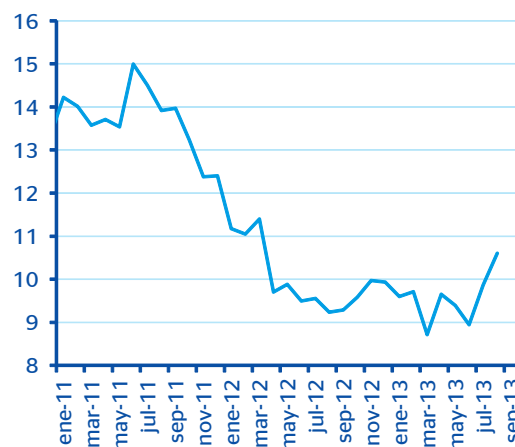
Las aclaraciones sobre el proceso de tapering que los miembros de la Fed se esmeraron en hacer ante la inesperada reacción del mercado a su primer anuncio y el retraso del mismo hasta (previsiblemente) comienzos de 2014, han disminuido los riesgos de descarrilamiento de la recuperación. Por una parte, se ha revertido gran parte del alza en tipos de interés registrada desde mayo (Gráfico 2) y los mercados ahora no anticipan alzas de tipos hasta 2015. Por otra parte, han caído la volatilidad y las tensiones financieras a nivel global, especialmente en lo que respecta a las economías emergentes de Asia y Latinoamérica, afectadas también por una reducción de las entradas de capital. Así, los temores de un “frenazo brusco” en emergentes han ido perdiendo paulatinamente intensidad y, al mismo tiempo, las economías emergentes muestran indicios de recuperación de la confianza y la actividad, tras el freno en los meses centrales del año.

En todo caso, el tapering terminará llegando, cambiando un escenario global de inyecciones de liquidez que favorecían flujos indiscriminados hacia mercados emergentes. El impacto del tapering una vez que efectivamente esté en marcha será, previsiblemente, una mayor discriminación de los flujos hacia economías emergentes de acuerdo a los fundamentales de cada una de ellas.

China vuelve a estimular su crecimiento, pero de una forma más acotada

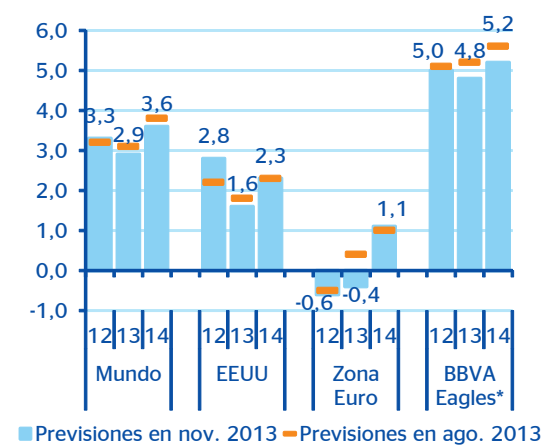
También en China se han disipado, al menos en el corto plazo, las dudas existentes a comienzos de año sobre la posibilidad de un ajuste brusco en su economía: ha mantenido un alto ritmo de crecimiento, y los datos más recientes (tercer trimestre) apuntan a que el PIB se estaría acelerando (Gráfico 3). Los mejores datos de lo previsto a lo largo de 2013, hacen que se revisen ligeramente al alza las perspectivas anuales, del 7,6% de crecimiento al 7,7%. Aun así, persisten dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en el medio y largo plazo ya que el reciente repunte del crecimiento ha sido resultado de la mejora de la demanda externa, pero también de medidas puntuales de política impositiva y de gasto público con un renovado recurso al crédito.

Gráfico 3
China: producción industrial (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 4
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



* BBVA EAGLEs es el grupo de economías emergentes que más contribuirán al PIB mundial en los próximos 10 años. Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.
Fuente: BBVA Research y FMI

Mejora la percepción sobre Europa y se disipan los riesgos más extremos. Siguen las reformas hacia una mejor gobernanza y el crecimiento vuelve

En Europa se han confirmado las previsiones y ha continuado mejorando la situación económica, hasta el punto que la zona euro salió de la recesión en el segundo trimestre de 2013, tras seis trimestres de recesión, con un crecimiento del 0,3%. La lectura de los datos es positiva en dos aspectos, pues el reciente rebote se fundamenta también en una mejora de la demanda doméstica y la mejora de la actividad se extiende también a la periferia, contribuyendo a eliminar los riesgos sistémicos que caracterizaron trimestres anteriores. La recuperación de la actividad ha venido facilitada por una disminución de las tensiones financieras en la zona y por una relajación (de facto) de los objetivos de más corto plazo de consolidación fiscal, implícitamente tolerada por las autoridades europeas.

El aumento del PIB en esta parte del año formaba parte de nuestro escenario, y no se ha dado ningún elemento adicional que nos haga cambiar nuestra expectativa de débil recuperación. En 2013 el PIB europeo caerá un 0,4%, para crecer el 1,1% en 2014. Esta débil recuperación resulta consistente con el proceso de desapalancamiento en marcha en el sector privado de algunas de las economías del área y la fragmentación financiera aún vigente, que afecta a la capacidad de oferta de crédito bancario. Los próximos meses serán decisivos en los avances hacia la unión bancaria, con la entrada en funcionamiento del supervisor único, el Banco Central Europeo, y la definición de los mecanismos de resolución bancaria, sobre cuyo modelo de implementación se discute aún.

El acuerdo fiscal en EEUU ha sido un nuevo parche que no afronta la sostenibilidad fiscal a largo plazo y no evita el impacto contractivo a corto

El acuerdo fiscal alcanzado el 16 de octubre en EEUU es una mera prórroga de la situación actual, ya que tan sólo incluye que el Gobierno tendrá financiación hasta enero, mientras que el nuevo techo de deuda será alcanzado en febrero. Se avecinan de nuevo intensas negociaciones sobre recortes en gasto discrecional y aumento de impuestos. EEUU, por tanto, vuelve a afrontar un proceso incierto ya vivido durante estos meses y en anteriores ocasiones, algo que no puede dejar de tener consecuencias negativas. Lo más probable es que el cierre parcial del gobierno haya tenido un impacto directo relativamente marginal en el PIB del trimestre, unas pocas décimas quizá. Sin embargo, la amenaza de continuidad de este proceso puede tener un impacto adicional. En todo caso continuará una situación en la que las políticas económicas empujan en direcciones contrarias, con una política monetaria laxa, que lo seguirá siendo por un largo periodo de tiempo, y una política fiscal innecesariamente contractiva en el corto plazo. Así, el déficit público en EEUU habrá caído sin presión del mercado (al contrario que en Europa), desde el 6,8% en 2012 hasta el 4% en 2013, lo que puede suponer un drenaje de 1,3 puntos porcentuales de crecimiento del PIB en 2013. Y ello, sin abordar los retos de largo plazo de sostenibilidad fiscal de la economía americana. En todo caso, en nuestro escenario central, un menor lastre fiscal en 2014 y la continuación de la recuperación permitirán un aumento del crecimiento en EEUU, desde el 1,6% que estimamos para 2013, hasta el 2,3% en 2014 (Gráfico 4).

Riesgos en la previsión: sesgados a la baja pero a priori con menor probabilidad y menor impacto

Los riesgos sobre el escenario central detallado antes se han reducido. Ello no quita que el balance de riesgos continúe sesgado a la baja, dada la existencia todavía de diversos factores. Cabe señalar en primer lugar por su carácter la posibilidad de una "salida desordenada" del QE de la Fed, que pueda generar un incremento excesivo de los tipos de interés (en EEUU, y en otros países). Unas condiciones financieras demasiado tensas para el resto del mundo, podrían abortar una recuperación global no especialmente intensa, especialmente en la zona euro.

En segundo lugar, cabe identificar como factor de riesgo el posible ajuste en el crecimiento de China y de otras economías emergentes. Esto podría ser el resultado de factores idiosincráticos, pero también resultado de los dilemas que a los que se tienen que enfrentar las políticas domésticas en un entorno financiero global menos favorable.

Finalmente, hay que seguir señalando como riesgo global el resurgimiento de la crisis del euro. Las autoridades han de sostener la buena percepción de los mercados con avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria, en particular en su faceta bancaria. Con todo, son diversos los elementos que podrían hacer que la mejor percepción cambiase, desde un freno en las reformas necesarias hasta resultados inesperados en los trabajos de revisión de los balances bancarios y test de resistencia a escenarios de riesgo, necesarios para la puesta en marcha del supervisor bancario único, el BCE. Finalmente, como muestran pasadas experiencias, desacuerdos en la definición de políticas que fortalezcan el área del euro, en este caso los mecanismos de resolución de entidades bancarias, pueden producir tensiones y volatilidad en los mercados financieros.

