

Situación Colombia

Primer Trimestre 2014
Análisis Económico

- **El ciclo económico global se fortalece**, pero algunos mercados están expuestos al retiro del estímulo monetario de EE.UU.
- **Colombia crecerá 4,7% y 5,1% en 2014 y 2015, respectivamente.** El consumo de los hogares se mantendrá creciente y la recuperación del sector industrial será determinante, así como la ejecución de obras civiles a partir de 2015
- **La inflación convergerá lentamente a la meta de largo plazo en 2014.** Anticipamos un primer cambio en la postura monetaria para el final del segundo trimestre
- **El retiro del impulso monetario en los Estados Unidos y las elecciones de 2014 generarán volatilidad** en los mercados locales en la primera mitad del año. Esperamos una leve depreciación del peso colombiano para el año

Índice

1. Resumen.....	3
2. Global	4
3. La economía colombiana crecerá 4,7% y 5,1% en 2014 y 2015	7
Recuadro 1. Buenos resultados laborales en 2013	12
4. Cuentas externas y financieras.....	15
Recuadro 2. La competitividad de la industria se redujo desde 2008	17
5. Inflación convergerá lentamente al 3% en 2014	20
6. Cambio lento en la postura monetaria se inicia en el 2014	21
Recuadro 3. El <i>pass-through</i> de la tasa de cambio a la inflación se encuentra en mínimos históricos	24
7. Tablas	26

Fecha de publicación: 13 de febrero de 2014

1. Resumen

El ciclo económico global se fortaleció durante 2013. La mejora se debe a la aceleración de las economías avanzadas. En las economías emergentes la situación es más diversa, pero algunas de ellas como China mantienen tasas de crecimiento relativamente estables.

La Reserva Federal de los Estados Unidos comenzó en diciembre a disminuir el ritmo de compras mensuales de activos financieros, de forma que para el final de 2014 se normalicen en cero. Esperamos la primera subida de tipos de interés de la Reserva Federal en la segunda mitad de 2015, al tiempo que se continuará insistiendo en el *forward guidance* para anclar las expectativas.

Las economías emergentes se han visto sometidas a una reducción de los flujos de entrada de capital y depreciaciones en sus monedas, debido al gradual cambio de las condiciones monetarias extraordinarias de EE.UU. Sin embargo, las tensiones recientes no alteran nuestras previsiones de crecimiento del conjunto de las economías emergentes, pero sí suponen un riesgo bajista para algunos países.

El impacto sobre Colombia ha sido bajo y los flujos de capital hacia el país han continuado ingresando a pesar de hacerlo a un menor ritmo al observado durante los últimos dos años.

El balance de los indicadores líderes muestra una consolidación de la recuperación económica al final de 2013. El liderazgo lo mantuvieron el consumo privado y la construcción. Al contrario, la recuperación del sector industrial se atrasó, determinando un repunte más demorado de la inversión privada no residencial. En total, creemos que el PIB de 2013 mantuvo un crecimiento de 4,1%.

El crecimiento económico durante 2014 será más equilibrado. La expansión de la construcción seguirá liderando a la actividad, pero será más moderada que en 2013. El consumo de los hogares se mantendrá creciente durante todo el año. Y la industria aprovechará el mayor crecimiento de Estados Unidos y la devaluación del tipo de cambio para mejorar su penetración externa. Por lo tanto, tendremos mejores desempeños de las exportaciones y la inversión privada no residencial, sobre todo en la segunda mitad del año. Como un todo, el PIB de 2014 crecerá 4,7%.

En 2015 se consolidará el crecimiento del país hasta 5,1%. Habrá espacio de mejora del consumo privado gracias al empleo formal, la industria manufacturera tendrá un desempeño similar al del total de la economía impulsando la inversión no residencial. Y las edificaciones, principalmente de predios comerciales y vivienda social, impulsarán la actividad. El desempeño de dos sectores será determinante en 2015: las obras civiles y las exportaciones. Finalmente, la brecha del PIB se cerrará a finales de 2015.

El déficit en cuenta corriente se situará alrededor del 3% del PIB y será explicado por el incremento de la tasa de inversión y los menores precios del petróleo en 2015. Sin embargo, los capitales de largo plazo continuarán financiando holgadamente la cuenta corriente durante 2014 y 2015.

La regla fiscal impone disciplina en las cuentas fiscales al obligar el cumplimiento de unas metas flotantes. Se anticipa que el ajuste se dé por el rubro de inversión por parte del Gobierno. A partir de 2014 se observa estrechez en las cuentas fiscales, la cual se agudiza en 2015 con la eliminación de algunos impuestos transitorios. Se prevé la necesidad del Gobierno de generar fuentes adicionales de financiamiento.

La baja inflación al cierre de 2013 otorga mayor espacio inflacionario y menor afán por parte de la autoridad monetaria para incrementar su tasa de interés. Anticipamos un primer aumento en la tasa de referencia al final de 2T14 en vez de abril, luego de cuatro trimestres consecutivos de crecimiento económico por encima del potencial. Los aumentos serán graduales hasta alcanzar una tasa neutral de 5,25% al final de 2015.

2. Global

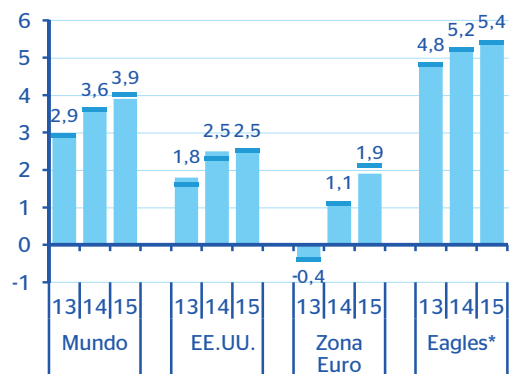
El ciclo económico global mejora y se despejan algunas incertidumbres de la política económica

El ciclo económico global se ha fortalecido durante los últimos meses de 2013. Según nuestras estimaciones, durante el último semestre de 2013 el PIB global se habría acelerado hasta niveles cercanos al 1% trimestral, dejando atrás la moderación iniciada en 2012 y que alcanzó un mínimo a comienzos de 2013, cuando apenas creció el 0,5%. A esta mejora ha contribuido la aceleración de las economías avanzadas, en especial EE.UU., pero también la zona euro, que empieza a crecer moderadamente. En las economías emergentes la situación es más diversa, pero algunas de ellas como China mantienen tasas de crecimiento relativamente estables.

La mejor valoración del entorno global es el resultado también de las novedades registradas en el ámbito de la política económica, en la medida en la que contribuye a reducir la incertidumbre. Por una parte, en EE.UU. se ha alcanzado un acuerdo en materia fiscal de más recorrido de lo esperado. Además, la mejora en la actividad permitió que la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) iniciara la ralentización de su programa de expansión monetaria (*tapering*) desde finales de 2013. En Europa, se han dado pasos adicionales para la construcción de una unión bancaria, lo que junto a la determinación del Banco Central Europeo (BCE) para atajar riesgos, debería eliminar el lastre que supone la fragmentación financiera. El panorama global estaría más despejado, si no fuera por el efecto que el *tapering* está teniendo sobre los mercados financieros de las economías emergentes, y que podría terminar afectando al crecimiento de algunas de las economías de este grupo.

Gráfico 2.1

Previsiones de crecimiento del PIB (%)



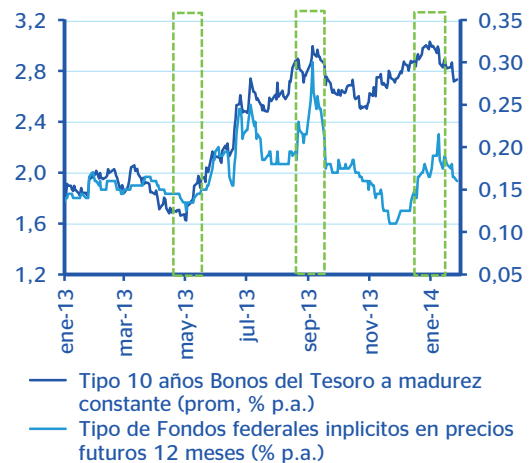
■ Previsiones en feb. 2014 – Previsiones en nov. 2013

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: Bloomberg y BBVA Research. Entre jun-12 y jun-13 corresponde a promedios trimestrales.

Gráfico 2.2

EE.UU.: Futuros sobre el tipo de interés de los fondos federales y tipos de largo plazo (%)



Fuente: BBVA Research

De este modo, el PIB mundial, que en 2013 se habría desacelerado hasta el 2,9%, crecerá en 2014 y 2015 el 3,6% y 3,9% respectivamente (Gráfico 2.1), cifras prácticamente iguales a las de hace tres meses. El previsible aumento del crecimiento mundial no resta importancia a la existencia de riesgos bajistas sobre la previsión. Aunque los riesgos que se adivinan están lejos de tener el carácter sistémico que tenían en el pasado, algunos eventos se han hecho presentes, como las recientes caídas de los precios de los activos y las depreciaciones de los tipos de cambio de las economías emergentes.

EE.UU. empieza a desprenderse del impulso monetario

El PIB de EE.UU. ha mantenido una senda de aceleración durante todo 2013 que, a finales de año, ha permitido que la Fed dé los primeros pasos en la retirada de los estímulos monetarios. Asimismo, en diciembre se alcanzó un acuerdo que supone un importante paso adelante para eliminar la incertidumbre sobre la financiación de la actividad del gobierno en 2014-15, además de reducir el ajuste fiscal inicialmente previsto para ese periodo.

Las perspectivas de la política monetaria también se han aclarado recientemente, en línea con lo esperado. Como consecuencia de una aceleración de la actividad con expectativas de inflación bien ancladas, la Fed ha decidido comenzar a disminuir el ritmo de compras mensuales de activos financieros, de forma que en el cuarto trimestre de 2014 el aumento de balance del banco central haya terminado. Nuestro escenario base también incluye que la primera subida de tipos de interés se producirá en la segunda mitad de 2015, al tiempo que se continuará insistiendo en el *forward guidance* para anclar las expectativas de tipos. Precisamente el esfuerzo que la Fed ha hecho en los últimos meses para explicar su estrategia de salida ha sido relativamente exitoso en evitar episodios de volatilidad como los registrados a comienzos de verano pasado. Tanto los tipos de interés a largo plazo, como las expectativas sobre la senda de los fondos de la Fed se mantienen en niveles no superiores a los registrados al inicio del verano (Gráfico 2.2). Esto es significativo en tanto que parte de la recuperación de la actividad en EE.UU. se debía a sectores sensibles al tipo de interés, particularmente el sector inmobiliario.

En este contexto, revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento de EE.UU. en 2014 hasta el 2,5%, cifra que se estima también para 2015 (Gráfico 2.1). Tras este ajuste, se encuentran tanto la fortaleza que la economía americana ha mostrado en la segunda parte de 2013 como el impulso adicional que supondrá el menor drenaje fiscal resultado del acuerdo fiscal alcanzado a finales de 2013. Cabe señalar que la previsión tiene riesgos al alza, si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación por parte de las empresas.

La retirada del estímulo monetario en EE.UU. puede complicar el panorama de algunas economías emergentes

El cambio de orientación de la política monetaria de EE.UU. tiene, como es habitual, un impacto global. Las economías emergentes se están viendo sometidas a una reducción de los flujos de entrada de capital y depreciaciones en sus monedas, intensificadas en algunos casos por eventos domésticos que aumentan la incertidumbre sobre la gestión de sus respectivas políticas económicas. Además, continúa produciéndose una diferenciación entre economías de acuerdo a sus fundamentales: mayores déficits externos y mayor peso de una financiación a corto plazo y en moneda extranjera están asociados con mayor vulnerabilidad a salidas de capital y depreciación del tipo de cambio (Gráfico 2.3).

