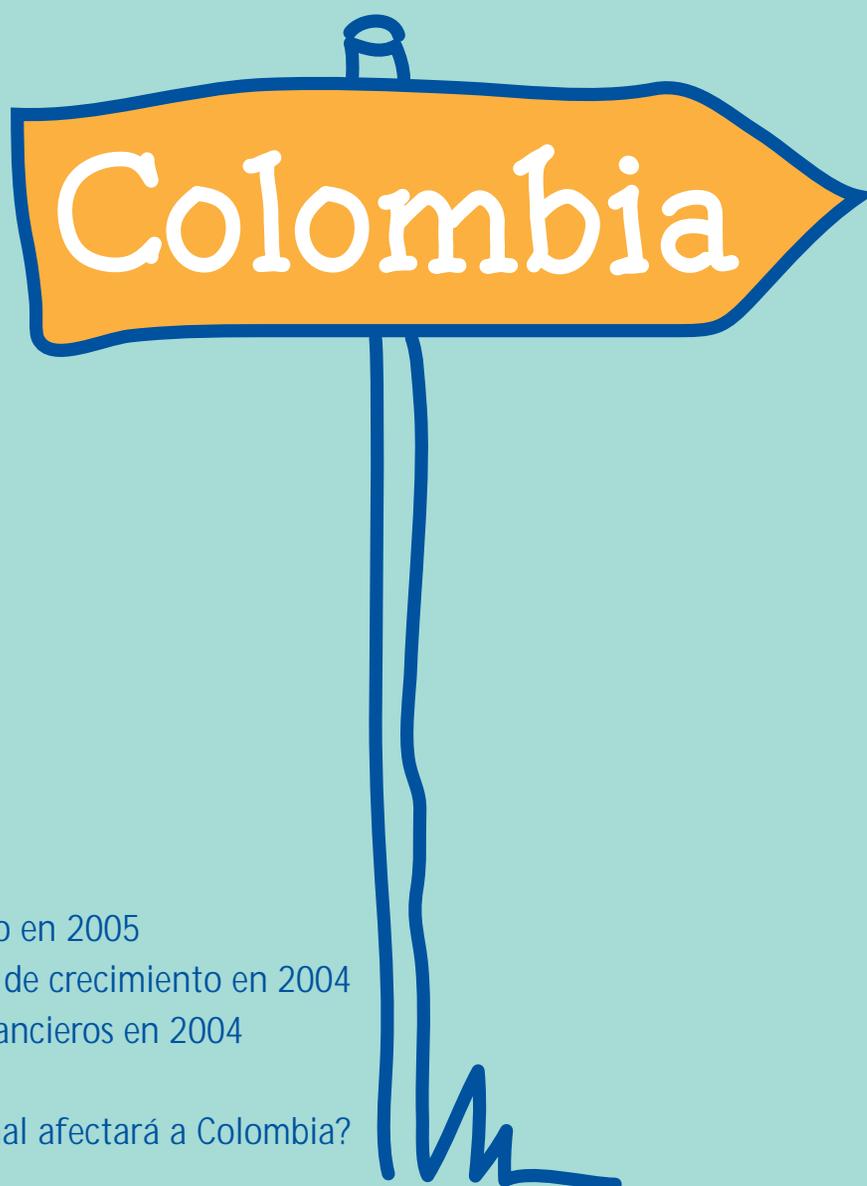


# Situación

Servicios de Estudios Económicos

Primer Trimestre 2005



EUA y China: motores de crecimiento en 2005

Confianza y sector externo, factores de crecimiento en 2004

Fuerte apreciación de los activos financieros en 2004

2005: ¿Un año similar al 2004?

¿El recorte de la liquidez internacional afectará a Colombia?

# Indice

Fecha de cierre: 3 enero 2005

<b>Editorial</b>	2
<b>1. Entorno Internacional</b>	3
Recuadro: Mercado del Petróleo	7
Recuadro: “Spreads” Emergentes y Liquidez	9
<b>2. Entorno Macroeconómico Colombia</b>	11
Entorno macroeconómico 2004	11
Entorno macroeconómico 2005	17
<b>3. Mercados Financieros Colombia</b>	21
Apreciación del peso, principal dolor de cabeza de las autoridades económicas en el 2004	21
Perspectivas 2005	23
<b>4. Indicadores y Proyecciones para Colombia</b>	25
<b>5. Indicadores y Proyecciones Internacionales</b>	26
<b>6. Presentaciones del servicio de estudios económicos</b>	27

## Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escriva

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

LatAm y Mercados Emergentes: Javier Santiso

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

## Han elaborado esta publicación:

Daniel Castellanos - daniel.castellanos@bbva.com.co

Miguel Medellín - miguel.medellin@bbva.com.co

Luisa Fernanda Cortés - luisafernanda.cortes@bbva.com.co

Juan José Montoya - juanj.montoya01@bbva.com.co

Carlos Edison Díaz - carlosedison.diaz@bbva.com.co

Alejandro Neut - alejandro.neut@grupobbva.com

Giovanni Di Placido - giovanni.diplacido@grupobbva.com

## Editorial

2004 fue un año satisfactorio en materia económica para Colombia. El PIB va a crecer cerca de un 3.6%, mucho más de lo inicialmente previsto, 3,2%, y la inflación, cerrando en un 5.5%, fue casi un punto porcentual inferior a la de 2003. Sin embargo, el ánimo económico al cierre del año no es de optimismo. La razón es que los agentes estaban más eufóricos a mediados de año, cuando se esperaba que el PIB creciera, cuando menos, 4%.

Varias razones explican el cambio de ánimo. En primer lugar, está la evolución de los índices de confianza y de expectativas, que en los últimos meses han detenido su tendencia a la recuperación. En segundo lugar, está la publicación de los datos de crecimiento en el 3T04, que fue decepcionante, y que hace muy difícil que la economía alcance una tasa de crecimiento del 4% en 2004. En tercer lugar, está la coyuntura política. Colombia es un país cuya Constitución prohibía la reelección presidencial, pero, ante la aceptación popular del actual Presidente, Álvaro Uribe, se tramitó una propuesta de reforma constitucional en el Congreso para permitirla. La reelección ya ha sido aprobada por el Congreso (todavía falta la revisión constitucional de la norma por parte de las Cortes), pero, tal como lo previeron diversos analistas, su aprobación ha tenido un costo político y económico alto. La manifestación más visible de ese costo es que ha habido grandes dificultades para tramitar en el Congreso el paquete de reformas legislativas de índole económica; en particular la reforma tributaria que el Gobierno presentó a consideración del Congreso en 2004 no fue aprobada.

Nuestro escenario base sugiere que 2005 no debe ser un año muy diferente de 2004. Esperamos un crecimiento y una inflación muy similares. Sin embargo, existen algunos riesgos que podrían denominarse considerables. En primer lugar, prevemos un cambio muy importante del entorno internacional, que debe afectar a Colombia tanto en términos reales como financieros. Nuestros principales socios comerciales crecerán menos en 2005, la bonanza de precios de los bienes básicos que exportamos seguramente cederá en alguna medida y la liquidez internacional también será seguramente más estrecha. En segundo lugar, Colombia luce relativamente más vulnerable que otros países a ese cambio en el entorno internacional. La razón es que los problemas fiscales siguen siendo severos en Colombia. En tercer lugar, el 2005 será un año preelectoral, lo cual de por sí no sólo pospone la agenda de reformas, sino que, esta vez, contará con el agravante de que, con la aprobación de la reelección, las reglas del juego político han sido fundamentalmente alteradas, con lo cual predecir su curso es bastante más difícil.

En síntesis, aunque 2004 cierra mejor que lo esperado, cierra también con la sensación de que, dadas las condiciones excepcionalmente favorables, pudo haber sido aún mejor. Y el 2005 se abre con la expectativa de que, aunque puede ser un año por lo menos tan bueno como 2004, deberá sortear más obstáculos que los que se tuvo que enfrentar en 2004.

## 1. Entorno Internacional

La economía mundial mostrará en 2005 el tercer año consecutivo de expansión de la actividad. El crecimiento se ralentizará respecto al observado el último año, consecuencia de la combinación de unas condiciones monetarias que deben ser menos expansivas, y del impacto del aumento del precio del petróleo, que debería moderar la actividad en las economías industrializadas.

En éste entorno de expansión de la actividad, cabe esperar que las políticas monetarias vayan ajustando gradualmente sus tipos de interés a niveles menos acomodaticios, siguiendo la pauta que se ha iniciado en 2004 en EEUU o en China, que parece haberse completado ya en economías como Reino Unido o que debería iniciarse el próximo ejercicio en la UEM.

Ahora bien, este escenario de ajuste gradual al alza de las políticas monetarias puede verse cuestionado por diversos factores: el petróleo, el déficit corriente de EEUU o el ajuste de la economía china. En EEUU la combinación de estos factores apunta hacia riesgos al alza en los tipos de interés, con un desacoplamiento respecto a la situación de la UEM (Unión Económica y Monetaria) donde el balance de riesgos es a la baja.

### El petróleo y la reacción de los bancos centrales

Las expectativas respecto al precio del crudo, que han jugado un papel protagonista en 2004, seguirán siendo importantes en el próximo año. El principal temor respecto al petróleo deriva de que las recesiones de los últimos treinta y cinco años en la economía mundial han estado vinculadas en mayor o menor medida a elevados precios del petróleo. Sin embargo, actualmente se observan algunas diferencias. En primer lugar, en magnitud el choque actual es más moderado y gradual que en el pasado, como se observa cuando se analizan los precios en términos reales. En segundo lugar, la dependencia de los países industrializados respecto al petróleo se ha reducido en los últimos años. Finalmente, en el pasado predominaron elementos de oferta como determinantes del alza de precios del crudo. En la actualidad se da una combinación más equitativa entre elementos de oferta y de demanda.

El petróleo, por tanto, tiene un impacto negativo, aunque posiblemente moderado en la actividad, pero no hay que olvidar que tiene un impacto alcista sobre los precios. En este sentido, genera un dilema para los bancos centrales. Con inflaciones bajo control, estos podrían dar más ponderación en sus funciones de reacción a la actividad, lo que no ocurriría ante sorpresas al alza de la inflación, más probables en EEUU que en la UEM donde la apreciación cambiaria limita el impacto del choque del petróleo.

### Dos motores con incertidumbre

Los principales interrogantes para los próximos meses radican en las dos economías que están actuando como motores de la actividad, China y EEUU. El notable déficit por cuenta corriente alcanzado en EEUU se percibe cada vez más como insostenible, especialmente ante la creciente perspectiva de que, tras la victoria electoral de Bush, no sólo no se van a producir ajustes en la política fiscal en los próximos meses, sino que más bien se avanza en la dirección de mayor gasto público y más recortes impositivos.

### Precio del petróleo Tipo Brent \$/Barril.



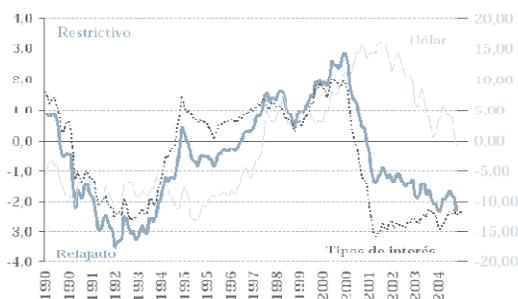
Fuente BBVA

### Tamaño del choque petrolero Aumento del precio del petróleo

	Nominal	Real	No. de meses
2000	344%	249%	20
Actual	219%	154%	18

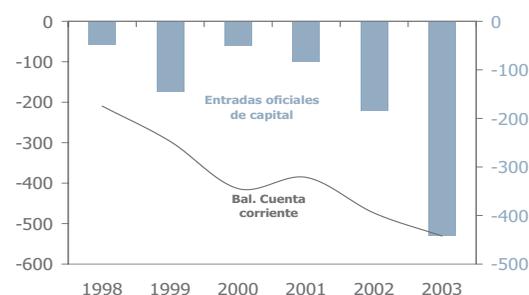
Fuente BBVA

**EEUU: Índice de condiciones monetarias**



Fuente BBVA

**EEUU: Balanza por cuenta corriente y entradas oficiales de capital (en mm\$)**



Fuente BBVA

**Resumen de previsiones**

**EEUU: Escenario base**

	Dic: 04	Jun: 05	Dic: 05
Fed funds	2,00	2,75	3,50
Tipo 10 años	4,70	5,10	5,50
Dólar-euro	1,27	1,28	1,30

Fuente BBVA

China constituye la otra fuente de incertidumbre. Su crecimiento sigue siendo muy elevado, a pesar de las medidas de restricción del crédito adoptadas este año. El reto es cómo moderar el crecimiento de forma gradual, evitando que se produzca un ajuste brusco de la actividad. El inicio del ciclo alcista de tipos en esta economía ha reavivado algunas expectativas de que se avance hacia mecanismos de mercado y en particular a que se produzca una revaluación de la divisa china con el dólar en los próximos meses. Esto es, las decisiones económicas parecen ir en sentido contrario al deseado en EEUU, con una posible decepción en las expectativas de ajuste fiscal, o no terminan de materializarse como ocurre con el caso del sistema cambiario chino. Por ello, todo apunta a que a los ajustes necesarios van a continuar produciéndose por la vía de las variables financieras. La notable dispersión de los saldos de las balanzas por cuenta corriente entre países se amplifica año a año. Los más optimistas lo consideran el producto de unos mercados de capitales más amplios y de un menor sesgo doméstico en las decisiones de los inversores. Frente a esta visión, la depreciación del dólar y la ampliación del diferencial de tipos de interés de EEUU respecto a la UEM reflejan el temor de que la situación actual sea poco sostenible. Estos dos canales, divisa y tipos de interés, reflejan que hay una menor voluntad de seguir financiando el creciente déficit corriente estadounidense. A medio plazo tendrán un reflejo en mayores presiones inflacionistas y menor actividad en la economía estadounidense, cuya magnitud dependerá de la magnitud y la velocidad del ajuste financiero.