3. La economía colombiana crecería un 4,1% y 4,7% en 2013 y 2014

Pese a la sorpresa positiva del segundo trimestre mantenemos previsión de crecimiento para el 2013

En el segundo trimestre de 2013 la economía se expandió 4,2% anual, completando un crecimiento de 3,4% en el acumulado del primer semestre del año (vs. 3,1 esperado por BBVA Research). La actividad entre abril y junio estuvo impulsada por la agricultura y la construcción, sectores que se expandieron 7,6% y 6,4% anual, respectivamente. El balance de crecimiento fue más equilibrado sectorialmente, pues todas las ramas productivas, a excepción de la construcción, presentaron un mayor crecimiento frente al primer trimestre. En particular, la industria se recuperó después de tres trimestres consecutivos en terreno negativo, pero todavía a un ritmo lento (1,2%). Por otra parte, el consumo de los hogares creció más que el PIB (4,4% a/a), con una recuperación significativa de los bienes durables (4,5% vs. -0,9% en 1T13), probablemente por una mayor transmisión de los recortes anteriores en las tasas del BanRep.

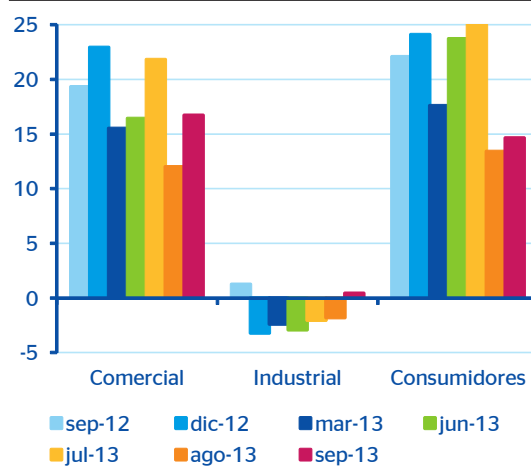
El crecimiento hasta junio determinó un aumento en las expectativas de muchos analistas económicos que ubicaban el incremento del PIB de 2013 por debajo del 4% hasta entonces, sin modificar nuestra propia proyección de 4,1% para todo el año. Nuestra interpretación del buen desempeño económico a junio es que generó un escenario menos exigente en términos de expansión económica para el tercer y el cuarto trimestre, períodos que (sobre todo en el caso del tercer trimestre) parecen tener una mayor incertidumbre.

En efecto, los indicadores adelantados entre julio y septiembre muestran un menor crecimiento económico que lo anticipado hace tres meses, si bien se mantiene la aceleración del PIB con respecto al resultado del primer semestre. Por una parte, la confianza de los hogares y los empresarios mostraron un deterioro importante en el mes de agosto, como consecuencia de las dinámicas sociales que se registraron entre los agricultores y carboníferos, principalmente (Gráfico 5).

Esto no tuvo un efecto directo sobre el consumo de los hogares, como se reflejó en el buen comportamiento de las ventas minoristas del mes (6,9% anual), pero sí pudo haber profundizado el bajo desempeño de la producción industrial, la cual tuvo una caída de 3,8% anual en agosto y acumuló una caída de 2,8% entre enero y agosto respecto al mismo período de un año atrás. No obstante, el balance negativo de la industria también puede explicarse por la menor capacidad exportadora que ha tenido a lo largo del año y que se profundizó en el mes de agosto, lo cual afectó especialmente a los productos manufacturados de baja tecnología (Gráfico 6).

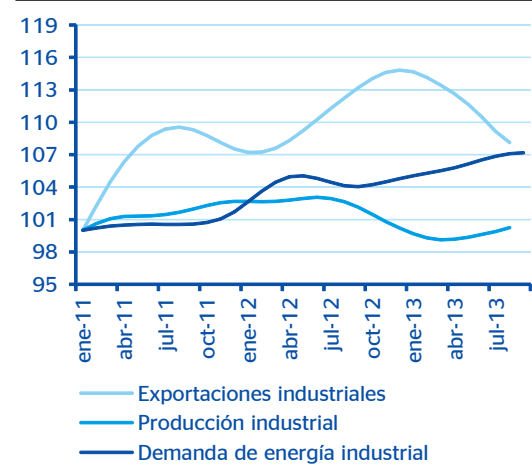
Por lo tanto, los datos observados en la segunda mitad del año sugieren que el consumo privado (y las importaciones de bienes de consumo) podría seguir expandiéndose con fuerza, liderado por el repunte de los bienes durables, y que la inversión privada en maquinaria y equipo, proveniente tanto de la industria como del sector del carbón, podría tener una aceleración inferior a la pronosticada tres meses atrás. Asimismo, el menor dinamismo externo de las manufacturas y el carbón determinarán un menor crecimiento de las exportaciones. En síntesis, frente a lo esperado hace tres meses, ahora la economía crecerá en promedio 4,7% anual en el segundo semestre, en vez de 5,1% anual. El nuevo crecimiento interanual se logrará pese a las bajas variaciones inter-trimestrales de 0,4% y 1,9% en el 3T y 4T, respectivamente, gracias al efecto base favorable del mismo período de 2012.

Gráfico 5
Confianzas de empresarios y hogares
Balance de respuestas



Entre sep-12 y jun-13 los datos corresponden a promedios trimestrales.
Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

Gráfico 6
Indicadores de la industria
Índice Ene-11=100



Fuente: DANE, XM y BBVA Research

Conservamos el optimismo para el 2014

Para 2014 se conserva la previsión de crecimiento del PIB de 4,7%, vigente en nuestra anterior edición de Situación Colombia. Esta expansión requiere de una moderada dinámica trimestral en los cuatro trimestres de 2014 (1,0, 1,4%, 0,3% y 0,8%, respectivamente), equivalentes en promedio a la media de expansión trimestral observada desde el año 2000. Como resultado, el crecimiento de 2014 será divergente entre el primer y el segundo semestre. En la primera parte del año la expansión será de 5,2%, gracias a la base estadística favorable y la recuperación gradual de los componentes del PIB. En el segundo semestre el crecimiento pasará a 4,1% por la base más exigente y el menor apoyo del gasto público.

Recuperación del consumo privado e impulso de las obras civiles serán decisivos en 2014

El consumo privado extenderá su proceso de recuperación hasta el próximo año gracias al repunte moderado del consumo de alimentos, que tiene una participación cercana al 30% del gasto total del hogar, y al mejor balance del gasto en bienes durables, el cual tiene una baja participación (5,0%) en el consumo privado, pero tendrá un fuerte dinamismo que la compensará. Respecto a nuestra Situación Colombia de agosto, hemos aumentado las proyecciones del consumo privado de 2013 y 2014 desde 3,5% y 4,1% a 3,9% y 4,4%, respectivamente.

Un elemento esencial en la recuperación de los bienes durables ha sido (y será) la mayor

transmisión de las bajas tasas de interés del Banco de la República sobre las decisiones de consumo y su efecto positivo sobre la aceleración del crédito. En efecto, desde abril pasado el crecimiento anual de los desembolsos de consumo (trimestre móvil para reducir la volatilidad) pasaron de crecer sólo 2,5% a 15,5% anual en agosto, a pesar del comportamiento errático del último mes ante las protestas sociales.

Por otra parte, el gasto público en inversión seguirá siendo dinámico en 2014 (7,6%), aunque con una variación inferior a la proyectada para 2013 (9,5%). En los dos años, el PIB con obras civiles será superior al del agregado que excluye esta inversión, si bien su aporte se reducirá significativamente en el segundo semestre de 2014. Este menor gasto público es el resultado del inicio del nuevo período presidencial (2014 - 2018) y el mayor empuje que se le da a la ejecución en el período previo a las elecciones.

La inversión total también crecerá por encima del PIB, apoyando la expansión de éste, ampliando el PIB potencial y evitando unas presiones de demanda excesivas sobre la inflación. No obstante, hemos reducido su perspectiva para 2014, pensando en una recuperación más lenta de la producción de la industria y un cierre más demorado de sus excesos de capacidad instalada, con lo cual tendría menores incentivos a aumentar su inversión al inicio de 2014, como pensábamos hace tres meses. En total, la inversión fija para 2013 y 2014 crecerá 6,3% y 7,1%, respectivamente, lo cual implica una revisión al alza de 2013, por mejor balance de la inversión en construcción, y una revisión a la baja para 2014, por la menor dinámica de la inversión privada no residencial y la mayor base estadística que enfrentarán las obras civiles.

Finalmente, las exportaciones retomarán lentamente su dinámica a lo largo de 2014, si bien no se consolidarán hasta el año 2015. En 2013, las exportaciones crecerán 3,7% anual, por debajo del desempeño de 2012, porque reflejan los menores volúmenes de producción de carbón y la caída en los envíos industriales, que no logran ser compensados por la mayor tasa de expansión de la producción petrolera. En 2014, las exportaciones aumentarán su variación anual a 5,8%, gracias al mejor balance de la industria y la superación de algunos cuellos de botella internos que afectaron la producción minera este año.

