

Situación

Servicio de Estudios

Segundo trimestre 2005



2004, satisfactorio; 2005, ¿menos bueno?
Hay mucha liquidez pero en la inflación no la ves
Mercados financieros: ¿fin de la apreciación?
En ascuas por la reelección
Las pensiones: un problema mayor

Índice

Editorial	2
I. Entorno Internacional	3
II. Entorno Macroeconómico y Financiero	7
Entorno macroeconómico 2004-2005	7
Entorno financiero 2004-2005	13
Entorno macroeconómico 2005-2006	17
Entorno financiero 2005-2006	18
En ascuas por la reelección	20
El sistema pensional colombiano	21
III. Estadísticas y Proyecciones	22
IV. Índice de actividades	24

Han elaborado esta publicación:

Daniel Castellanos

Miguel Medellín
Luisa Fernanda Cortés
Juan José Montoya
Carlos Edison Díaz
Javier Amador
Miguel Cardoso
Marcial Nava

daniel.castellanos@bbva.com.co

miguel.medellin@bbva.com.co
luisafernanda.cortes@bbva.com.co
juanj.montoya01@bbva.com.co
carloседison.diaz@bbva.com.co
j.amador@bbva.bancomer.com
miguel.cardoso@grupobbva.com
jm.nava@bbva.bancomer.com

Editorial

El comportamiento de la economía colombiana durante el primer trimestre del año ha sido satisfactorio. Con alguna demora se conocieron las cifras de crecimiento de la economía en el 4T04 y, con ellas, las de todo el año 2004. Luego de corregidas las cifras del 2T y del 3T, el crecimiento en 2004 resultó ser de casi 4%, una cifra superior a lo esperado. Este crecimiento es satisfactorio, aunque es inferior al promedio latinoamericano. La inflación sigue mostrando una tendencia decreciente. En marzo se colocó en 5%, que es la meta puntual para el año. En ausencia de presiones inflacionarias, el Banco de la República, desde diciembre de 2004, ha adoptado una política monetaria muy expansionista, con dos objetivos: (1) contribuir a un mayor crecimiento económico, y (2) contener la apreciación del peso.

Esta posición del Banco se refleja fundamentalmente en dos decisiones: (1) en diciembre, el Banco bajó su tasa de interés de intervención a 6.5%, y (2) el Banco decidió cerrar por tiempo indefinido su “ventanilla de contracción”, de modo que ahora las entidades financieras que tienen excesos de liquidez no pueden depositarlos temporalmente en el Banco Central. La consecuencia de estas políticas ha sido la generación de unos excesos de liquidez importantes en el sistema financiero, que a su vez han repercutido en una tendencia a la baja de las tasas de interés de corto plazo, en particular la tasa de interés de referencia de la economía, la denominada DTF, que en la actualidad se encuentra en un 7.3%, unos 50 puntos básicos menos que a comienzo de año.

Los excesos de liquidez en alguna medida deben haber contribuido a contener la apreciación del peso, que este año ha sido bastante menor que en el anterior. Sin embargo, su principal efecto ha sido mantener la tendencia a la apreciación de los títulos de deuda interna emitidos por el Gobierno. En ausencia de otras posibilidades de inversión, las entidades con excesos de liquidez continúan generando un exceso de demanda de papeles del gobierno, apreciándolos, y haciendo que también las tasas de interés de largo plazo muestren una tendencia a caer. En el caso colombiano, pues, una situación excesivamente líquida está contribuyendo a una fuerte caída de las tasas de interés.