Las tensiones recientes no alteran nuestras previsiones de crecimiento del conjunto de las economías emergentes, pero sí que suponen un riesgo bajista reseñable. Este riesgo sería mayor en aquellas economías con más peso en las carteras de los inversores globales y que tengan vulnerabilidades como las señaladas más arriba. Este sería el caso, sobre todo de Turquía, Brasil, Indonesia o India. El tensionamiento monetario que algunas de ellas están emprendiendo para frenar el deslizamiento del tipo de cambio y de las expectativas inflacionistas tendrá un impacto bajista en el crecimiento. Con todo, la diversidad dentro del grupo de economías emergentes supone que se mantienen las favorables perspectivas en áreas de Sudamérica como el conjunto de las economías andinas, Asia emergente o México, algunas de las cuales beneficiadas por el impulso cíclico de la economía de EE.UU. (Gráfico 2.4).

El crecimiento en China se mantiene en el entorno del 7,5%, pero las vulnerabilidades se hacen más evidentes

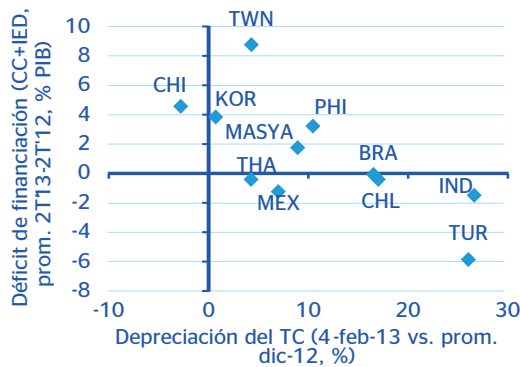
Durante el último trimestre la economía china se ha mostrado con claridad en su doble vertiente de soporte de la economía global y de potencial factor de riesgo. Por una parte, las dudas existentes a comienzos de año sobre la sostenibilidad del crecimiento chino y la posibilidad de un “aterrizaje brusco”, se han disipado en el corto plazo. La economía se ha recuperado en la segunda mitad de 2013 (Gráfico 2.4) y mantiene un buen tono, aunque algunos de los datos más recientes de confianza y expectativas de actividad manufacturera hayan vuelto a situarse debajo de lo esperado.

Además se han anunciado cambios de fondo en la política económica. En el Tercer Plenario del Partido Comunista Chino, las autoridades han reafirmado su compromiso con el mantenimiento de altas tasas de crecimiento, al tiempo que han propuesto medidas que reforzarán el papel del mercado en la asignación de recursos y el rebalanceo hacia un mayor peso del consumo de las familias desde un modelo de inversión y exportaciones. Estos son pasos en la dirección adecuada, pero su efectividad dependerá de su implementación y no están exentos de riesgos.

Por ejemplo, en lo que se refiere al sector financiero, las autoridades se siguen mostrando comprometidas con atajar las vulnerabilidades existentes, ligadas fundamentalmente al rápido crecimiento del crédito. Así, se están produciendo tensiones de liquidez en el mercado interbancario que afectan sobre todo a la denominada “banca en la sombra”, aunque no se ha logrado moderar el ritmo de crecimiento del crédito.

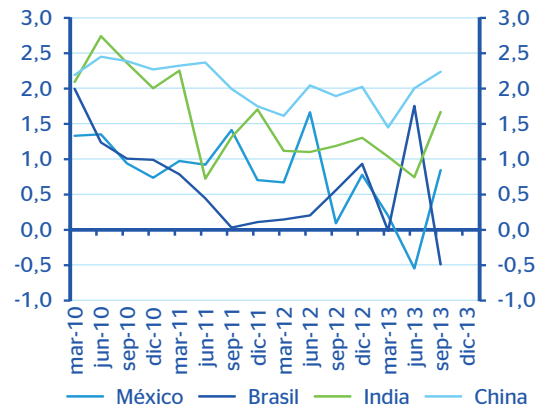
En todo caso, nuestras previsiones de crecimiento en 2014 y 2015 para la economía china se mantienen (en 7,6% y 7,5%, respectivamente), confiando en el margen y la capacidad de actuación de las autoridades.

Gráfico 2.3
Depreciación del tipo de cambio (%) y brecha de financiación externa (CC + Balance IED, % PIB)



Fuente: BBVA Research. Con base en datos de EPFR

Gráfico 2.4
Crecimiento del PIB en economías emergentes (% t/t, corregidos de estacionalidad)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

La zona euro prosigue su lenta recuperación, con el apoyo del BCE y con la unión bancaria en el punto de mira

Tras un inicio de año en recesión, la zona euro ha conseguido mantener una senda de expansión moderada a lo largo de la segunda parte del año, tal y como preveíamos en BBVA Research. Así, los datos del cuarto trimestre apuntan hacia un crecimiento interanual del 0,4%, que aunque leve, es el mayor desde finales 2011. Detrás de esta ligera mejora, están la perspectiva del creciente papel de la demanda doméstica y la sostenida mejora de las condiciones financieras, favorecidas por la determinación y el compromiso del BCE con una política monetaria expansiva, aunque el motor del crecimiento europeo en 2013 y 2014 ha sido y seguirá siendo el sector exportador.

En todo caso, no serían descartables periodos de inestabilidad conforme se acerquen eventos que puedan alterar el panorama de avances en la unión bancaria y en general de fortalecimiento de la unión monetaria en Europa. Entre los eventos a los que hay que estar atentos, cabría destacar las elecciones al Parlamento Europeo, o novedades sobre las condiciones y los resultados de los exámenes de los balances bancarios.

Con todo, mantenemos nuestras previsiones para la zona euro en 2014 en el 1,1%, mientras que se espera un crecimiento del 1,9% en 2015. En cualquier caso, dada la continuada debilidad cíclica que proyectamos, se mantiene en el horizonte de previsión como evento de riesgo, aunque de baja probabilidad, un escenario en el que la posibilidad de deflación pueda ser relevante.

3. La economía colombiana crecerá 4,7% y 5,1% en 2014 y 2015

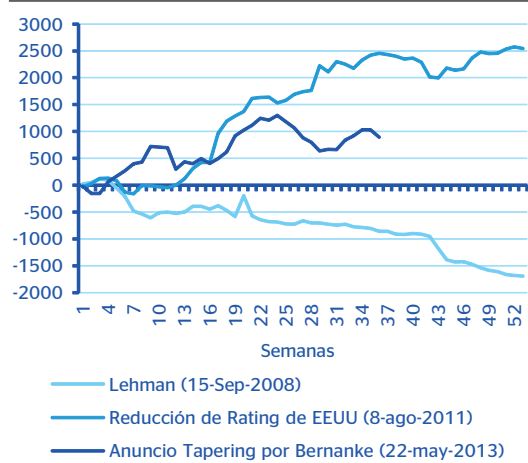
Colombia resiste a la mayor aversión al riesgo global y continúa atrayendo capitales

Colombia no fue ajena al fenómeno de apreciación del dólar y migración de capitales de economías emergentes hacia países desarrollados en lo que a tipo de cambio y nivel de riesgo se refiere. El tipo de cambio se devaluó 5,9% en lo corrido del año, además tocó máximos no observados desde el 2009, luego de la crisis financiera internacional. El EMBI por su parte subió cerca de 24 puntos básicos (pb) desde los niveles del inicio del año y los CDS a cinco años aumentaron 14pb durante enero.

Sin embargo, no fue así en términos de inversión, pues la respuesta de los flujos de capitales hacia Colombia no fue equivalente a la que se dio en otros países. La afluencia de inversión de portafolio sólo redujo ligeramente sus promedios semanales, lográndose unas entradas netas desde diciembre. En efecto, desde que la Fed decidió el recorte de las compras mensuales de bonos en el mercado monetario, el 17 de diciembre, ha habido entradas netas de inversionistas no residentes en el país de USD 348 millones, para un promedio semanal de USD 58 millones (último dato disponible al 24 de enero), media ligeramente inferior a la observada en el segundo semestre de 2013 (USD 76 millones).

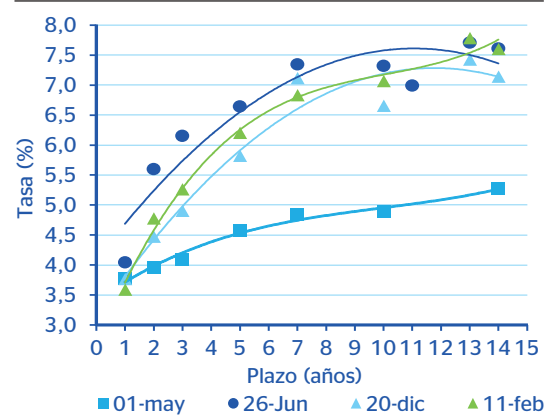
Los efectos sobre la curva de deuda pública se han concentrado en el largo plazo. La tasa a diez años aumentó 220 puntos básicos desde que la Fed anunció un posible recorte en la expansión monetaria en mayo de 2013 y 40 desde diciembre una vez se concretó el primer recorte a la compra mensual de bonos. El corto plazo, en cambio, ha tenido menos presión vendedora. Los plazos a tres y cinco años subieron 130 puntos básicos desde mayo hasta hoy y tuvieron una reacción similar al largo plazo desde diciembre. Aun así, el gobierno ha continuado la paulatina reducción del cupón promedio de la deuda interna, desde 8,2% en mayo de 2013 a 7,6% en diciembre de 2013. Asimismo, las subastas de deuda interna realizadas este año han tenido una demanda sostenida, incluso con metas de emisión mayores a las observadas entre junio y agosto de 2013 en plena volatilidad por el anuncio del *tapering*.

Gráfico 3.1
Flujos netos de portafolio hacia Colombia, millones de dólares, acumulado



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 3.2
Curva de rendimientos de deuda pública interna. En porcentaje



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Balance de indicadores líderes para el último trimestre de 2013 muestra una estabilización de la recuperación

El crecimiento económico del tercer trimestre de 2013, ubicado en 5,1% anual, superó por primera vez desde marzo de 2012 el umbral psicológico de 5% y nuestra previsión de 4,6% anual. Sin embargo, los matices del resultado no permiten establecer un escenario más optimista, acerca del cierre de la economía el año pasado, que el explicado por nosotros en la anterior edición de [Situación Colombia en noviembre de 2013](#). La razón de fondo es la revisión a la baja que tuvieron los desempeños del inicio del año, con reducciones en el crecimiento de uno y tres puntos porcentuales en el primer y segundo trimestre, respectivamente. Estas correcciones compensaron completamente la diferencia entre nuestro pronóstico y el resultado efectivo del tercer trimestre.

En el cuarto trimestre de 2013, la economía colombiana consolidó la senda de recuperación que inició un trimestre atrás (Gráfico 3.3), según nuestro balance de los indicadores líderes. Probablemente, los rubros que lideraron el crecimiento fueron los mismos. El consumo privado continuó mostrando el impacto positivo que tienen las bajas tasas de interés sobre las decisiones de gasto de los hogares. Su mayor dinámica coincidió con los nuevos recortes a la tasa de intervención que hubo durante 2013 (75 puntos básicos en total) y su transmisión progresiva a los costos de financiamiento en el mercado. Asimismo, las obras civiles tuvieron una dinámica destacada gracias al elevado cumplimiento del presupuesto público. La ejecución de éste se ubicó ligeramente por encima del promedio desde 2002, en un contexto de mayor presupuesto del Gobierno, el cual creció 9% real respecto a 2012. En total, la economía habría crecido a una tasa de 4,8% anual en el último trimestre de 2013, completando una variación de 4,1% del PIB en todo el año, previsión que se ha mantenido inmodificada desde nuestra edición de [Situación Colombia de febrero de 2013](#).