A corto plazo, el problema es que gran parte de este ajuste financiero se está produciendo con costes para la UEM, cuya expansión, muy dependiente del sector exterior, se ve frenada por la apreciación de su divisa. En consecuencia, se enfrían las expectativas de ajuste al alza de los tipos de interés del BCE. Por su parte, la resistencia de las autoridades chinas a apreciar su divisa está generando un efecto adicional en los mercados: China realiza fuertes intervenciones en el mercado cambiario en forma de compra de bonos extranjeros. Ello contribuye a mantener bajas las rentabilidades de los países industrializados. La posibilidad de que esta demanda se esté desplazando hacia activos denominados en euros acentúa los movimientos que se observan en el mercado financiero: un euro más apreciado y un diferencial de tipos negativo para la UEM. Es además un reflejo de la vulnerabilidad de la situación de EEUU ante un cambio en la composición de las reservas de los bancos centrales asiáticos. La razón: los flujos de inversión directa que tenían un notable protagonismo en la segunda mitad de los noventa en la financiación del déficit corriente de EEUU, han sido reemplazados actualmente por flujos oficiales, ligados a los movimientos de reservas en estos bancos centrales.

**Escenarios financieros para 2005**

Tomando en consideración las incertidumbres que se mantienen para los próximos meses, se describen tres escenarios para las variables financieras. El primero, el escenario base, vendrá caracterizado por el ajuste gradual de los tipos de interés al alza, que en el caso de EEUU supondría terminar el año 2005 con tasas del 3,5% para los fondos federales y por un dólar-euro relativamente estable en torno a 1,3. El segundo que conlleva tipos bajos, es más probable en la UEM que en EEUU, y un dólar que se depreciará hacia niveles de 1,35 con el euro a finales de 2005.

El tercero, más probable en EEUU, es un escenario de tipos de interés altos, alcanzándose tasas de interés del 4,5% para los fondos federales a fin de 2005, y del 6,5% para los tipos a 10 años, y con un dólar más depreciado, que llegaría a situarse en el 1,4 con el euro a finales del próximo año.

## Visión Regional

Hasta el primer trimestre de este año, los mercados internacionales de deuda experimentaron un incremento en la liquidez que trajo como consecuencia una reducción considerable del coste de pedir prestado. Esta situación ha beneficiado fuertemente a las economías de la región, y de manera más importante a países grado de inversión como Chile y México, los cuales gozan de niveles de deuda relativamente bajos y han aprovechado para mejorar el perfil de vencimiento de lo que deben.

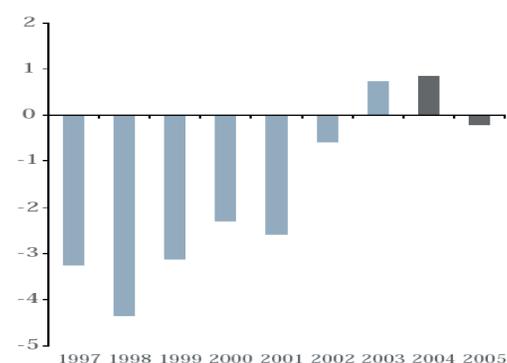
Otra de las características positivas del pasado rally de deuda es que la mayor accesibilidad a fondos no se ha traducido en desequilibrios importantes en las cuentas externas. En particular, la cuenta corriente presenta un superávit al finalizar el 2004 y durante el próximo año se observará un déficit relativamente bajo (ver gráfico). Así, a diferencia de otros periodos donde la región enfrentó un incremento generalizado en los tipos de interés mundiales, hoy en día existe un nivel de endeudamiento de corto plazo manejable, con reservas internacionales suficientes para mantener las monedas estables. Más aún, los flujos hacia algunos países de la región han mejorado en su composición volviéndose más estables. Tal es el ejemplo de México, donde las remesas de inmigrantes se han convertido en una fuente de divisas constante e importante (superior incluso a la inversión extranjera directa).

Durante el 2004, las economías de América Latina se vieron beneficiadas por un incremento significativo en los precios de las materias primas. Países exportadores netos de petróleo como Colombia, México y Venezuela, vieron cómo sus términos de intercambio mejoraron fuertemente a lo largo del año. Además, otros bienes primarios como el cobre, el azúcar y el café también presentaron aumentos en precios que beneficiaron a varios países de la región. Aunque no esperamos que este escenario se repita durante el 2005, sí creemos que los cambios no tendrán un impacto negativo sobre la región. En particular, aún y cuando esperamos que los precios del petróleo y la soja se reduzcan durante el próximo año, los términos de intercambio para países especialmente afectados como Argentina se mantendrían en niveles relativamente altos.

Por otro lado, la calidad de las instituciones domésticas ha mejorado. Esto se ha visto reflejado en el convencimiento de los gobiernos de la región en que el crecimiento económico sólo se puede alcanzar en un marco de disciplina monetaria y fiscal. En este respecto, las ganancias obtenidas en América Latina son importantes en términos de reducción de la inflación. Esta ha permanecido por debajo de los dos dígitos en 6 de los últimos siete años y esperamos que se coloque alrededor del 6,7% al final del 2004 y cercana al 6,2% en el 2005.

Asimismo, la reducción del déficit fiscal en varias economías de la región ha sido significativa. Con excepción de Venezuela, todos los gobiernos de las naciones más grandes de la región han mejorado su posición financiera con respecto a 1999. Cabe mencionar

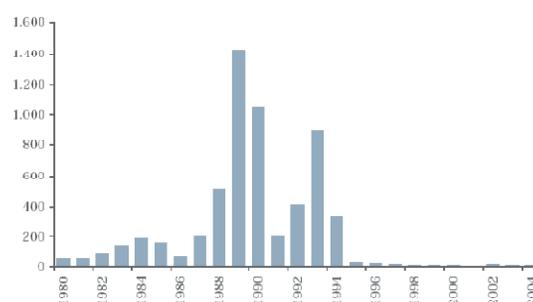
## Cuenta corriente LATAM



Fuente BBVA

## Inflación en América Latina

Var. % anual



Fuente BBVA basado en estadísticas nacionales

ejemplos como los de Brasil, Colombia y Perú, donde los cambios han sido significativos.

Además, pasado el episodio de inestabilidad en Venezuela, la región gozará de un año de relativa calma en el ámbito político. En particular, sólo se esperan 6 elecciones en toda la región, comparadas con las 13 celebradas en 2002 o las 18 de 1994. Por lo tanto, el tema político no será un factor importante para América Latina en el 2005.

De esta manera, la visión que se ha presentado hasta ahora establece un panorama favorable para la región en el corto plazo. Sin embargo, el crecimiento sostenido en el mediano plazo genera ciertas dudas. Dada la incertidumbre en las condiciones internacionales a partir del 2006, y la favorable coyuntura que ahora mismo se está viviendo, la necesidad que tiene la región de implementar reformas estructurales parece impostergable. En particular, después de un período de cambios significativos a finales de los 80 y principios de los 90, las economías de la región han dejado de lado cuellos de botella importantes (sobre todo microeconómicos) que valdría la pena retomar.

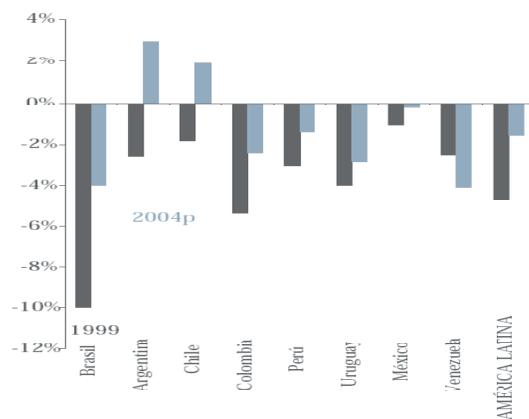
Así, es deseable que se vuelvan a poner sobre la mesa tópicos tan importantes como el de la reforma a la seguridad social, ya que aunque la composición de la población en América Latina es relativamente favorable, los privilegios concedidos a ciertos sectores, y las presiones que puedan generar los pagos previstos por el gobierno en un futuro, pueden poner en peligro la estabilidad fiscal y los niveles de endeudamiento.

Asimismo, es de igual importancia que los gobiernos de la región pongan especial énfasis en generar mayores ingresos tributarios. En particular, los ingresos fiscales por impuestos en América Latina apenas representan el 15% del PIB, mientras que en países desarrollados son iguales al 35%. De esta manera, dificultades como las altas tasas sobre el ingreso y la evasión fiscal impiden que el sistema impositivo lleve a cabo su labor como instrumento generador y distribuidor de la riqueza.

Además de estos dos tipos de reformas es importante que se avance en el establecimiento de un sistema judicial que garantice el respeto a las leyes como lo subrayan los organismos multilaterales.

Finalmente, resumiendo todo lo anterior, 2005 presenta un panorama relativamente optimista para la región, dado el escenario internacional y la coyuntura regional. Sin embargo, esta calma debería ser aprovechada para implementar las reformas estructurales que tanto se necesitan para asegurar el crecimiento a futuro.

**Déficit público**  
% sobre el PIB



Fuente BBVA

## Mercado del petróleo

### Precio del petróleo se ajustará en un 20% en los próximos dos años

En 2004, el mercado petrolero se ha caracterizado por mostrar un incremento que, para el cierre del mes de octubre, llegó al 72%, junto con una volatilidad del 17%. Si el análisis se realiza desde el cierre del 2001, el incremento del precio del petróleo ha sido del 155%, con una media de 30 dólares para el Brent y una volatilidad del 22%. A la luz de este comportamiento caben tres preguntas: ¿Qué ha cambiado en el mercado petrolero?, ¿Por qué el impacto de esta alza del petróleo, en la economía, ha sido menor que en el pasado? y ¿Cuál será su comportamiento en los próximos dos años?.

#### Precios del Petróleo \$/barril



Fuente BBVA Banco Provincial

La primera pregunta nos lleva a considerar que en el mercado petrolero se han producido cambios estructurales durante los últimos cinco años que explican el comportamiento actual. Un 75% del incremento promedio de la demanda diaria en ese período esta asociada a países emergentes capitaneados por China y el resto de países asiáticos que se caracterizan por ser dos veces y media más ineficientes en el uso del petróleo por unidad de PIB que los países de la OECD. Por el lado de la oferta, un 60% del incremento promedio diario en los últimos cinco años del crudo ofertado lo han incorporado los antiguos países de la extinta Unión Soviética liderados por Rusia, mientras que los países de la OPEP solo han aportado el 20%. Adicionalmente, la capacidad de producción de la OPEP ha pasado de representar el 15% de la demanda mundial de crudo en 1989, al 2% en la actualidad. Detrás de esta menor elasticidad de la oferta esta la disminución registrada en términos reales de la inversión en exploración y producción que mostró una caída del 16% en promedio para el período 1983-2003 con respecto al registrado entre 1973-1982, mientras que la producción se incremento entre estos períodos en un 13%.

Una oferta más inelástica hace que la creciente inestabilidad política registrada en el Medio Oriente tenga un mayor impacto en los precios del que tenía en el

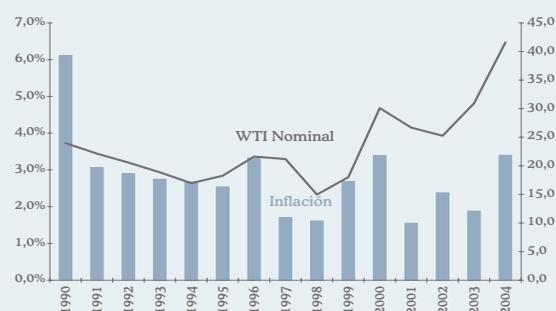
pasado. Por otro lado, las expectativas de los agentes acerca de que una salida del mercado, por parte de algún productor de la región, no puede ser suplida por el resto, dada la limitada capacidad adicional de producción, repercute en una mayor demanda.

Estos cambios estructurales en el mercado petrolero se sintetizan en un incremento estructural en los precios. Con respecto al mercado de los 80' y 90', el "fair value" para el Brent se ubicaría en el rango de 30-32 dólares el barril, en términos reales a dólares de 2004.