Desde el punto de vista doméstico, no parece haber razones para que este escenario cambie. La inflación está bien contenida y con tendencia a bajar (gracias al proceso de apreciación del peso). De esta manera, no hay razones internas importantes por las cuales la autoridad monetaria deba subir sus tasas de interés. Sin embargo, el escenario externo puede implicar otra cosa. La autoridad monetaria de Estados Unidos ha venido subiendo de manera gradual sus tasas de intervención desde el año pasado, de manera bastante predecible. En la actualidad, la tasa de referencia de la Fed está en 2.75%, y las proyecciones del Grupo BBVA sugieren que ella puede llegar a 4% a fin de año. El aumento gradual no ha tenido hasta el momento repercusiones muy notables en la economía colombiana, en parte porque las tasas de corto plazo continúan todavía bajas en Estados Unidos, y en parte porque el aumento observado hasta febrero de 2005 no se había transmitido a las tasas de largo plazo de ese país.

Sin embargo, en el último mes, las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos empezaron a subir, del 4% al 4.5% y los efectos no se hicieron esperar. Colombia fue el país que más deterioro tuvo en su evaluación de riesgo ante esta nueva situación, y los mercados cambiario y de deuda interna modificaron su tendencia de apreciación a depreciación. En los últimos días esta nueva situación se ha moderado, pero parece claro que Colombia es un país relativamente vulnerable a un cambio en las condiciones internacionales de financiación. A esto contribuye el hecho de que hay consenso en que la situación fiscal colombiana no está enteramente saneada. De esta manera, aunque no hay duda de que la economía colombiana, sin ser nada espectacular, está teniendo un buen desempeño, hay un elemento de riesgo este año, dado por su sensibilidad relativamente alta a un cambio en las condiciones de financiación internacionales.

I. Entorno internacional

Perspectivas para América Latina

Durante los últimos 25 años el desempeño de las economías latinoamericanas ha sido decepcionante, sobre todo si se le compara con el de otras regiones emergentes. La tasa de crecimiento promedio anual ha estado alrededor del 2,8%, por debajo de la observada a nivel mundial (3,3%) y menor a la lograda por los países del sudeste asiático (7,7%) (ver recuadro sobre Asia y América Latina). Esta diferencia en tasas de crecimiento supuso un incremento en la brecha entre los niveles de ingreso de la región y los observados en países ricos o en otros emergentes.

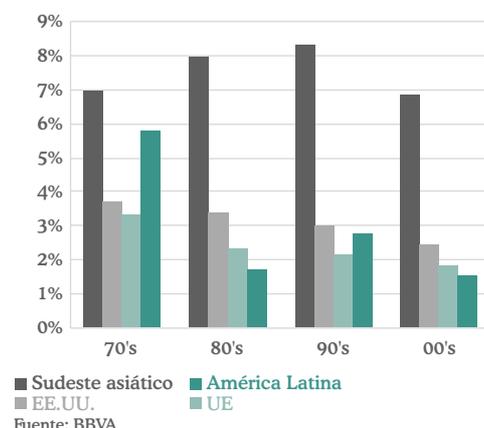
Sin embargo, durante 2004 observamos una fuerte recuperación de la economía latinoamericana con una tasa de crecimiento del 6%, superior a la histórica. Más aún, por primera vez en más de un cuarto de siglo, todas las economías de la región crecieron a tasas positivas. Esta sincronización en el crecimiento, y las condiciones externas e internas que se vislumbran para la región, nos hacen ser optimistas respecto al nuevo ciclo económico y más especialmente, respecto a 2005. En este sentido, esperamos que los mismos factores que promovieron la recuperación del año pasado, sigan teniendo un impacto positivo sobre la región (aunque sea de manera más atenuada): términos de intercambio favorables; crecimiento mundial sólido anclado por la demanda americana y china; entorno de tipos de interés históricamente bajos (aunque al alza) y surgimiento de la demanda interna como principal motor del crecimiento. A continuación se explica en detalle el impacto que cada uno de estos factores tendrá sobre el crecimiento de la región en los próximos meses y cuáles serán los principales riesgos a futuro en la región.