De concretarse esta expectativa, tendríamos que el 2013 se comportó, en términos de actividad, de menos a más. La dinámica de la primera mitad del año se ubicó en 3,3%, mientras que el segundo semestre tuvo un desempeño de 4,9%. La diferencia fue más evidente en el caso de la inversión en construcción, que pasó de 5,5% a 16% anual, en el mismo período de tiempo, siendo uno de los principales gestores de la recuperación económica.

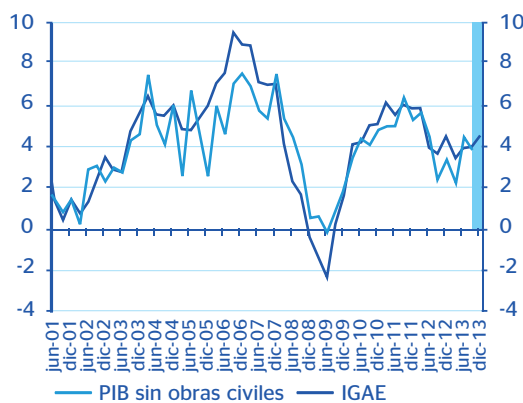
Comportamiento de la industria a finales de 2013 deja algunas dudas sobre su capacidad de recuperación

La industria fue en 2013 el sector de menor crecimiento. El panorama al inicio del año pasado parecía más favorable para las manufacturas, tanto por demanda interna como por un mayor crecimiento global. En junio, los empresarios colombianos, consultados por la ANDI, se mostraban optimistas sobre el cumplimiento de los presupuestos de ventas. Creían que en un 93% se consumirían, con un impresionante optimismo sobre las exportaciones en 99%. Sin embargo, el entorno cambió drásticamente en el segundo semestre del año. En octubre, a la misma pregunta sobre exportaciones, la respuesta fue de sólo 92%, manteniéndose elevado el componente de ventas internas. Es decir, las expectativas sobre el crecimiento interno se cumplieron, pero las exportaciones decepcionaron en su comportamiento. Esto fue más profundo en el caso de las manufacturas de baja tecnología, las cuales redujeron su presencia en el mercado externo en cerca de 10% durante 2013 (Ver Recuadro 2).

Recientemente, la industria ha incrementado la compra de materias primas, una señal de que la recuperación podría concretarse durante este año (Gráfico 3.4). Sin embargo, mantiene unos niveles de capacidad instalada por debajo de sus promedios históricos, determinando unas condiciones de inversión negativas según la valoración de los empresarios. Por lo tanto, nuestro nuevo escenario prevé un retraso en la recuperación de la inversión no residencial hasta mediados de 2014, tres meses después de lo anticipado.

Gráfico 3.3

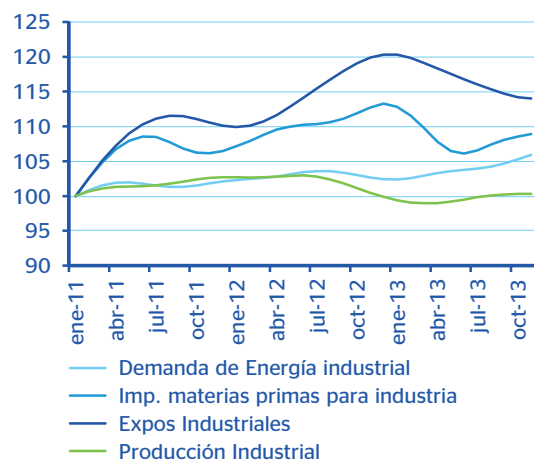
Balance de indicadores líderes a diciembre – IGAE*– y crecimiento del PIB sin obras civiles Índice y variación anual, %



*IGAE: índice general de actividad económica. Es el primer componente principal de los indicadores líderes de la economía.
Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 3.4

Indicadores líderes de la industria Índice Ene11=100



Fuente: DANE, XM y BBVA Research

Crecimiento de este año tendrá soportes más equilibrados

Durante 2013 el liderazgo en el crecimiento fue claro: desde la inversión en construcción seguida por el consumo final. En 2014, al contrario, la situación será un poco más equilibrada. Se conservará el liderazgo de la construcción, pero a menores tasas, y el consumo privado se acelerará gracias a las mejores condiciones del mercado laboral (Ver Recuadro 1). Pero, a estos dos rubros se unirán las exportaciones y la inversión no residencial, con dinámicas similares entre ellos en el promedio del año, pero logrando máximos en diferentes momentos de 2014.

La inversión residencial será muy importante en el primer semestre, conjuntamente con la ejecución de obras civiles. Las elevadas licencias de construcción, con un impulso importante desde las ciudades intermedias, tuvieron su punto máximo en el cuarto trimestre de 2013.

Teniendo en cuenta que el rezago entre los permisos de edificación y la ejecución de las mismas está entre seis y ocho meses, tendremos una buena actividad residencial durante el primer semestre del año, superando la fuerte base estadística que ejerce el mismo período de 2013.

Las obras civiles, por su parte, tendrán un estímulo considerable de la política pública (Gráfico 3.5). Hemos visto cómo la ejecución del presupuesto terminó muy alta en 2013, sobre todo en rubros de transporte e infraestructura, a pesar de las restricciones existentes sobre la contratación del Estado bajo la Ley de Garantías Electorales. Esto se interpreta como una maduración de la gobernanza, que anticipa la regulación y supo llevar a cabo licitaciones y contratos previos a la paralización de los mismos por la Ley. Además, el ciclo económico-político muestra una relación clara entre la inversión pública y las previas electorales, que culminarán en mayo o junio según el resultado de la primera vuelta presidencial. Con lo cual, se anticipa que el gasto se mantendrá elevado durante la primera mitad de este año y, con ello, un desempeño destacado de las obras civiles.

En la segunda mitad del año tendrán mayor relevancia la inversión no residencial y las exportaciones. La consolidación de la recuperación industrial sucederá a partir del segundo semestre de 2014 y con esto la mayor demanda de inversión desde este sector. Asimismo, el mayor dinamismo de Estados Unidos y la continuación de tasas de crecimiento estables en China impulsarán un buen desempeño exportador, con implicaciones en inversión extranjera directa y ampliación de capacidad en las empresas exportadoras, específicamente las de vocación minero-energética. Estos avances en inversión y exportaciones ayudarán a compensar parcialmente la posible desaceleración en la segunda parte del año de la construcción, tanto de edificaciones como de obras civiles, esta última como es característico al inicio de los Gobiernos, incluso con re-elección.

No obstante, la dinámica del segundo semestre de 2014 será menor. Las variaciones inter-trimestrales serán más bajas, en promedio, a partir del tercer trimestre. Esto, unido a la base estadística más exigente entre julio y diciembre de 2013, llevará a que la media de crecimiento anual sea más alta al inicio del año. El primer semestre tendrá un crecimiento de 5,3% anual promedio y el segundo semestre crecerá a un ritmo de 4,1%.

Durante el año 2014 la demanda interna crecerá por encima del PIB gracias al mejor balance por tipo de gasto. Esto sucederá por quinto año consecutivo, desde 2010, como resultado de una etapa de expansión significativa de la inversión en el país. En efecto, la tasa de inversión pasará de 24% del PIB en 2009 a 29% del PIB en promedio este año.

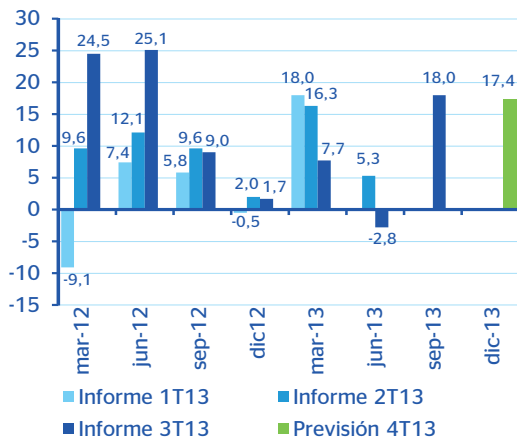
La relación entre el dinamismo de la demanda interna y las importaciones, que venía consolidándose desde 2010 en un contexto de apreciación nominal y real del tipo de cambio, podría perderse este año, al menos parcialmente. Así lo hemos venido observando en los datos desde 2013, cuando el crecimiento elevado de la demanda interna (medida también a través de las ventas minoristas y la confianza de hogares y comerciantes) no se ha trasladado completamente a un repunte de las importaciones. Esto tiene consecuencias positivas sobre la oferta de productos de origen interno, pues anticipamos un aumento en la conexión entre la demanda interna y la actividad industrial, gracias a las restricciones que ejerce la depreciación del tipo de cambio sobre las importaciones. Además, podría ayudar a la industria a recuperar terreno en el panorama exportador, sobre todo en las manufacturas de baja tecnología (Ver Recuadro 2).

En total, esperamos un crecimiento de 4,7% en el PIB de 2014 (Gráfico 3.6). La previsión se explica por una aceleración del consumo privado desde 3,9% en 2013 a 4,5% este año y de la inversión fija desde 5,8% a 6,6% en el mismo período. En este último rubro, la recuperación más importante será en la inversión privada no residencial, la cual pasará de un incremento de sólo 0,8% el año pasado a un incremento de 6,5% este año, explicado tanto por un efecto base favorable como por una mayor dinámica de las actividades industriales y mineras. Las exportaciones lograrán crecer al 6,3% (vs. 2,5% en 2013) gracias al mejor desempeño de Estados Unidos. Finalmente, las importaciones se acelerarán a 7,7% (vs. 2,8% en 2013), pero reflejarán una menor elasticidad con respecto a la demanda interna frente a lo mostrado en años previos.

La principal diferencia en la composición del crecimiento respecto a nuestra previsión de tres meses atrás es la reducción en el crecimiento de la demanda interna (por inversión no residencial de la industria manufacturera, con recuperación más tardía), que será compensada por un mejor balance exportador y menores importaciones.

Gráfico 3.5

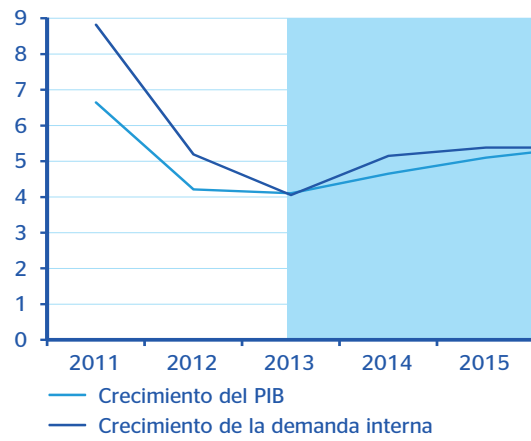
Obras civiles: correcciones a su tasa de crecimiento y previsión para el 4T13. Variación anual, %



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 3.6

Crecimiento del PIB y de la demanda interna observados y estimados. En porcentaje



Fuente: DANE y BBVA Research

Datos de empleo favorecen el comportamiento del consumo

En 2013 los datos de desempleo fueron bastante favorables, mostrando niveles históricamente bajos y alcanzando un desempleo promedio de un dígito a nivel nacional (ver recuadro 1). La creación anual de empleo asalariado (4,4% a/a en promedio en 2013) fue superior a la del empleo total (2% a/a en promedio en 2013), destruyéndose incluso parte del empleo no asalariado. En términos de calidad del empleo esta recomposición resulta positiva si se tiene en cuenta que los ingresos de los asalariados son superiores a los de los no asalariados, además de muchas otras bondades del trabajo formal. En términos de ingresos, por ejemplo, se observa que mientras más del 60% de los no asalariados percibe un ingreso laboral inferior al salario mínimo, este porcentaje se ubica en algo más del 20% en el caso de los asalariados (estimativos para el año 2012). De esta forma, el mercado laboral presenta condiciones favorables que potencian el consumo.