### A pesar de los precios el impacto ha sido limitado

La segunda pregunta, tiene que ver con el impacto que un alza del petróleo de estas magnitudes debería estar generando en las economías en términos de inflación y crecimiento. Lo primero que hay que acotar al abordar estos temas es que el análisis sobre magnitudes nominales no dice mucho. Se deben analizar magnitudes reales. En este sentido, al evaluar la media del Brent para el año se tiene que el mismo se ubica en 38 dólares. Este precio representa, en términos reales, sólo la mitad de la media observada entre 1974-1984, lo que nos dice que al evaluar los precios en términos reales, estos no son tan altos. Inclusive, si se compara con la anterior alza sostenida de precios registrada en el 2000 (que duró 20 meses), tenemos que alza actual medida en términos reales solo representa para EEUU un 60% del alza observada en dicho evento. Mientras que para Europa, por efecto de la apreciación del Euro, el alza actual representa el 44%.

#### Inflación vs. Precios del petróleo \$/barril



Fuente BBVA Banco Provincial

En el corto plazo, los shocks de productividad han hecho que el impacto del alza de los precios del petróleo - atenuados en términos reales - no hayan tenido un impacto devastador sobre el crecimiento. De hecho, las expectativas de crecimiento para 2004

## Mercado del petróleo

y 2005 así lo muestran, tanto para EEUU, Europa como Japón. En líneas generales se tiene que un impacto sostenido de los precios del petróleo tiene una mayor repercusión en la inflación que en el crecimiento. De hecho, al analizar estas tres economías desarrolladas, se tiene que para EEUU un incremento sostenido de 10 dólares en los precios del petróleo mayor a un año genera una caída de actividad del 0,2% y un incremento de la inflación de 40 pb. Para Europa, el impacto es de 0,4% y 50 pb, mientras que para Japón sería de 0,3% y 50 pb. El dilema, acerca de que los precios del petróleo generarían una disminución en el crecimiento de corto plazo ó una salida inflacionista en el medio plazo, parece apuntar más a la segunda alternativa. Más aún teniendo en cuenta la importancia que la Reserva Federal le comienza a dar al déficit de cuenta corriente estadounidense.

### Precio caerá en 11 dólares entre 2004 - 2006

La tercera pregunta nos lleva a considerar que en el corto plazo existe una desalineación del precio de mercado con respecto al "estructural" expresado en unos 14 dólares de prima de riesgo coyuntural. Esta prima de riesgo está compuesta tanto por factores de demanda como de oferta, y que irán desapareciendo a lo largo de los próximos dos años.

Por el lado de la oferta existen unos \$ 9 de prima que irán disminuyendo en la medida que Arabia Saudita incorpore mayor producción, Irak estabilice la suya en niveles de 2 a 2,4 MMBD, y que culminen las dificultades fiscales que enfrenta Yukos. Por el lado de la demanda, en la medida que no se produzcan nuevas sorpresas, se licuaran aproximadamente \$ 5 que están impactando en el corto plazo. De cara al próximo año se espera que la demanda mundial, luego de haber experimentado un alza del 3,5% en 2004, alcance un incremento de sólo un 2% en el 2005. Para el próximo año, se estima que el crecimiento de la demanda en los países desarrollados será de aproximadamente el 1,4%. Respecto de la oferta, la misma mostrará un incremento similar al de la demanda. Por esta razón no se espera una estabilidad del actual stock de inventarios.

Para 2004 se espera una media del Brent de 38 dólares. La misma se mantendrá casi invariable de cara al 2005 donde se estima una media de 37,3 dólares, pero con una corrección del 18% entre los cierres de ambos años. Para el 2006 la media estimada será de 32 dólares, con una corrección del 8,7% entre el cierre de 2005 y 2006. La corrección acumulada para los próximos dos años se espera que sea de 11 dólares, equivalente al 26% del nivel de cierre de 2004.

Autor: Giovanni Di Placido  
giovanni.diplacido@grupobbva.com.co

### Escenario petrolero 2004 - 2006

\$/b	Escenario Base	
	WTI	Brent
2003:I	33,9	31,3
2003:II	30,0	27,0
2003:III	31,0	28,6
2003:IV	29,9	28,5
2004:I	35,2	31,8
2004:II	38,4	35,5
2004:III	44,1	41,7
2004:IV	48,8	42,7
2005:I	44,7	40,3
2005:II	40,6	37,8
2005:III	39,0	36,3
2005:IV	37,4	34,8
2006:I	35,9	31,4
2006:II	35,5	32,0
2006:III	34,9	32,4
2006:IV	34,1	31,7

Fuente BBVA Banco Provincial

## “Spreads” Emergentes y Liquidez

### ¿Sobrerreacción de spreads emergentes a liquidez internacional?

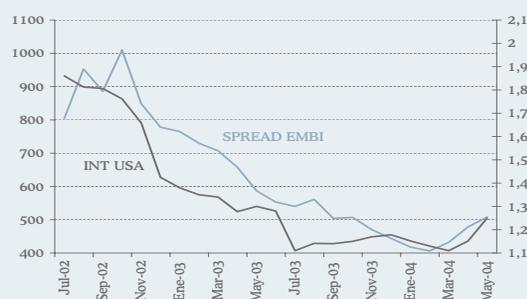
En el segundo semestre de 2003 los spreads de deuda soberana en países emergentes cayó aceleradamente para que en 2004 se estabilizaran en niveles comparables a aquellos previos a la crisis del sudeste asiático. El objetivo de este artículo es analizar cual es la importancia de la liquidez internacional en dichos sucesos y anticipar que le pasará a los spreads ante la esperada alza de tipos en EEUU.

### Factores externos e internos

Los factores que afectan al precio de activos de renta fija pueden clasificarse según su origen: interno o externo. Entre los factores internos, o de oferta, se encuentran shocks al tamaño de emisión, vencimiento de la deuda, voluntad y capacidad de pago del gobierno, reservas acumuladas y capacidad exportadora. Entre los factores externos, o de demanda, se encuentran cambios en la aversión al riesgo o en el nivel de liquidez existente en los mercados globales.

Muchos analistas estiman que el escenario actual ha sido provocado por un shock externo asociado a una mayor liquidez internacional. En particular, estiman que el factor determinante ha sido la política monetaria expansiva de la FED en Estados Unidos. Empíricamente, este diagnóstico se fundamenta en la alta correlación observada entre los tipos en Estados Unidos y el spread de los bonos emergentes. En el período julio 2002 - mayo 2004, la correlación entre los tipos a 3 meses de Estados Unidos y el spread EMBI fue igual a 0,91.

### Spread EMBI y tipos a 3 meses en EEUU



Fuente JP Morgan y Reserva Federal de EEUU

### 1994 versus 2004: ¿vuelta al pasado?

Esta alta correlación ha causado aprehensión en muchos analistas que recuerdan los eventos de 1994, cuando una alta liquidez dio paso a políticas restrictivas de la FED (los tipos pasaron de 3% a 6% en apenas 12 meses). Esta subida encareció la recompra (roll over) de la deuda mexicana y gatillaron el Tequilazo.

La correlación entre 1991 y 1996 fue alta e igual a 0,67. Mientras que para el Tequilazo (entre 1994 y principios de 1995) el alza de tipos llevó a una fuerte alza del spread EMBI, el cual superó los 1000 puntos base. En este período la correlación entre tipos y spread igualó 0,81.

### Spread EMBI y tipos a 3 meses en EEUU



Fuente JP Morgan y Reserva Federal de EEUU

Pero ¿qué pasa con esta relación al mirarla en un periodo más amplio? Si se observa la correlación en los seis años que separan los dos periodos anteriores se observa que la correlación no es significativa e incluso de signo contrario (-0,26) con periodos, como en los tres años entre 1999 y 2001 en que la correlación llegó a -0,41.

### Spread EMBI y tipos a 3 meses en EEUU



Fuente JP Morgan y Reserva Federal de EEUU

Es más, si observamos los últimos seis meses, entre mayo y noviembre de 2004, obtenemos una correlación negativa en la que los tipos de EEUU han estado subiendo mientras el spread de bonos emergentes se ha reducido.

### Análisis SVAR

A continuación presentamos un simple análisis de los datos. Para ello, determinamos las relaciones entre el riesgo emergente y la liquidez internacional usando vectores autoregresivos estructurados. Distinguimos entre innovaciones internas (propias de los bonos emergentes) y externas (propias de la liquidez internacional) utilizando el supuesto de que innovaciones contemporáneas en la liquidez internacional afectan al spread emergente pero no viceversa. Al contrario de

## “Spreads” Emergentes y Liquidez

lo previsto por muchos analistas, esta identificación arroja que los tipos de Estados Unidos afectan significativamente al spread de emergentes, pero no en las magnitudes asociadas al Tequilazo.

Para el modelo se utiliza toda la muestra, entre enero de 1991 y octubre de 2004, bajo la siguiente especificación:

$$A_v = C(L)v + B_e,$$

Donde:  $v$  es un vector de dimensión 2 con su primera coordenada igual a un índice de liquidez internacional tipo  $y$  y su segunda coordenada igual a un índice del riesgo emergente,  $A$  es una matriz de 2 por 2, triangular inferior con “unos” en su diagonal y  $C(L)$  es un operador de retardos de orden 2 y  $B$  una matriz diagonal.

Inspirados en la metodología empleada por Blanchard (2004), definimos el índice de riesgo emergente como  $\log(\text{Spread}/100 + \text{Yield})$ . En esta ecuación  $\text{Spread}$  y  $\text{Yield}$  son el spread y el rendimiento porcentual de la canasta de bonos EMBI.

La liquidez internacional se mide con el term spread entre el tipo largo a 10 años y el tipo corto a 3 meses. Asumiendo una relación uno a uno entre los tipos largos y el tipo de interés de equilibrio, cambios en este índice implican un distanciamiento o convergencia entre el tipo corto actual y el esperado por los mercados en equilibrio. Por ello, un aumento del term spread está asociado con mayor liquidez mientras una disminución se asocia con menor liquidez.

A diferencia de otras medidas de liquidez, como los tipos a 3 meses, ésta resulta altamente significativa en todos los intervalos de tiempo considerados. Se obtiene un  $A(2,1)$  significativo con el signo correcto (entre 0,06 y 0,11 dependiendo del intervalo de tiempo considerado). Considerando toda la muestra se obtiene un  $A(2,1) = 0,06$  con un  $z$ -test igual a 2,05. Una disminución de la liquidez tal que el term spread se reduzca 30 puntos base (i.e. innovación negativa igual a una desviación estandar) genera un aumento de 0,035 puntos en el índice de spread emergente después de 3 meses (a los niveles actuales, este cambio equivale a un aumento de 17,5 puntos base en el spread emergente), este efecto de signo positivo perdura en el tiempo por a lo menos 7 meses. Como es de esperar, también se observa que los shocks internos, propios al spread emergente, no tienen nunca un efecto sobre los tipos en Estados Unidos y la liquidez de los mercados globales.

Aventurándose a utilizar esta simulación para predecir el spread futuro, la eventual cesión de estos shocks hará que el spread vuelva a subir desde los  $-3,28$  a  $-2,83$ . (lo que equivale a una subida de 250 puntos base) a fines de 2005.

Existen muchos otros factores que es necesario controlar econométricamente para poder predecir el spread futuro. Las predicciones no son el fuerte de series de

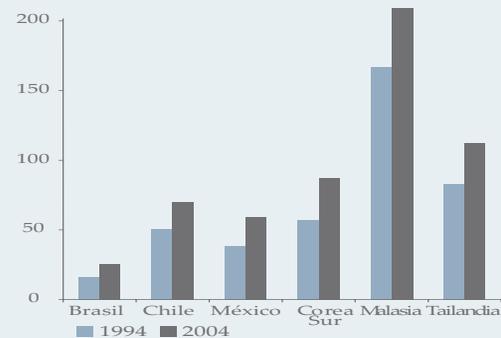
tiempo, en especial si son previsiones de mediano y largo plazo.

En todo caso, la situación actual de reservas y estructura de las deudas emergentes ratifica este resultado, en el sentido que el aumento esperado del spread no sería de ordenes catastróficos, como lo fue en 1994.

Los fundamentos macroeconómicos son mejores que en 1994 y los canales de transmisión no son tan sensibles. El primer canal por el cual una subida de tipos en EEUU afecta el spread emergente es un efecto sustitución: es más atractivo adquirir bonos americanos en desmedro de los ofrecidos por los países emergentes. Este desplazamiento de la demanda se traduce en un menor precio de los bonos emergentes y, por ende, en un posible aumento de su spread.

El segundo efecto tiene que ver con la oferta de estos bonos emergentes. Al aumentar los tipos norteamericanos, y producirse la consecuente demanda por dólares, el dólar se aprecia. Dicha apreciación trae consigo un aumento de la probabilidad de impago de la deuda emergente (en especial en Latinoamérica ya que la deuda soberana está en su mayor parte denominada en dólares) y, en consecuencia, un aumento en la prima de riesgo de estos papeles. Pero la sensibilidad que hoy exhiben los spreads es diferente a la que exhibían en 1994.

### Reservas en % de la deuda externa (94-04)



Fuente BBVA con base en IIF

Esto se debe a que una de las lecciones aprendida en los noventa fue la necesidad de mantener más reservas unido a una mayor apertura comercial y a una mejor estructuración de la deuda, en particular alargando su vencimiento. Por ello es de esperar que, cuando se produzca la inminente subida de tipos en Estados Unidos, el spread de los países LatAm se incremente, pero no de una manera traumática como en 1994 si no de una forma suave que no genere dinámicas adversas.