Al final de 2014 y, principalmente, en 2015 se empezarán a observar con mayor fuerza los efectos positivos de los tratados de libre comercio con países desarrollados y con los emergentes. En el primer caso, se espera una mayor demanda desde Estados Unidos y Europa por los mejores resultados en materia de crecimiento económico, además los precios de las materias primas se mantendrán elevados por el buen comportamiento de Asia. En el segundo caso, es posible una mayor tasa de penetración de las exportaciones regionales, principalmente hacia los países que conforman la Alianza del Pacífico (Ver Recuadro 1). Esto determinará un cambio en la tendencia reciente de la conformación de las exportaciones, con mayor preponderancia de los envíos tradicionales (petróleo, carbón, café y níquel), dejando espacio para que ganen participación los productos manufacturados.

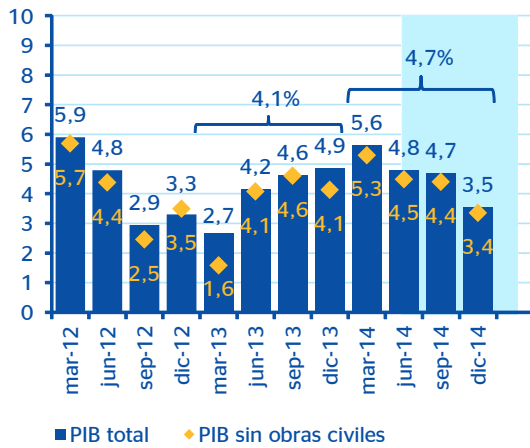
Proyecciones de crecimiento para 2014 se lograrán a pesar de las presiones sobre la inversión pública

Nuestro escenario contempla que a partir de 2014 el Gobierno usaría la inversión como variable de ajuste para el cumplimiento de la regla fiscal. Lo anterior ante la inflexibilidad en las cuentas fiscales y la presión del gasto, particularmente el del pago de pensiones, el cual pasa del 3,6% del PIB al 3,8% del PIB entre 2013 y 2014. Con el fin de alcanzar el déficit de 2,3% del PIB impuesto por la regla fiscal la inversión del Gobierno Nacional Central en 2014 se reduce en un 1 p.p. del PIB con respecto a 2013, pasando de 3% a 2% del PIB (Marco Fiscal de Mediano Plazo de junio 2013 –MFMP–).

En el caso del sector transporte, a nivel del Presupuesto General de la Nación –PGN– se observa que los compromisos establecidos previamente mediante vigencias futuras se mantienen, ascendiendo éstas a COP 5 bn. en 2014. Dichos compromisos se concentran en los programas de Concesiones Viales (COP 1,9 bn.), Mantenimiento y Rehabilitación Vial (COP 2,7 bn.) e

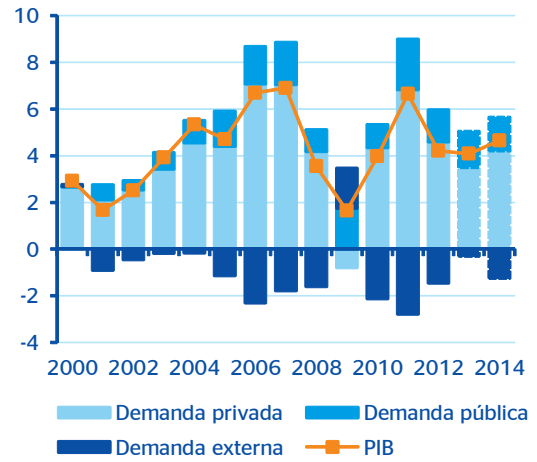
infraestructura Aeroportuaria (COP 0,3 bn.). Asimismo, el PGN finalmente aprobado por el Congreso contempla un aumento en inversión de COP 6,1 bn., adicionales a los COP 40,6 bn. inicialmente presupuestados. Los gastos, antes mencionados, se financiarán primordialmente con mayores impuestos (COP 3 bn. de mantener en 2014 la tasa del Gravamen a los Movimientos Financieros en 4x1000).

Gráfico 7
PIB total y sin obras civiles
Variación anual porcentual



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 8
Descomposición del crecimiento económico
En contribuciones a la variación anual



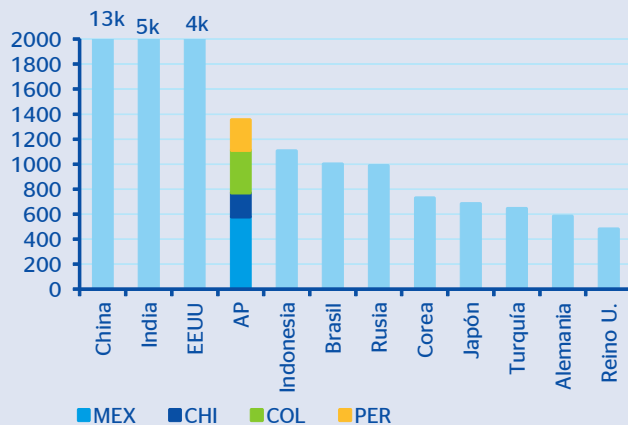
Fuente: DANE y BBVA Research

Recuadro 1. La Alianza del Pacífico: el gigante de América Latina apuesta por la integración comercial y financiera

La Alianza del Pacífico (AP) es un proceso integrador profundo y de índole económico-comercial, que tiene como uno de sus pilares construir de manera participativa y consensuada un área de integración profunda para avanzar progresivamente hacia la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas. Está conformada por ahora por Chile, Colombia, México y Perú –Costa Rica y Panamá se encuentran en proceso de incorporación– y busca no sólo la integración entre sus miembros sino también con el resto del mundo, con especial énfasis en Asia-Pacífico.

La apuesta por la integración entre estas cuatro economías hace que sea cada vez más relevante ver a este bloque en su conjunto, y no como países aislados. Bajo este prisma, hay que tener en cuenta que los cuatro países que conforman la AP representan la sexta economía mundial, sólo por detrás de Alemania y por delante de Rusia y Brasil (ver Gráfico 9). Más importante aún: será la cuarta economía que más contribuirá al crecimiento mundial en los próximos diez años, sólo por detrás de China, India y Estados Unidos (ver Gráfico 10). En definitiva, parece claro que la AP se constituye en el verdadero gigante de Latam.

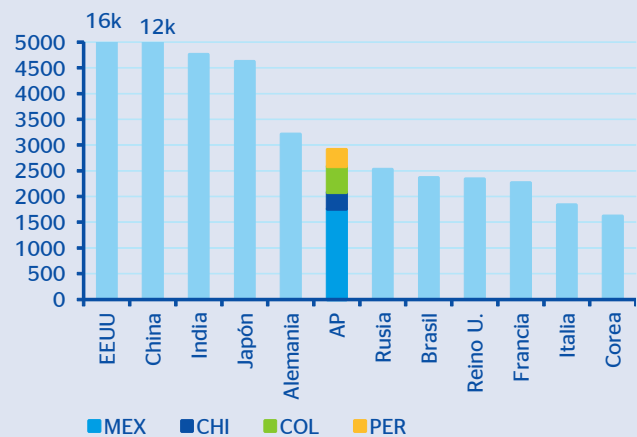
Gráfico 9
Mayores economías en 2012 (mm USD ajustados por PPC)



Fuente: BBVA Research y FMI

Pero el tamaño no lo es todo. También es importante el tipo de políticas que se espera que implementen los países que conforman la Alianza. Aquí la AP destaca también por su apuesta por la integración, no sólo entre sus miembros sino también con la economía global. Los países de la Alianza son las economías emergentes que tienen un mayor número de acuerdos de libre comercio firmados (ver Gráfico 11), incluyendo, en el caso de Perú y Chile, con las cuatro principales áreas económicas: EEUU, Unión Europea, Japón y China. Esto en contraposición, por ejemplo, con Brasil, que no tiene acuerdos de libre comercio con ninguna de ellas.