En 2014 se espera un primer semestre con tasas de desempleo inferiores a las del primer semestre de 2013 dado el importante impulso de la actividad económica. El sector líder en generación de empleo durante dicho semestre será la construcción, seguido del comercio el cual se espera mantenga una senda creciente a lo largo del año. Ya para 2013 los sectores de construcción y comercio habían participado de forma importante en la generación de empleo, con contribuciones de 0,4 p.p. y 0,5 p.p. al crecimiento anual, respectivamente. Durante dicho año, sin embargo, los sectores que más contribuyeron a la creación anual de empleo fueron: servicios comunales, sociales y personales (1,1 p.p.) y transporte (0,5 p.p.). Por su parte, la industria que se encontraba bastante rezagada en 2013 en términos de contribución al crecimiento del empleo anual parece repuntar en la segunda mitad de 2014.

En síntesis, en 2014 la tasa de desempleo seguiría su tendencia decreciente, aproximándose aún más a su nivel potencial y con indicios de presiones inflacionarias. Para mediados de 2014 se espera un aumento en la tasa de intervención del Banco de la República lo que moderaría el descenso en la tasa de desempleo durante el segundo semestre de 2014.

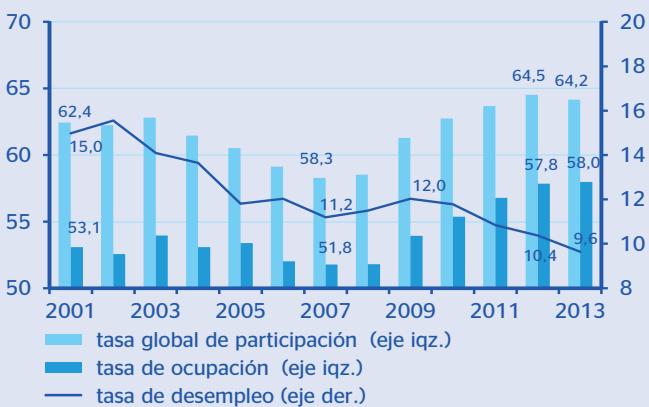
Recuadro 1. Buenos resultados laborales en 2013

La tasa de desempleo de 2013 se ubicó en niveles históricamente bajos, alcanzando una tasa de un dígito

Durante 2013 el comportamiento del mercado laboral fue positivo con una tasa de desempleo promedio de 9,6 a nivel nacional y de 10,6 a nivel de 13 ciudades, lo que equivale a una reducción de entre 0,6 p.p. y 0,7 p.p. con respecto a 2012 (Gráficos R.1.1 y R.1.2). De esta forma, en 2013 Colombia alcanzó la meta de desempleo nacional de un dígito fijada por la administración Santos. Si bien en 2012 se habían observado meses con desempleo de un dígito esto había correspondido a periodos del año caracterizados por una baja estacionalidad en el desempleo, en contraposición al resultado alcanzado en 2013 donde el dígito de desempleo se logró en el promedio del año.

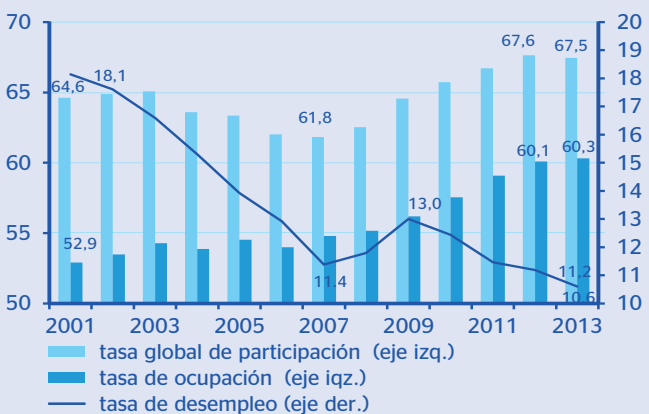
A pesar de los buenos resultados en términos de desempleo y de su tendencia a la baja, a juzgar por lo estimativos para Colombia de la NAIRU urbana (Arango et al, 2011), la cual se ubica en 10,8%, parecería no haber mucho espacio para descensos adicionales si se tiene en cuenta que, como se mencionó anteriormente, la tasa de desempleo promedio del 2013 se ubicó en 10,6%. Cabe mencionar, sin embargo, que pese a la reducción en la misma en los últimos meses (que ajustados por estacionalidad son inferiores a 10,8%) no parece haber presiones inflacionarias significativas hasta el momento, posiblemente por choques de oferta. Pero incluso la inflación sin alimentos y sin regulados parece no presentar presiones inflacionarias significativas. En ese sentido, se podría pensar que la NAIRU podría ser un poco más baja de 10,8%, nivel por debajo del cual nos encontramos actualmente. La posibilidad de una NAIRU menor parece más plausible si se tiene cuenta que el crecimiento de la Población Económicamente Activa - PEA- se ha reducido de forma considerable, lo cual puede estar explicado sólo parcialmente por el ciclo económico, si se tiene en cuenta que la tasa de crecimiento de la PEA para 2013 se ubica en un nivel bastante bajo, el cual no se alcanzó ni en 2007 ni en 2011, años de crecimientos económicos mayores.

Gráfico R.1.1
Crecimiento de la PEA, de los Ocupados y tasa de desempleo - Nacional (%/a/a)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico R.1.2
Crecimiento de la PEA, de los Ocupados y tasa de desempleo - Trece ciudades (%/a/a)



Fuente: DANE y BBVA Research

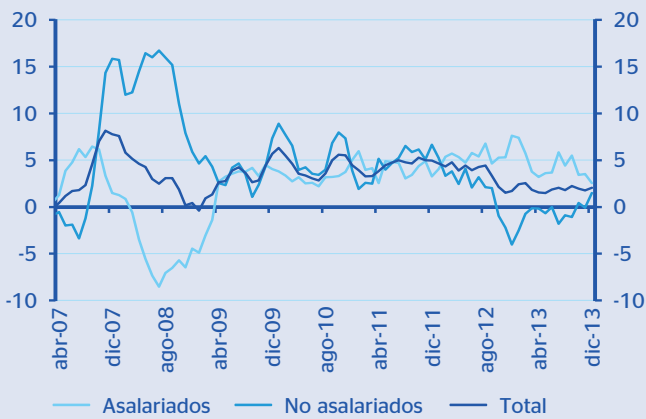
El empleo crece a tasas superiores que la fuerza laboral aunque en niveles inferiores a los de años anteriores

La reducción en la tasa de desempleo entre 2012 y 2013 se explica por un aumento en la tasa de ocupación -TO- superior al aumento en la tasa de participación -TGP- a nivel nacional y urbano. La TO del país creció en 0,1 p.p. mientras que la TGP decreció en -0,4 p.p., entre 2012 y 2013 (Gráficos R.1.1 y R.1.2). De esta forma, durante 2013 se crearon al año en promedio 350 mil empleos en toda Colombia, mientras que la fuerza laboral creció en 200 mil personas. La moderación en el crecimiento de la TGP entre 2012 y 2013 se debió en parte a una desaceleración en el crecimiento de la PEA, explicada primordialmente por el comportamiento de la PEA de los "segundos miembros del hogar" cuyo crecimiento anual se ubicó incluso en terreno negativo durante algunos meses de 2013. Este comportamiento se puede explicar parcialmente por el ciclo de la actividad económica (ver observatorio de empleo). Efectivamente, las mejores condiciones económicas y la mayor formalización del empleo que se observó durante el último año han contribuido a las mejores condiciones laborales de los jefes de hogar, en términos de menores tasas de desempleo y mayores ingresos, permitiendo que otros miembros del hogar hayan podido retornar a labores como oficios del hogar y estudio.

Al igual que la oferta laboral, la creación de empleo ha moderado su crecimiento con respecto a años anteriores (1,8% en 2013 vs 4,3% entre 2009 y 2012). Sin embargo, los indicadores de las poblaciones muestran unas tasas de crecimiento mayores en el caso de los ocupados que de la oferta laboral (PEA), explicando la senda decreciente del empleo. El empleo creado durante 2013 fue asalariado, observando incluso un crecimiento anual en terreno negativo del empleo no asalariado, en la mayor parte del año (Gráfico R.1.3). De esta forma, se ha observado una recomposición del empleo entre asalariados y no asalariados, con una participación promedio del empleo asalariado en el empleo total de 52% en 2013 frente a un 50,2 entre 2009 y 2012 (Gráfico R.1.4).

Gráfico R.1.3

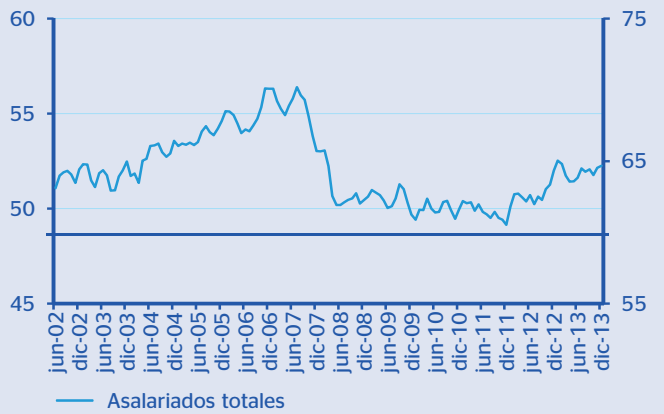
Crecimiento del empleo total, asalariado y no asalariado Trece ciudades (%a/a)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico R.1.4

Participación de los asalariados en el total de ocupados - Trece ciudades (% de ocupados)



Fuente: DANE y BBVA Research

El desempeño del mercado laboral ha sido bueno, con una NAIRU que puede ser un poco inferior a los estimativos

El mercado laboral se ha comportado bien en términos de menores tasas de desempleo, mayor formalización y mejor composición de la población inactiva. A juzgar por las pocas presiones inflacionarias existentes hasta el momento con tasas de desempleo ajustadas por estacionalidad inferiores al 10,8% y por la importante moderación en el crecimiento de la PEA existen indicios de que la tasa NAIRU pueda estar un poco por debajo del estimativo de 10,8% existente para Colombia. En ese sentido, la NAIRU está presumiblemente por debajo de la tasa del promedio de 2013 (10,6%).

Referencia

Arango, L., Posada, C., García, A. (2011). Inflación y desempleo en Colombia: NAIRU y tasa de desempleo compatible con la meta de inflación(1984-2010). Borradores del Emisor, No. 453.

Dinámico desempeño de las obras civiles será fundamental para el crecimiento de la economía en 2015

En 2015 se consolidará el crecimiento del país. Habrá espacio de mejora del consumo privado porque el mercado laboral seguirá mostrando avances en formalización del empleo (Ver Recuadro 1). La industria manufacturera tendrá un desempeño similar al del total de la economía, por primera vez desde 2011, impulsando la inversión no residencial. Y las edificaciones, principalmente de predios comerciales y de vivienda social, impulsarán la actividad. Pero habrá dos desempeños decisivos para el crecimiento del PIB ese año: las obras civiles y las exportaciones.

La ejecución de los proyectos de cuarta generación –4G– de licitaciones de infraestructura, tendrá su año de mayor aporte al crecimiento en 2015. La inversión estimada por el Gobierno asciende a COP 47 billones hasta 2018 (o 2019), lo cual llevará a las obras civiles a un crecimiento de 8,8% anual, similar al valor estimado tres meses atrás. Estamos expectantes acerca de los avances en las licitaciones durante la primera parte de este año, muy exigente en términos de agenda. La buena marcha de los pliegos y la elección de contratantes serán definitivas para garantizar una buena ejecución de los recursos en 2015.