Olivier Blanchard, “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil”, NBER, documento de trabajo 10389, marzo 2004.

Autor: Alejandro Neut  
[alejandro.neut@grupobbva.com.co](mailto:alejandro.neut@grupobbva.com.co)

## 2. Entorno macroeconómico Colombia

### Entorno macroeconómico 2004

#### Confianza de los agentes y coyuntura internacional: pilares del crecimiento en el 2004

El crecimiento de la economía colombiana durante 2004 será mayor que lo inicialmente previsto, pero menor que lo esperado a mediados del año. A principios de año, un promedio de proyecciones de analistas auguraba un crecimiento del 3.2% para el año. A mediados de año, el promedio de las proyecciones era del 4%. El crecimiento de la economía en los tres primeros trimestres del año fue de 3.64%, y nuestra estimación actual de crecimiento para el año es de 3.63%. Si esta cifra se materializa, habrá que decir que el año 2004 fue bueno en materia económica, porque superó las expectativas iniciales.

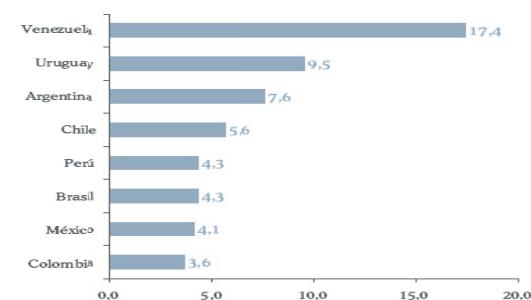
Sin embargo, esa cifra también dejará un sabor amargo, porque quedará la sensación de que el año pudo haber sido mejor. De una parte, como ya lo mencionamos, las expectativas a mediados de año eran más optimistas, pero sufrieron un duro golpe con la publicación de los datos de crecimiento del 3T, que fueron extremadamente bajos, y que prácticamente eliminaron las esperanzas, excepto en los más optimistas, de que la economía pueda crecer 4% este año. De otra parte, visto en el contexto latinoamericano, el crecimiento colombiano resulta muy bajo. De hecho, de una muestra de países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, México, Perú, Uruguay y Venezuela), Colombia probablemente tendrá el crecimiento más bajo de todos.

El hecho de que la economía haya crecido más que lo esperado inicialmente, y otros indicios, que se desarrollarán más adelante, sugieren que la economía sufrió un shock inesperado favorable. Este shock estuvo caracterizado por la presencia de un componente interno y otro externo. El componente interno está vinculado con el ambiente muy optimista que se respiraba a mediados de año, que se dio como consecuencia de la mayor confianza que genera la política del Gobierno, en especial su componente de seguridad democrática. El shock externo afectó a nuestra economía tanto en términos reales como financieros, no siempre de manera favorable. En primer lugar, el crecimiento de nuestros principales socios comerciales se aceleró, estimulando la demanda por nuestros productos. El fenómeno de Venezuela fue de suma importancia para nosotros, seguido por el de Estados Unidos. En segundo lugar, hubo un boom de precios de los bienes primarios que exporta Colombia. Aunque los volúmenes de bienes primarios exportados no fueron tan impresionantes, los altos niveles de precios contribuyeron a una relativa fortaleza de nuestras exportaciones. En tercer lugar, los capitales internacionales mostraron apetito por las economías emergentes, lo cual favoreció a Colombia. El país tuvo importantes influjos de capital, que tomaron distintas formas. La inversión extranjera directa, la inversión de portafolio y otros ingresos tuvieron un desempeño notable.

Desde el punto de vista sectorial (por el lado de la oferta), el crecimiento durante 2004 ha sido relativamente balanceado. Sin duda el sector más dinámico ha sido la construcción, con unos crecimientos que entre triplican y cuadruplican el crecimiento de

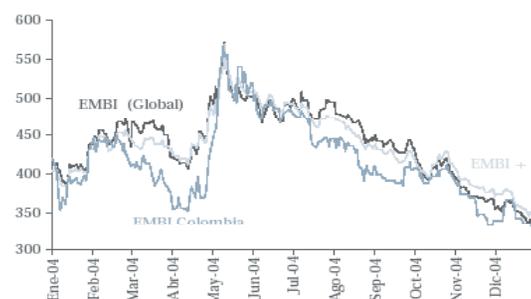
### Crecimiento económico 2004

#### Variación Anual



Fuente BBVA

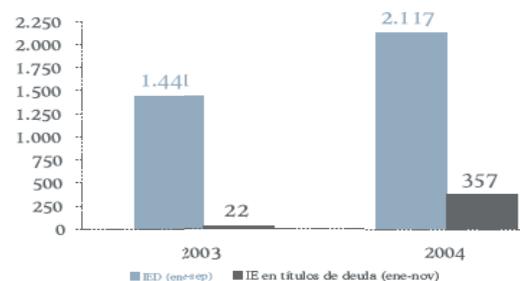
### EMBI 2004



Fuente JP Morgan - Ministerio de Hacienda

### Flujos de inversión extranjera directa y en títulos de deuda en 2004 -2005

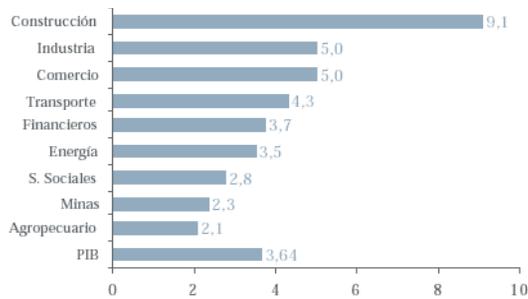
#### USD m



Fuente Banco de la República - Superintendencia de Valores

### PIB por componentes de la oferta

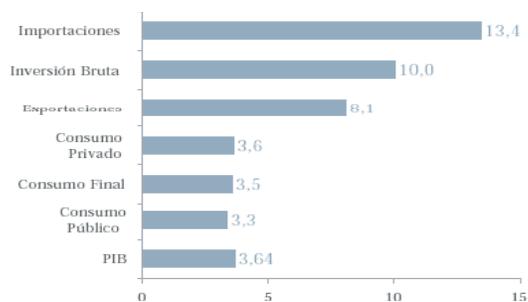
Variación Interanual Ene - Sep 04 vs. Ene - Sep 03



Fuente DANE

### PIB por componentes de la demanda

Variación Interanual Ene - Sep 04 vs. Ene - Sep 03



Fuente DANE

la economía. Estos crecimientos pueden considerarse normales, después de la profunda crisis que vivió el sector con la recesión de 1999. Con el 2004, el sector de la construcción ya completa tres años de crecimiento notable. Sin embargo, no toda la construcción se ha recuperado con igual vigor. En construcción de vivienda, el sector de estratos altos ha sido el dinámico, mientras que el despegue de la vivienda de interés social todavía está por realizar.

En materia de obras civiles, ha habido una caída importante de la producción, a pesar del inicio de los proyectos de transporte masivo en varias ciudades del país. Es claro, pues, que la restricción fiscal ha afectado la construcción de obras civiles, y que el repunte de la construcción de vivienda ha sido muy vigoroso, ya que ha contrarrestado la caída de aquéllas. De los grandes sectores económicos, la industria ha sido la más dinámica. El sector financiero, que fue otro de los afectados por la recesión de 1999, también ha tenido un crecimiento importante, y, por su tamaño, tuvo la segunda contribución después de la industria al crecimiento del PIB. Por el contrario, de los grandes sectores económicos, el sector agrícola ha tenido dificultades para mostrar un crecimiento similar al de toda la economía y, junto con el sector de minas y canteras, fue el que tuvo el desempeño más preocupante en el 3T04. Este último sector, de hecho, es el que ha tenido la desaceleración más marcada de la economía, ya que él fue el de más crecimiento en 2003. La situación es preocupante, por volumen, en la producción de petróleo, y por variación porcentual, en minerales metálicos. De esta manera, en una evolución anticipada, la incapacidad de Colombia para mantener los ritmos de explotación de petróleo ya empieza a ser preocupante, aunque, como se verá más adelante, esto todavía no ha afectado las cifras de exportación gracias a la bonanza de precios.

Desde el punto de vista de la demanda, la inversión, con un crecimiento del 10%, y las exportaciones, con un crecimiento del 8%, han impulsado la producción en 2004. El crecimiento de la inversión ha estado fundamentalmente asociado con el crecimiento de la construcción de vivienda y edificaciones (76,9%) y la instalación de maquinaria y equipo (14,7%), ya que la construcción de obras civiles ha tenido una fuerte caída (-30,4%). La formación bruta de capital fijo también ha tenido un comportamiento satisfactorio en los sectores agrícola y de transporte, donde ha crecido ligeramente por debajo del 10%. El consumo, tanto el privado como el público, que es el principal componente de la demanda, ha crecido ligeramente por debajo del PIB, de modo que la recuperación del producto no ha estado basada en una recuperación del consumo. Los consumos de bienes no durables y de servicios han sido los menos dinámicos. El consumo de bienes semidurables muestra un mayor dinamismo (3,43%), pero definitivamente la estrella dentro del consumo ha sido los bienes durables, con un crecimiento del 20,1%. Es claro, pues, que el consumo de bienes básicos está, de manera preocupante, relativamente estancado. Las importaciones, con un crecimiento del 13,4% en los tres primeros trimestres del año, han sido el componente más dinámico de la demanda neta, y fueron un factor fundamental para explicar por qué el crecimiento del 3T fue tan bajo.

En materia de interrelaciones entre oferta y demanda, el buen desempeño de la inversión está asociado con el auge de la

construcción, contabilizada como inversión dentro de las cuentas nacionales, y de las importaciones, ya que, como se verá más adelante, buena parte de ellas se concentra en bienes intermedios, materias primas y bienes de capital de los sectores de la construcción, agrícola e industrial. Otro componente importante de las importaciones tiene que ver con el crecimiento de los bienes de consumo durable, que está relacionado con el crecimiento por encima de la media del consumo de este tipo de bienes. En general, pues, como lo ratificaremos más adelante, y sin que sea ninguna sorpresa, las importaciones más dinámicas están asociadas con los sectores más dinámicos del producto.

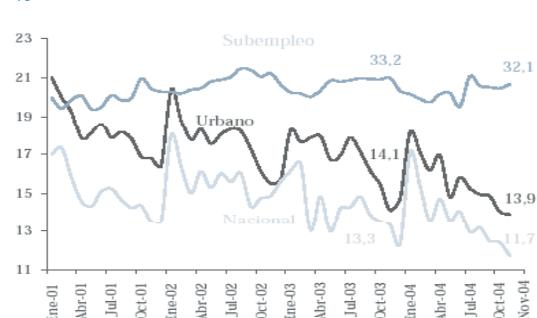
Por su parte, el buen desempeño de las exportaciones está asociado con el buen desempeño de la industria, ya que buena parte del crecimiento de las exportaciones es debido al comportamiento de las exportaciones no tradicionales gracias a la recuperación del mercado venezolano. Aunque las exportaciones tradicionales también van muy bien, esto no se ha reflejado en un auge de la producción para el sector minero, porque el volumen o quantum de producción de petróleo se ha estancado. Por último, es notable el crecimiento del sector comercio, muy superior al del consumo. Esto puede estar asociado con el hecho de que el componente dinámico del consumo ha sido el de bienes durables (vehículos y electrodomésticos), básicamente importados y transados en el sector comercial formal, que quizás esté sobrerrepresentado en el PIB.

Con respecto al mercado laboral, durante 2004 Colombia logró una reducción relativamente marginal del desempleo. La tasa de desempleo nacional bajó de 13.3 a 11.7% (noviembre 2003 contra noviembre 2004, que es la última cifra disponible). La tasa de desempleo urbano bajó de 14.1 a 13.9%. Esta muy modesta reducción de la tasa de desempleo urbano estuvo, de hecho, acompañada de una destrucción de 38.800 puestos de trabajo. El lado positivo de la destrucción de puestos de trabajo en las ciudades es que es explicada por una caída muy fuerte del trabajo informal, que está siendo compensada, aunque no totalmente, por un aumento del trabajo formal. Es decir, el empleo urbano formal sí está creciendo. En el sector rural sí se crearon nuevas plazas de trabajo (254.000), lo que permitió que la evolución de la tasa de desempleo nacional fuera mejor que la urbana. La tasa de desempleo urbana cayó, a pesar de la destrucción de puestos de trabajo en las ciudades, debido a la reducción de la población económicamente activa (PEA). La reducción de la PEA es atribuida, especialmente por el gobierno, a la superación de la crisis económica de 1999. La crisis produjo un aumento de la PEA, al forzar a jóvenes y a amas de casa a incorporarse al mercado laboral. La superación de la misma, por el contrario, permite que muchos individuos retornen a sus actividades normales en el estudio o en el hogar. Por último, el subempleo tuvo una ligera reducción, de 33.2% a 32.1%. Esto quiere decir que alrededor del 44% de la fuerza laboral colombiana está desempleada o subempleada, lo cual ayuda a explicar por qué el consumo no ha sido un factor dinámico en la recuperación actual.