Factores externos: el precio de las materias primas se mantendrá en niveles históricamente elevados

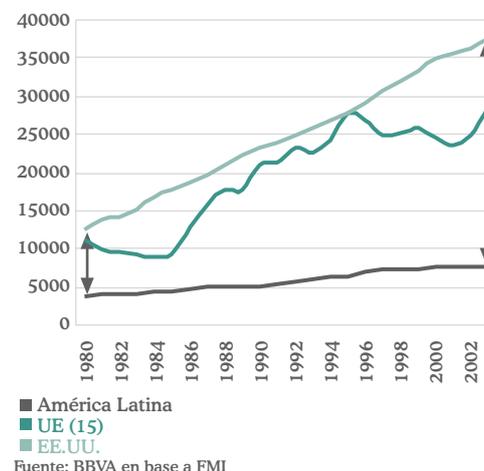
El comportamiento del precio de las materias primas fue fundamental para explicar el buen desempeño de las economías de América Latina a lo largo del 2004. Más aún, durante los primeros meses del 2005 los precios de las principales exportaciones de la región (petróleo, cobre, café y azúcar) han permanecido en niveles relativamente altos o se han incrementado. Lo anterior es importante debido al elevado peso que estos bienes tienen en el total de las exportaciones de la región. Las ventas al exterior de materias primas representaron más del 31% del total de las exportaciones de América Latina en 2004. Sin embargo, este número subestima la importancia del comercio de este tipo de bienes en la región debido a la presencia de México, país cuya política comercial le ha permitido diversificar su producción e incrementar sustancialmente sus exportaciones no petroleras. Si eliminamos al país norteamericano del cálculo anterior, obtenemos que el 45% de las exportaciones latinoamericanas son de materias primas.

Dada la situación arriba subrayada, no sorprende que exista una relación positiva entre los precios de las materias primas y el ciclo económico en América Latina (ver gráfico adjunto). Por lo tanto, es fundamental comprender cuál será el comportamiento del coste de este tipo de bienes durante los próximos meses para poder entender mejor cuáles serán las perspectivas para la región. En este sentido, nuestras previsiones muestran que seguimos pensando que habrá un ajuste a la baja en los precios de las materias primas durante los meses siguientes. Sin embargo, esperamos que el cambio no sea sustancial y que los precios se mantengan en niveles relativamente altos con respecto a la serie histórica.

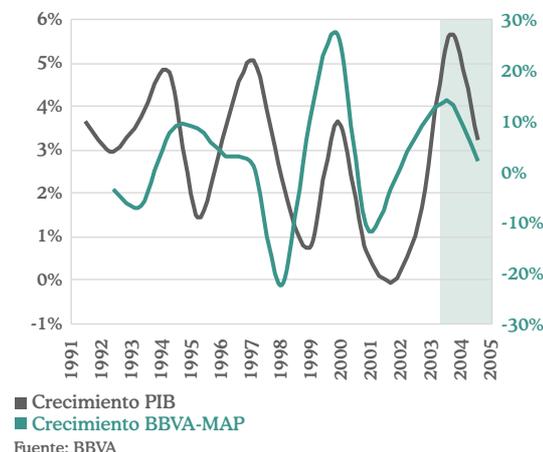
Crecimiento promedio



Evolución del PIB per cápita (\$ PPP)

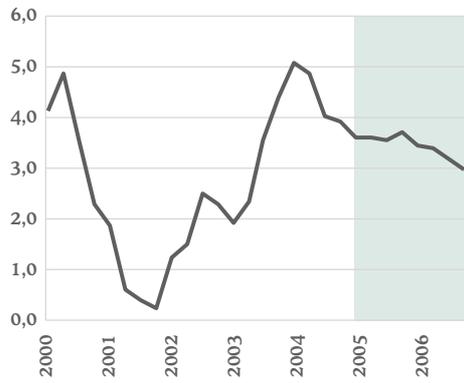


PIB y BBVA-MAP Latam



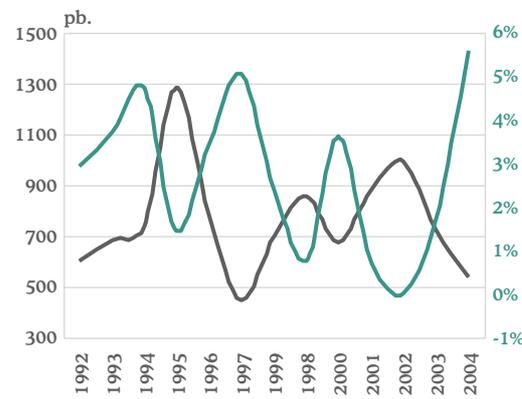
PIB en EE.UU.

