

Situación Colombia

Primer Trimestre 2013
Análisis Económico

- **El entorno económico global está mejorando** por las menores tensiones financieras en Europa, el acuerdo para evitar el llamado “abismo fiscal” en Estados Unidos y la resistencia de las economías emergentes.
- **La economía colombiana acelerará su tasa de crecimiento en 2013 y 2014 a 4,1% y 5,0%, respectivamente, después de haber tocado fondo a finales del año pasado.** El consumo privado será el principal determinante de la expansión, conjuntamente con una expectativa positiva de la ejecución de obras de infraestructura en los dos años.
- **La inflación se mantendría por debajo del punto medio del rango meta en 2013 y convergería al 3% en 2014.** El Banco Central mantendría su postura expansiva en 2013 e iniciaría aumento de tasas en el segundo trimestre de 2014.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Mejora la percepción del escenario económico global	4
3. Colombia acelerará su crecimiento en 2013 y 2014.....	5
Recuadro 1. Gasto de los hogares en vehículos y vivienda	8
Recuadro 2. Estimación del PIB potencial en Colombia: brecha negativa del producto durará hasta 2015.....	11
Recuadro 3. ¿Qué podemos esperar de la recién aprobada reforma tributaria?	15
4. Banco central mantendrá una postura expansionista en 2013	16
5. Los retos de política económica en 2013-2014	19
6. Tablas.....	21

Fecha de cierre: 12 de febrero de 2013

1. Resumen

La percepción del escenario económico global ha mejorado en el último trimestre con la **continuada caída de las tensiones financieras globales**. El crecimiento mundial repuntará desde el 3,2% en 2012 hasta el 3,6% en 2013 y el 4,1% en 2014. Sin embargo, la continuidad de la recuperación necesita de la implementación de políticas apropiadas en EEUU y el área del euro.

En Colombia, el PIB entró en una fase de moderación, la cual tocó fondo en el último trimestre de 2012. En línea con lo esperado, la demanda privada pasó de crecer 9,4% a 4,9% entre 2011 y 2012. No obstante, los cuellos de botella en minería y la baja inversión pública determinaron que en el segundo semestre se profundizara el menor dinamismo del PIB, más allá de lo esperado. En total, la economía se habría expandido 3,7% en 2012.

La economía crecería 4,1% y 5,0% en 2013 y 2014. El resultado será sostenido por la **aceleración del consumo desde un 4,3% en 2012, a 4,7% en 2013 y 4,8% en 2014**. Las obras civiles tendrán una expansión anual de 10% en promedio en 2013-14. La inversión privada moderará su crecimiento desde 6,9% en 2012 a un promedio de 5,3% anual en 2013-14. Las exportaciones estarán sostenidas por el sector minero-energético.

La demanda privada crecerá en promedio 4,9% anual entre 2013 y 2014 gracias a la **reducción de la tasa de interés, las mejoras en el mercado laboral y los elevados niveles de confianza que se mantienen en el país**. El desempeño de la inversión no residencial será contingente al proceso de recuperación industrial, el cual no se consolidará antes de 2014.

La brecha de crecimiento se habría vuelto negativa (en 0,3% del potencial) al final de 2012. En 2013 esta brecha se ampliaría hasta -0,8%. La brecha se cerrará por completo al final de 2015.

El déficit de la cuenta corriente habría terminado por encima del 3% del PIB en 2012. La expectativa de BBVA Research es de un **cierre gradual del déficit de la cuenta corriente durante los dos próximos años**, llegando a 2,7% del PIB en 2013 y a 2,3% del PIB en 2014. La principal fuente de financiamiento del déficit externo será la inversión extranjera directa, la cual se estabilizará alrededor del 4% del PIB.

La revisión de la actividad y los precios más bajos del petróleo implicaron una **revisión al alza en nuestro pronóstico de déficit fiscal en 2013 y 2014**. Para 2013 esperamos un nivel similar al de 2012, pero éste se ampliaría en 2014 a 2,6% con el menor recaudo causado en 2013 y la entrada en vigencia de los recortes a los impuestos de las empresas en la reforma tributaria. En el mediano plazo mantenemos nuestra perspectiva de consolidación fiscal.

La inflación al consumidor sorprendió a la baja al final de 2012, motivando una revisión de la misma en 2013 y 2014 por las menores presiones de demanda, los más bajos precios del petróleo y la menor probabilidad de choques de oferta (fenómeno de El Niño). **La inflación se mantendría por debajo del punto medio del rango meta (3%) en 2013, con un retorno lento a partir del segundo semestre de 2013 y una convergencia al 3% en 2014**. A su vez, los excesos de liquidez global y el menor impuesto al flujo de capitales offshore, mantendrán presionado a la baja al tipo de cambio en 2013. El emisor mantendrá sus intervenciones cambiarias durante el año, con una efectividad limitada sobre el transcurso de mediano plazo de la moneda.

El Banco Central tomó un tono expansivo al final de 2012, que conservaría en 2013. El espacio inflacionario permitirá por lo menos un recorte adicional en el primer trimestre, con una **pausa monetaria expansiva durante el resto del año**. Posteriormente, en el segundo trimestre de 2014 cambiaría su postura monetaria, cuando la actividad local y externa regresen al crecimiento de mediano plazo.

La incertidumbre del escenario económico global sigue sesgada a la baja, hacia un crecimiento global que oscilaría en 2013 y 2014 entre el 2,5% y el 3,0%. Este escenario de riesgo es menos probable y de menor impacto hoy que lo estimado hace tres meses, dados los avances ya logrados en la definición e implementación de políticas en las áreas más desarrolladas y la resistencia mostrada por el crecimiento de las emergentes.

En los próximos años, Colombia mantendrá una posición sobresaliente en América Latina, pero deberá resolver algunos tópicos de política pública e institucional para que el país aumente su potencial de crecimiento. Se deben afrontar temas como las conversaciones de paz, mejoras institucionales (políticas, sociales y económicas), consolidación e irrigación del auge minero-petrolero, hacer avances significativos en la dotación de infraestructura, el fortalecimiento de la industria y la formalización de la economía.

2. Mejora la percepción del escenario económico global

La percepción del escenario económico global ha mejorado en el último trimestre con la continuada caída de las tensiones financieras globales, particularmente en Europa, y con el acuerdo para evitar por ahora el llamado “abismo fiscal” en EEUU. Han repuntado los indicadores de confianza en las principales áreas económicas y los datos de actividad y gasto siguen siendo consistentes con una expansión global moderada. Europa lleva ya seis meses de caídas de las tensiones financieras, con una paulatina apertura, aun incompleta, de los mercados de financiación a empresas, financieras y no financieras, de algunas economías de la periferia del área del euro.

El sentimiento en los mercados financieros en los países desarrollados ha mejorado sostenidamente en los últimos meses, debido en gran medida a tres factores: (i) los datos muestran que China no sufrirá una fuerte desaceleración, como algunos analistas preveían; (ii) en EEUU se evitó el llamado “abismo fiscal” y, de hecho, su economía mantiene un crecimiento razonable a pesar de la incertidumbre existente, y (iii) incluso en Europa se continuaron realizando avances en la unión bancaria, lo que refuerza el compromiso de las autoridades con la unión monetaria ya mostrado con las acciones del BCE en la segunda mitad de 2012.

Con todo, la mejora de la percepción de mercado no altera demasiado los fundamentos, y el crecimiento mundial seguirá siendo lento en los países desarrollados. Así, el crecimiento mundial repuntará desde el 3,2% en 2012 hasta el 3,6% en 2013 y el 4,1% en 2014, casi la misma estimación de hace tres meses (Gráfico 1). En 2013 se compensan la revisión a la baja del crecimiento brasileño y el mantenimiento en el área del euro y EEUU con las mejores previsiones de China, México o algunas economías latinoamericanas (Gráfico 2).

La continuidad de la recuperación necesita de la implementación de políticas apropiadas en EEUU y el área del euro. En EEUU deben ir más allá de amortiguar transitoriamente subidas inminentes de impuestos y deben evitar incertidumbres sobre el pago de la deuda y el reparto de la carga de la consolidación fiscal. En el área del euro, han de seguir los avances en la gobernanza, en particular en lo relativo a la unión bancaria, tanto con acuerdos adicionales como con la implementación efectiva de los alcanzados sobre la supervisión y procedimientos de resolución bancaria.