Hasta el momento, la nueva institucionalidad del sector, una vez creada y puesta en funcionamiento la Agencia Nacional de Infraestructura –ANI–, ha generado más confianza entre los inversionistas y ha sido más proclive con la formulación de proyectos. Si bien, aún hay retos importantes en su capacidad de gestión de las grandes iniciativas en infraestructura. Por ejemplo, ya se dieron algunos aplazamientos en la adjudicación de seis proyectos iniciales (por un valor de COP 7,3 b.) del plan de infraestructura, que implican un retraso de al menos un mes en el proceso. Igualmente, luego de la aprobación en el Congreso de la Ley de infraestructura, no se han emitido los decretos reglamentarios de la Ley.

Existe otra incertidumbre en las obras civiles asociada con su forma de medición (Gráfico 3.5). El departamento estadístico del país –DANE– está ampliando la muestra de contratistas con la que construye el índice de obras civiles, el cual se corresponde con el resultado del mismo rubro en el PIB. Cada vez que hace esto, al incorporar nuevos datos, es susceptible de cambiar el presente y el pasado de la serie. Sólo cuando se disponga de un censo de obras, no una muestra como funciona actualmente, podremos tener un indicador más estable. Sin embargo, a ese objetivo aún le faltan varias etapas, entre ellas las reuniones con expertos y clientes del indicador que apenas empezarán a citarse este año.

Por otra parte, creemos que las exportaciones tienen espacio para seguir acelerando su dinamismo en 2015. En ese año, el crecimiento de los países desarrollados se habrá consolidado muy cerca de sus promedios previos a la crisis. Y el país estará con unos tratados de libre comercio más maduros, con la tasa de cambio muy alineada con los niveles de equilibrio y con una industria más fortalecida para poder aprovecharlos. Así, las exportaciones crecerían 9,8% anual.

En resumen, creemos que el crecimiento del PIB de 2015 se ubicará en 5,1% y el de la demanda interna en 5,4%. El resultado se logrará a pesar de un menor gasto público en consumo y del mayor crecimiento de las importaciones.

Cierre lento de la brecha del producto

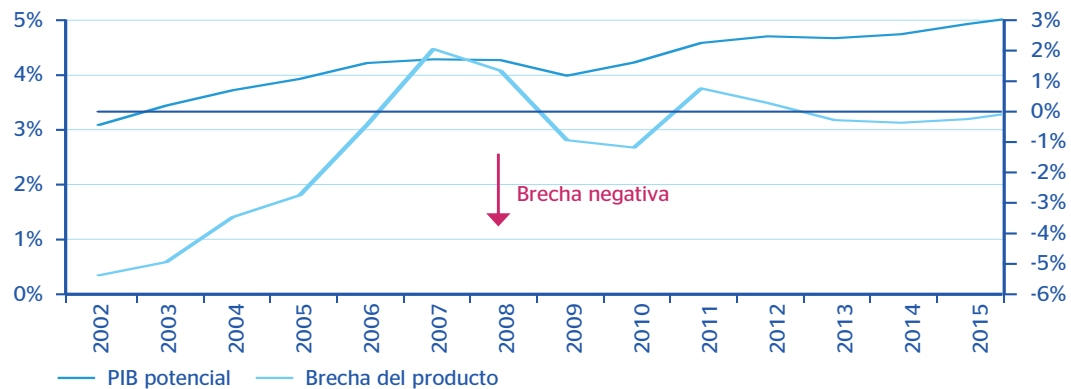
El cierre de la brecha del producto ayuda a anticipar la respuesta de la política monetaria al ciclo económico y a medir las presiones que tiene la aceleración de la demanda sobre la inflación. La brecha se define como la diferencia porcentual entre el valor del PIB efectivo y el valor del PIB potencial. Actualmente, el segundo se encuentra por encima del primero en un 0,3%, pues los valores observados en el crecimiento del PIB en los dos años anteriores (en promedio, 4,2%) fueron inferiores al del nivel potencial (en promedio, 4,7%).

Para 2014, estimamos que el crecimiento del PIB efectivo medio estará en un nivel idéntico al del potencial, es decir, la brecha permanecerá en el mismo nivel a pesar de que en algunos trimestres el crecimiento será más acelerado que el del potencial. Al contrario, en 2015, el dinamismo

efectivo será superior al potencial y se consolidará el proceso de cierre de la brecha. Por lo tanto, en ese momento serán más fuertes las presiones de inflación desde la demanda. Finalmente, la brecha estará completamente cerrada en algún momento entre finales de 2015 e inicios de 2016 (Gráfico 3.7). Para esa fecha, la tasa de interés del Banco de la República deberá estar ya en un valor neutral: aquel que no apoya a la actividad económica, pero tampoco la restringe.

Gráfico 3.7

PIB potencial y brecha del producto*. En variación anual y porcentaje del PIB potencial



*Brecha = (PIB efectivo / PIB potencial) * 100%
Fuente: BBVA Research

4. Cuentas externas y financieras

Déficit en cuenta corriente se estabilizará en niveles cercanos al 3%

El país tuvo una transformación en su comercio exterior desde el año 2010. En aquel momento, el grado de apertura comercial (calculado como la suma entre exportaciones e importaciones) significó el 28% del PIB, aumentando hasta 32% del PIB al cierre de 2013. Más de la mitad (60%) del aumento de la apertura se explicó por una mayor incidencia de las importaciones, entre otras cosas, gracias a la apreciación del tipo de cambio y la lenta recuperación industrial.

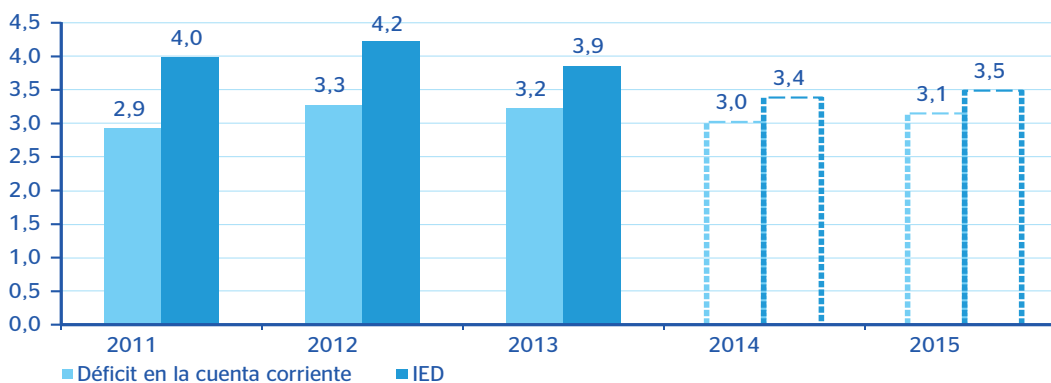
Como resultado, el déficit en cuenta corriente subió estructuralmente, situándose alrededor del 3% del PIB, comparado con un promedio de 2,4% del PIB entre 2006 y 2009. Sin embargo, este mayor déficit estuvo en línea con el fuerte incremento que tuvo la tasa de inversión, desde 24% en 2010 a 28% en 2013, la cual seguirá aumentando hasta casi 30% en 2015. Al contrario, no se explica por aumentos en la tasa de consumo final, la cual se mantuvo cerca de 81% en el mismo período.

Para los próximos años, se espera que el déficit en cuenta corriente continúe en niveles cercanos al 3%. Por una parte, existe una menor holgura desde los precios del petróleo, respecto a los niveles esperados hace tres meses, pues creemos que la cesta colombiana mantendrá su valoración muy cerca de los niveles actuales, al menos hasta 2015. Además, las remesas de colombianos desde Europa aún tardarán dos años más en llegar a los niveles previos a la crisis de 2008-2009. Por otra parte, la menor elasticidad que están teniendo las importaciones a la demanda interna hará que la recuperación económica no se transmita fuertemente a las compras externas, limitando las presiones sobre el déficit. Igualmente, en 2015 se consolidará el efecto positivo de los tratados de libre comercio sobre las exportaciones industriales y agropecuarias. Finalmente, las menores ganancias de las empresas mineras en 2013 determinarán un menor flujo de dividendos hacia el exterior durante este año.

Como ha ocurrido en años anteriores, en 2014 y 2015 también se tendrá holgura en el financiamiento de la cuenta corriente (Gráfico 4.1). Los flujos esperados de inversión extranjera directa, aunque menores, más que cubrirán las necesidades de financiación de la economía, haciendo irrelevante la entrada de flujos de portafolio. Estos últimos podrían ser, de hecho, considerablemente menores

este año, como respuesta a la menor expansión de la liquidez que ya empezó a efectuar la Fed. Su reducción seguirá implicando una elevada volatilidad sobre los activos internos (bonos y acciones), pero no pondrá en riesgo la continuidad del proceso de crecimiento de la inversión física en Colombia, la cual será cubierta con la inversión directa que seguirá fluyendo hacia el país.

Gráfico 4.1

Déficit en cuenta corriente e Inversión Extranjera Directa. En porcentaje del PIB

Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Cuentas fiscales convergerán gradualmente a las metas del esquema de regla fiscal

La de regla fiscal Colombia (Ley 1473 de 2011) se comprometió a guardar una disciplina fiscal, mediante el cumplimiento de unas metas flotantes sobre el déficit estructural del Gobierno Nacional Central –GNC–. De esta forma, el déficit estructural deberá ubicarse en 2,3% del PIB en 2014, 1,9% del PIB en 2018 y en menos de 1% del PIB a partir de 2022. Adicionalmente, el déficit deberá observar una senda decreciente. El compromiso con el cumplimiento de la regla fiscal es un hecho, En 2013 se cumplió con la meta de senda decreciente del déficit estructural, alcanzando para este año un déficit estructural de 2,4% del PIB (no se conoce el detalle de las cuentas del balance del GNC pero el Gobierno anunció su cumplimiento).

La regla fiscal impone restricciones sobre el gasto del GNC, lo que se traducirá, como se deduce a partir de las proyecciones del Gobierno (Marco Fiscal de Mediano Plazo de junio de 2013 - MPFM), en reducciones en el gasto en inversión del GNC al ser esta la variable de gasto más flexible. A pesar de los ajustes del gasto en inversión las cuentas fiscales muestran estrechez. De esta forma, ya para 2013 los ingresos tributarios se ubicaron COP 1,5 billones por debajo del nivel presupuestado por el Gobierno, situándose en COP 100,7 billones. Más aún, dado que en 2013 las retenciones del impuesto a la renta de las personas jurídicas se hicieron con las tasas anteriores a la reforma, esto favoreció los ingresos de ese año pero afectará el pago de cuotas de renta en 2014.

En 2015 la estrechez del presupuesto del GNC será aún mayor: El inicio del desmonte del gravamen a los movimientos financieros llevará su tasa impositiva de 4x1000 a 2x1000 impactando por esta vía en 0,4% del PIB los ingresos tributarios. De otra parte, en 2014 se recaudarán las últimas dos cuotas del impuesto al patrimonio, las cuales ascienden a 0,5 % del PIB. De esta forma, los ingresos tributarios en 2015 experimentarán una reducción de 0,9% del PIB con respecto a 2014. Nuevamente, según el MFMP, en 2015, el ajuste del balance del GNC se producirá vía menor inversión. Surge la pregunta, sin embargo, de si el ajuste en inversión será suficiente para cubrir tanto la reducción en 0,9% del PIB en los ingresos tributarios como la presión de gasto producto del CREE y del gasto en pensiones.

Es importante repensar el esquema de ingresos tributarios y anticiparse a la situación, generando fuentes de financiamiento que traten de propender por una asignación eficiente de los recursos, por mayor equidad y que impulsen la estabilidad y el crecimiento económicos. Hasta el momento el Gobierno ha manifestado que intensificará la lucha contra la evasión de impuestos pero no se ha referido a una reforma tributaria que aumente el recaudo.