var. % interanual



Fuente: BBVA

Crecimiento y spread Latam



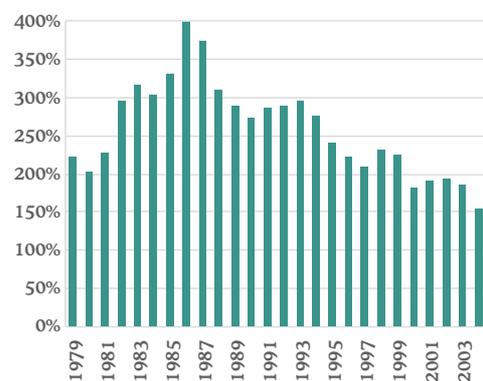
■ EMBI+ Latam

■ PIB

Fuente: BBVA

Deuda externa

(% sobre exportaciones)



Fuente: BBVA

Factores externos: El crecimiento en EE.UU. durante 2005 estará cercano a su potencial

Otro factor que afecta en diversos grados al crecimiento de la región es el desarrollo de la economía estadounidense. En este sentido, la actual expansión del PIB norteamericano ha sido fundamental para explicar el buen paso de economías como la mexicana (dada la relación tan cercana entre estos dos países) o de forma más indirecta, la sólida demanda mundial por bienes primarios. De esta manera, preveemos que la actual expansión del producto se sostenga durante los próximos dos años, aunque el ritmo de crecimiento será inferior al observado durante el 2004. Esta visión está basada en el dinamismo del consumo privado y en el fuerte impulso de la inversión, los cuales continuarán siendo los principales soportes de la expansión.

Con respecto al consumo, cuatro factores sugieren que la tendencia de expansión del gasto de las familias continuará durante los próximos dos años. Primero, el crecimiento de la productividad se moderará en torno a su tendencia de largo plazo (2-2,5%). Segundo, el mantenimiento de bajas tasas de interés reales seguirá empujando la expansión del gasto en bienes duraderos. Tercero, el aumento en el valor de la vivienda, seguirá permitiendo un crecimiento significativo en la riqueza de las familias. Por último, la recuperación del mercado laboral cobra fuerza y se convertirá en un factor más de apoyo.

En lo referente a la inversión, la sólida situación financiera de las empresas y el crecimiento de la demanda interna permitirán que se mantenga el dinamismo de esta variable, aunque su crecimiento será más moderado que el registrado durante 2004.

Factores externos: Se prevén aumentos graduales en los tipos de interés de EE.UU.

Uno de los factores que más ha beneficiado a América Latina en los últimos meses, ha sido la actual coyuntura de bajos tipos de interés. Aún y cuando la Reserva Federal inició el año pasado un incremento de sus tipos de referencia, estos aumentos han sido graduales y no han tenido mayor impacto en las primas de riesgo de la región. Esto es importante debido a la relación negativa que existe entre un incremento en el diferencial de riesgo en América Latina y la tasa de crecimiento del PIB regional (ver gráfico adjunto).

Así, se espera que la dinámica de la Reserva Federal de aumentar 25 pb su tasa de referencia en cada una de las reuniones celebradas desde junio de 2004 se mantenga hasta que los tipos se aproximen a niveles del 3% (previsiblemente en la reunión del 3 de mayo). Sin embargo, a partir de ahí surgirá una mayor incertidumbre sobre el ritmo de los siguientes aumentos. En particular, los tipos nominales se situarán en el límite de la zona considerada como "neutral" (tasas de interés entre el 3 y el 5%), lo que podría conducir a la autoridad monetaria a condicionar futuros cambios a la información que vaya surgiendo.