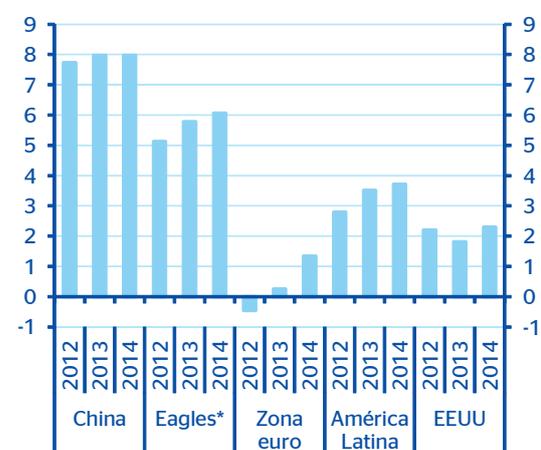
Sin descartar la posibilidad de sorpresas positivas, la incertidumbre del escenario económico global sigue sesgada a la baja. Crecimientos globales más bajos resultarían de un aumento de las tensiones financieras y del deterioro de la confianza si resurgen las dudas sobre el compromiso de las autoridades europeas con el fortalecimiento del euro, por ahora bien acotadas tanto por el anuncio del BCE de julio pasado como por los acuerdos de los países de la zona en apoyo de la moneda única. En caso de producirse estas tensiones, que requerirían de nuevos acuerdos de salvaguarda financiera, el área del euro seguiría en recesión en 2013. En EEUU, el riesgo sería que al contagio del riesgo europeo se sumara el efecto de desacuerdos para lograr la consolidación fiscal o ampliar el techo de deuda. El PIB global, con el soporte de las economías emergentes, oscilaría en 2013 y 2014 en este escenario de riesgo entre el 2,5% y el 3%. Este escenario de riesgo es menos probable y de menor impacto hoy que lo estimado hace tres meses, dados los avances ya logrados en la definición e implementación de políticas en las áreas más desarrolladas y la resistencia mostrada por el crecimiento de las emergentes.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB global



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Tasa de crecimiento del PIB por regiones



* Eagles: Emerging and Growth-Leading Economies. China, India, Brasil, Indonesia, Corea, Rusia, Turquía, México, Taiwán.
Fuente: BBVA Research

3. Colombia acelerará su crecimiento en 2013 y 2014

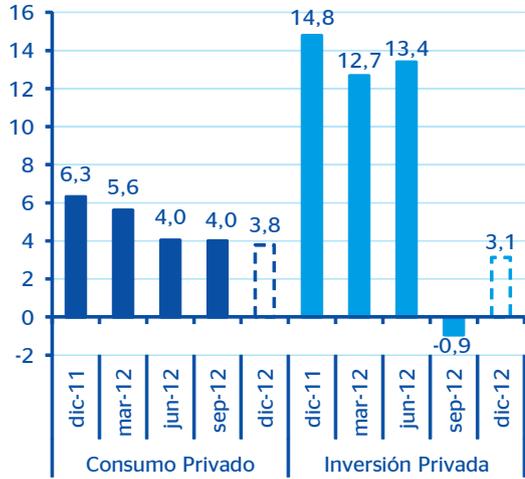
Cierre de 2012 con una desaceleración mayor a la prevista

En 2012, la economía colombiana entró en una fase de moderación, la cual ayudó a evitar excesos inflacionarios y desbalances financieros de hogares y empresas (Gráfico 3). En línea con lo esperado, la demanda privada pasó de crecer 9,4% a 4,9%(e) entre 2011 y 2012, explicado principalmente por la desaceleración de la inversión privada de 20,5% a 6,9% (e) en estos años. El consumo de los hogares redujo su crecimiento de forma más gradual, desde 6,5% a 4,3%(e), principalmente por el ajuste que tuvieron los bienes durables recientemente, compensado parcialmente por la mayor dinámica del consumo de servicios (Ver Recuadro 1).

Sin embargo, algunos factores temporales determinaron que en el segundo semestre se profundizara el menor dinamismo del PIB, más allá de lo esperado. En particular, se tuvieron algunos cuellos de botella logísticos en el sector minero y una baja ejecución de la inversión pública en infraestructura. Como resultado, mientras que en la primera parte del año el crecimiento del PIB se ubicó en 4,8%, la estimación del segundo semestre es de un 2,6% anual. Esto reflejó una elevada volatilidad de la inversión pública, pues el PIB de las obras civiles pasó de crecer 6,4% en el primer semestre, a 0,7% al corte de septiembre (Gráfico 4). En total, la economía se habría expandido 3,7% en 2012, provocado por una desaceleración más intensa en algunos sectores (Gráfico 5).

Gráfico 3

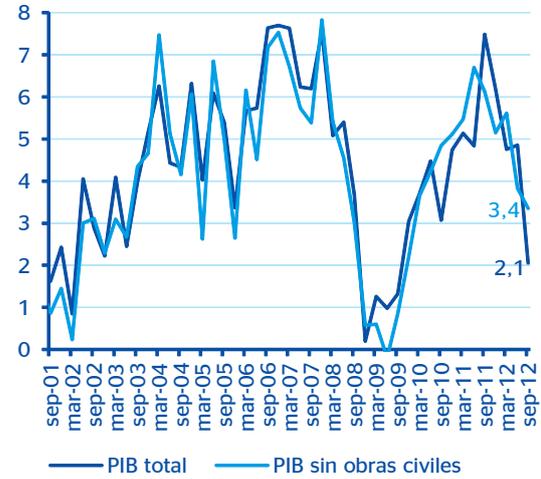
**Demanda privada:
consumo e inversión. Variación interanual**



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 4

PIB total y sin obras civiles. Variación interanual



Fuente: DANE y BBVA Research

Desaceleración habría tocado fondo en el último trimestre de 2012

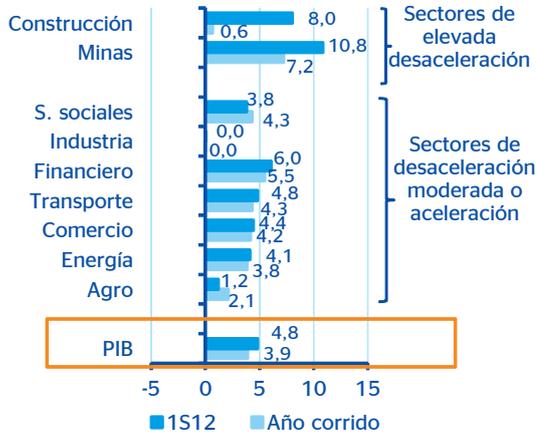
Los indicadores líderes al cierre de 2012 mostraron un retorno de la minería a los niveles máximos de actividad, muy cerca de la meta del millón de barriles de petróleo que se logró finalmente en enero de 2013 (Gráfico 6). Asimismo, señalaron un regreso de las exportaciones de carbón a los promedios observados antes del tercer trimestre, lo cual sin embargo estaría afectado de nuevo por la anomalía en la actividad de las principales empresas carboníferas del país durante el mes de febrero.

Por su parte, el consumo de los hogares habría terminado su ajuste gracias al impulso monetario y los buenos resultados en materia laboral que se tuvieron en la primera parte del año. Este comportamiento dejó abierta la posibilidad de una recuperación del gasto de los hogares en 2013, en línea con nuestras previsiones de crecimiento (Ver Recuadro 1). Igualmente, las edificaciones privadas debieron tener un mejor desempeño en el cuarto trimestre, en la medida que en este período se finalizaron muchos de los proyectos licenciados un año atrás, cuando se registraron los máximos niveles en los permisos de construcción.

No obstante, la mayor fuente de incertidumbre siguieron siendo las obras civiles, pues aunque algunos indicadores de ejecución fiscal muestran una aceleración de los recursos de inversión del Gobierno Nacional al final del año, no se conocen cifras actualizadas del avance de las obras de los Gobiernos regionales y locales. De acuerdo con este panorama, estimamos un crecimiento bajo para el cuarto trimestre, de alrededor de 3%.

Gráfico 5

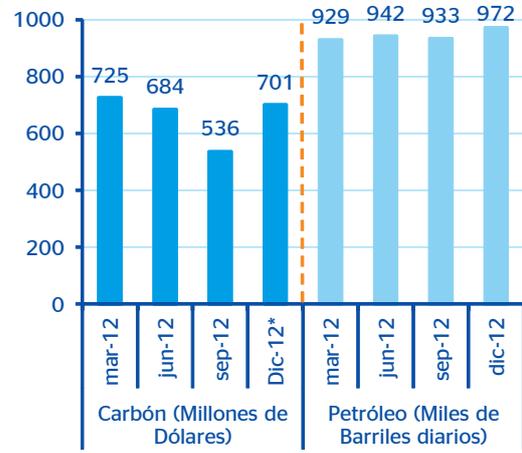
Crecimiento sectorial:
primer semestre y año corrido. En Porcentaje



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 6

Exportaciones de carbón y producción de petróleo.
En millones de dólares y miles de barriles diarios



Fuente: DANE, ANH y BBVA Research

Recuadro 1. Gasto de los hogares en vehículos y vivienda

La moderación en el gasto de los hogares durante 2012 fue generalizada en todos los tipos de consumo. Sin embargo, en los sectores automotor y vivienda se puede resumir gran parte de la desaceleración del gasto privado, pues comprenden las decisiones de más largo plazo en las familias, aquellas que sólo están dispuestas a efectuar en escenarios optimistas.