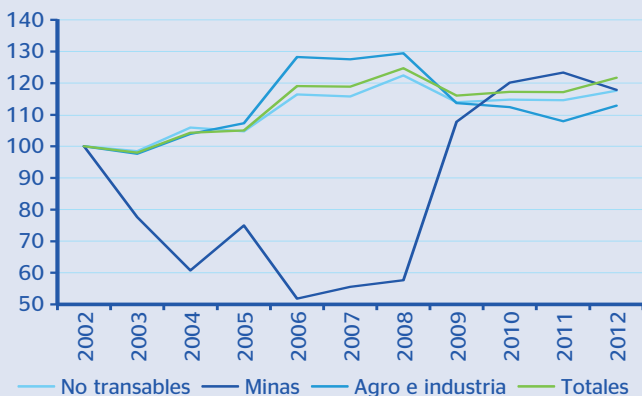
Recuadro 2. La competitividad de la industria se redujo desde 2008

La productividad de la economía alcanzó su máximo en 2008, cayó por la crisis internacional y todavía no se ha recuperado

El comportamiento del producto medio del trabajo en Colombia ha sido creciente, pero diferencial. Desde el año 2002 el producto medio creció un 22% en toda la economía, a una razón anual de 2,0% real. Las principales fuentes del incremento fueron, hasta 2008, los sectores de la energía, la construcción y la industria, con tasas anuales de 5,6%, 5,0% y 4,4%, respectivamente. Sin embargo, a partir de 2008, la minería fue el sector con mayor alza en el producto medio (+20% anual), mientras que la industria (-2,8% anual) y el total de la economía (-0,7% anual) perdieron productividad hasta presentar una tasa de variación negativa (Gráfico R.2.1).

Desde 2011 se ha producido un leve repunte, pero la productividad no ha regresado a los valores alcanzados antes de 2008. El cambio estructural se explica principalmente por la menor penetración externa de los sectores transables diferentes a la minería, por la apreciación del tipo de cambio, la crisis de un país vecino y la menor demanda en los países desarrollados. Los avances en mercados como Ecuador, Perú y México no lograron compensar esta reducción y, además, implicaron una base menos amplia de empresas beneficiadas, con principal foco en vehículos y químicos. Como resultado, la participación directa de las manufacturas en el PIB y el empleo cayó gradualmente desde 2002 (Gráfico R.2.2), si bien se explica principalmente por una desintegración vertical de la cadena industrial, según Carranza y Moreno (2013).

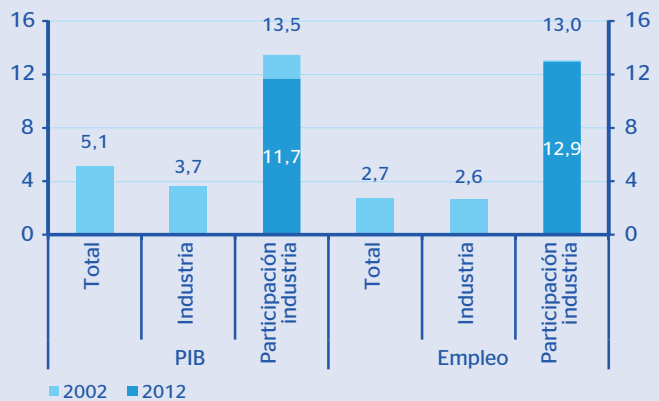
Gráfico R.2.1
**Productividad* total y por sectores económicos
Índice 2002=100**



*Productividad es medida como el producto medio del trabajo.
Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico R.2.2

Crecimiento anual promedio de PIB (total e industrial) y el empleo (total e industrial) entre 2002 y 2012 y participación de la industria en PIB y empleo en 2002 y 2012



Fuente: DANE y cálculos de BBVA Research

La apreciación real de la moneda limitó la competitividad externa de las manufacturas

La industria logró fuertes crecimientos entre 2002 y 2008, a pesar de la apreciación real de la moneda, en un contexto de elevados precios de las materias primas. Esto se dio gracias al auge de los mercados externos y la consolidación de la demanda interna, lo cual compensó eventuales problemas de competitividad y los menores ingresos externos producto de la apreciación. Incluso, la participación de la industria en las exportaciones fue casi equivalente a la contribución de las ventas externas de combustibles y, además, el país redujo su exposición a Estados Unidos. Pero, a partir de entonces, la demanda externa e interna se redujo, se aceleró el crecimiento de los términos de intercambio y se disminuyó la capacidad exportadora a los principales socios comerciales. Además, el tipo de cambio real estuvo, en promedio, más apreciado entre 2007 y 2012 que entre los años 2002 y 2007.

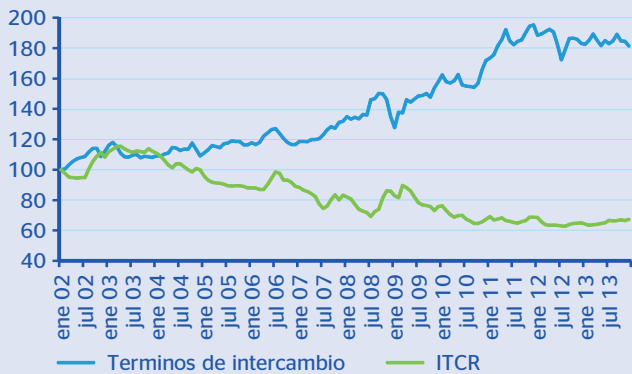
Los términos de intercambio crecieron un 72% entre 2002 y 2013, a razón de un 5,0% anual. Entre 2009 y 2013 se aceleraron a una tasa de 6,5% anual. Parte del incremento se dio por los mejores resultados en materia petrolera. Entre 2000 y 2011 el incremento de las exportaciones se explicó más por un aumento de los precios (+374% en el índice del valor de las exportaciones) que por una mayor producción (+86% en el índice de volumen de las exportaciones). Adicionalmente, en términos bilaterales, la moneda colombiana presentó fuertes apreciaciones con los países desarrollados y con México (Gráfico R.2.3).

En general, las exportaciones del país crecieron más rápido que las del total del mundo, pero gracias a la dinámica de unos pocos productos: plantas vivas, combustibles, piedras preciosas y automóviles. En los demás casos (la mayoría, productos manufacturados) las mejoras en la penetración de los mercados globales se revirtieron entre 2007 y 2012 y perdieron participación. En este momento, los combustibles representan dos terceras partes de las exportaciones del país y las manufacturas no sobrepasan el 15% del total. Como consecuencia, el índice de concentración de Herfindahl-Hirschman para productos exportados se multiplicó por más de cuatro entre 2007 y 2012, se redujo el número de productos enviados al exterior en un 15%, no se diversificaron los mercados con los cuales el país comercia y se aumentaron los envíos de productos con baja intensidad tecnológica.

La interpretación de estos resultados es que Colombia tuvo principalmente un crecimiento intensivo en el margen (la expansión de los flujos de comercio existentes), más que extensivo en el margen, es decir, adición de nuevos productos y mercados.

Gráfico R.2.3

Términos de intercambio y tasa de cambio real multilateral Índice 2002=100



Fuente: Banco de la República y cálculos de BBVA Research

Gráfico R.2.4

Precios de la energía eléctrica en algunos países seleccionados. CUS\$/KvH



CUS\$ son centavos del dólar de EE.UU., KvH es kilovatio por hora. El precio en Colombia no tiene en cuenta la contribución social del 20%. SING: sistema interconectado del norte grande. SIC: sistema interconectado central. Fuente: Interame, ANDI y BBVA Research

Algunos cuellos de botella internos erosionan la competitividad de la industria, con mayor notoriedad desde 2008

Existen otros factores internos, más relacionados con la regulación y los pocos avances en la agenda de reformas, que han obstruido la competitividad: el coste de la energía, la calidad de las infraestructuras, el acceso a los servicios financieros y la informalidad, entre otros.

En cuanto al mercado energético, Colombia debe profundizar las mejoras, pues los precios de la electricidad se mantienen aún entre los más altos de la región a pesar de los avances y de la elevada competitividad del sector energético. En el contexto latinoamericano, según datos de Interame y la ANDI, Colombia es el cuarto país con un precio más alto, mientras que en 2003 se ubicaba en el octavo lugar en la misma muestra de doce países (Gráfico R.2.4). Cuando se corrigen por paridad de poder de compra, los valores confirman que Colombia tiene uno de los precios más elevados: el tercer lugar, después de Chile y Uruguay.

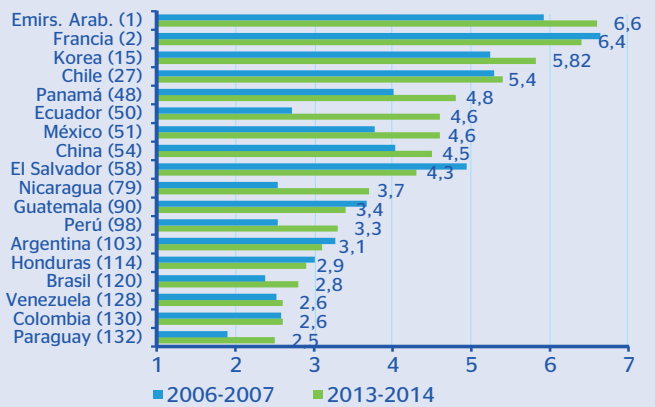
Un segundo tema de discusión son las infraestructuras. Colombia tiene una calidad de la infraestructura vial inferior a la de sus pares de la región y ocupa el lugar 130 entre 144 países de acuerdo al WEF (Gráfico R.2.5). Los problemas de calidad afectan a los costes de transporte, haciendo que Colombia, entre sus competidores en los mercados manufactureros, tenga el mayor coste de transporte interno de carga. Además, a diferencia de Corea, Chile, México, China, Perú y Brasil (principales competidores del país), la calificación de la infraestructura no mejoró entre 2006 y 2013.

En tercer lugar, la inclusión financiera en Colombia ha ido creciendo, pero aún se encuentra por debajo de otros países comparables como Chile o Brasil. Según las mediciones internacionales, Colombia tiene un índice de inclusión financiera de apenas un 40% (Gráfico R.2.6). Esto sucede a pesar de que los canales financieros aumentaron notoriamente en los años recientes, desde 47 canales por cada 10.000 adultos en 2008 hasta 86 canales actualmente.

En cuarto lugar, el acceso de las empresas a la financiación está restringido por la informalidad de las mismas, debida, entre otras cosas, a los altos costes que se derivan de la formalidad, como los trámites ante el Gobierno y los costes no salariales. Estos últimos generan sobrecostes para las empresas del orden del 52% sobre el salario pactado con el trabajador, deteriorando sensiblemente la relación de costes de las empresas y su competitividad. Finalmente, el mercado de capitales sólo ha sido una fuente de financiación eficiente para las empresas más grandes, pero todavía queda pendiente el reto de ampliar la cobertura a las industrias de mediano tamaño ya formalizadas.

Gráfico R.2.5

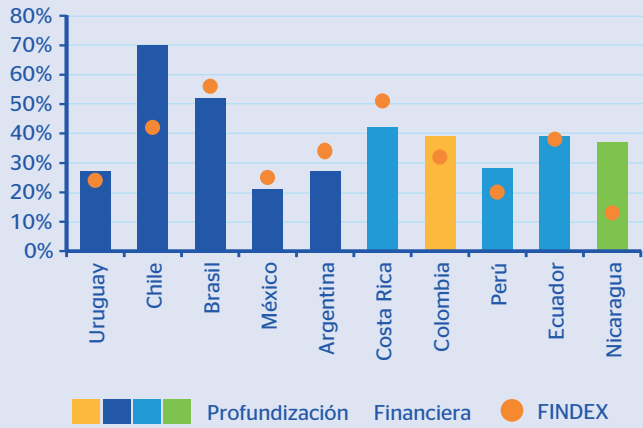
Ranking de calidad de la infraestructura vial en países de la región*



Fuente: WEF Banco Mundial y BBVA Research

Gráfico R.2.6

Inclusión financiera. Porcentaje de la población adulta



Países en azul oscuro: ingreso per cápita entre USD9.001 y USD15.000. Azul claro: entre USD4.001 y USD9.000 (Incluye a Colombia). Verde: entre USD 1.000 y USD4.000.