Gráfico 10
Mayores contribuciones al crecimiento mundial en los próximos 10 años (mm USD ajustados por PPC)

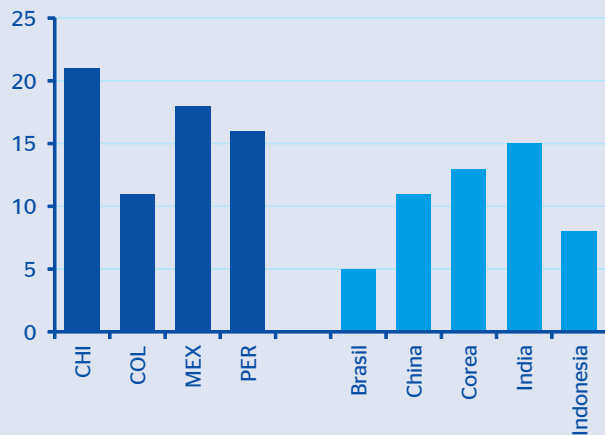


Fuente: BBVA Research y FMI

La apuesta por la integración comercial también pasa por potenciar los flujos comerciales entre los países miembros de la AP. Así, se han producido avances importantes al desgravarse completamente el 92% de las partidas arancelarias, mientras que un 6,5% adicional se desgravará en plazos muy cortos. Con todo, dada la estructura actual de las exportaciones (principalmente manufactureras en México, frente a la preponderancia de materias primas en los países andinos) existe una cierta asimetría en el potencial para aumentar el comercio de bienes dentro de la Alianza, que favorecería en principio a México más que a los tres países andinos (ver Gráfico 12). Aun así, el potencial es elevado para la cooperación, transmisión de know-how e inversión en los sectores de desarrollo de infraestructuras y mercados de capitales.¹

1: Para un análisis más detallado de los vínculos comerciales en la Alianza del Pacífico véase nuestro Observatorio Económico de agosto de 2012 "New Pacific Alliance Bloc: Mexico and Andeans look towards Asia" disponible en http://www.bbva.com/observatorio-economico/mult/120822_EW_EAGLEs_New_Pacific_Alliance_Bloc_tcm348-355823.pdf?ts=25102013

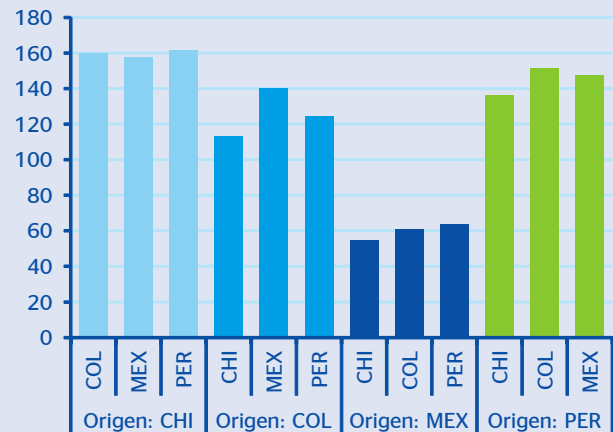
Gráfico 11
Número de acuerdos comerciales firmados



Fuente: BBVA Research y OMC

También en la AP hay una apuesta clara por la apertura e integración financiera tanto con el resto del mundo como entre los países que la conforman. Así, los países de la AP han sido grandes receptores de inversión directa (tanto en términos absolutos como en relación al tamaño de sus economías), proveniente sobre todo de EEUU y Europa, pero con un creciente interés desde Asia. Más importante aún, de acuerdo a la UNCTAD, los países de la AP se encuentran dentro del 25% superior en el ranking global de países por su potencial para atraer IED. Como muestra el gráfico 13, comparando ambas dimensiones (flujos de IED observados y potencial de atracción de IED), podemos observar que los países de la Alianza del Pacífico no sólo tienen una alta potencialidad para atraer flujos de IED sino que en realidad los consiguen atraer dentro de lo que se esperaría para ese alto potencial², a diferencia de muchos otros países de la región.³

Gráfico 12
Índice de potencial de exportaciones
(0 = muy elevado; 200=muy pequeño)



Fuente: BBVA Research y COMTRADE

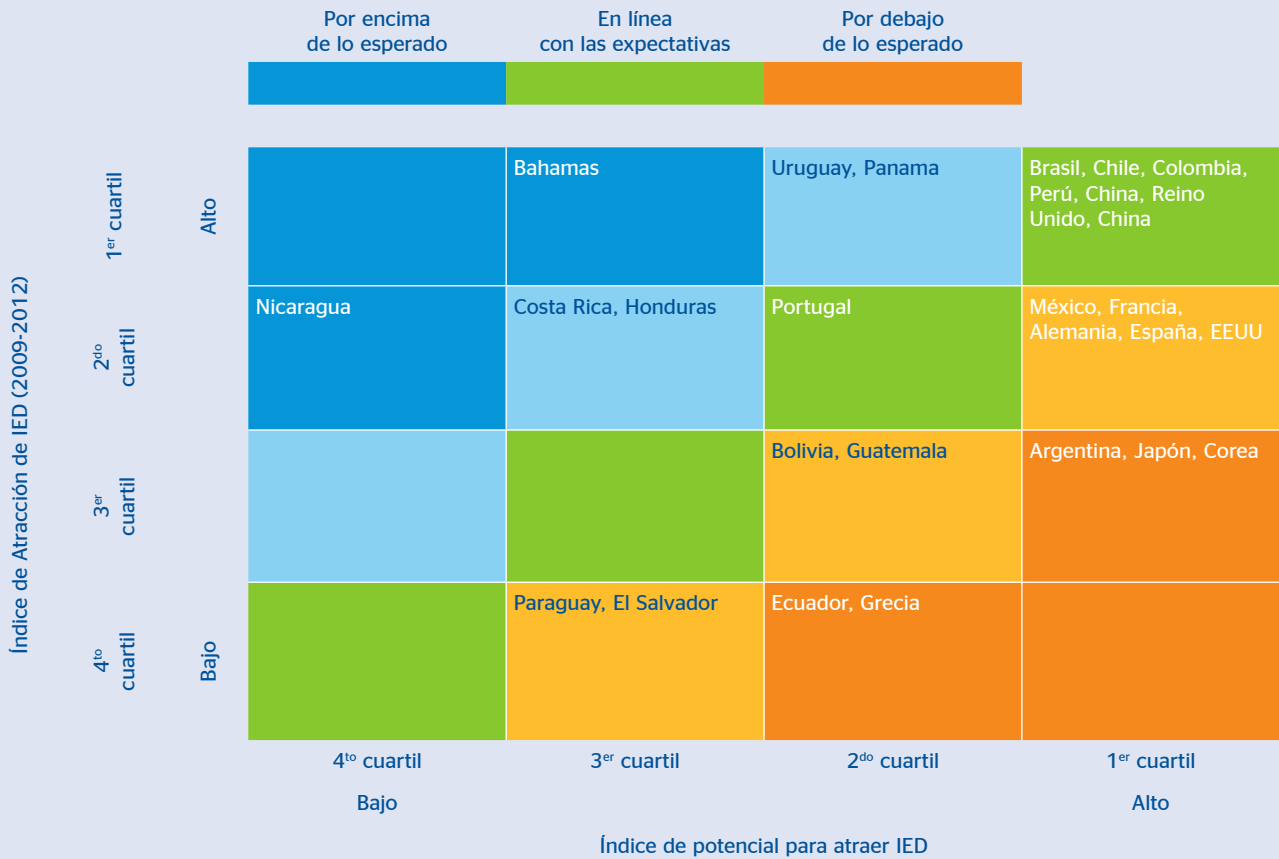
Al igual que en el caso de los flujos comerciales, si observamos los flujos de IED dentro de la AP destaca en primer lugar el escaso porcentaje dentro del total de IED recibida por los cuatro países (3% del total en 2009-2012). Además, también se encuentran fuertemente concentrados en flujos de IED desde Chile hacia Perú y Colombia (Gráfico 14), probablemente promovidos por el menor tamaño de la economía chilena (en búsqueda de diversificación y expansión de operaciones de algunas de sus empresas dentro de la región). Indudablemente también ha contribuido que la madurez del sistema de pensiones en Chile permitió inyecciones de capital a empresas con políticas de expansión regional, particularmente en los sectores de ventas al por menor y financiero. La concentración de los flujos de IED en Perú y Colombia estaría condicionado por su cercanía geográfica y cultural, asociada a menores costos de monitoreo y control de dichas inversiones. Lo anterior se refleja también en las cifras agregadas entre el 2009 y 2012, donde Perú absorbe el 42% de la inversión extranjera intra-AP, seguido por Colombia con un 27% (Gráfico 15).

2: México aparece solamente en el segundo cuartil del ranking mundial de atracción de IED, si bien hay que tener en cuenta que en su caso son muy importantes las operaciones de producción no participativas o Non-equity mode of production (NEMs) tales como la producción manufacturera por contrato o el outsourcing de servicios, que no se contabiliza como IED pero incluye muchas de sus ventajas, incluyendo la transferencia de know-how y tecnologías.