En el primer caso, las ventas de automóviles, que crecieron 28% en 2011, se contrajeron 2,7% en 2012. Sin embargo, visto por componentes, la desaceleración fue mayor cuando excluimos los automóviles comerciales, los cuales crecieron más del 20%. El restante, relacionado con compras particulares, presentó una caída de 13%. Este comportamiento fue una muestra del bajo crecimiento del consumo de bienes durables, el cual sólo aumentó 0,4% entre enero y septiembre, en comparación con un incremento de 24,7% en 2011 (Ver: [Situación Automotriz Colombia Año 2012](#), disponible en la sección de Colombia de [BBVAResearch.com](#))

Por su parte, las ventas de vivienda pasaron de crecer 12,7% en 2011 a una caída de 3,8% en 2012. Las dinámicas menos positivas se evidenciaron en Bogotá (caída de 24,1%) y Cartagena (16,1%). La desaceleración pudo asociarse con la incertidumbre en la renovación de algunos incentivos de política económica y la menor entrada al mercado de compradores inversionistas. (Ver: [Situación Inmobiliaria Colombia Año 2012](#), disponible en la sección de Colombia de [BBVAResearch.com](#))

Las perspectivas en los dos sectores son moderadamente optimistas, aunque se diferencian positivamente en el caso del sector automotor. En este último, se espera que las ventas se ubiquen en 315 mil y 325 mil en 2013 y 2014, respectivamente. Nuestra perspectiva de ventas incluye una recuperación de las transacciones de autos particulares, pero sin alcanzar los niveles máximos observados en 2011. Al mismo tiempo, esperamos que

se reduzca ligeramente el mercado de vehículos de carga, dados los niveles elevados de capacidad instalada que ha logrado el sector en los años recientes.

Colombia va a incrementar su parque automotor en 3,5 millones de vehículos entre 2010 y 2020, lo cual implica duplicar su stock actual. Las ventas de automóviles en Colombia, conjuntamente con algunos países asiáticos, tienen una elevada elasticidad ingreso, lo cual es común en los países que se encuentran en una etapa de expansión.

De otro lado, las perspectivas del sector residencial son de una continuidad del ciclo de expansión, aunque mucho más moderado que en episodios anteriores. De hecho, mientras que en los noventa las edificaciones generaron una brecha positiva de crecimiento superior al 7% respecto al nivel potencial, entre 2013 y 2016 el sector crecerá sólo ligeramente por encima de su nivel de largo plazo. Este comportamiento garantiza una mayor sostenibilidad del sector cada vez que disminuye los riesgos de sobreoferta y presiones de costos en la cadena de valor.

Las estimaciones puntuales de BBVA Research para la inversión en edificaciones son de un crecimiento de 3,8% anual en el período 2013-2016. Esta proyección incluye una desaceleración de las ventas de vivienda de elevado valor, compensada por el comportamiento al alza de la demanda comercial y de la vivienda de interés social.

Los factores que apoyarán el desempeño de los sectores automotor y residencial son comunes a los dos. La reducción de las tasas de interés del Banco de la República aumentará la penetración del sistema bancario en el financiamiento de la compra de bienes durables y vivienda y estimulará la demanda por crédito. Asimismo, la observada mayor confianza de los consumidores, en términos de expectativas del país y el hogar, permitirá la toma de decisiones de compra de los hogares, aunque contingente al desempeño del mercado laboral.

Recuperación gradual a lo largo de 2013 se consolidará en 2014

El principal catalizador de la recuperación económica será el consumo de los hogares, el cual tomará los mayores réditos de la reducción de la tasa de interés. Para medir esto, realizamos un ejercicio estadístico donde calculamos el efecto de una disminución de 75 puntos básicos en la tasa de intervención del BanRep entre finales de 2012 e inicios de 2013, manteniéndose baja hasta el segundo trimestre de 2014. Los resultados mostraron que las menores tasas tienen un efecto positivo de 0,2 y 0,5 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento del consumo privado en 2013 y 2014, respectivamente, con respecto a un escenario que no contemplaba reducciones en la tasa.

Los indicadores de confianza de los consumidores y los comerciantes confirman la expectativa de un consumo privado más fuerte en los dos años. Los hogares vienen mejorando su valoración de la situación futura (a 12 meses) desde agosto, mes en que se registró el valor mínimo de la confianza ajustada por estacionalidad. A su vez, los comerciantes, perciben una elevada demanda, equivalente a más del doble del promedio histórico de este indicador (Gráfico 7).

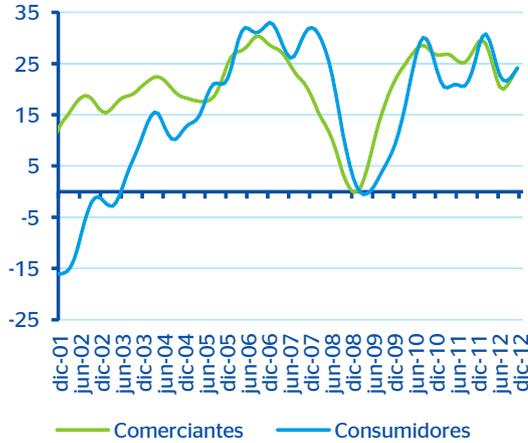
A este panorama positivo del consumo, se suman las perspectivas alcistas del sector de la construcción, tanto pública como privada. En el primer caso, los proyectos de infraestructura que se encuentran en marcha, conjuntamente con el mayor avance de las iniciativas regionales y locales en el segundo y tercer año de gobierno (2013 y 2014) y las nuevas licitaciones nacionales, tendrán un papel preponderante en la creación de empleo y el eslabonamiento con otros sectores productivos, tales como cemento, hierro, vidrio y cerámica. En el segundo caso, a pesar de la desaceleración nacional de la edificación residencial, se tendrá un impulso sobresaliente de las obras comerciales y logísticas y de la vivienda de interés social, principalmente en 2014 (Ver Recuadro 1).

El desempeño de la inversión no residencial será contingente al proceso de recuperación industrial, el cual no se consolidará antes de 2014, según anticipan los bajos niveles de expectativas que mantienen los empresarios del sector. De esta forma, durante el primer semestre de 2013 continuará la senda de ajuste de la inversión fija, sostenida por la actividad minero-energética, pero limitada por el menor dinamismo del sector manufacturero. A partir de este momento, el mejor balance industrial se sumará al impulso proveniente del sector extractivo sobre la inversión, apoyado en el impacto positivo que tiene la apreciación cambiaria sobre los costos de importación de maquinaria y equipo y en las menores tasas de interés de la economía.

De esta forma, Colombia logrará aumentar nuevamente su tasa de inversión en 2013 y 2014, incluso a un ritmo mayor que en 2012, por el aporte de las obras de infraestructura. Así, se pasará de una tasa de 26,6% del PIB en 2011 a una de 27,9% en 2014 (Ver Recuadro 2).

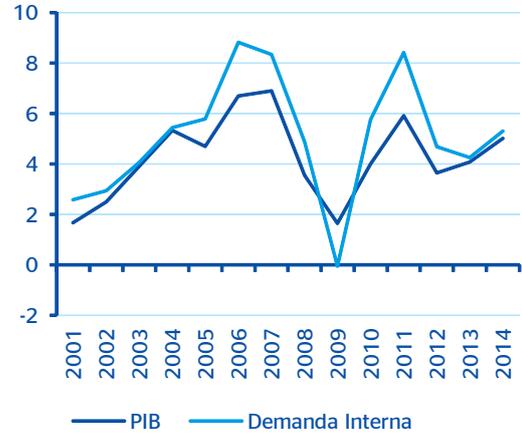
Los sectores económicos que liderarán el crecimiento de 2013 y 2014, además de la infraestructura, serán minería, transporte y comercio. La producción diaria de petróleo llegará en 2014 hasta 1,15 millones de barriles diarios y las exportaciones de carbón crecerán entre un 14% y un 16% acumulado este y el próximo año, según sean duraderas o cortas, respectivamente, las inactividades parciales en las empresas del sector. Por su parte, el transporte se beneficiará del mayor comercio exterior. Y el comercio interno tendrá una dinámica de recuperación, en línea con el panorama del consumo privado.