Fuente: WEF y BBVA Research

Conclusiones

La industria aumentó su competitividad entre 2002 y 2007. Después de ese año, la competitividad tuvo un quiebre brusco y no logró recuperar los niveles máximos de exportaciones que alcanzó al final del primer quinquenio.

La evolución del producto medio del trabajo, decreciente desde 2008 y con una recuperación apenas tímida recientemente, la participación de los productos de alta tecnología en las exportaciones, que cae desde 2007, y la dinámica de las exportaciones industriales (excepto vehículos), que crecieron menos que en el agregado mundial, entre otros indicadores, apoyan esta conclusión.

Además, es necesario un avance más consistente en la solución de algunos cuellos de botella para aumentar la competitividad de la industria, en un contexto de mayor devaluación del tipo de cambio y estabilidad en los términos de intercambio.

Referencia

Carranza, Juan y Moreno, Stefany (2013). "Tamaño y estructura vertical de la cadena de producción industrial colombiana desde 1990". Borradores de Economía del Banco de la República, No. 751.

5. Inflación convergerá lentamente al 3% en 2014

Inflación siguió sorprendiendo a la baja hasta finalizar 2013

La inflación al cierre de 2013 sorprendió a la baja a los analistas económicos y al Banco de la República de acuerdo con lo previsto hace tres meses y se debió principalmente a las deflaciones no anticipadas de octubre y noviembre (-0,26% y -0,22% m/m, respectivamente). Una fuerte caída en el precio de los alimentos y de los precios regulados como el combustible y la energía eléctrica fueron determinantes en ubicar la inflación anual al cierre del año levemente por debajo del rango meta del Banco de la República (2% a 4%). La deflación de octubre sorprendió al mercado y fue el resultado de una reducción no anticipada en el precio de los alimentos (-1,0% m/m) debido a las muy favorables cosechas derivadas del buen clima. La deflación de noviembre por su parte, se debió en menor medida a una reducción en el precio de los alimentos (-0,53% m/m) y estuvo apoyada por una reducción en el precio de bienes regulados (-1,0% m/m) como energía eléctrica y transporte. En ambos meses las sorpresas correspondieron a choques de oferta que deprimieron los precios y no a una débil demanda agregada. En diciembre la inflación aumentó nuevamente (0,26% m/m) y estuvo en línea con los pronósticos luego de incorporar las sorpresas de los meses anteriores. Sin embargo, en términos anuales se ubicó levemente por debajo de la meta del Banco de la República (1,9%).

Al descomponer la inflación total en sus componentes básicos y menos volátiles se observa que a lo largo del año la totalidad de las medidas (tres) aumentaron gradualmente en línea con la aceleración de la economía luego del débil desempeño del primer trimestre de 2013. Medidas puntuales de inflación que representan una buena aproximación a la demanda de los hogares, como por ejemplo las comidas fuera del hogar o el rubro de entretenimiento, han tenido un alza en sus precios mayor al de la inflación total, expresando la buena demanda a la que se han enfrentado. Adicionalmente, el componente de bienes no transables ha mostrado tasas de inflación que se han conservado en el rango superior de la meta del Banco de la República, lo que refuerza la hipótesis del buen momento por el que pasa la demanda.

Inflación convergerá gradualmente hacia el 3,0% en 2014

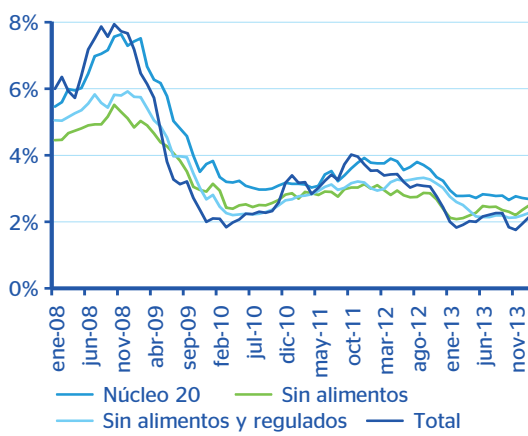
Las sorpresas deflacionarias de octubre y noviembre de 2013 obligaron a una revisión a la baja de la previsión de inflación para el final de 2013 en su momento y también de la senda de inflación para el 2014. Los favorables choques en la oferta de alimentos durante los dos meses mencionados llevaron a que en noviembre se alcanzara la inflación anual más baja desde 1955. Dada la menor inflación al cierre de 2013 (36pb) de lo esperado hemos decidido reducir la senda de inflación para 2014. Anticipamos que la inflación durante el año se mantendrá en el rango inferior de la meta del Banco de la República con presiones alcistas durante el primer y último trimestre del año, alcanzando un máximo de 3,0% en noviembre y cerrar el año en 2,9%.

Las presiones inflacionarias del primer trimestre del año se deberán a la continuación del buen desempeño de la actividad económica y una anticipada volatilidad en la tasa de cambio que tendrá un mayor impacto sobre los precios frente a lo observado en ocasiones anteriores. Durante el último trimestre del año, la extraordinariamente baja base estadística llevará a aproximar la inflación hacia la meta de largo plazo a pesar de un desempeño económico levemente menor frente al del primer semestre.

En resumen, la inflación durante 2014 aumentará gradualmente hacia la meta de largo plazo del Banco de la República, sin descartar sorpresas inflacionarias en meses particulares debido a los componentes más volátiles de los índices de precios.

Gráfico 5.1

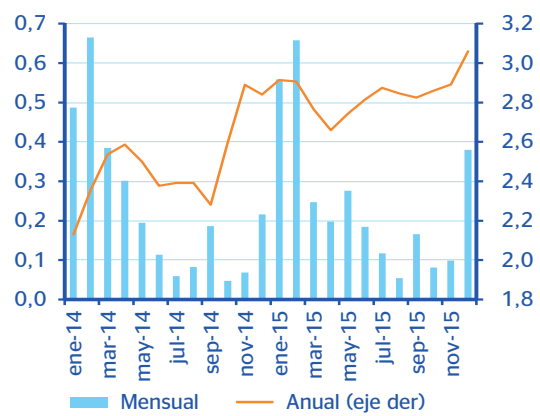
Inflación total y medidas de inflación básica, variación anual, %



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 5.2

Proyección de la inflación anual y mensual, %



Fuente: DANE y BBVA Research

No esperamos sorpresas en inflación en 2015

En 2015 esperamos que la inflación se mantenga en la mitad inferior del rango meta del Banco de la República con una inflación promedio de 2,8% y alcance 3,1% solamente al finalizar el año. El buen desempeño de la actividad económica, en particular durante la segunda mitad del año debido a la ejecución de las obras de infraestructura de cuarta generación y un consumo robusto, será compensado por el impacto rezagado del aumento en las tasas de interés del Banco de la República durante 2014 y la expectativa de aumentos adicionales durante la segunda mitad de 2015. Anticipamos que la brecha del producto se cierre al final de 2015 y en esta medida las presiones inflacionarias sean contenidas con los aumentos graduales de la tasa de interés, al alcanzar una tasa neutral de 5,25% para el final de 2015. Es importante resaltar que la baja inflación en 2015 permitirá absorber rebotes inflacionarios no anticipados de los componentes más volátiles (eg. alimentos y precios regulados) sin incumplir el rango meta.

6. Cambio lento en la postura monetaria se inicia en el 2014

Esperamos un primer incremento de tasas a finales del segundo trimestre de 2014

La menor inflación al cierre de 2013 ha llevado a la existencia de un mayor espacio inflacionario para 2014 y en esta medida un menor afán por parte de la autoridad monetaria para incrementar las tasas de interés de referencia. A pesar de anticipar presiones inflacionarias durante el año, derivadas del crecimiento económico y marginalmente de la devaluación (ver recuadro 3), éstas serán graduales y parten de un nivel bajo (1,94% Dic-13) que permitirá a la inflación ubicarse por debajo de la meta de largo plazo (3,0%). Es de esperar que el primer incremento en la tasa de referencia ocurra al final de 2T14, luego de cuatro trimestres consecutivos de crecimientos anuales por encima del potencial de la economía, tasas de desempleo históricamente bajas y una tasa de inflación creciente que hace más expansivas las tasas de interés real de la economía. Teniendo en consideración lo anterior y la menor inflación al cierre de 2013, hemos decidido aplazar el primer incremento de 25pb en la tasa de interés de referencia para el final de 2T14

(junio) en vez de abril del mismo trimestre. Sin embargo, continuamos esperando que en el 2014 existan aumentos sucesivos de 25pb durante el segundo semestre del año hasta alcanzar una tasa de intervención de 4,25% al finalizar 2014, lo que implicaría un aumento de 100pb en la tasa de referencia del Banco de la República durante el año.

La tasa de intervención de 4,25% al final de 2014 continuará siendo expansiva en términos monetarios al ser inferior a los estimativos de la tasa neutral (BBVAe: 5,25% nominal) y es de anticipar que los aumentos graduales en la tasa de intervención continúen durante 2015 en la medida que el crecimiento de la economía se mantenga en niveles altos. Durante 2015 esperamos que la tasa aumente 100pb adicionales hasta alcanzar la tasa neutral en el último trimestre de 2015, a la par del cierre de la brecha del producto para finales del año.

Adicionalmente, la preocupación en el ritmo de crecimiento de algunos activos domésticos unido a las presiones inflacionarias sobre el componente no transable del IPC (el cual se mantuvo durante 2013 en el rango superior de la meta de inflación), apoyaría la decisión de gradualmente incrementar la tasa de intervención a partir del segundo trimestre del año.

Por último, es de anticipar que la reducción gradual en el estímulo monetario extraordinario de la Fed (*tapering*), iniciada en diciembre, continúe teniendo un impacto sobre la tasa de cambio en la medida que el flujo de capitales hacia países emergentes se reduzca nuevamente. La observada depreciación del peso colombiano y la posible depreciación adicional y su impacto inflacionario sobre los bienes transables es un argumento complementario en favor de iniciar los aumentos en la tasa de intervención del Banco de la República en 2T14.

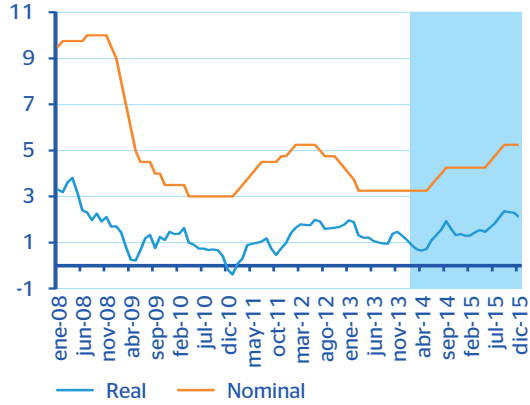
El peso colombiano tendría una devaluación acumulada entre 2014 y 2015 de 5,2%

Esperamos una devaluación promedio de 4,8% en 2014 para la tasa de cambio, mayor a la esperada hace tres meses, debido a una tasa de cambio más depreciada en enero de lo anticipada con el inicio del *tapering* de la Fed y la consecuente reducción en los flujos de capitales hacia los mercados emergentes. Las elecciones de Congreso y Presidente durante la primera mitad del año (marzo, mayo y junio) generaran incertidumbre y presionarán la tasa de cambio hacia la depreciación durante este periodo. Sin embargo, esperamos que el rebalanceo en los portafolios internacionales en enero a raíz del inicio del *tapering*, la principal razón detrás de las fuertes depreciaciones de un grupo importante de monedas emergentes, haya terminado y se revierta parcialmente a partir de marzo. En la medida que retorne el apetito por los mercados emergentes, debe más que compensar la volatilidad en la tasa de cambio generada por las elecciones en Colombia y la tasa de cambio se aproxime hacia nuestra previsión de \$1,960 pesos por dólar para el cierre del año.