En este contexto de mayor incertidumbre sobre la política monetaria, se prevé que los tipos de interés de largo plazo en EE.UU. vayan aumentando gradualmente hasta situarse al cierre de 2005 en el 4% y alrededor del 5% en 2006. Esta subida de tipos podría traer una corrección en el proceso de búsqueda de rentabilidades que ha llevado los diferenciales de deuda corporativa y de países emergentes a niveles muy reducidos. Sin embargo, en este escenario se prevé que dicho ajuste sería limitado ya que la situación de la región es claramente diferente a la observada durante las crisis anteriores de 1994 y 1997¹. En particular, las cuentas externas son ahora más saludables que en épocas pasadas (se prevé un superávit en cuenta corriente del 0,1% del PIB para 2005) y la región ha llevado a cabo un proceso de reestructuración de deuda y apertura comercial que la hace menos vulnerable a choques externos.

¹ Para más detalles ver José Luis Escrivá, "¿Están las estrellas alineadas? Las claves del crecimiento económico en América Latina", presentación para periodistas latinoamericanos realizada el 23 de febrero de 2005, Madrid, BBVA. <http://www.bbva.es>.

Sin embargo, un escenario de mayor riesgo consistiría en que la Reserva Federal hiciera una pausa en sus subidas de tipos, y que el mantenimiento de una elevada expansión monetaria llevara a que surgieran expectativas de mayor inflación. En esta situación, el ajuste de las variables financieras podría ser más abrupto, con subidas significativas de tipos en el tramo largo de la curva de deuda y con una mayor depreciación del dólar.

Un segundo escenario de riesgo está relacionado con el bajo nivel de ahorro de las familias estadounidenses y con su alto grado de endeudamiento. Un choque negativo de confianza puede precipitar un descenso de la actividad, sin fuertes presiones inflacionistas de fondo, lo que detendría las subidas de tipos de la Reserva Federal y que mantendría los tipos de interés de largo plazo durante todo el año 2005 en niveles próximos a los actuales.

Factores internos: La demanda doméstica como motor del crecimiento

Una de las principales consecuencias de la recuperación observada durante el 2004 ha sido la mejora en el poder de compra de las familias latinoamericanas y el renovado optimismo en la región. Lo anterior ha resucitado a la demanda interna como principal motor del crecimiento (ver gráfica adjunta). Más aún, el comienzo de este ciclo económico ha sido impulsado por ganancias en la productividad de las empresas sin mayores incrementos en el empleo. De esta manera, conforme la demanda doméstica vaya aumentando, se prevé que durante 2005 observemos un incremento del personal contratado y consecuentes mejoras en el ingreso de las familias.

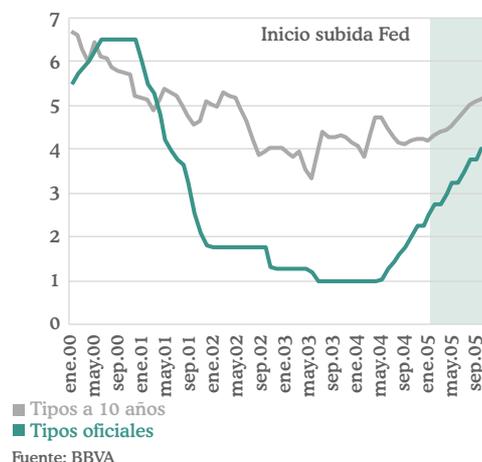
Por otro lado, una de las características fundamentales de esta recuperación ha sido el mayor crecimiento del crédito bancario. En particular, el incremento anual de los préstamos ha alcanzado tasas de entre 20 y 30% en Argentina, Brasil y México. En Chile, Colombia, Perú y Venezuela la tendencia de esta variable es también al alza. Varios factores pueden ser mencionados para explicar dicho fenómeno. Por ejemplo, un factor que ha ayudado a las economías de la región a reactivar su sistema financiero ha sido la mejora en la cartera crediticia de los bancos. En particular, excluyendo a Argentina, el promedio de la tasa de mora para las principales economías de la región se sitúa en niveles inferiores a los observados en otros países emergentes (4,9 vs. 10,3% en Asia durante el 2003). Este saneamiento financiero, necesario después de las distintas crisis sufridas, ha permitido una posición más frugal y proclive al crédito.