3: Un análisis más detallado del potencial para atraer IED y de los flujos de IED dentro de la AP se puede encontrar en nuestro Observatorio Económico de noviembre de 2013 "Integración financiera en la Alianza del Pacífico" disponible en http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/131028_Observatorio_Alianza_Pacifico_tcm346-407163.pdf?ts=1112013

Gráfico 13

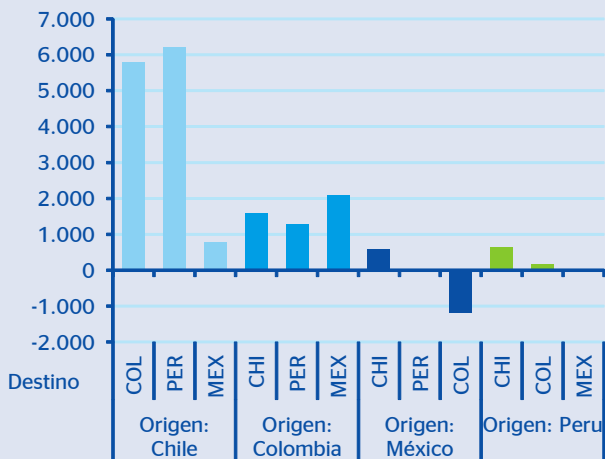
Ranking de entrada de IED (2009-2012) y de potencial para atraer IED (2012)



Nota: El ranking y la distribución por cuartiles se realiza sobre un total de 177 países. En la tabla solamente se presentan los países Latinoamericanos y algunos países seleccionados fuera de la región.
Fuente: BBVA Research y UNCTAD

Gráfico 14

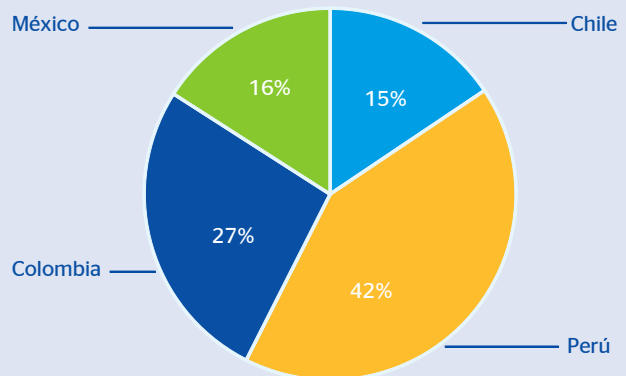
Flujos acumulados de IED intra-AP, 2009-2012. Por origen-destino (millones de USD)



Fuente: BBVA Research y Banco Central de Chile

Gráfico 15

Destino de la IED intra-AP. Acumulado 2009-2012 (% del total)



Fuente: BBVA Research y Banco Central de Chile

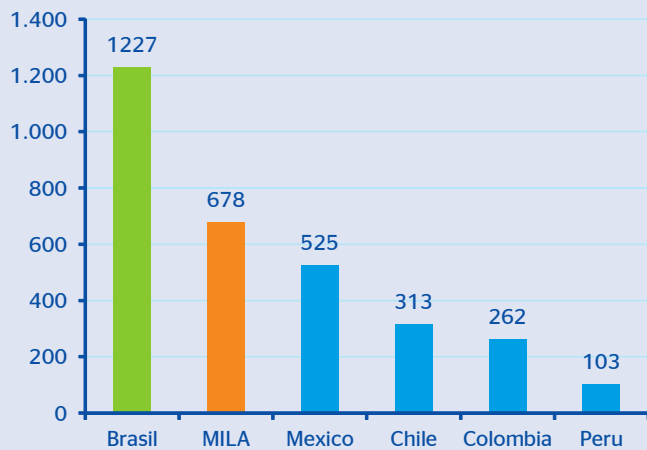
Es cierto que la integración por el lado de flujos de cartera aún es incipiente, pero iniciativas como el mercado integrado latinoamericano (MILA) tienen, cuando se complete la incorporación de México a inicios de 2014, el potencial de crear una bolsa de valores con una capitalización similar a la de Brasil (gráfico 16), si bien la profundidad y liquidez de sus mercados es menor que la de éste último. En ese contexto, esperaríamos que los flujos cruzados comiencen a aumentar aprovechando y generando sinergias hacia mercados más profundos e integrados, especialmente si se sigue avanzando en la homologación, clarificación y coordinación de los tratamientos tributarios entre las autoridades de cada país.

¿Cuáles son las perspectivas económicas de la AP a largo plazo? Hablamos de una región con un elevado crecimiento

potencial, cercano al 6% en Perú y de alrededor del 5% en Colombia y Chile. En el caso de México, la agenda de reformas actual podría aumentar el crecimiento potencial hasta cerca del 4%. Esto significa un crecimiento potencial promedio para la AP cercano al 4,5% anual, superior al brasileño y casi el triple de lo que se espera para las economías desarrolladas (ver Gráfico 17).

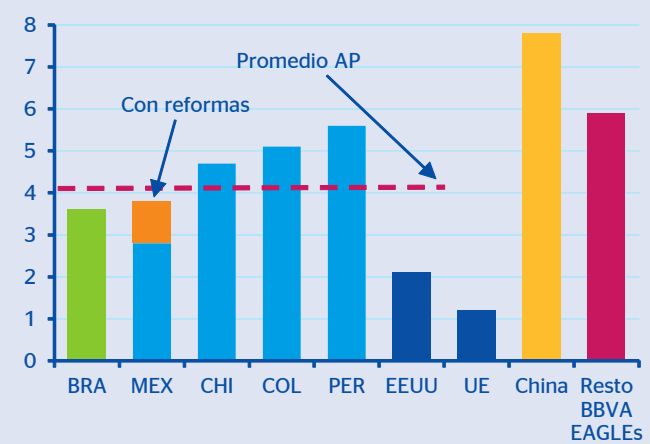
Aunque la región tiene aún desafíos importantes por delante (alta informalidad, falta de infraestructuras, baja calidad de la educación y la salud) se ha ido avanzando en los últimos años en la dirección adecuada. Una apuesta decidida por reformas en esos ámbitos podrá aumentar aún más su ya alto crecimiento potencial.

Gráfico 16
Capitalización bursátil en diciembre 2012 (USD millones)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 17
Crecimiento Potencial (Var. %)



Fuente: BBVA Research y COMTRADE

Brecha del producto se cierra gradualmente a partir de 2014

La brecha de crecimiento pasó a terreno negativo en 2013 y se mantendrá en niveles similares en 2014, pues la variación observada del PIB igualará al potencial (sin sobrepasarlo), según nuestras estimaciones. Para finales de 2015 se espera el cierre total de la brecha, volviéndose ligeramente positiva en 2016. Su cierre será lento desde finales de 2014 por la expansión simultánea de la tasa de inversión, el empleo y, consecuentemente, del crecimiento del PIB potencial de la economía, el cual llegará en 2015 y 2016 a 4,9% y 5,1%, respectivamente.

Según los estudios sobre el tema, las primeras presiones de inflación de la demanda se dan desde antes del cierre de la brecha, justo cuando se revierte la tendencia de ampliación de la brecha negativa, lo cual sucedería en 2014. Por lo tanto, la política monetaria tendrá que tener en cuenta esta trayectoria esperada del ciclo económico y responder con prontitud a los choques de demanda.

La materialización de algunas incertidumbres implicaría un sesgo a la baja de nuestra previsión

En esta edición de Situación Colombia queremos destacar tres incertidumbres que afrontará la economía colombiana en los próximos trimestres. Estos episodios aún tienen una baja probabilidad de ocurrencia, pero reducirían nuestras previsiones de crecimiento para 2014. En primer lugar, un nuevo deterioro de la confianza, similar al observado en el tercer trimestre de 2013, pero con características más duraderas, tendría un impacto negativo sobre las decisiones de consumo e inversión en 2014.

En segundo lugar, si la recuperación de la industria no se consolida y el entorno global mina las perspectivas de crecimiento de las exportaciones se podrían detener los avances recientes en materia laboral, suspender la recuperación reciente que mantiene la agricultura y afectar las cuentas fiscales y externas del país. En este caso, también podría darse una reducción en los niveles de confianza de los hogares y empresas.

Finalmente, dado que nuestras proyecciones tienen un impulso importante de las obras civiles, una ejecución deficiente de las mismas durante el final de este año y en 2014 podría impedir la recuperación del empleo asalariado y los avances en competitividad derivado de las nuevas construcciones. Asimismo, nuestra proyección de crecimiento asume que los primeros proyectos de cuarta generación entran en ejecución en el cuarto trimestre de 2014. De tal modo que un retraso en el cronograma de la Agencia Nacional de Infraestructura podría implicar un sesgo negativo sobre las perspectivas al final del año entrante.

4. Inflación se elevaría gradualmente en 2014

La inflación al consumidor se ha mantenido bajo control a lo largo del año, ubicándose en la parte inferior del rango meta 2%-4% (2,05% promedio Enero-Octubre). El control inflacionario se ha dado en medio de una recuperación de los indicadores de inflación básica y sin choques de oferta significativos. La devaluación del tipo de cambio (6,6% a Octubre) ha tenido un efecto limitado sobre los precios al consumidor (aunque en línea con nuestra previsión), reflejándose marginalmente sobre los bienes transables y en el componente de importados en los precios al productor. De igual forma, el incremento en los precios internacionales de los combustibles en 3T13 no se reflejó en los precios de la gasolina, que por el contrario han presentado cambios muy discretos en lo corrido del año (-1,6% año corrido-Octubre).