En contraste, para 2015 esperamos una depreciación promedio menor (0,4%) debido a la mayor base de comparación derivada del impacto de la fuerte devaluación de enero sobre el promedio de la tasa de cambio de 2014. Sin embargo, al igual que para 2014, conservamos nuestro pronóstico de tasa de cambio para el cierre de 2015 (\$1.980 pesos por dólar). Las favorables condiciones macroeconómicas previstas para Colombia en 2015, el robusto crecimiento económico, inflación controlada y senda descendente de la deuda pública, deben permitir una diferenciación del país frente a otros mercados emergentes y en esta medida beneficiarse de la entrada de capitales extranjeros, en particular de IED.

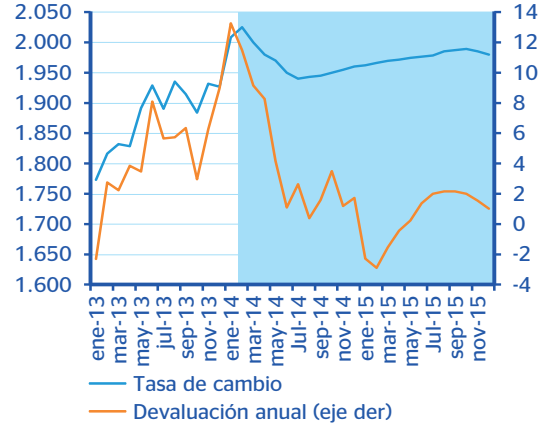
Una diferencia importante durante 2014 es el impacto de la devaluación de la moneda sobre la inflación, en particular sobre los bienes transables. La devaluación más reciente de la moneda ocurrió en 2009, en un entorno de desaceleración económica mundial derivado de la crisis financiera y una consecuente desaceleración de la economía colombiana. En 2014 la depreciación debe generar mayores presiones inflacionarias sobre los bienes transables, dado que la economía mundial se recupera y la economía colombiana se aproxima hacia su crecimiento potencial. Sin embargo, de acuerdo con los estudios realizados el impacto será bajo y no esperamos que comprometa el cumplimiento de la meta del emisor.

Gráfico 6.1
Tasa de intervención real y nominal, %



Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

Gráfico 6.2
Tasa de cambio nominal y devaluación anual, pesos por dólar y porcentaje



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Recuadro 3. El *pass-through* de la tasa de cambio a la inflación se encuentra en mínimos históricos

Este resultado es consistente con los hallazgos en otros países emergentes que han adaptado esquemas de inflación objetivo

Entender el impacto de la tasa de cambio sobre los precios de la economía facilita el diseño de la política macroeconómica. Si la transmisión a la inflación es baja, la autoridad monetaria puede actuar de forma más independiente: en ciclos bajos, puede inducir mayores devaluaciones acentuando el poder contracíclico de su política, y en ciclos donde la presión de la demanda es alta, una transmisión baja, ayuda a contener la inflación de la economía. De esta forma, la política monetaria es más restringida cuanto más alta es la transmisión de la tasa de cambio a los precios.

Existen varios canales, directos e indirectos, sobre los cuales se transmite la tasa de cambio a la inflación. En los canales directos, la transmisión se da a través del cambio en los precios de los bienes finales e intermedios. Una devaluación no solo aumenta el precio de los bienes finales que importa un país, sino también aumenta los costos de los procesos de producción que usan insumos importados. En los dos casos, una devaluación genera un aumento de los precios, aunque su impacto es menor en el caso de los bienes que usan el insumo importado. El efecto final sobre la inflación de la economía, depende entonces de la participación que tiene los bienes importados en el consumo de los hogares, y de la preponderancia que tiene los insumos importados en los costos de producción de los bienes de consumo final en la economía.

En los canales indirectos, la devaluación, al encarecer los bienes importados, aumenta la demanda local de los bienes que son sus sustitutos. Con una oferta que tiende a ser inelástica en el corto plazo, el aumento en la demanda inducido por la devaluación, presiona al alza el precio de estos bienes. De forma similar, una mayor tasa de cambio aumenta el precio de los bienes transables, como resultado de la mayor demanda externa gracias a lo competitividad que ganan las exportaciones. De esta forma, la devaluación genera presiones inflacionarias a través de la mayor demanda que genera (i) la sustitución de productos importados y (ii) la competitividad que ganan los productos transables.

En la tabla R.3.1, se resume la evidencia empírica del traspaso de la tasa de cambio a los precios en Colombia.

Tabla R.3.1

Evidencia empírica del *pass-through* de la tasa de cambio sobre los precios en Colombia (% del choque absorbido por los precios)

	Rowland (2003)	Rincón et al. (2005)	Gonzalez et al. (2008)	Parra (2008)
Período	1982-2002	1995-2002	1985-2007	1994-2005
IPP importados	73-80	40	10-40	-
IPP total	27-53		-	-
IPC	3-18		-	23

Fuente: BBVA Research

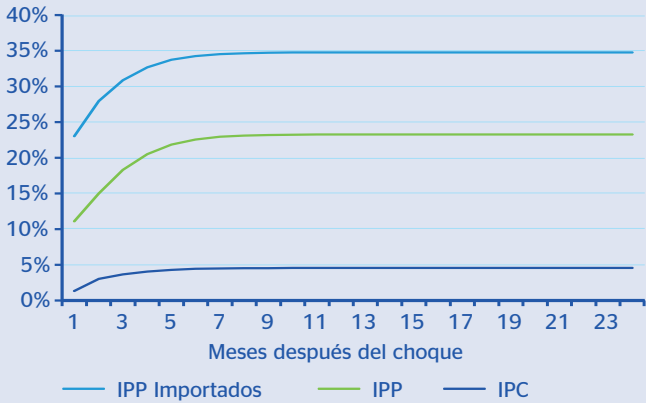
Dada la devaluación que ha tenido el peso desde el anuncio del *tapering* en mayo de 2013 (12%), la cual se acentuó desde finales de enero, es preciso contar con estimaciones recientes del traspaso cambiario a los precios domésticos (el último estudio que estimó esta relación usa información hasta 2007). Para este fin, se estimó un modelo VAR siguiendo la estrategia empírica de Rowland (2003) usando la tasa de cambio, el índice de precios de productos (IPP) importados, el IPP total y el índice de precios al consumidor (IPC). Como variable exógena se incluyó el gap de la producción industrial que resulta de la diferencia entre el índice de producción industrial y esta misma serie ajustada por el filtro de Hodrick-Presscott.

Esta estimación permite que los choques a la inflación de importaciones afecten la inflación del consumidor, tanto de manera directa, como indirecta a través de sus efectos sobre la inflación del productor. La cadena de eventos que subyace en la estrategia de identificación se muestra en el siguiente esquema:

Tasa de cambio --> *IPP de importados* --> *IPP Total* --> *IPC*

Los resultados del modelo señalan que el traspaso de la tasa de cambio a los precios es incompleto: dos meses después del choque, la inflación absorbe 3 por ciento del choque de la tasa de cambio, y al cabo de doce meses, la absorción es del 4,5%. Segundo, tal como se esperaba, el impacto de una devaluación es más fuerte en la inflación de los productos importados, seguido por la inflación en los precios de producción y la inflación doméstica: acabo de 12 meses, el IPP de importados absorbe el 35 por ciento del choque de devaluación, mientras que el IPP total y el IPC absorben el 25 y el 5 por ciento respectivamente. Tercero, el aumento en la inflación de todos los precios es sostenido en los primeros meses, especialmente en el segundo mes, cuando el crecimiento de los precios es el más alto en el período que sigue al choque. Finalmente, el efecto del choque se desvanece acabo de 12 meses.

Gráfico R.3.1
% del choque que es absorbido por los precios para varios meses después del choque



Fuente: BBVA Research

Estos resultados muestran que el traspaso de la tasa de cambio a los precios es mínimo. Tan solo 5% del choque de una devaluación es absorbido por la inflación doméstica. Al comparar los resultados de este ejercicio con las estimaciones de los estudios anteriores, se puede afirmar que el traspaso de la tasa de cambio a los precios en Colombia ha bajado. Adicionalmente, los resultados son similares a las estimaciones recientes del traspaso hechas para Perú y Chile, donde la transmisión ha caído en los últimos años y su magnitud actual se estima en niveles inferiores al 8%. Finalmente, estos resultados son consistentes con la literatura reciente que señala que el traspaso de la tasa de cambio ha venido cayendo en países que han adaptado esquemas de inflación objetivo (Coulibaly y Kempf, 2010).

Referencias

Coulibaly D. y Kempf H. (2010), "Does Inflation Targeting decrease Exchange Rate Pass-through in Emerging Countries?" Documents de travail du Centre d'Economie de la Sorbonne 10049, Université Panthéon-Sorbonne (Paris 1), Centre d'Economie de la Sorbonne.

González, A., Rincón H. y Rodríguez N. (2008), "La transmisión de los choques a la tasa de cambio sobre la inflación de los bienes importados en presencia de asimetrías", Borradores de Economía 532, Banco de la República.

Parra, J. (2008), "Sensibilidad del IPC a la Tasa de Cambio en Colombia: Una Medición de Largo Plazo", Borradores de Economía 542, Banco de la República.

Rincón H., Caicedo E. y Rodríguez N. (2005), "Exchange Rate Pass-Through Effects: A Disaggregate Analysis of Colombian Imports of Manufactured Goods", Borradores de Economía 330, Banco de la República.

Rowland P. (2003), "Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: The Case of Colombia", Borradores de Economía 254, Banco de la República.

7. Tablas

Tabla 7.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2012	2013	2014	2015
PIB (% a/a)	4,2	4,1	4,7	5,1
Consumo Privado (% a/a)	4,7	3,9	4,5	4,8
Consumo Público (% a/a)	5,1	5,0	4,6	3,7
Inversión Fija (% a/a)	7,6	5,8	6,6	7,6
Inflación (% a/a, fdp)	2,4	1,9	2,9	3,1
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1794	1934	1960	1980
Tasa de Interés (% fdp)	3,25	3,25	4,25	5,25
Balance Fiscal (% PIB)	-2,3	-2,4	-2,3	-2,1
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,3	-3,2	-3,0	-3,1

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

Tabla 7.2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	Tasa REPO (%, fdp)
T1 12	5,9	3,4	1766	5,25
T2 12	4,9	3,2	1793	5,25
T3 12	2,8	3,1	1803	4,75
T4 12	3,3	2,4	1794	4,25
T1 13	2,6	1,9	1810	3,25
T2 13	3,9	2,2	1910	3,25
T3 13	5,1	2,3	1919	3,25
T4 13	4,8	1,9	1934	3,25
T1 14	5,5	2,6	2000	3,25
T2 14	5,0	2,4	1950	3,50
T3 14	4,3	2,4	1945	4,25
T4 14	3,9	2,9	1960	4,25
T1 15	4,6	2,8	1969	4,25
T2 15	4,7	2,8	1977	4,50
T3 15	5,5	2,8	1987	5,25
T4 15	5,5	3,1	1980	5,25

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

Fabián García

fabianmauricio.garcia@bbva.com

Estudiante en práctica profesional

Sara Gamboa

saramilena.gamboa@bbva.com

Mauricio Hernández

mauricio.hernandez@bbva.com

María Claudia Llanes

maria.llanes@bbva.com

Santiago Muñoz

santiago.muñoz.trujillo@bbva.com

Vanessa Ocampo

vanessa.ocampo@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

oswaldo_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 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