Otro factor que ha incentivado los préstamos ha sido la estabilidad económica alcanzada por países como México o Chile, que ha permitido un cambio en la mentalidad de los agentes económicos. En particular, las condiciones observadas en estos países han permitido que se alarguen los horizontes de inversión y que se desarrollen mercados de largo plazo como el hipotecario. En este sentido, el caso de México es ejemplar ya que el número de créditos en este sector se incrementó un 122% durante el año pasado y la tendencia de la tasa de crecimiento de los préstamos es a la alza (26% en diciembre de 2004). El efecto de un mayor crédito a la vivienda ya ha tenido un impacto sobre la economía del país. En particular, la tasa real de crecimiento del sector construcción ha estado por encima de la observada por el resto de la economía y en niveles cercanos al 6%, con lo cual se ha convertido en uno de los principales sectores generadores de empleo en México.

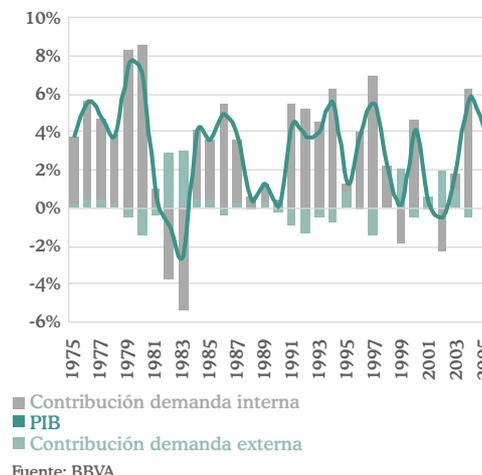
La economía política de lo posible

Resumiendo todo lo anterior, se puede inferir que nuestras previsiones para el resto de 2005 son cautelosamente optimistas. Particularmente, esperamos que la región crezca por encima del 4%, nivel que se estima superior al promedio histórico de los últimos 20 años, mientras que de nuevo el crecimiento será sincronizado.

EE.UU.: tipos de interés



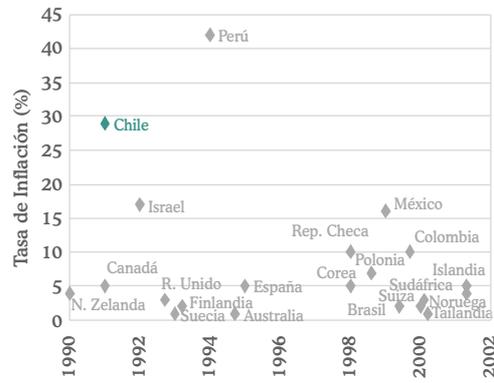
Crecimiento en América Latina



México: crédito bancario (% interanual)