Gráfico 7
Confianza de los consumidores y comerciantes.
Balance ajustado por estacionalidad



Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

Gráfico 8
Previsiones de crecimiento: PIB y demanda interna. En variación anual



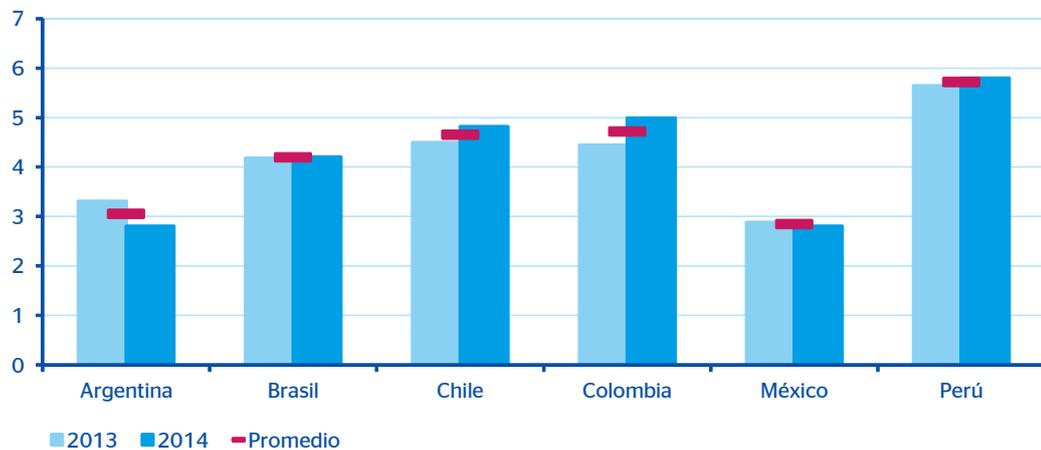
Fuente: DANE y BBVA Research

En consecuencia, la economía crecería 4,1% y 5,0% en 2013 y 2014 (Gráfico 8). Esta senda de crecimiento supera al promedio de LatAm, donde se tendrán variaciones de 3,6% y 3,7%, respectivamente. De hecho, la aceleración que tendrá Colombia en 2014 implicará destacarse como la segunda economía regional con mayor expansión, sólo por detrás de Perú (Gráfico 9).

La previsión incluye una revisión a la baja en 2013, desde 4,4% de nuestro anterior Situación Colombia, en línea con los indicadores líderes recientes, los cuales muestran una menor tracción de la inversión privada. En efecto, esta última moderará su crecimiento desde 6,9% estimado en 2012 a un promedio de 5,3% anual en 2013 y 2014. Al contrario, el consumo privado se acelerará desde un 4,3% estimado para 2012, hasta 4,7% en 2013 y 4,8% en 2014. Asimismo, las obras civiles se activarán notablemente, desde una ligera contracción en 2012, hasta una expansión anual superior al 10% en promedio en 2013-14.

Las exportaciones estarán sostenidas por el sector minero-energético, con una recuperación muy gradual de las ventas de otros sectores. Estas últimas, incluidas las de la industria, tendrán mayor dinamismo a finales de 2013, momento en el cual Europa mostrará mayor fortaleza en su proceso de recuperación y Estados Unidos consolidará tasas superiores al 2%.

Gráfico 9
Crecimiento del PIB en LatAm. Variación anual



Fuente: BBVA Research

Recuadro 2. Estimación del PIB potencial en Colombia: brecha negativa del producto durará hasta 2015

Crecimiento de mediano plazo y PIB potencial

En los pasados 30 años la economía colombiana creció en promedio 3,5% anual. Esto se tradujo en un incremento acumulado del PIB per cápita real de 84% en el mismo período (a razón de 1,9% anual). Desde 2003, el ritmo de crecimiento se aceleró, a un promedio de 4,6% en los siguientes diez años, en línea con los mejores fundamentales de la economía. Además, se redujo la variabilidad del crecimiento a la mitad, desde una desviación relativa (desviación estándar / crecimiento promedio *100) de 61% en todo el período a una de 35%.

Generalmente, los países que tienen menor volatilidad son aquellos que lograron una etapa mayor de desarrollo (Tabla 1). En efecto, haciendo una comparación entre economías emergentes y desarrolladas se muestra cómo estas últimas han logrado tasas de expansión un poco más estables en el tiempo. Por lo tanto, garantizar una tasa de crecimiento elevada y estable deben ser dos objetivos conjuntos en la economía colombiana. Para lograr esto, el país debe hacer sostenible su expansión en el mediano plazo mediante el incremento del PIB potencial, de tal forma que el crecimiento de la demanda se convierta en mayor crecimiento y no redunde en presiones de inflación ni en fuertes movimientos cíclicos.

Tabla 1

Crecimiento promedio y volatilidad por grupo de países

Indicador	G7	45 Emergentes	Colombia
Crecimiento promedio	2,1	4,2	3,5
Desviación relativa*	98	119	61

* (Desviación estándar/crecimiento promedio) * 100

Fuente: BBVA Research

Cálculo del PIB potencial en Colombia: estado del arte y nuestros resultados

Varios estudios han estimado el PIB potencial en Colombia. Las metodologías han incluido series de tiempo (VAR y VAR estructural), métodos de filtrado (Hodrick y Prescott, Paso de Banda, Kalman, entre otros) y modelos estructurales (Tabla 2). Las estimaciones de PIB potencial de estos artículos se ubican en un rango entre 3,8% y 4,7%, dependiendo del período de tiempo incluido en la estimación. También es evidente, en ellos, un aumento del PIB potencial hasta mediados de los noventa, un retroceso a finales de siglo hasta una tasa anual menor al 4% y un retorno a la parte superior del rango estimado a finales de la década anterior.

La metodología que seguimos en BBVA Research es estructural, mediante una función de producción

tipo Cobb-Douglas. Nuestros resultados muestran un incremento progresivo del PIB potencial a lo largo de la década anterior, desde un promedio de 3,0% después de la crisis de 1998 hasta un 4,7% estimado para 2013 y un 5,3% que será alcanzado en 2017 (Gráfico 10).

Las contribuciones por factor de producción cambiaron a lo largo del tiempo, según los resultados de nuestro modelo. El componente que más aportará al crecimiento del PIB potencial hasta 2017 será el capital, gracias a las elevadas tasas de inversión que se lograron en el pasado reciente y por los esfuerzos en infraestructura que hará el Gobierno en los próximos años. Este factor aportó el 43% del total de la variación en la década pasada, y ahora tendrá una contribución cercana al 50%.

PIB potencial exigente en términos de crecimiento de la productividad

El logro de un PIB potencial superior al 5% exige aumentar la tasa de crecimiento de la productividad a un promedio de 1,1% entre 2013 y 2017 (comparado con 0,5% entre 2005 y 2012), pues el mercado laboral reducirá progresivamente su aporte al potencial, dado que las bajas adicionales en la tasa de desempleo urbana serán marginales. En este sentido, la productividad deberá aportar cerca del 20% del crecimiento potencial, mientras que el empleo aportará el 30%. En la década anterior, estos porcentajes fueron 12% y 45%, respectivamente.

Algunas de las medidas necesarias para aumentar el crecimiento de la productividad son: consolidar el desarrollo de la infraestructura de transporte, tener un eslabonamiento del auge minero-energético con algunas ramas industriales nacionales (para garantizar un crecimiento más homogéneo entre sectores económicos), seguir en la senda de ampliación de la tasa de inversión y modificar la estructura de exportaciones para reducir la dependencia de los bienes primarios.

Brecha de crecimiento negativa se cerrará más rápido que en ocasiones anteriores

La brecha de crecimiento se habría vuelto ligeramente negativa (en 0,3% del potencial) en el segundo semestre de 2012, dado el bajo crecimiento del PIB en este período. En 2013 esta brecha se ampliaría hasta -0,8%, dado que la actividad seguirá ubicándose por debajo del potencial. A partir de 2014 el PIB observado empezará su recorrido hacia el potencial, cerrando la brecha por completo al final de 2015 (Gráfico 11).

En términos históricos, estas brechas se ubican en niveles bajos. Por ejemplo, en la década de los ochenta la brecha negativa fue de un promedio de 1,3% y en la crisis de finales de los noventa se registró una brecha negativa de más 5%. Por lo tanto, al contrario de esta última crisis, cuando la brecha duró en cerrarse siete años, esta vez se cerrará en poco más de tres años.