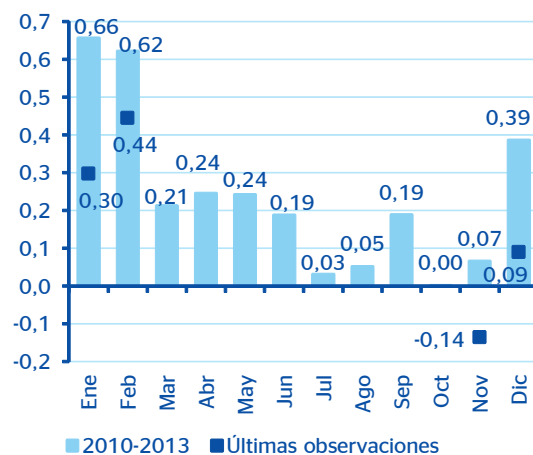
Inflación al consumidor se ubicará por debajo de 3% a/a en la primera parte de 2014

Para el último trimestre del año esperamos una aceleración de la inflación hasta una variación de 2,3% anual para Diciembre de 2013. El impulso sería liderado por un importante efecto base (principalmente de los bienes regulados) y una recuperación sostenida de la actividad. La aceleración se mantendría para la primera parte del año, apoyada de igual forma por unos bajos precios base de un año atrás, permitiendo que el IPC finalice 2014 con una variación anual de 3,25% (Gráfico 18).

El espacio de crecimiento inflacionario se aprecia en el gráfico 19. En ella se presenta el promedio 2010-2013 de los cambios intermensuales para los meses del año y los observados en la última parte de 2012 y los primeros meses de 2013. Como se aprecia, los valores intermensuales del periodo de referencia fueron significativamente bajos frente al promedio histórico y frente a nuestras proyecciones, lo cual permitirá que la inflación retorne al punto medio del rango meta (3%) en la primera parte del año, incluso sobrepasando marginalmente el valor a 3,2%.

Gráfico 18

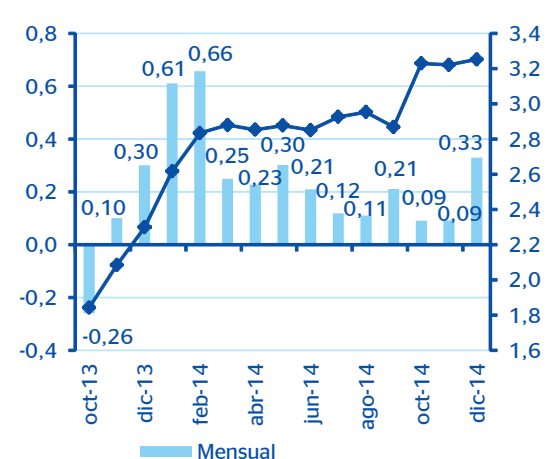
Variaciones intermensuales promedio del IPC observadas entre 2010-2013 y variaciones más recientes (%)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 19

Inflación esperada intermensual e interanual En variación porcentual



Fuente: BBVA Research

El impulso de los bienes regulados debería ser importante, con los reajustes en Enero y Febrero de buena parte de los servicios y bienes indexados a la inflación de diciembre que sería superior a la de un año atrás (2,4% a/a). De igual forma, la temporada vacacional de Diciembre-Enero apoyaría la tendencia, anticipando un consumo privado más dinámico frente al observado un año atrás reflejándose en un mayor factor estacional.

Posteriormente la inflación se mantendría por debajo del 3%, sin mayores presiones inflacionarias extraordinarias ni choques de oferta previsible. Esto mantendría sin mayores preocupaciones a la autoridad monetaria que tendría espacio para normalizar las condiciones monetarias internas.

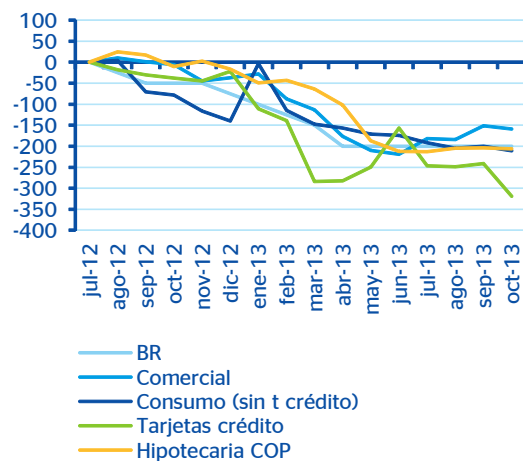
Algunos factores podrían acelerar la senda inflacionaria, como es el reajuste del salario mínimo para 2014 y su transmisión a los precios al consumidor. En efecto, anticipando una inflación de 2,30% en 2013 (fdp) y de 3,2% 2014, la variación del mínimo sería cercana a 4,8% (con un margen típico de 1,65% sobre inflación proyectada, ver Observatorio Económico de 2011 "Esperamos aumento real moderado en el salario mínimo") que sin embargo podría ser superior por tratarse de un año preelectoral y por las recientes demostraciones de descontento social. Los riesgos podrían estar dados para un incremento elevado, con sus consecuencias en precios y las derivadas sobre la dinámica laboral.

5. Esperamos un cambio en la postura de política monetaria durante el segundo trimestre de 2014

El Banco de la República ha mantenido una postura expansiva durante lo largo del año. En el transcurso del impulso monetario, el recorte de intereses se ha transmitido al resto de tasas crediticias del mercado, apoyando en consistencia a la actividad. El impulso monetario pareciera ya haberse agotado y no anticipa profundizarse en los próximos trimestres (ver Gráfico 20), toda vez que el recorte de 200 pbs en la tasa de intervención ya se habría correspondido con recortes similares en las tasas crediticias, implicando una transmisión completa a la actividad.

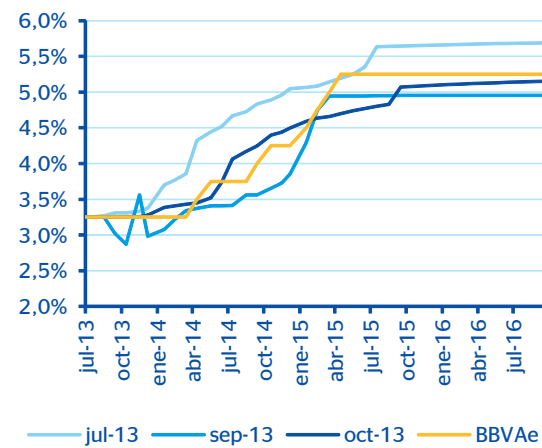
A lo largo del año el BanRep ha mantenido un tono expansivo, advirtiendo una recuperación sostenida de la actividad pero con el temor permanente de algunos riesgos externos (menor crecimiento de socios comerciales e incertidumbre de política económica en EE.UU.) y en menor medida locales. En efecto, en la reunión de agosto una minoría de miembros del BanRep advirtió un proceso lento de recuperación, con sesgo bajista no anticipado por el mercado. Estos temores expansivos se tradujeron en un cambio en las expectativas del mercado, que logró anticipar parcialmente un recorte de tasas para la reunión de Septiembre. Con la sorpresa positiva del crecimiento del PIB de 2T13, las expectativas bajistas se revirtieron (ver Gráfico 21), que acompañadas con unos indicadores líderes optimistas lograron que el BanRep no materializara el tono de Agosto y mantuviera su tasa de intervención en Septiembre y Octubre.

Gráfico 20
Cambio en la tasa de intervención y en las tasas de interés crediticias (pbs)



Fuente: Superfinanciera y BBVA Research

Gráfico 21
Senda esperada de la tasa del BanRep implícita en la curva swap IBR y senda BBVAe



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Primer incremento de tasas en abril de 2014 con normalización inflacionaria y recuperación dinámica de la actividad

El riesgo de recorte pareciera ya haberse superado, por lo cual la discusión monetaria de los próximos meses será el momento en que el BanRep hará su primer incremento de intereses. Si bien el emisor hasta el momento no ha dado señales oficiales de estar considerando la posibilidad de un incremento (ni ha sugerido que lo hará en el corto plazo), los agentes del mercado ya han anticipan un cambio en la postura monetaria en 2014. Los analistas del mercado mantienen cierta variabilidad en sus expectativas sobre el mes del primer incremento. No obstante, como se observa en el gráfico 21, el mercado de tasa fija anticipa que el primer incremento sería entre 1T14 y 2T14.

A futuro, conservamos nuestra previsión mantenida a lo largo del año, que anticipa que el primer incremento de tasas sería en Abril de 2014. El primer incremento se daría después de que el BanRep ratifique el crecimiento positivo de 4T13 (por publicarse en Marzo) y después de conocer los indicadores líderes de 1T14 que deberían sugerir una continuación del dinamismo. De igual forma, en Abril el BanRep debería ya haber observado una normalización en la inflación al consumidor, retornando al punto medio del rango meta.

El emisor realizaría un incremento de 100 pbs durante 2014, reconociendo una recuperación de la actividad pero con una posición aun expansiva ante la permanencia de una brecha de producto negativa durante el año. Las condiciones monetarias regresarían a su normalidad en 2015, con el cierre de la brecha de producto en la última parte del año, alcanzando un nivel neutral de 5,25% (2,25% real) dadas las condiciones monetarias externas y de actividad local de ese año (ver Recuadro 2 sobre Tasa de Interés Neutral).