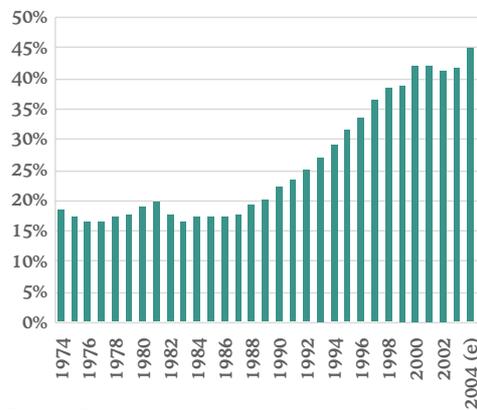


Año de adopción de la meta e inflación inicial



Fuente: BBVA

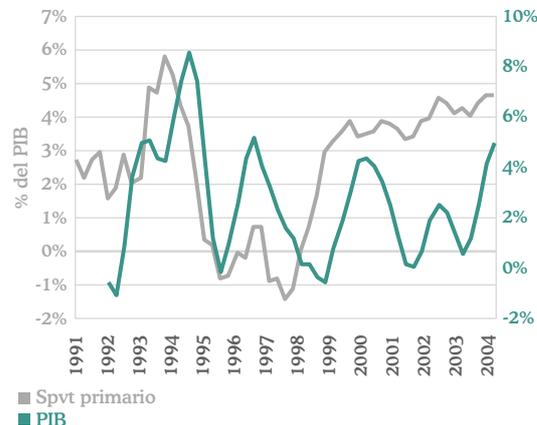
Apertura comercial América Latina



Fuente: BBVA

Superávit primario sector público y crecimiento del PIB

(acumulado 12 meses)



Fuente: BBVA

Parte de este crecimiento estará sustentado en un entorno exterior que se percibe como benévolo (con ciertos riesgos), Sin embargo, la situación doméstica y, sobre todo, el desarrollo de una nueva economía política en América Latina representan las bases de nuestra perspectiva sobre la región para el futuro cercano. Respecto a esto último, es posible vislumbrar a lo largo de la región, una serie de características de gobierno similares entre sí, que parecen haber sido aceptadas por encima de cualquier ideología².

En primer lugar, gobiernos de izquierda o de derecha han adoptado como suya la disciplina monetaria y la austeridad fiscal. De esta manera, desde 1998, el crecimiento en precios se ha mantenido en niveles por debajo del 10% en la región (con excepción de 2002 cuando subió a 13% debido a la crisis argentina). Además, durante el presente año esperamos que la inflación esté cercana al 6,6% anual (vs. 6,8% en 2004), con reducciones importantes en Brasil, México y Perú. Por otra parte, el sector público ha generado déficits que se han reducido constantemente durante los últimos años y que actualmente están en niveles del 1% (1,3% en 2005 vs. 1,0% en 2004).

Finalmente, existe una convicción regional sobre las ventajas que el comercio exterior puede traer a las economías de América Latina. Ya sea a través del impulso de tratados comerciales con países ricos (EE.UU. o la UE) o a través de la firma de acuerdos intra-regionales como TLCCA o Mercosur, las economías de la región han buscado la internacionalización de sus empresas y su incorporación a los procesos de producción globales. De esta manera, la apertura comercial en América Latina, medida por la suma de las exportaciones e importaciones como proporción del PIB, ha pasado desde niveles comparativamente bajos (17% en 1985) hasta cifras que demuestran su internacionalización (45% en 2004) (ver gráfico adjunto).

Estos procesos de adaptación son particularmente llamativos en los casos de Chile, México y Brasil. El ejemplo chileno es paradigmático en el sentido de que fue el predecesor de todos los demás. Una de las características fundamentales de este proceso de adaptación a lo posible fue la decisión de implementar reformas que supusieran una transición gradual hacia los objetivos previamente fijados. De esta manera, la inflación tardó 10 años en bajar del 25% anual a menos del 5%, lo cual contrasta con episodios como el argentino, donde en menos de 5 años la inflación disminuyó desde un 4900% hasta un 4%. Este "gradualismo", también aplicado en otros ámbitos de la economía, ha llevado a Chile a tener el éxito hoy reconocido.

En términos de política comercial, tanto México como Chile han decidido unilateralmente reducir sus barreras arancelarias y firmar acuerdos bilaterales que les permitan una mayor libertad comercial. Lo particular del caso mexicano es su "anclaje" a la economía estadounidense, ya que durante los últimos diez años la sincronización de los ciclos económicos entre estos dos países se ha incrementado. En este sentido, la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte le ha permitido al país eliminar parcialmente su dependencia del petróleo y una diversificación de sus ingresos en divisas extranjeras que lo hace menos vulnerable a choques externos.