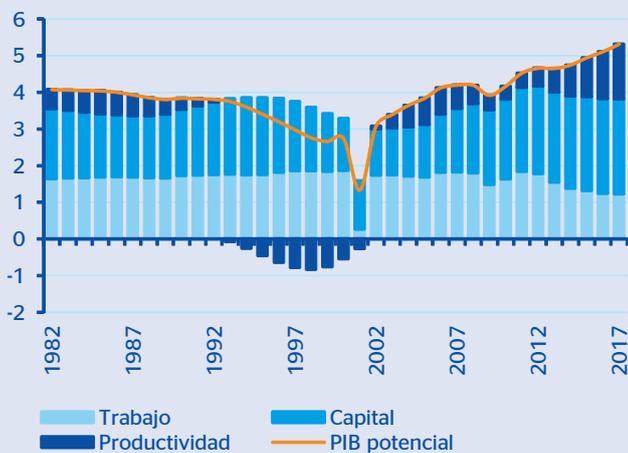
De esta forma, la política monetaria debería empezar a retirar el estímulo monetario desde 2014, anticipando el cierre de la brecha al siguiente año y las posibles presiones de inflación que se deriven de este hecho (Ver en Tabla 2, en Misas y López 1998, el texto resaltado).

Tabla 2
Estimaciones del PIB potencial y la brecha de producto en Colombia

Autor	Metodología	Resultados
Birchenall (1997)	Periodos cíclicos de sistema de indicadores líderes. Variable categórica por cada ciclo y productividad como regresores.	Fases económicas son extremas y no se les puede determinar con exactitud inicio y fin. PIB potencial promedio: 4,5% (1964 a 1995)
Melo y Riascos (1997)	Filtro Hodrick y Prescott y curva de Philips con expectativas. Generalización de filtro por VAR estructural. Se escogió la parametrización que mejor ajusta la inflación.	El impacto de los choques de demanda cambió notablemente en los años 85 y 89.
Misas y López (1998)	VAR estructural desarrollado por Shapiro y Watson y Blanchard y Quah. Se identifican los choques que definen el comportamiento de la economía en el largo plazo.	Presiones de inflación no simétricas en el ciclo. Cuando es negativa, presión inicia antes del cierre total. Estima 4,7% (1993 a 1996)
Rodríguez- Perilla y Reyes (2004)	Trimestralmente, relación entre empleo y producto y entre capital y producto. Anualmente, Cobb-Douglas y CES.	Rendimientos constantes a escala. Brecha negativa en 2004. PIB potencial entre 3,8% y 4,4% (2004).
Campos (2006)	VAR estructural para datos trimestrales (1994-2005).	Leve brecha negativa en 2006. PIB potencial entre 4,0 y 4,1% (2005).
Torres (2007)	Evalúa validez de metodologías (función de producción, VAR estructural, filtro de Kalman, componentes principales) con pronósticos fuera de muestra de la inflación básica de bienes no transables en una curva de Philips híbrida.	Brecha obtenida con filtro Hodrick y Prescott da peores pronósticos para todos los horizontes que las demás metodologías.
Márquez (2011)	Con datos anuales (1950-2010) se estima un filtro de Hodrick y Prescott. Usando datos trimestrales, se estima una función de producto tipo Cobb-Douglas.	Se encontraron resultados similares usando las dos metodologías: 4,3%

Fuente: BBVA Research

Gráfico 10
Descomposición del PIB potencial. Contribución a la variación anual



Fuente: BBVA Research

Gráfico 11
Brecha de crecimiento. En porcentaje del PIB potencial



Fuente: BBVA Research

Cierre gradual de la cuenta corriente en 2013 y 2014

El déficit de la cuenta corriente habría terminado por encima del 3% del PIB en 2012, pues se tuvo una fuerte desaceleración de las exportaciones mineras en el tercer trimestre. Durante 2013 y 2014, los menores cuellos de botella en el sector minero determinarán un aumento del superávit en la balanza comercial, profundizado por la desaceleración de las importaciones de bienes de capital, según lo estimado para la inversión.

Asimismo, el balance empresarial estuvo en 2012 por debajo de los niveles récord de un año atrás, tendencia que no debería revertirse antes de 2014. Por lo tanto, los envíos de dividendos al exterior serán menores en 2013 y 2014, generando una menor presión deficitaria en el balance de la renta de factores.

De este modo, la expectativa de BBVA Research es de un cierre gradual del déficit de la cuenta corriente durante los dos próximos años, llegando a 2,7% del PIB en 2013 y a 2,3% del PIB en 2014. No obstante, una prolongación de las dificultades en el sector carbonífero durante todo el primer trimestre podría incrementar el déficit de la cuenta corriente hasta 2,9% en 2013.

La inversión extranjera directa se estabilizará alrededor del 4% del PIB en los próximos años, gracias a los proyectos mineros (ronda Colombia), el crecimiento del sector minorista y el repunte de la infraestructura, facilitándose este flujo de recursos por los elevados volúmenes de liquidez vigentes en el mundo (Gráfico 12). De esta manera, la economía colombiana continuará acumulando reservas internacionales, a razón de 1,4% del PIB cada año, hasta llegar a un nivel de reservas superior al 11% del PIB en 2014. Por lo tanto, el Banco de la República tendrá espacio para intervenir en el mercado cambiario hasta un máximo de USD 5.500 millones durante 2013 (1,4% del PIB), de los cuales ya anunció que comprará USD 3.500 (0,9% del PIB) entre enero y mayo.

Cuentas fiscales se ajustarán paulatinamente en 2013 y 2014 hasta alcanzar un superávit primario

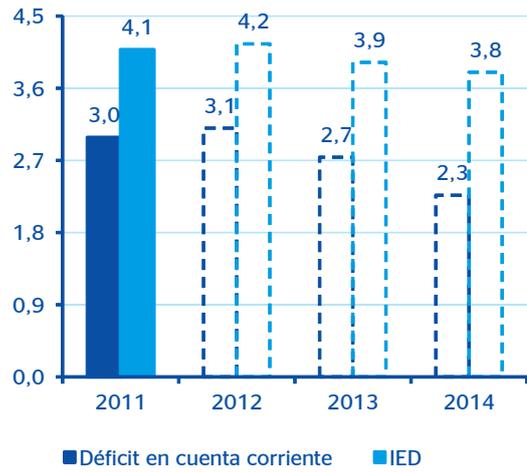
En 2012 las cuentas fiscales continuaron en su senda de consolidación, aunque con un menor impulso frente a lo observado en 2011. Las continuas mejoras en el recaudo interno fueron compensadas por los menores ingresos de la actividad minero-energética y por la moderación generalizada y no anticipada de la producción agregada. De esta forma el déficit fiscal del Gobierno Central debería finalizar 2012 en 2,3%(e), cifra menor a la observada en 2011 de 2,8%, pero bastante menor a la observada después del episodio de crisis internacional en 2010 de 3,9%

Para 2013 y 2014 anticipamos una leve moderación en la consolidación fiscal. Para 2013 la revisión a la baja de la actividad, así como en el precio y producción de petróleo serían compensadas por un mayor recaudo derivado de la reforma tributaria, permitiendo una estabilidad en el déficit fiscal en 2,3%. Por su parte para 2014 el déficit se ampliaría marginalmente a 2,6% tras el menor recaudo causado en 2013 por el discreto crecimiento de la actividad, y potenciados por el efecto negativo que tendría para ese año la entrada en vigencia de la reducción del impuesto a la renta a personas jurídicas contenido en la reforma tributaria (Ver Recuadro 3). A partir de 2015 esperamos una consolidación fiscal en línea con la dinámica de la actividad, acompañada sin embargo por un superávit primario que reflejaría la fortaleza de las cuentas fiscales en Colombia (Gráfico 13).

La posición fiscal para 2013 y 2014 es sólida frente a la lenta recuperación de la actividad. Su espacio fiscal es el mismo al observado durante la crisis de 2009-2010, el cual le permitiría asumir una posición contracíclica en caso de que la actividad lo requiera. No obstante, un impulso a la actividad estaría limitado por la capacidad de ejecución del Gobierno Central. Una moderación mayor, bien sea local o externa, sería apoyada en buena parte por los desembolsos

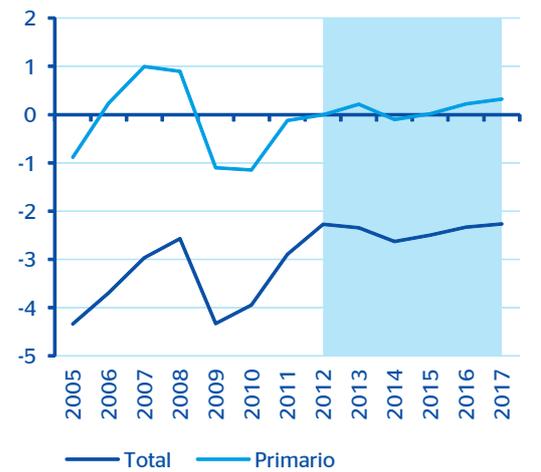
de regalías del Gobierno Central a los gobiernos locales, considerando que buena parte de los proyectos de infraestructura del Gobierno se realizarían en 2014 y teniendo presente que los gobiernos locales ya cumplen dos años en su mandato, con lo cual ya estarían en capacidad para ejecutar con agilidad los recursos de inversión en infraestructura local.