El ritmo de recuperación de la confianza podría afectar el momento para el cambio en la postura monetaria

De materializarse algunas de las incertidumbres locales que señalábamos antes, el emisor podría mantener su posición expansiva por un tiempo más prolongado. La principal incertidumbre tiene que ver con una lenta recuperación en la confianza de los hogares. En efecto, después del paro de Agosto, las confianzas de los hogares se redujeron de 25 (Julio) a 13 en agosto, manteniéndose en 14 en Septiembre. Las confianzas de los hogares tienen una relación estrecha con el consumo privado, por lo cual una recuperación lenta de la confianza impondría un sesgo a la baja en la demanda interna y potencialmente la necesidad de un apoyo monetario más prolongado.

Otros factores políticos imprimen un sesgo expansivo prolongado, que sin embargo no consideramos se llegue a materializar. En efecto, las elecciones presidenciales de Mayo y la intención de una prolongada posición expansiva más allá de las necesidades de la actividad, en principio no deberían retardar el cambio en la postura monetaria.

Recuadro 2: Tasa de interés neutral en Colombia

La tasa de interés neutral (TIN) se refiere a la tasa de intervención que es consistente con una brecha de producto nula y unas condiciones de pleno uso de los factores (Yellen, 2005). De esta forma, el Banco de la República en su mandato de inflación objetivo define el tipo de interés de intervención, comparándolo con la TIN para establecer su postura monetaria.

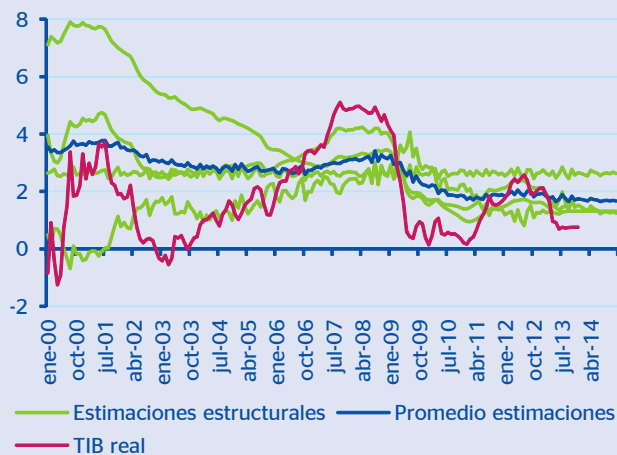
La TIN es una variable no observable, variable en el tiempo, que debe ser estimada con regularidad para determinar el grado de expansión o contracción monetaria. Depende de condiciones externas y locales algunas de ellas impredecibles. Más precisamente, la TIN depende positivamente de los intereses internacionales, primas de riesgo locales y expectativas de devaluación (por paridad de intereses en economías pequeñas abiertas a capitales); es contingente a las perturbaciones de mediano plazo que alteren la brecha de producto y que demanden un cambio en los intereses para alcanzar el pleno empleo (Yellen, 2005); y de la capacidad de transmisión monetaria a los intereses generales de la actividad (v. gr. controles macroprudenciales que afecten el canal de crédito de la política monetaria).

En términos generales existen dos metodologías para estimar la TIN— una estática y otra variable en el tiempo. En este ejercicio se refiere cinco estimaciones, todas ellas variables en el tiempo. El primero es un modelo IS, el cual se enfoca en el equilibrio de demanda y oferta

agregada. El segundo modelo, es el de tendencia estocástica compartida (TEC), el cual parte del modelo IS, aunque asume una tendencia compartida entre la tasa de interés de corto plazo y de largo plazo, cuyo diferencial es explicado por una prima de plazo. Así mismo, se realizaron dos variaciones de los anteriores modelo— para el modelo IS se descompuso de la TIN el factor de tendencia y ciclo, mientras que para el TEC se asumió como endógeno el comportamiento de la brecha de producto. Por último, se estimó el modelo de paridad descubierta de tasa de interés. La descripción detallada de los modelos y las estimaciones se encuentran en el Observatorio Económico “Tasa Neutra en Colombia”, por publicar.

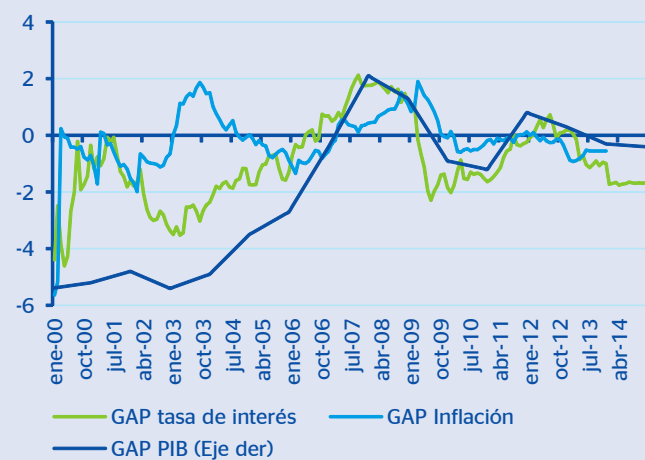
Se estima la TIN desde Enero de 2000 hasta Septiembre de 2013 (Gráfico 22). Como se puede observar, la TIN se ha reducido paulatinamente desde niveles promedio de 3,5% real en 2000, a 2,65% en 2009, y 1,9% en 2012-2013. La moderación en la tasa neutral estaría explicada por una reducción estructural en las primas de riesgo, notorias principalmente en 2009 con la reducción del EMBI local y el posterior grado de inversión de la deuda soberana. De igual forma, el menor nivel de 2013 estaría explicado por unos bajos intereses internacionales (FED y QE3), que por argumentos de paridad de intereses locales con los internacionales sustentan una tasa neutra en Colombia más baja frente a la observada con anterioridad a la relajación monetaria internacional.

Gráfico 22
Estimaciones de la TIN, promedio de estimaciones y TIB real



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 23
Brecha de la inflación (frente a meta), brecha del producto y brecha de la tasa de política



Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

Los resultados puntuales estimados para Mayo de 2012 promedian 2,16% real, con una dispersión por metodologías entre 1,35% y 2,81% real (Tabla 1). El promedio es ligeramente inferior al resultado de Magud et al. (2012), que estima la TIN en 2,3% real (con resultados entre 1,6% y 4,4%). Para septiembre de 2013, el promedio estimado es de 1,9% real, con resultados entre 1,31% y 2,9% sugiriendo una posición actualmente expansiva por parte del BanRep con una tasa de política en el mismo mes de 1% real. La postura expansiva es consistente con la brecha negativa de producto, tras la moderación reciente de la actividad (Gráfico 23).

A futuro, la tendencia de la TIN sería creciente hacia niveles superiores a los actuales (1,9%), aunque menores a los observados en 2009 (2,65%) previo al otorgamiento del grado de inversión al soberano. Con el cierre paulatino de la brecha del producto y fundamentalmente con el inicio de la normalización monetaria internacional en 2015 (incremento de tipos de la FED), la tasa neutra se debería ubicar en niveles cercanos al 2,25% (tabla 1), que de igual forma tiene presente el mantenimiento de unas primas de riesgo estructuralmente menores frente a las observadas en los años 2000-2008. Este nivel se encuentra en línea con las previsiones de BBVA Research, que anticipan una tasa neutra de largo plazo de 5,25% nominal con un nivel inflacionario de largo plazo de 3,0%.

Tabla 1

Tasa de interés neutra estimada (% real)

Fecha	Magud y Tsounta (2012)	Modelo IS	Modelo IS*	Modelo TEC	Modelo TEC*	PDTI	Promedio total
may-12	2,25%	2,81%	1,35%	1,68%	2,34%	2,62%	2,16%
sep-13	-	2,44%	1,33%	1,31%	1,49%	2,90%	1,90%
dic-15	-	2,63%	1,25%	1,32%	1,49%	4,56%	2,25%

Fuente: BBVA Research

6. Impacto moderado en Colombia del retorno a niveles de equilibrio de la liquidez mundial

Los flujos de capitales hacia Colombia continuaron con fuerza en los últimos meses, luego de una reducción marginal de los mismos en las semanas posteriores al anuncio de la Reserva Federal de una reducción esperada en la expansión cuantitativa. En efecto, entre mayo 24 y octubre 18 los flujos netos de capitales de portafolio se ubicaron en USD 1.117 millones, como resultado de unas entradas (por extranjeros) de USD 2.078 millones y unas salidas (por nacionales) de USD 962 millones. Incluso, desde septiembre estos flujos netos se aceleraron desde un promedio de USD 66 a USD 107 millones semanalmente. Como uno de los resultados, la tenencia de TES por extranjeros pasó de 5,6% del total al final de abril de 2013 al 6,0% actual. Asimismo, la inversión extranjera directa –IED– registrada en la balanza cambiaria al corte también de octubre 18 se ubicó en USD 13.474 millones, por encima de los USD 5.716 millones acumulados hasta la tercera semana de mayo.