### Inflación: se cumple meta del Banco de la República y se alcanza el nivel más bajo en medio siglo

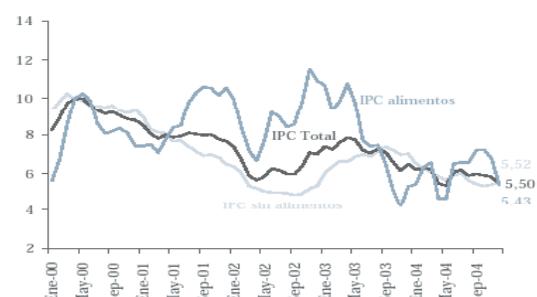
En materia de inflación, el 2004 fue un buen año. El Banco de la República (BR) logró la meta puntual que se había impuesto, de un aumento de precios del 5.5%, medido por el índice de

### Tasa de desempleo noviembre 2003 - 2004



Fuente DANE

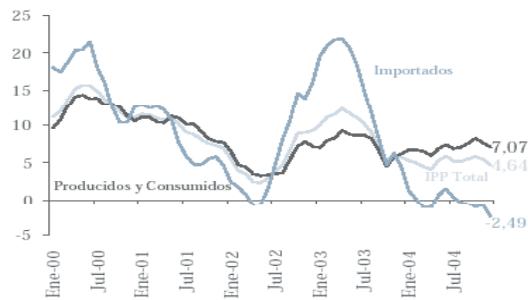
### IPC Variación Interanual



Fuente DANE

IPP

Variación Interanual



Fuente DANE

precios al consumidor (IPC), bajando la inflación casi un punto porcentual con respecto a 2003, y logrando la inflación más baja de Colombia en casi medio siglo. Otro aspecto importante de la reducción de la inflación fue la reducción concomitante de la inflación básica (que excluye los precios volátiles de los alimentos) y su convergencia hacia la inflación total. En efecto, la inflación básica bajó de 6.98% en 2003 a 5.52% en 2004. El hecho de que la inflación básica haya sido muy próxima a la inflación total, y no como en 2003, bastante superior, sugiere que la conquista de la inflación puede tener algún grado de persistencia. Tres factores contribuyeron a estos buenos resultados. En primer lugar, el desempeño favorable de la inflación de alimentos, que no generó presiones excesivas. En segundo lugar, la evolución de los precios de los bienes importados, que, gracias al proceso de apreciación del peso, fue un factor clave que contuvo la inflación. En tercer lugar, la evolución del consumo, que, aunque no contribuyó a que el PIB fuera más dinámico, tampoco generó presiones sobre los precios a los consumidores. El BR no enfrentó presiones inflacionarias de consideración, y por lo tanto su política monetaria pudo mantener un sesgo más bien expansivo.

Generosos flujos de capital externo favorecieron balanza de pagos en 2004

Con respecto a las relaciones económicas con el exterior, debido al shock externo, los resultados de la balanza de pagos durante 2004 han sido mucho más favorables que lo esperado. A finales de 2003, el Departamento de Estudios Económicos del BBVA esperaba un déficit en la balanza comercial de USD 718 millones (el promedio de un conjunto de analistas pensaba que el déficit sería de USD 217 millones), y un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de USD 2.330 millones. Las cifras actuales sugieren que, al cierre del año, la balanza comercial mostrará un superávit de unos USD 920 millones y la cuenta corriente un déficit de unos USD 1.500 millones. Algo similar, aunque menos dramático, ha sucedido por el lado de la cuenta de capitales. A principios de año, esperábamos un superávit de USD 3.140 millones, y con las cifras más recientes esperamos un superávit de USD 3.610 millones. En consecuencia, el país acumulará unos USD 1.300 millones más de lo previsto.

Una historia similar surge de observar, no la balanza de pagos, sino la balanza cambiaria (que mide, no los derechos y las obligaciones creados por los flujos reales y financieros internacionales, sino las entradas y salidas efectivas de divisas), que muestra que, en general, las entradas de dólares al país no tienen una única fuente. En el período enero-diciembre (hasta el 17), por la cuenta corriente, el país había tenido ingresos netos adicionales por USD 885 millones con respecto a 2003, mientras que, por la cuenta de capital, había tenido ingresos netos adicionales por USD 1.308 millones, que es una cifra ligeramente inferior al incremento de las operaciones de inversión extranjera directa neta en el país. En general, según la balanza cambiaria, se aprecia que la confianza de los agentes privados, tanto nacionales como extranjeros, retornó al país, con lo cual se han recuperado la inversión extranjera y, en menor medida, el crédito externo. El sector público, por el contrario, ha reducido, en términos netos, sus obligaciones con el resto del mundo. Todo lo anterior en total da una variación de reservas internacionales adicional superior a USD 2.000 millones. Por lo tanto, la balanza cambiaria también ilustra la abundancia de divisas. La diferencia con la balanza de pagos es que la

Balanza cambiaria doméstica dic 17 2004

Cifras en millones de dólares

	2003	2004	Variación
Cuenta Corriente	290,9	1.175,7	884,8
Exportaciones de Bienes	2.774,5	3.763,0	988,5
No Tradicionales	2.210,1	3.055,3	845,2
Servicios	3.377,3	3.750,1	372,8
No Financieros	2.323,6	3.088,4	764,8
Otros Servicios	2.160,8	2.622,9	462,1
Compra de Divisas a Cambistas	714,2	1.354,4	640,2
Transferencias y Remesas	2.972,4	3.208,1	235,7
Movimiento Neto de Capital	-302,6	1.005,9	1.308,5
Sector Privado	-1.492,9	709,4	2.202,3
Inversión Extranjera Directa	611,1	2.332,3	1.721,2
Inversión Extranjera en Colombia	1.500,2	2.457,5	957,3
Inversión Directa	1.520,6	2.075,6	555,0
Inversión y Portafolio	-20,4	381,9	402,3
Sector Oficial	1.364,2	1.009,5	-354,7
Variación Neta de Reservas	-13,3	2.184,3	2.197,6

Fuente Banco de la República

cambiaría muestra que los flujos por operaciones de capital no son despreciables. Como se verá en la parte financiera de este documento, la abundancia de dólares ha tenido un efecto muy importante sobre la tasa de cambio.

Con respecto a los componentes de la balanza comercial, las exportaciones crecen muy saludablemente, tanto las tradicionales (21.1%) como las no tradicionales (20.2%) (comparando enero-septiembre de 2004 contra enero-septiembre de 2003). El crecimiento más dinámico de las exportaciones tradicionales se observa en el ferróniquel (67.3%), aunque su base inicial es baja, y en el petróleo y derivados (20%). Es indudable que la evolución muy favorable de los precios de los bienes básicos ha contribuido al buen desempeño de las exportaciones tradicionales, ya que los volúmenes, como se vio atrás, muestran un comportamiento preocupante. Por su parte, el buen desempeño de las exportaciones no tradicionales es debido al sector industrial, que crece 25.3%, y a los productos agropecuarios distintos del banano y las flores, que crecen 61.5%, aunque a partir de una base muy pequeña.

Por su parte, las importaciones crecen un saludable 16.6%, que en todo caso no es suficiente para anular la bonanza exportadora. Los mayores crecimientos de las importaciones se hallan en bienes de consumo duraderos (23%), bienes intermedios y materias primas del sector agrícola (24.3%) y del sector industrial (23.4%) y bienes de capital para el sector de la construcción (33.8%) y el sector industrial (11.6%).

### Coyuntura económica favorece evolución de finanzas públicas en 2004

En materia fiscal, el Gobierno a principios de año estimó, en convenio con el FMI, un déficit del Sector Público Consolidado (SPC) de 2.5% del PIB. Esta cifra parecía optimista para muchos analistas, que en promedio estimaban un déficit de 2.8% del PIB. Sin embargo, los resultados fiscales durante el año han sido muy favorables, y ahora el Gobierno estima un déficit de 2.3% del PIB, forzado por una cláusula del acuerdo con el Fondo, que exige que los ingresos adicionales generados por los altos precios internacionales del petróleo y por el desmonte de los subsidios internos a los combustibles, que han alimentado el Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera, conduzcan a una reducción de la meta de déficit fiscal.

Hasta el tercer trimestre del año, el SPC ha mostrado un comportamiento muy favorable. En términos acumulados, arroja un superávit de 0.9% del PIB, cuando en 2003, para el mismo periodo, arrojaba un déficit de 1.2% del PIB. Esto es consecuencia, principalmente, de un mayor superávit en el sector descentralizado (que pasa de un superávit de 1.5% del PIB en 2003 a uno de 3.5% del PIB en 2004) y, en menor grado, de un menor déficit en el gobierno central (que pasa de un déficit de 3.4% del PIB en 2003 a uno de 2.8% del PIB en 2004). El buen comportamiento del sector descentralizado se debe principalmente a dos causas: en primer lugar, el superávit de los gobiernos regionales y locales, que pasa de 0.3% del PIB en 2003 a 1.2% del PIB en 2004, parcialmente asociado con los mayores desembolsos de regalías petroleras, y en segundo lugar, la evolución de la seguridad social, que pasa de un déficit de 0.1% del PIB en 2003 a un superávit de 0.6% del PIB en 2004, debido principalmente al incremento de los aportes del gobierno central y al crecimiento de los ingresos

### Exportaciones acumuladas a septiembre

Cifras en millones de dólares FOB

	2003	2004	Var. %
No Tradicionales	5.148,2	6.187,9	20,2
Sector Agropecuario	1.058,6	1.169,0	10,4
Banano	320,8	309,5	-3,5
Flores	545,1	548,2	0,6
Otros	192,7	311,3	61,5
Sector Minero	557,0	594,0	6,6
Sector Industrial	3.532,6	4.425,2	25,3
Tradicionales	4.499,1	5.448,5	21,1
Café	569,7	633,2	11,1
Carbón	1.098,3	1.281,9	16,7
Petróleo y derivados	2.540,8	3.047,9	20,0
Ferróniquel	290,3	485,5	67,2

Fuente Banco de la República

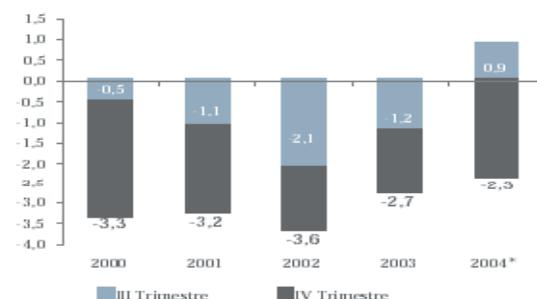
### Importaciones acumuladas a septiembre

Cifras en millones de dólares CIF

	2003	2004	Var. %
Bienes de Consumo	1.943,9	2.215,0	13,9
No duraderos	1.036,3	1.098,7	6,0
Duraderos	907,6	1.116,3	23,0
Bienes Intermedios y Materias Primas	4.808,8	5.907,1	22,8
Sector Industrial	4.184,0	5.165,0	23,4
Sector Agrícola	428,8	533,1	24,3
Bienes de Capital	3.495,5	3.821,8	9,3
Materiales Construcción	154,5	206,8	33,8
Sector Industrial	2.043,0	2.279,0	11,6

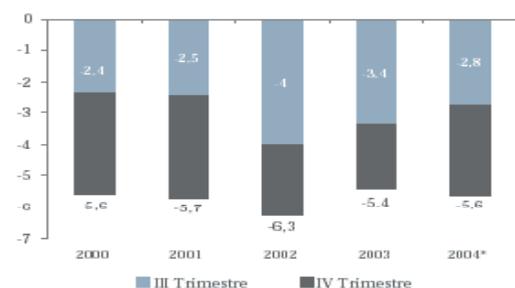
Fuente Banco de la República

### Balance fiscal del SPC acumulado % del PIB



Fuente CONFIS  
\* 4T 2004 estimado

### Balance fiscal del GNC % del PIB



Fuente CONFIS  
\* 4T 2004 estimado

**Balance fiscal sector público consolidado**

Balances por Periodo	% PIB	
	Ene-Sep 2003	Ene-Sep 2004
Sector Público No Financiero	-1,9	0,6
Gobierno Nacional Central	-3,4	-2,8
Sector Descentralizado	1,5	3,5
Resto	0,8	0,2
Sector Público Consolidado	-1,2	0,9

Fuente CONFIS

tributarios, principalmente en el área de pensiones. El comportamiento del GNC se debe fundamentalmente a los mayores recaudos por ingresos tributarios, particularmente renta e IVA, debido a las reformas tributarias de 2002 y 2003 y al buen desempeño económico de 2004.

En materia de financiación, sólo hay información disponible para el GNC. Como consecuencia de la reducción de su déficit, su financiación naturalmente también cae, de 3.7% del PIB en 2003 a 3.1% del PIB en 2004. Ha habido una recomposición importante de la financiación, ya que la efectuada con crédito interno neto mantiene su participación en el PIB (2.3%), mientras que la efectuada con crédito externo neto cayó de 1.8% del PIB en 2003 a 0.7% del PIB en 2004.

La coyuntura presentada este año, de apetito por deuda emergente en los mercados internacionales, fue aprovechada por el Gobierno para prefinanciar el año 2005 a un costo relativamente bajo. Se colocó cerca del 60% (USD 875 millones) del monto de bonos externos destinados al financiamiento de 2005.