Gráfico 12
Déficit en cuenta corriente e IED. En porcentaje del PIB



Fuente: BanRep y BBVA Research

Gráfico 13
Déficit total y primario GNC. En porcentaje del PIB



Fuente: MinHacienda y BBVA Research

Recuadro 3. ¿Qué podemos esperar de la recién aprobada reforma tributaria?

El Congreso de la República aprobó una nueva Reforma Tributaria, que incluyó modificaciones a la estructura impositiva de las empresas y las personas naturales. Sus principales objetivos fueron ampliar la equidad del estatuto tributario y reducir algunas inflexibilidades del mercado laboral. De manera paralela se incluyeron otros asuntos como la simplificación de los impuestos al valor agregado (IVA) y el recorte a los impuestos a los flujos de portafolio offshore de 33% a 14% (25% para países que se consideran paraísos fiscales), entre otros.

En materia de flexibilidad laboral, la reforma recortó en 13,5% los impuestos a la nómina, buscando reducir de esta forma la informalidad y el desempleo estructural de la economía. La reducción en los impuestos a la nómina fue compensada en recaudo por una modificación a los impuestos a las utilidades de las empresas. El impuesto a la renta a las empresas se redujo de 33% a 25%, creando un nuevo impuesto de 8% llamado "CREE" cuya base de recaudo no mantiene las exenciones que aplican al tradicional impuesto a la renta. De esta forma las empresas pagan un 25% de impuesto a la renta bajo unas deducciones tradicionales, pero pagan en adición un impuesto de 8% sobre sus utilidades, pero sin poder hacer sobre dicha tributación las mismas deducciones que tradicionalmente hacen sobre el impuesto a la renta.

En materia de progresividad, la reforma creó dos tasas de tributación para el impuesto a la renta de las personas naturales. La primera, el Impuesto Mínimo Alternativo Nacional (IMAN), establece una tasa mínima de tributación para los asalariados, que deberán pagar como mínimo al ser comparada con el valor derivado del impuesto de renta ordinario (o bajo el esquema actual de declaración de renta bajo las deducciones y exenciones tradicionales). Por otro lado se crea el Impuesto Mínimo Alternativo Simplificado (IMAS), que corresponde a una tasa de tributación de alto valor que las personas naturales (empleados con ingresos inferiores a COP 20 Millones por mes) podrán tributar y que sería fiscalizada de manera simplificada por la dirección de impuestos Colombiana (DIAN).

De igual forma la reforma restringe en un 30% y por \$10mill.de 2013 por año las deducciones aplicables al impuesto a la renta relacionadas con los aportes pensionales obligatorios y voluntarios, y a las cuentas de ahorro para la compra de vivienda (AFC). Igualmente aumenta de 5 a 10 años el tiempo de permanencia mínimo para que los ahorros en pensiones voluntarias y

cuentas AFC puedan ser retirados en libre disposición y no pierdan el actual beneficio tributario. Esta figura era comúnmente usada por las personas de ingresos altos, destinando una porción de su salario al ahorro más por asuntos tributarios que por ahorro pensional.

La reforma fue aprobada con un impacto neutro en recaudo, contabilizando en conjunto los años 2013 y 2014 (Ministerio de Hacienda). Para 2013 el Gobierno espera recaudar 1,2 bn COP adicionales como resultado de la reforma, explicados en buena parte por las mayores retenciones a los impuestos a la renta de las personas naturales. Para 2014 el menor recaudo en impuestos a la renta de personas jurídicas sería parcialmente compensado por el mayor recaudo del impuesto a la renta a personas naturales, generando una reducción de 1,3 bn COP en la recaudación de impuestos que al agregarse con el mayor recaudo de 2013, se obtiene una neutralidad tributaria.

La reforma tributaria se enfocó en un espectro particular de la tributación— equidad y flexibilidad laboral. Sin embargo dentro de los problemas de redistribución dejó de lado algunos aspectos para reforzar aún más la progresividad del estatuto. En materia de equidad impositiva, la reforma mantuvo las deducciones de ganancias por dividendos de los rentistas de capital. Colombia ha mantenido exentos los impuestos a los dividendos, que resulta razonable por asuntos de eficiencia económica de doble tributación (ver Atkinson y Stiglitz, 1976), pero que en la política pública y en la práctica tributaria internacional se ha aceptado como eficiente si se considera el bienestar social agregado y como mecanismo de redistribución (Ver Piketty y Saez, 2012) en un país con un alto grado de desigualdad por ingresos como Colombia (GINI=0,57 en 2011).

En el plano laboral, la reforma mantuvo el impuesto a la nómina destinado a las Cajas de Compensación Familiar. Su contribución equivale a 3% del salario mensual, destinadas a financiar servicios de recreación, educación, crédito, y salud, que fácilmente podrían ser ofrecidos por el sector privado, o incluso financiados de una manera menos regresiva. De igual forma, si bien la reforma redujo los impuestos a la nómina, la inflexibilidad laboral continuará siendo problemática en la medida en que el salario mínimo continúe siendo elevado (54% de la productividad media laboral), que podría ser restrictivo en el mediano plazo de continuar su mecanismo de indexación creciente en términos reales.

Los riesgos de cola de la economía global han disminuido

Como vimos, en un escenario de mayor volatilidad global, con baja probabilidad de ocurrencia, el crecimiento global oscilaría entre 2,5% y 3,0% en 2013 y 2014. Este crecimiento sería diferencial entre los principales socios comerciales de Colombia, con mejores desempeños en las economías emergentes y con algunas dificultades mayores en Estados Unidos. Así, el país enfrentaría una reducción de los términos de intercambio y una disminución de la demanda por productos industriales. En este panorama, Colombia podría tener también un choque de confianza externo, aunque amortiguado por las mejores condiciones estructurales del país, tanto en términos de política económica, como en condiciones financieras del sector privado. Por lo tanto, la economía colombiana mantendría un crecimiento superior al 3%, incluso en este escenario más adverso.

4. Banco central mantendrá una postura expansionista en 2013

Cierre de la brecha del producto y espacio inflacionario permiten profundizar política monetaria expansionista

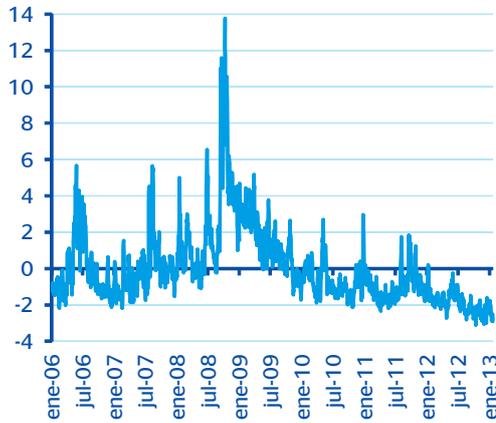
El Banco de la República profundizó su postura expansionista en la última parte de 2012. La primera ronda de recortes realizada entre julio y agosto de 2012, respondieron a la moderación de la demanda local, pero fueron cautas con respecto a la incertidumbre permanente de la actividad externa. En efecto, el emisor llegó a condicionar sus recortes de acuerdo al desarrollo de la turbulencia externa, que se manifestaba en unas tensiones financieras elevadas pero que localmente se mantuvieron bastante limitadas (Gráfico 14). La turbulencia global se transmitió por la canal real en lugar del financiero, manifestada en una sorpresa en el producto del tercer trimestre, que se correspondió inmediatamente con una ronda de recortes de interés por parte del Banco Central.

Los recortes recientes han sido relativamente más anticipados por el mercado que en la primera parte del segundo semestre, apoyados a su vez por el amplio espacio inflacionario tras las sorpresas positivas en ese frente en los últimos meses del año. De esta forma el Banco central acumuló durante 2012 cuatro recortes de 25 pbs, afianzados en la primera parte de 2013 con recortes adicionales para estimular la actividad. El gráfico 15 muestra la forma en que se han ido ajustando las expectativas expansivas del mercado, reflejado en la probabilidad de que la tasa de intervención se recorte en 25 pbs implícita en la tasa interbancaria a 3 meses. El gráfico muestra la forma en que el mercado ha ido anticipando en meses recientes (en particular enero y febrero) el mayor estímulo monetario a la actividad, ante el dato sorpresivamente bajo del PIB en el tercer trimestre (publicado el 21 de Diciembre) y las sorpresas a la baja en la inflación.