Al momento de concretarse la menor compra de bonos por parte de la FED podríamos tener de nuevo un aumento en la volatilidad en los flujos netos de capitales y una reducción en las entradas netas semanales. Sin embargo, los mercados pudieron anticipar parte del nerviosismo en los meses pasados y, consecuentemente, harán que Colombia tenga presiones moderadas sobre su balanza cambiaria una vez haya menor liquidez global. Es decir, no se descartan nuevas reducciones transitorias en los flujos, pero éstas podrían ser de menor magnitud o, a lo sumo, similares a las registradas previamente.

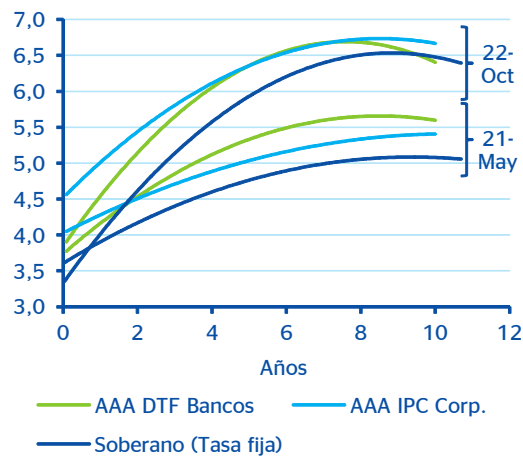
Así sucedió en 2011 cuando se terminó la segunda ronda de expansión de la FED. En esa ocasión, los flujos de capitales respondieron con salidas netas de USD 46 millones promedio semanales entre marzo y mayo, previo a la finalización en junio. Luego, los flujos se estabilizaron, aún sin el anuncio de una nueva expansión cuantitativa (que finalmente se dio a partir de septiembre), y tuvieron unas entradas netas promedio de USD 39 millones semanales entre junio y julio.

Por otra parte, el desempeño de los flujos de capitales determinó en su mayor parte el comportamiento de los mercados en Colombia. El mercado financiero y de deuda reaccionó ante la próxima moderación de liquidez. La respuesta más clara se observó en el mercado de deuda pública y privada, con empinamientos generalizados en las curvas de rendimientos (Gráfico 24). La curva de deuda soberana en pesos presentó un cambio en su empinamiento de 186 puntos básicos –pbs– entre Mayo y Junio. Después de esto, la curva corrigió paulatinamente, pero mantuvo un incremento de 130 pbs en las tasas de los bonos a 10 años entre Mayo y Octubre. De igual forma los títulos a 5 años de los bonos del sector bancario presentaron un incremento de 90 pbs entre Mayo y Octubre, mientras que los títulos corporativos a 5 años presentaron la mayor reacción con un cambio de 180 pbs en el mismo periodo, reflejando un encarecimiento en las condiciones de endeudamiento.

Como consecuencia, los tenedores de bonos del Gobierno llegaron a acumular pérdidas de COP 10 bn. entre mayo y junio, con una corrección posterior a COP 5,4 bn. tras la corrección de la curva soberana en los EE.UU. y el sesgo por un mantenimiento prolongado del estímulo monetario de la FED. De igual forma el sector privado postergó temporalmente el ritmo de emisiones corporativas, que a mayo superaban en COP 1 bn. las de 2012, pero a Octubre se ubicaron en COP 1 bn. por debajo de las registradas para el mismo mes de 2012.

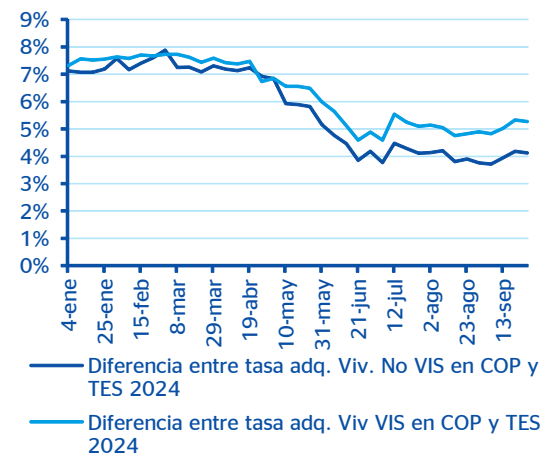
El encarecimiento de la deuda en el mercado de capitales no se ha transmitido al crédito bancario. Las tasas de los créditos a mediano y largo plazo se han mantenido en niveles muy similares a los observados en Junio-Julio, con un spread frente a los títulos soberanos a 10 años que resulta menor frente al observado a principio de año. Este es el caso del crédito hipotecario (Gráfico 25) y el crédito comercial a más de 5 años.

Gráfico 24
Curva de rendimientos bonos soberanos, financiero y corporativos (%)*



Para sector financiero se toma la curva DTF de Bancos AAA; para corporativos se toma curva IPC de sector real AAA
Fuente: BVC y BBVA Research

Gráfico 25
Spread entre tasas de crédito hipotecario y TES 2024



Fuente: Superfinanciera y BBVA Research

Baja vulnerabilidad depende del origen del déficit externo y el tipo de financiación

El déficit en cuenta corriente de la economía colombiana se ha mantenido estable alrededor del 3% del PIB desde el año 2010. El principal factor de presión sobre el déficit han sido los dividendos enviados al exterior por las empresas mineras, lo cual ha sido compensado parcialmente por las mayores exportaciones de bienes y servicios.

Las elevadas tasas de inversión de la economía, conjuntamente con la baja capacidad de ahorro del país, parecen ser la razón estructural de este déficit persistente. En efecto, la tasa de inversión pasó de 24,2% del PIB en 2010 al 28,4% actual, mientras que la capacidad de ahorro privado apenas aumentó y el déficit fiscal se redujo en algo más que un punto porcentual. Al mismo tiempo, el consumo privado no aumentó su participación en el PIB, tampoco el gasto público, lo cual significa que el financiamiento externo se habría utilizado para ampliar la capacidad productiva del país, sin tener una influencia directa sobre el mayor gasto corriente de los hogares y el Gobierno.

Es decir, el déficit en cuenta corriente de Colombia parece tener una razón inter-temporal, lo cual reduce los riesgos de su insostenibilidad de mediano plazo y lo ubica cerca de su nivel estructural. Esto se explica por la mayor capacidad productiva que logrará la economía y la consiguiente mayor tasa de ahorro en el futuro para compensar el déficit actual.

En cuanto al financiamiento, tampoco parece haber mayor incertidumbre, dada la mayor relevancia de los flujos de largo plazo en la cuenta financiera. En efecto, la IED cubre en un 117% el déficit de la cuenta corriente, mientras que los demás componentes (préstamos y cartera) sólo suman el 33% del mismo. Por definición, cuando la cuenta corriente está atada a flujos de largo plazo, como la IED, tiene menores riesgos a las destorcidas de las tasas de interés internacionales por mayor aversión al riesgo o menor liquidez internacional. Al contrario, dado que los proyectos de inversión (mineros y otros) son de carácter permanente, con tiempos de ejecución duraderos, los recursos se mantienen durante un tiempo prudente en el país. Asimismo, los nuevos recursos de inversión extranjera (al menos una buena parte de ellos) están respaldados por la continuidad de la expansión minero-energética y los proyectos de infraestructura del país

7. Tablas

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas anuales

	2011	2012	2013	2014
PIB (% a/a)	6,6	4,2	4,1	4,7
Consumo Privado (% a/a)	5,9	4,7	3,9	4,4
Consumo Público (% a/a)	5,1	3,6	4,6	4,8
Inversión Fija (% a/a)	18,7	7,6	6,3	7,1
Inflación (% a/a, fdp)	3,7	2,4	2,3	3,3
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1934	1794	1895	1900
Tasa de Interés (% fdp)	4,75	4,25	3,25	4,25
Balance Fiscal (% PIB)	-2,9	-2,3	-2,5	-2,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,9	-3,3	-3,1	-2,9

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

Tabla 3

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	Tasa REPO (%, fdp)
T1 11	5,6	3,2	1884	3,50
T2 11	6,5	3,2	1783	4,25
T3 11	8,0	3,7	1836	4,50
T4 11	6,5	3,7	1934	4,75
T1 12	5,9	3,4	1766	5,25
T2 12	4,8	3,2	1793	5,25
T3 12	2,9	3,1	1803	4,75
T4 12	3,3	2,4	1794	4,25
T1 13	2,7	1,9	1810	3,25
T2 13	4,2	2,2	1910	3,25
T3 13	4,6	2,3	1919	3,25
T4 13	4,9	2,3	1895	3,25
T1 14	5,6	2,9	1920	3,25
T2 14	4,8	2,9	1890	3,75
T3 14	4,7	2,9	1875	4,00
T4 14	3,5	3,3	1900	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.suarez@bbva.com

Nicolás Ronderos

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.serranoh@bbva.com

Coordinación Latam

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Jorge Selaive

jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.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 Económicos

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@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

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo

josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola

matias.viola@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