## Entorno macroeconómico 2005

### En el 2005 entorno internacional no será favorable a la economía colombiana

Para el año 2005 esperamos un desempeño en materia de crecimiento económico bastante similar al 2004. Proyectamos un crecimiento de 3.5%, contra el 3.63% esperado para 2004.

Desde el punto de vista de la oferta, esperamos una reducción moderada del crecimiento en casi todos los sectores de la economía. En materia de construcción, que fue el sector con más crecimiento en 2004, esperamos un crecimiento todavía dinámico (6.5%), pero bastante menor que el del año pasado. Sólo esperamos que el crecimiento sea mayor en 2005 en dos sectores: el agropecuario y el de servicios sociales. De otra parte, esperamos una reducción sustancial del crecimiento en el sector de minas, que de hecho ya está mostrando dificultades, debido a que el volumen de explotación de petróleo está estancado. También esperamos una reducción de alguna consideración en el sector financiero, debido a que buena parte del buen crecimiento del sector en 2004 se debió a la valorización de sus inversiones financieras, que fue muy fuerte el año pasado, fenómeno que, con el aumento internacional de tasas de interés que se espera, debe moderarse un poco.

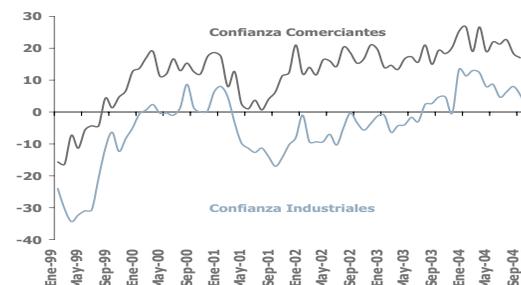
Por el lado de la demanda, esperamos una reducción de la dinámica de las exportaciones y de la inversión, las primeras por la normalización del crecimiento de nuestros principales socios comerciales y algún grado de reversión de la bonanza de precios de nuestros bienes primarios exportables, y la segunda porque el auge de la inversión desde 2002 ha sido muy fuerte y ya debe estar cumpliendo su ciclo. Esperamos que el consumo mantenga su dinámica, en particular gracias a la dinámica del consumo público, según lo hace anticipar el presupuesto del sector público aprobado para este año. Esperamos también que una moderación en el ritmo de crecimiento de las importaciones impida que el menor ritmo de crecimiento de la demanda por exportaciones y por inversión tenga un impacto muy negativo sobre el producto.

Con los niveles de crecimiento esperado para el próximo año, Colombia seguiría mostrando un desempeño mediocre en el contexto latinoamericano, a pesar de la normalización del crecimiento en países como Argentina y Venezuela.

Las proyecciones del producto están en línea con la evolución de los índices de confianza y de expectativas económicas. Desde el punto de vista de los sectores económicos (comerciantes e industriales), es bastante claro que la tendencia a la recuperación de los índices de confianza y de expectativas económicas, que se había dado de manera ininterrumpida desde 2001, se interrumpió a lo largo de 2004, y por el contrario han dado muestras de deteriorarse. Los índices de condiciones económicas y sociopolíticas para la inversión, que también tuvieron un notable repunte desde 2001, también han empezado a ceder, aunque de manera menos ostensible.

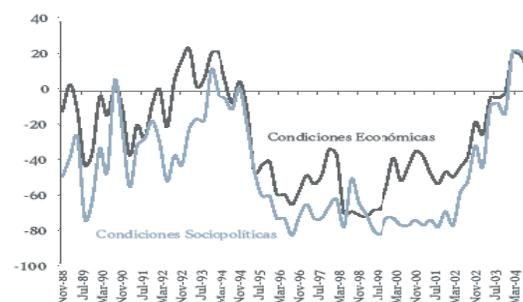
Desde el punto de vista de los consumidores, el deterioro de los índices de confianza y de expectativas económicas también se manifestó en 2004, aunque con tendencia a la recuperación

### Índices de confianza de los industriales y comerciantes



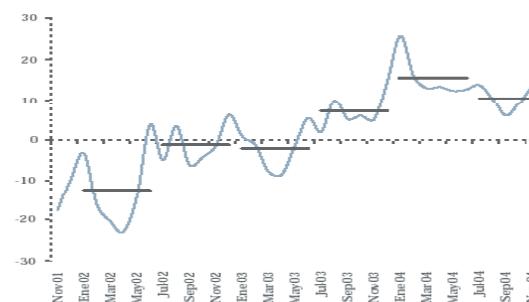
Fuente Fedesarrollo

### Índice de condiciones económicas para la inversión



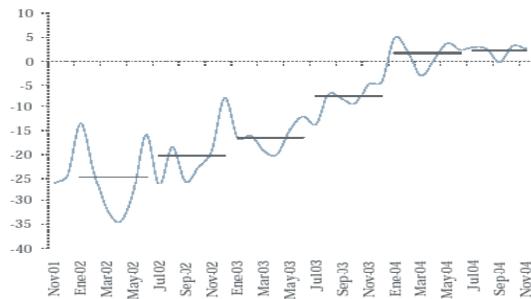
Fuente Fedesarrollo

### Índice de confianza del consumidor



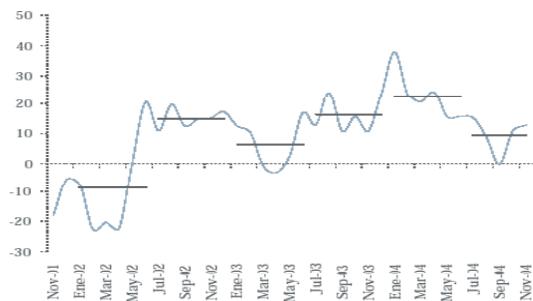
Fuente Fedesarrollo

### Índice de condiciones económicas de los consumidores



Fuente Fedesarrollo

### ¿Cree usted que las condiciones económicas del país estarán mejores o peores dentro de un año que hoy en día?



Fuente Fedesarrollo

en los últimos datos reportados. Por su parte, el índice de condiciones económicas, después de una sostenida recuperación desde niveles muy negativos, más o menos se estabilizó en niveles ligeramente positivos (entre 0 y 5%), lo cual quiere decir que el número de consumidores que considera que las condiciones económicas son buenas es ligeramente mayor que el número de consumidores que considera que las condiciones económicas son malas. La estabilización de este indicador sugiere que los consumidores ya no están considerando que las condiciones económicas están mejorando.

El indicador que consolida las respuestas a la pregunta “¿cree usted que las condiciones económicas del país estarán mejores o peores dentro de un año que hoy en día?” tuvo un notable deterioro en 2004 desde niveles muy positivos, para llegar a ser cero en septiembre de 2004, con un ligero repunte en los últimos meses. Eso puede ser interpretado como que los consumidores perciben que no habrá grandes cambios en las condiciones económicas en el próximo año. No cabe duda, pues, de que ha habido un ajuste importante en la confianza y en las expectativas de los agentes económicos. De un ambiente de euforia se ha pasado a uno de mayor moderación, sin caer todavía en el pesimismo.

Con la evolución esperada del producto, se debe mantener la recuperación moderada del mercado laboral. Colombia podría terminar 2005 con una tasa de desempleo urbano de 13.5%, lo cual mantendría al país casi en el tope de la lista de los países latinoamericanos con el mercado laboral más deteriorado.

En materia de inflación, esperamos que las ganancias en reducción de la inflación se suspendan, de modo que se obtenga este año una inflación similar a la de 2004, 5.5%. A pesar de que el BR ha fijado como meta puntal 5%, hay cuatro razones por las cuales no esperamos reducciones adicionales de la inflación. La primera es que esperamos que el proceso de apreciación de la moneda se modere e incluso se revierta en la segunda parte del año. La apreciación de la moneda y el abaratamiento de los bienes importados fueron razones muy poderosas para explicar la favorable tendencia de la inflación en 2004, y esperamos que estas se maten en 2005. La segunda razón es que la política de desmonte del subsidio interno a los combustibles en el contexto de unos precios internacionales del petróleo relativamente altos contribuirá a la inflación. La tercera es que esperamos una recomposición del consumo, más en a favor bienes básicos de origen interno, y no tanto de bienes durables de origen importado. La cuarta y última es que la lucha contra la apreciación del peso está obligando al Banco de la República, en una situación que seguramente se mantendrá por lo menos durante el primer trimestre de 2005, a adoptar una política monetaria expansionista, por medio de la compra de reservas internacionales y la reducción de las tasas de interés.

Con respecto al sector externo, no esperamos que el boom observado en 2004 se mantenga. Ni el crecimiento de nuestros socios comerciales, ni los niveles de precios de nuestros bienes básicos de exportación, ni los niveles de inlfujos de capital en 2005 deben ser tan favorables como en 2004. Esperamos un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que pasaría de un déficit de unos USD 1.500 millones (1.6% del PIB) en 2004 a uno de USD 1.900 millones (2% del PIB) en 2005.

Esto estaría causado, fundamentalmente, por un deterioro de la balanza comercial, que pasaría de un superávit de unos USD 920 millones a un déficit de unos USD 390 millones. Esto sería así por un crecimiento negativo (-2.9%) de las exportaciones tradicionales, en donde los mayores decrecimientos los sufrirían el ferróníquel y el petróleo. El carbón, por el contrario, crecería muy saludablemente (23.3%), así como las exportaciones no tradicionales (10%). Las importaciones, por su parte, mantendrían un crecimiento menor que el del año pasado, pero en todo caso muy dinámico, del orden del 13%.

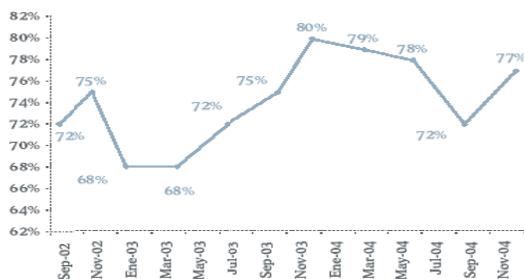
La cuenta de capitales de la balanza de pagos también presentaría un deterioro, pasando de un superávit de USD 2.980 millones (3.2% del PIB) en 2004 a un superávit de USD 2.660 millones (2.7% del PIB) en 2005. Con esto, el país todavía estaría en capacidad de acumular reservas internacionales por unos USD 760 millones, una cifra bastante inferior a la acumulación de 2004, por más de USD 2.200 millones.

En materia fiscal también se espera un deterioro en 2005. En primer lugar, el gobierno no logró hacer aprobar la reforma tributaria que presentó a consideración del Congreso en 2004, de modo que por esta vía no habrá mejora de los recaudos fiscales. En segundo lugar, el presupuesto aprobado para 2005 incorpora un crecimiento considerable de los gastos. En tercer lugar, el 2005 es un año preelectoral, y parece implausible que haya un control muy estrecho sobre el crecimiento de los gastos. Incluso antes de conocerse la caída de la reforma tributaria, el gobierno estimaba un deterioro de la situación fiscal en 2005. El déficit del SPC se incrementaría a 2.7% del PIB (desde el 2.3% recientemente estimado para 2004), debido al deterioro del déficit del gobierno central, que se incrementaría a 6.1% del PIB (desde el 5.6% estimado para 2004). Con la noticia de la caída de la reforma tributaria, hay alguna posibilidad de que los resultados fiscales sean aún peores. Sin embargo, el gobierno ha anunciado la intención de no renovar el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, de modo que Colombia tenga con esta entidad las relaciones normales de un miembro de la misma.

En materia estructural, en el 2005 Colombia tendrá tres hitos. El primero es la finalización de las negociaciones del tratado de libre comercio (TLC) con Estados Unidos. El segundo es la evolución de las negociaciones de paz, especialmente con los grupos armados por fuera de la ley de extrema derecha. El tercero es el desarrollo de un ambiente preelectoral con reelección presidencial inmediata.

Con respecto al TLC, la probabilidad de que se firme, a pesar de los temores de ciertos sectores económicos, como el agro y las industrias textil y farmacéutica (esta última muy sensible al tema de derechos de propiedad intelectual), es bastante alta. Este tratado alterará de manera muy importante la estructura económica colombiana. Cierta evidencia de esto ha sido puesta de manifiesto por la inclusión de Colombia en el programa transitorio de preferencias arancelarias de Estados Unidos con los países andinos productores de estupefacientes. El programa original, el ATPA, no incluía de manera sustancial a Colombia. La transformación del programa en el ATPDEA, que sí incluyó a más productos colombianos, permitió un repunte muy importante de nuestras exportaciones a Estados Unidos. Este país es el principal socio comercial de Colombia, con casi la mitad de nuestro comercio exterior. Hacer permanentes las preferencias arancelarias estadounidenses que han tenido tan benéficos efectos sobre las exportaciones colombianas es uno de los principales objetivos del TLC para el país. Otro es adoptar una "tecnología institucional" que de garantías y estabilidad a la inversión.