Previsiones de inflación dentro del rango meta para 2013 y 2014 sin expectativas de sorpresas alcistas

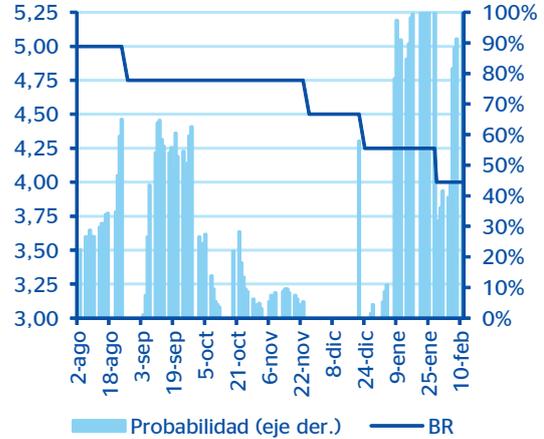
En los últimos meses de 2012, la inflación sorprendió a la baja como consecuencia de unas menores presiones de oferta en los precios de los alimentos y de los bienes regulados, finalizando el año en 2,4%. Los cambios intermensuales de los meses recientes han estado apoyados a su vez por la apreciación cambiaria y por la reducción permanente en los impuestos a la gasolina. No obstante, en consistencia con la moderación de la actividad, la inflación ha advertido a su vez menores presiones de demanda frente a los observados doce meses atrás, reflejadas en la reducción de los indicadores de inflación básica.

Gráfico 14
Índice de tensiones financieras en Colombia



Fuente: BBVA Research

Gráfico 15
Tasa de intervención y probabilidad de recorte de 25 pbs implícita en tasa interbancaria a 3 meses



Fuente: BBVA Research

Para 2013 esperamos que la inflación se mantenga en la parte inferior del rango meta, bordeando en algunos meses el límite inferior inflacionario. Para los primeros meses del año, las presiones de demanda deberían continuar afectando la evolución de los precios, mientras que los factores de indexación (tras finalizar 2012 con una inflación baja) y el menor incremento de los salarios frente al año anterior, deberían favorecer a la baja la dinámica de los precios. Los principales riesgos al alza radican en una reversión de los factores de oferta que han apoyado el descenso de la inflación (alimentos y regulados), que para el caso de los alimentos resultan ahora menos probables tras el menor riesgo e incidencia de que se presente el fenómeno del niño. Para 2014 la inflación convergería al punto medio del rango meta, en línea con mayores presiones de demanda frente a las observadas en 2013 y apoyadas a su vez por menores precios base del mismo año (Gráfico 16).

Medidas cambiarias y disminución de tasas contribuyen a los esfuerzos para contener la apreciación del peso colombiano

El tipo de cambio se mantuvo durante el año presionando a la baja, apoyado por la disminución del riesgo global y los excesos de liquidez provenientes de los países desarrollados. En efecto, el tipo de cambio se apreció en un 9% en 2012 (fdp), con indicios de continuar con una presión similar en 2013. El Banco de la República estuvo atento durante el año interviniendo en el mercado cambiario, buscando contener (parcialmente) las presiones apreciativas del tipo de cambio. El intervencionismo del emisor se manifestó en programas de compras diarias, ampliados periódicamente de acuerdo a las expectativas del mercado y totalizando USD 4,8 mM que significaron el mayor nivel de compras anual desde 2000. Los programas de compras diarias estuvieron acompañados por intervenciones verbales por parte del Ministro de Hacienda y el Banco Central, compras de dólares de la tesorería de la nación, y recortes en los tipos de interés, que si bien fueron como respuesta a la moderación de la actividad, pudieron marginalmente haber contribuido para evitar una mayor apreciación,

Las compras récord de reservas internacionales fueron parcialmente esterilizadas con la emisión de 6 bn COP en bonos de control monetario, emitidos por el Gobierno Central y depositados en el Banco Central. Esta herramienta se puso en uso como lo habíamos anticipado tres meses atrás, facilitando el cumplimiento del mandato cambiario con la estabilidad de precios.

Para 2013 y 2014 los amplios niveles de liquidez internacional seguirán presionando la apreciación del tipo de cambio. Lo anterior, apoyado por la expectativa de un mayor flujo de inversión en portafolio tras la reducción de los impuestos a las inversiones offshore de 33% a 14% (25% si el país de origen es considerado como paraíso fiscal), con un espacio acotado de intervención (que estimamos en USD 5,5 mM durante el año) acompañado por una efectividad limitada sobre el comportamiento regular del tipo de cambio. En efecto, si bien el Banco Central y el Ministerio de Hacienda continuarán asumiendo el costo cuasi-fiscal de las intervenciones, su efectividad parece ser menor, con el riesgo de exacerbar el comportamiento del mercado de crédito y los precios de los activos en caso de no ser adecuadamente esterilizados (ver Vargas, González y Rodríguez. 2013). Con la reducción de los diferenciales en los intereses y el retiro de la liquidez internacional, el tipo de cambio retornaría depreciándose lentamente a su valor de largo plazo cercano a los 1800 COP/USD (Gráfico 17).

Gráfico 16

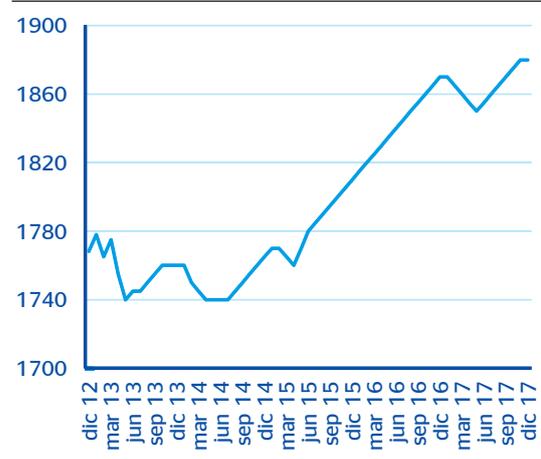
Inflación anual y tasa de intervención del Banco Central. En porcentaje



Fuente: DANE, BanRep y BBVA Research

Gráfico 17

Tasa de cambio peso-dólar



Fuente: BanRep y BBVA Research

BanRep iniciaría ciclo de normalización monetaria en el segundo trimestre de 2014

Los recortes recientes en los tipos de interés se han ido transmitiendo lentamente a la actividad. La transmisión más expedita se ha dado en el mercado interbancario y en el de deuda pública, respondiendo e incluso anticipando los movimientos en los recortes del emisor. La tasa promedio de los depósitos bancarios a 90 días (DTF) ha sido más inflexible a la baja, lo cual sin embargo es típico de la fase expansiva del ciclo monetario e históricamente se ha observado en los ciclos del pasado. De esta forma el Banco Central tendrá tiempo para esperar a que su impulso monetario se transmita al mercado crediticio, cuya transmisión total debería completarse en cerca de seis meses después de realizado el último recorte.

Posteriormente esperamos que el emisor mantenga una postura expansiva durante 2013, manteniendo sus tasas estables después de los recortes realizados en el primer trimestre del año. El mantenimiento de una brecha de producto negativa (ver Recuadro 2) y una baja inflación, permitirán que el emisor pueda mantener su tasa por debajo del nivel neutral, facilitando que la demanda doméstica pueda retornar a su crecimiento potencial.

Posteriormente, anticipando el paulatino cierre de la brecha del producto y previendo algunos rebotes inflacionarios, el Banco Central revertiría su postura monetaria en el segundo trimestre de 2014, respondiendo a su vez a la normalización de la actividad externa y a la moderación de la incertidumbre fiscal de los países desarrollados. De manera local, los resultados más contundentes de recuperación de los últimos meses de 2013 y del primer trimestre de 2014,

deberían motivar al emisor a revertir lentamente su postura monetaria expansiva, siendo sin embargo prudente ante la incipiente recuperación de la actividad (Gráfico 17).

Los incrementos en la tasa de política son consistentes con la dinámica de los demás bancos centrales de la región, los cuales iniciarán su senda de incrementos en la primera parte de 2014, sin embargo previendo para el caso de Colombia que se encuentra en una fase anterior en el ciclo de la actividad y por lo tanto su postura monetaria se revertiría después de los demás países de la región que siguen un esquema de inflación objetivo. El ciclo de incrementos en la tasa de política finalizaría en un nivel de 5,25%, valor que consideramos neutral bajo una inflación de largo plazo de 3%.

5. Los retos de política económica en 2013-2014

Colombia se seguirá diferenciando positivamente en América Latina pero no consolidará un liderazgo económico si no avanza en algunos temas claves durante 2013-14

Colombia tiene unas perspectivas de crecimiento positivas para los próximos años, como lo hemos presentado en las secciones anteriores. Los números que esperamos mantendrán al país en una posición sobresaliente a nivel de América Latina pero consideramos que la manera como se resuelvan algunos temas de política pública en los próximos años determinará que Colombia aumente su potencial de crecimiento y consolide un liderazgo económico en la región. En varios campos, estos años son los de las grandes definiciones donde pondremos a prueba cambios institucionales, políticos y económicos que hemos realizado en los últimos años y se evidenciará la necesidad de realizar algunos adicionales.

Los avances en las conversaciones de paz son un tema que estará en la agenda pública durante 2013-14 y sus resultados podrán afectar el rumbo de algunos elementos de política pública en los próximos años. También en estos años surgirán discusiones sobre las necesidades institucionales en términos políticos, sociales y económicos de un país con mayor capacidad de crecimiento. Sin embargo, aunque entendemos la importancia de todos estos aspectos concentraremos nuestro análisis en los retos de política económica.

Reversión de la desaceleración del crecimiento a corto plazo y fortalecimiento de las fuentes de expansión

Nuestras estimaciones muestran que la desaceleración de la economía colombiana habría tocado fondo a finales de 2012 y que gradualmente el crecimiento se acelerará durante el 2013. Esta previsión asume que se logran cerrar los cuellos de botella de los sectores de minero petrolero y de obras públicas y edificaciones privadas ocasionaron una baja aportación de los mismos al valor agregado durante el segundo semestre de 2012.

En el caso del minero-petrolero, el reto es mantener niveles estables de producción y que no se repitan los choques de oferta del año pasado. Grandes temas relacionados con el transporte y la explotación de productos básicos deben ser subsanados en los próximos años para que los choques transitorios de oferta no se conviertan en permanentes y demoren la materialización las buenas perspectivas del sector. Tenemos una visión moderadamente optimista sobre la capacidad de superar este reto y en la medida en que se materialicen conflictos laborales o problemas de transporte como los que se han dado recientemente en sectores como el carbón le imprimirán un sesgo negativo a nuestra proyección.

En el campo petrolero el reto es retomar estables y elevados niveles de producción y solventar las necesidades de infraestructura que los mismos plantean. Avances importantes en las obras de construcción de los oleoductos y el diseño de los nuevos es un tema que ocupará la atención de las autoridades durante 2013-2014.

A nivel de obras públicas durante los próximos años se probará la nueva institucionalidad en materia de concesiones de cuarta generación (4G) y la capacidad de ejecución a nivel local y departamental de los recursos de las regalías. En lo que tiene que ver con las nuevas concesiones, los avances que se logren en la primera etapa del proyecto, que las autoridades han llamado "victorias tempranas" y representan cerca del 10%, mostrará si el nuevo diseño institucional es el adecuado. En particular la capacidad de atraer constructores de gran capacidad y calidad y la financiación necesaria son algunos de los temas que están a prueba. Los efectos de las nuevas concesiones sobre el valor agregado de la economía será marginal en estos años pero lo más importante para el futuro es que si las cosas funcionan adecuadamente se convertirán en una importante fuente de expansión para la economía colombiana en los años siguientes.

El corto plazo es necesario aumentar el ritmo de ejecución de los proyectos de obras públicas en camino y cambiar la metodología de registro de los mismos en las cuentas nacionales de tal forma que se disminuya la incertidumbre que el mismo está imponiendo sobre el PIB.

En esta línea luego de los cambios en la legislación acerca de las regalías, el reto es que los municipios, departamento y/o regiones inicien su proceso de ejecución durante el 2013 y contribuyan a dinamizar el sector de obras públicas.

Fortalecimiento de la industria eficiente y productiva

El crecimiento esperado para la industria manufacturera en 2013 es bajo aun partiendo de un crecimiento casi nulo durante el 2012. Este comportamiento impone retos para fortalecer su desempeño y preparar al sector para competir eficiente y productivamente en el marco de los nuevos tratados de libre comercio y los desafíos que impone un peso colombiano fuerte. En particular, en línea con algunas decisiones del Ministerio de Hacienda, se debe revisar todo el esquema de costos del sector para lograr aumentar su capacidad competitiva. Ya ha habido avances en temas como la eliminación del sobrecosto de energía que pagaba el sector productivo, pero se pueden hacer reducciones adicionales en los costos de otros energéticos usados por la industria. Adicionalmente y ligado al reto anterior las mejoras en la infraestructura de carreteras y puertos y en la logística del comercio exterior favorecerá el sector para que vuelva a contribuir de manera positiva en el crecimiento de Colombia y en la creación de empleos de calidad.

Mejoras adicionales en el mercado laboral

Relacionado con el tema del empleo, la reforma tributaria pone a prueba el esperado beneficio sobre la contratación de empleo formal de la disminución de parte de los cargos a la nómina y contribuye a la disminución de costos laborales. Todo esto con esperados beneficios sobre la industria. El reto de la economía en materia laboral es la generación de empleo de buena calidad que logre incorporar cada vez más fuerza laboral y que evite la reducción de la misma. La política del Gobierno va encaminada en esa dirección, prueba de ello son la Ley de Formalización y Primer Empleo y la reciente reducción en los costos no salariales incluida en la Reforma Tributaria, las cuales buscan precisamente crear empleos formales. El estimativo del Gobierno sobre la creación de empleo formal producto de la reforma tributaria es de entre 400 mil y 1 millón de empleos. Nosotros, con base en Botero (2011) y Modragón, Peña y Wills (2010) consideramos que los efectos de la eliminación de los parafiscales son un poco más bajos entre 350 mil y 800 mil empleos.

6. Tablas

Tabla 3

Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013	2014
PIB (% a/a)	4,0	5,9	3,7	4,1	5,0
Consumo Privado (% a/a)	5,0	6,5	4,3	4,7	4,8
Consumo Público (% a/a)	5,5	2,6	4,5	5,0	4,8
Inversión Fija (% a/a)	4,6	16,7	4,6	6,2	6,9
Inflación (% a/a, fdp)	3,2	3,7	2,4	2,6	2,9
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1926	1934	1768	1760	1765
Tasa de Interés (% fdp)	3,00	4,75	4,25	3,75	5,00
Balance Fiscal (% PIB)	-3,9	-2,9	-2,3	-2,3	-2,6
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,1	-3,0	-3,1	-2,7	-2,3

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

Tabla 4

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	Tasa REPO (%, fdp)
T1 11	5,1	3,2	1884	3,50
T2 11	4,9	3,2	1783	4,25
T3 11	7,5	3,7	1836	4,50
T4 11	6,2	3,7	1934	4,75
T1 12	4,7	3,4	1766	5,25
T2 12	4,9	3,2	1793	5,25
T3 12	2,1	3,1	1803	4,75
T4 12	3,0	2,4	1768	4,3
T1 13	3,3	2,2	1775	3,75
T2 13	3,4	2,3	1745	3,75
T3 13	5,2	2,4	1755	3,75
T4 13	4,4	2,6	1760	3,75
T1 14	4,8	2,7	1745	3,75
T2 14	5,1	2,7	1740	4,25
T3 14	4,7	2,9	1750	4,50
T4 14	5,5	2,9	1765	5,00

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

María Claudia Llanes
maria.llanes@bbva.com**Julio César Suárez**
julio.suarez@bbva.com**María Camila Franco**
mariacamila.franco@bbva.com**Lizeth Fernanda Fúquene**
lizethfernanda.fuquene@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**Coordinación Latam****Juan Ruiz**
juan.ruiz@bbva.comArgentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.comChile
Alejandro Puente
apuente@bbva.comColombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.comPerú
Hugo Perea
hperea@bbva.comVenezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.comMéxico
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.comAnálisis Macro México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com**Economías Desarrolladas:****Rafael Doménech**
r.domenech@bbva.comEspaña
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.comEuropa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.comEstados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com**Sistemas Financieros y Regulación:****Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@grupobbva.comSistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.comPensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.comRegulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@bbva.com**Áreas Globales:**Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.comEscenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.comInnovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com**Market & Client Strategy:****Antonio Pulido**
ant.pulido@grupobbva.comEquity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.comCrédito Global
Javier Serna
javier.serna@bbvauk.comTipos de Interés, Divisas y
Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.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