**¿Aprueba la forma como Alvaro Uribe se está desempeñando en su labor como presidente?**



Fuente Invamer-Gallup

Con respecto a las negociaciones de paz, durante 2004 el camino fue muy quebrado. Las posibilidades de acuerdos de paz con los grupos de extrema izquierda siguen pareciendo remotas en este gobierno. Sin embargo, a finales del año pasado hubo hechos de paz con los grupos de extrema derecha que abren algunas esperanzas. Un acuerdo de paz con las autodefensas, como son conocidos estos últimos grupos, desmovilizaría a unos 15.000 de los 30 o 40.000 hombres en armas que tiene Colombia. Esto no sería despreciable

Con respecto al tema de una temporada preelectoral con reelección presidencial, el Congreso ya aprobó tan importante reforma institucional, pero falta que la Corte Constitucional decida sobre la constitucionalidad de la nueva legislación. Hay bastante incertidumbre sobre el momento en el cual la Corte se pronuncie. Se espera que sea en la primera parte del año. La incertidumbre sobre el sentido de la decisión de la Corte parece haberse venido reduciendo, ya que los rumores sobre una mayoría de magistrados que apoyarían la reelección se están consolidando. De ser definitivamente aprobada la reelección, el actual presidente, Álvaro Uribe, tendría una alta probabilidad de permanecer en el Palacio de Nariño. A pesar de que, como se vio atrás, la confianza en la economía no parece estar en niveles tan altos como cuando Uribe asumió el poder, es claro que el presidente mantiene unos índices de popularidad inusualmente altos para estas alturas del gobierno. Sus logros en materia de seguridad y de estabilización económica son ampliamente reconocidos. Existe una oposición política al gobierno importante, pero parece muy fragmentada, lo cual la debilita frente al proyecto reeleccionista. Por el momento, no parece haber ninguna figura política de talla con la capacidad creíble de comprometer la reelección.

### 3. Mercados financieros Colombia

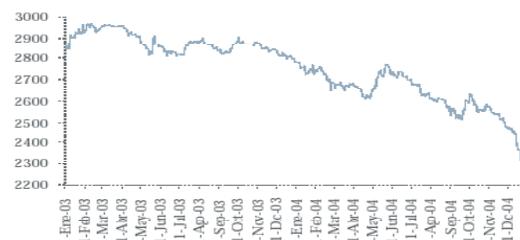
#### Apreciación del peso, principal dolor de cabeza de las autoridades económicas en el 2004

Una de las evoluciones más importantes de 2004 fue sin lugar a dudas la fuerte tendencia a la apreciación de un conjunto de activos financieros, en particular el peso, la deuda pública y las acciones. Mientras que la apreciación de la deuda pública y las acciones no fue motivo de preocupación, la apreciación del peso, que en términos nominales alcanzó el 15% con respecto al dólar, fue motivo de queja permanente de los sectores económicos asociados con las exportaciones, y ocupó de manera prominente la atención de las autoridades. La apreciación del peso comenzó desde octubre de 2003, pero los agentes económicos no captaron de manera inmediata la magnitud del efecto. Inicialmente, las explicaciones fueron diversas, y el fenómeno fue juzgado como temporal. Posteriormente, fue manifiesto que Colombia estaba viviendo una bonanza externa que afectaba diversos rubros de la balanza de pagos, destacándose los inlfujos de capital, y que el fenómeno, por su naturaleza externa, sería de muy difícil control para las autoridades. Hasta el momento, no se puede decir que la apreciación del peso haya afectado el dinamismo de las exportaciones, que en todo caso han estado impulsadas por los niveles de los precios de los bienes básicos de exportación de Colombia y por la recuperación económica de sus socios comerciales. Sin embargo, es claro que la rentabilidad de los exportadores debe haber sido severamente afectada. De otra parte, es natural que el dinamismo de las importaciones durante 2004 haya estado asociado con la apreciación del peso.

Las autoridades tomaron una serie de medidas para combatir la apreciación, sin mucho éxito aparente. El Banco de la República bajó tres veces sus tasas de intervención, dos al comienzo del año y una al final, en un total de 75 puntos básicos, hasta el 6.5%. El BR mantuvo también una activa política de compra de divisas, inicialmente por medio de la subasta de opciones put para la acumulación de reservas internacionales. Luego, ante la ineffectividad de las subastas de opciones, el Banco decidió participar en el mercado cambiario con intervenciones discrecionales. El Banco también, en el primer semestre del año, varió la regulación sobre la posición propia (posición neta en moneda extranjera) de contado de los participantes en el mercado cambiario, obligando a que fuera positiva. Esto tenía el objetivo de limitar las operaciones de forwards que eran vistas como uno de los canales por medio de los cuales se transmitía el exceso de oferta de dólares al mercado cambiario. Más recientemente, el Banco cerró su ventanilla de contracción monetaria, con el fin de que la liquidez resultante se dirigiera, al menos en parte, a la compra de dólares. De otra parte, se puso un control a la inversión de portafolio de corto plazo, obligándola a estar en el país al menos un año, so pena de una fuerte multa, y se le dieron algunos alivios a ciertos sectores exportadores. No se puede decir, pues, que las autoridades hayan permanecido pasivas frente al problema. Sin embargo, la magnitud del mismo ha hecho difícil controlarlo.

En materia de tasas de interés de corto plazo, éstas se destacaron en 2004 básicamente por su estabilidad. Como ya vimos, el Banco de la República, principalmente por razones cambiarias, redujo en tres ocasiones, por un total de 75 puntos básicos, sus tasas

#### Tasa de cambio representativa del mercado COP/USB



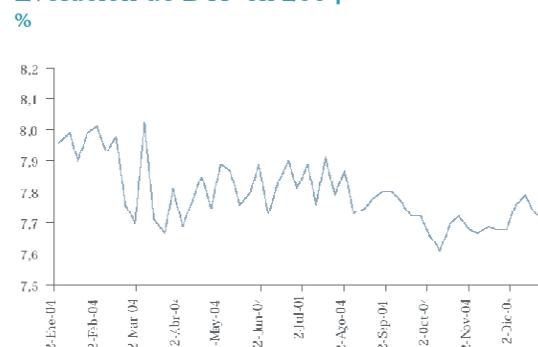
Fuente Superintendencia Bancaria

#### Operaciones de compra/venta de divisas del Banco de la República en 2004

	Monto (Millones de USD)
<b>Compras</b>	2.904,9
Opciones Put	1.579,6
Para Acumulación de Reservas Internacionales	1.399,7
Para el Control de la Volatilidad	179,9
Intervención Discrecional	1.325,3
<b>Ventas</b>	500,0
Gobierno Nacional	500,0
<b>Compras Netas</b>	2.404,9

Fuente Banco de la República

#### Evolución de DTF en 2004



Fuente Banco de la República

de intervención. La tasa de intervención referencia cerró el año en 6.5%. La tasa de referencia de la economía, la tasa de depósitos a 90 días, o DTF, se mantuvo, con la volatilidad acostumbrada, prácticamente estable.

Es claro, pues, que la coyuntura cambiaria impidió que se realizaran las presiones al alza de las tasas de interés que se preveían a principios de año. Afortunadamente, la misma coyuntura cambiaria indujo una evolución de la inflación que no hacía urgente los aumentos de las tasas de interés. Sin embargo, la estabilidad de las tasas de interés de corto plazo, como se verá a continuación, no se reflejó en las tasas de interés de largo plazo.

La abundancia de dólares que causó la apreciación del peso frente al dólar también tuvo efectos sobre otros mercados financieros. Dada la estrechez del mercado de capitales colombiano, las opciones de inversión no son muchas. Los dos mercados más profundos son el cambiario y el de deuda pública interna, y su comportamiento durante 2004 estuvo altamente correlacionado. Los capitales que entraron al país a través del mercado cambiario se dirigieron al mercado de deuda pública, donde fueron invertidos. La alta demanda por deuda pública produjo su valorización, causando una caída sustancial de las tasas de interés de largo plazo (las tasas de los TES COP tasa fija cayeron un promedio de 200 pb), fenómeno que solo fue interrumpido hacia mayo 2004 por temores de aumentos acelerados de las tasas de interés de la Fed. Así, es bastante claro, en un fenómeno común a toda América Latina, que el apetito por rentabilidad hizo reducir la aversión al riesgo de los inversionistas, a favor de la situación financiera del país. De esta manera, la causalidad en los mercados financieros colombianos puede explicarse así: las fuertes entradas de capitales extranjeros, producidas por una menor aversión al riesgo y reflejadas en la evolución del EMBI Colombia y los spreads de la deuda colombiana, produjeron la apreciación del peso y una fuerte demanda por activos financieros domésticos (deuda pública interna), que, a su vez, se apreciaron. Otros activos financieros con mercados menos profundos, como las acciones, o no financieros, como la finca raíz, vivieron los efectos de la bonanza de capitales. Colombia tuvo una de las bolsas más rentables del mundo en 2004, 86,2% anual en COP y 119,8% en USD, y los precios de la vivienda nueva de altos estratos también se incrementaron de manera sustancial. Sin duda, la bonanza financiera fue una de las razones del buen desempeño económico en 2004.

### Evolución de TES COP tasa fija 2004



Fuente SEN - Banco de la República

### Índice general de la Bolsa de Colombia



Fuente Bolsa de Valores de Colombia

## Perspectivas en el 2005

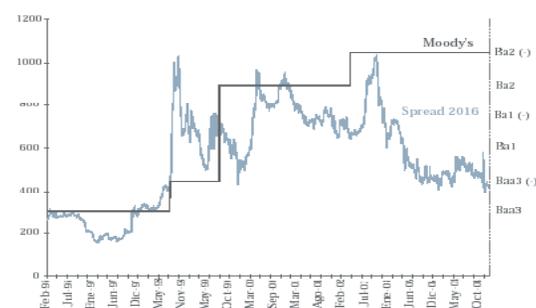
Para el 2005, el conjunto de analistas espera una depreciación del peso. Sin embargo, debido a las lecciones que dejó la persistencia del fenómeno de apreciación en 2004, el conjunto de analistas espera una depreciación más bien moderada. Esto sugiere, en una posición que compartimos, que las presiones hacia la apreciación se deben mantener, por lo menos durante el primer semestre del año. Hay acuerdo generalizado en que el detonante que revertirá la apreciación del peso será el proceso de aumento de las tasas de interés en Estados Unidos. El Grupo BBVA espera que la Reserva Federal lleve sus tasas de referencia de 2.25% a fin de 2004 a 4% a fin de 2005, un aumento no despreciable de 175 puntos básicos. En el pasado, aumentos sustanciales de las tasas de interés en Estados Unidos han tenido consecuencias muy serias para América Latina, desatando crisis financieras y recesiones económicas. Esta vez se juzga que los efectos pueden ser menores que en ocasiones anteriores (ver recuadro "Spreads emergentes y liquidez"). A esto contribuye que las alzas de tasas de interés en Estados Unidos son ampliamente anticipadas, de modo que el mercado ha tenido tiempo para descontar sus efectos.

Sin embargo, no cabe duda que en la evolución financiera internacional las economías latinoamericanas y la colombiana en particular encuentran un factor de riesgo considerable. En el caso colombiano, tres factores contribuyen a ese riesgo. En primer lugar, la mejora en la percepción de riesgo, medida a través del EMBI Colombia o de los spreads, no fue acompañada por una mejora en la evaluación que las calificadoras de riesgo hacen de Colombia. Es decir, los mercados valoraron mejor a Colombia, pero no los analistas, lo cual sugiere que éstos últimos reconocen un alto componente de comportamiento especulativo de los mercados en la evolución financiera reciente de Colombia. En segundo lugar, a pesar del buen desempeño durante 2004, la posición fiscal del país sigue siendo débil, y se espera un deterioro para 2005. En tercer lugar, 2005 es un año preelectoral en América Latina y en particular en Colombia, y el juego político se jugará en medio de las nuevas reglas del juego que fija la reelección presidencial. La última crisis de los mercados emergentes, en el segundo semestre de 2002, se debió a la incertidumbre política que introdujeron las elecciones en Brasil.

De esta manera, una reversión importante de los flujos de capital puede tener consecuencias importantes sobre la tasa de cambio. Nosotros, con una depreciación esperada del orden del 12%, nos colocamos en el rango de analistas que esperan una mayor depreciación. Esto dejaría el dólar fin de 2005 a COP 2.678.

En materia de tasas de interés de corto plazo, juzgamos que debe haber un aumento importante de las tasas del Banco de la República. En principio, estimamos ese aumento en unos 100 puntos básicos, lo cual llevaría la tasa de intervención de referencia a 7.5%, por dos razones: la primera es que la meta puntual de inflación para 2005 es de 5%. Los modelos del Banco sistemáticamente han señalado que una reducción adicional de la inflación en 2005 requiere un aumento importante de las tasas de interés del Banco de la República. La segunda razón es que el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos debe forzar el aumento de las tasas domésticas.

## Spread bono 2016 vs. calificación Moodys

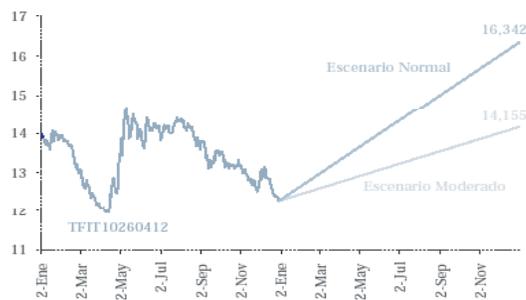


Fuente Moodys - Ministerio de Hacienda

A pesar del aumento esperado de las tasas de interés del Banco de la República, no esperamos que la tasa de interés de corto plazo de referencia de la economía, la DTF, reaccione en igual magnitud. Esperamos un aumento relativamente modesto, de unos 30 puntos básicos, de modo que la DTF termine en 8% a fin de año. Esto es así porque la DTF históricamente ha reaccionado rápidamente a reducciones de las tasas de interés del Banco de la República, pero no así a aumentos. De otra parte, aunque se espera que el Banco suba sus tasas de interés, es probable que mantenga su política de abundante provisión de liquidez, lo cual disminuye las presiones sobre la DTF.

En materia de tasas de interés de largo plazo, cualquier estimación es difícil debido a la alta volatilidad de los mercados de deuda pública. Nuestras estimaciones sugieren que, en un escenario "normal", el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos, de unos 175 puntos básicos, pueden causar un aumento de unos 360 puntos básicos en las tasas de los bonos de deuda pública interna a ocho años de vencimiento. En un escenario "moderado", ese aumento podría ser de unos 140 puntos básicos. La diferencia entre el escenario "normal" y el "moderado" básicamente consiste en el impacto que tengan los aumentos en las tasas de la Fed sobre el EMBI Colombia como indicador de riesgo de la deuda del país en el mercado. En el escenario "normal" dicho EMBI llegaría a 1025 puntos, y en el "moderado" llegaría a 537 puntos. Como se puede ver, la volatilidad de las proyecciones es muy grande, debido a las dificultades para cuantificar el grado de aversión al riesgo que muestren los agentes. En particular, la gran pregunta es qué tanto afectan las tasas de interés de Estados Unidos a índices cercanamente asociados con la valoración del riesgo en países emergentes, como el EMBI o los spreads de la deuda. Sin embargo, es razonable sugerir que, en el escenario más conservador, las tasas de interés de largo plazo aumentarán uno a uno con las tasas de la Reserva Federal en Estados Unidos.

Escenario bono abril 12 para 2005



Fuente BBVA

## 4. Indicadores y Proyecciones para Colombia

### Real

(Datos fin de periodo)

	2002	2003	2004 (e)	2005 (pr)
PIB Corriente (miles de millones de dólares)	85,3	81,9	97,9	114,1
PIB per cápita (dólares)	1.946	1.836	2.163	2.392
PIB Real (Var. Interanual)	1,8	3,9	3,6	3,5
Consumo (Var. Interanual)	2,0	2,2	3,6	3,4
FBCF (var. Interanual Real)	9,1	13,0	9,8	8,3
Tasa de Desempleo Urbano (%)	15,7	14,7	14,4	13,5

### Precios

(Datos fin de periodo - variación % interanual)

	2002	2003	2004 (e)	2005 (pr)
IPC (Final)	7,0	6,5	5,5	5,5
Inflación Básica (Final)	5,4	7,0	5,5	5,2

### Tipos de Interés

(Datos fin de periodo)

	2002	2003	2004 (e)	2005 (pr)
DTF - Depósitos 90 días (Final)	7,73	7,95	7,75	8,00
Bono 10 años (Final)	15,17	14,12	12,75	14,14

### Fiscal

(% del PIB)

	2002	2003	2004 (e)	2005 (pr)
Resultado Fiscal Sector Público Consolidado	-3,7	-2,7	-2,3	-2,7
Resultado Fiscal Gobierno Nacional Central	-6,3	-5,4	-5,6	-6,1

### Externo

(Datos fin de periodo)

	2002	2003	2004 (e)	2005 (pr)
Tipo de Cambio (COP/USD)	2.865	2.778	2.390	2.678
Balanza Comercial (miles de millones USD)	0,08	0,07	0,92	-0,39
Exportaciones (miles de millones de USD)	11,98	13,09	16,01	16,67
Importaciones (miles de millones de USD)	11,89	13,02	15,10	17,06
Cuenta Corriente (miles de millones de USD)	-1,37	-1,19	-1,51	-1,90
Reservas internacionales brutas (miles de millones de USD)	10,84	10,92	13,54	14,30

## 5. Indicadores y Proyecciones Internacionales

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
EE.UU.	2,2	3,1	4,3	3,5	2,4	1,9	3,4	2,4
UEM	0,8	0,5	2,2	1,9	2,3	2,0	2,2	1,9
Japón	-0,3	2,6	4,2	2,0	-0,3	-0,4	0,0	0,0

	Tasa oficial (% fin de periodo)				Tipo de cambio (Fin de periodo)			
	24-Nov-04	Mar-05	Jun-05	Dic-05	24-Nov-04	Mar-05	Jun-05	Dic-05
EE.UU.	2,00	2,75	3,25	3,75				
UEM	2,00	2,00	2,00	2,50	1,32	1,28	1,28	1,30
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	103	106	104	100

América Latina								
	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina	-10,9	8,7	7,6	4,5	41,0	3,7	6,1	8,0
Brasil	1,9	0,5	5,0	3,7	12,5	9,3	7,5	6,0
Chile	2,0	3,3	5,6	5,7	2,8	1,1	2,3	2,2
Colombia	1,8	3,9	3,6	3,5	7,0	6,5	5,5	5,5
México	0,7	1,3	4,1	3,8	5,7	4,0	5,3	4,0
Perú	5,2	4,0	4,3	4,1	1,5	2,5	3,4	2,3
Uruguay	-10,8	2,5	9,5	4,0	25,9	10,2	9,0	8,5
Venezuela	-8,9	-9,2	17,4	3,9	31,2	27,1	18,5	22,4
LATAM <sup>1</sup>	-0,5	1,6	5,4	4,0	13,2	7,1	6,7	6,2

	Saldo Sector Público (% PIB)				Saldo Cuenta Corriente (% PIB)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina <sup>2</sup>	-1,4	0,5	2,6	1,9	9,8	6,3	2,2	0,9
Brasil	-10,3	-3,7	-4,0	-4,0	-1,7	0,8	2,0	0,7
Chile <sup>2</sup>	-0,7	0,0	2,2	1,6	-0,7	-0,8	2,7	0,4
Colombia	-3,7	-2,7	-2,3	-2,7	-2,0	-1,8	-1,5	-2,7
México	-1,2	-0,6	-0,3	-0,1	-2,2	-1,5	-1,2	-2,0
Perú	-2,3	-1,9	-1,4	-1,2	-1,9	-1,8	-0,7	-1,1
Uruguay	-4,0	-3,2	-2,9	-2,5	2,0	1,7	0,4	0,6
Venezuela <sup>2</sup>	-3,0	-5,1	-4,1	-3,5	8,1	10,3	14,5	11,8
LATAM <sup>1</sup>	-4,3	-1,9	-1,6	-1,5	-0,5	0,5	1,3	0,1

	Tipo de cambio (frente \$, fin de periodo)				Tasas de Interés (% fin de periodo)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina	3,40	2,96	3,00	3,12	30,0	3,8	3,3	6,0
Brasil	3,53	2,89	2,90	3,20	25,0	16,5	17,8	16,3
Chile	702	599	590	596	3,0	2,3	2,5	3,8
Colombia	2865	2778	2390	2678	7,7	7,9	7,7	8,0
México	10,31	11,24	11,40	11,85	7,0	6,0	8,6	9,2
Perú	3,51	3,46	3,30	3,40	3,8	2,5	3,0	4,5
Uruguay	27,22	29,34	27,30	29,00	69,9	4,0	n.d.	n.d.
Venezuela	1387	1600	1920	2300	26,8	15,1	12,4	13,1

<sup>1</sup> Media de los 8 países mencionados

<sup>2</sup> Gobierno central

## 6. Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Título	Institución - Cliente	Lugar y fecha
<b>Bogota</b> <a href="http://www.bbva.com.co">www.bbva.com.co</a>		
Coyuntura y perspectivas cambiarias	Banca de Empresas BBVA	Medellín, 5 nov 04
Coyuntura y perspectivas cambiarias	Banca de Empresas BBVA	Cali, 4 nov 04
Coyuntura y perspectivas cambiarias	Banca de Empresas BBVA	Bogotá, 2 nov 04
Algunas causas y remedios del déficit presupuestal	Universidad de los Andes	Bogotá, 26 oct 04
Coyuntura macroeconómica	Tesorería BBVA	Bogotá, 15 oct. 04
<b>Buenos Aires</b> <a href="http://www.bancofrances.com.ar">www.bancofrances.com.ar</a>		
VI Congreso de Economía	Consejo Prof.de Ciencias Económicas de la Ciudad de Bs.As.	Buenos Aires, Abr. 04
Perspectivas Económicas 2004	FORUM business information.	Buenos Aires, Mar. 04
<b>Caracas</b> <a href="http://www.provincial.com">www.provincial.com</a>		
Escenario 2004-2005	Instituto Venezolano de Ejecutivos de Finanzas	Maracaibo Nov 04
Mercado Petrolero, Prespectivas de corto y largo plazo	Venezuela Corporte Leader's Forum	Caracas Nov 04
Mercado Petrolero y Prespectivas 2005	Cámara de la Construcción	Caracas Nov 04
Escenario 2004-2005	Cámara Inmobiliaria	Valencia Oct 04
Escenario 2004-2005	Cámara de Transportistas	Valencia Oct 04
Escenario 2004-2005	Fundes	Barquisimeto Oct 04
<b>Lima</b> <a href="http://www.bbvabancocontinental.com">www.bbvabancocontinental.com</a>		
Escenarios Financieros	BBVA Continental Bolsa	Lima, Nov. 04
Perspectivas Económicas 2005	Cientes principales de Banca Mayorista	Lima, Nov. 04
Situación Económica	BBVA Banca Empresa Institucional	Lima, Oct. 04
Perú: Contexto Económico	Equilibrium Clasificadora Riesgo	Lima, Oct. 04
Perú: Contexto Económico	Cámara de Comercio Oficial de España	Lima, Sep.04
¿En Dónde Estamos?	Universidad San Ignacio de Loyola	Lima, Ago.04
<b>Madrid</b> <a href="http://www.bbva.com">www.bbva.com</a>		
China ¿angel o demonio para América Latina?	Corporación Andina de Fomento	Caracas, Dic. 04
Inversión Socialmente Responsable	VII Congreso Nacional de Medio Ambiente	Madrid, Nov. 04
Las Claves del Escenario Financiero	Universidad Navarra	Madrid, Nov. 04
Europa, Situación y Perspectivas	Grupo Expertos Coyuntura	Madrid, Nov. 04
Las claves del Escenario Financiero	Círculo de Economía	Madrid, Nov. 04
Spanish Real Estate	FMI	Madrid, Nov. 04
Angel or Devil? Chinese Impact on Latin America	World Bank	Nueva York, Oct.04
A journey towards Latin American Emerging Markets	Fundación CIDOB	Barcelona, Oct.04
Foreign Direct Investment in Latin America	Inter - American Develop. Bank	Paris, Oct. 04
In search of a better world: BBVA in Latin America	Columbia Business School	Nueva York, Oct.04
Chinese Impact on Latin America	Georgetown University	Washington, Oct. 04
Latin America: Oh, les beaux jours!	BBVA Corporate Banking	Paris, Oct. 04
Las Claves del Escenario Macroeconómico y Financiero	Jornadas de Empresa Familiar	Oviedo, Sept.04
<b>México</b> <a href="http://www.bancomer.com">www.bancomer.com</a>		
México: Transformación y Perspectivas	CESCE	Madrid, Oct. 04
Ambiente de Inversión en el Sector Turismo	Bolsa Mexicana de Inversión Turística	México, Sept. 04
<b>Santiago de Chile</b> <a href="http://www.bhif.cl">www.bhif.cl</a>		
Recuperación en medio de turbulencias	BBVA clientes por región	Puerto Varas, Nov 04
Panorama Económico Mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, Nov. 04
Panorama Económico 2004-2005	Banca Minorista BBVA	Santa Cruz, Nov. 04
Perspectivas Económicas 2004-2005	Constructora Gardilicic	Santiago, Oct. 04
Panorama Económico Mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, Oct. 04
Instituciones y Crecimiento Económico	Seminario BBVA	Madrid, Oct. 04

## Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos de BBVA Colombia

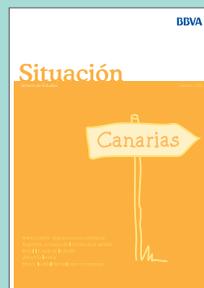
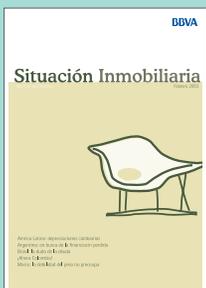
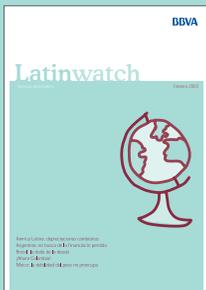
Carrera 9a. No. 72 - 21 Piso 7.

Bogotá - Colombia

Teléfono: (57-1) 3471600

[www.bbva.com.co](http://www.bbva.com.co)

## otras publicaciones



Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por BBVA Colombia, 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 Colombia no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.