En el caso de Brasil uno de los principales miedos que existían en la región era que al llegar al poder, un gobierno de izquierda tirase por la borda lo obtenido en términos de disciplina fiscal. Sin embargo, la economía brasileña ha logrado demostrar que un buen manejo de la macroeconomía y un gobierno que se preocupe por las demandas sociales son compatibles (ver gráfica adjunta). De cara a 2006, uno puede, en este sentido, apuntar que Brasil ya superó la prueba de fuego del ciclo político.

² Para más detalle ver, Javier Santiso, "América Latina: la economía política de lo posible", presentación realizada el 3 de marzo de 2005 para el Directorio del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Washington D.C., BID. Ver: <http://www.bbva.es>.

II. Entorno Macroeconómico y Financiero

Entorno Macroeconómico 2004-2005

El crecimiento en 2004 terminó sorprendiendo

Tal como predijeron diferentes indicadores líderes de actividad, el último trimestre de 2004 mostró un mejor desempeño económico, con un crecimiento del PIB de 4,28% interanual. Con este resultado, más una sorpresiva revisión al alza en las tasas de crecimiento del segundo y tercer trimestre (de 4,62% a 4,86% y de 2,46% a 2,93%, respectivamente), la economía colombiana logró lo que parecía improbable hasta hace menos de dos meses: crecer al 4% anual, alcanzando la meta del Gobierno.

Incorporando los resultados del último trimestre, el crecimiento en 2004 estuvo impulsado por la construcción, el comercio, el transporte, la industria y el sector financiero. En una señal de solidez, todos los sectores de la economía mostraron un crecimiento positivo.

Por componentes del gasto, el crecimiento de la economía estuvo apoyado en la inversión y las exportaciones. El rápido crecimiento de las importaciones fue un importante obstáculo al crecimiento.

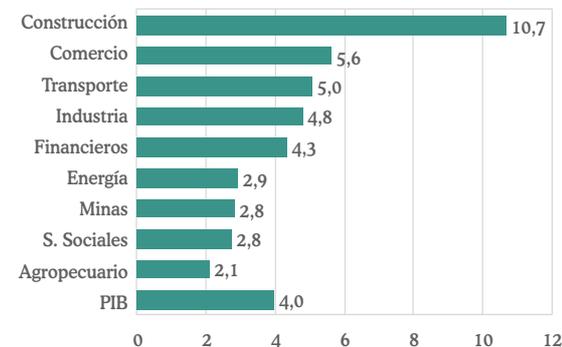
Con la tasa de crecimiento obtenida en el cuarto trimestre del año pasado (14,92% interanual), la inversión fija completó 11 trimestres consecutivos creciendo por encima del PIB. Así ha habido una recuperación importante de la inversión como proporción del PIB, hasta llegar al 17,3%, cifra que en todo caso no alcanza los niveles de mediados de la década de los 90 (22,4% del PIB). A pesar del notable desempeño de la inversión, hay pues aún necesidad de que los ritmos de crecimiento observados se mantengan. El buen resultado de la inversión se explica fundamentalmente por los incrementos en la construcción de edificaciones, las compras de equipo de transporte y la acumulación de maquinaria y equipo. La inversión en obras civiles ha empezado a recuperarse.

La contribución de las exportaciones al crecimiento también ha sido importante. Esto ha ayudado a compensar parcialmente el impacto negativo del aumento de las importaciones, que resulta de la mayor demanda interna y la apreciación del COP. Sin embargo, el 4T04 muestra al respecto una tendencia preocupante: mientras todos los componentes de la demanda mostraron una recuperación, ese no fue el caso de las exportaciones. Así, la gran dinámica importadora podría prolongar en el corto y mediano plazo su impacto negativo en el crecimiento del producto.

Los resultados del cuarto trimestre aclararon dudas sobre la fortaleza de la demanda interna y, en particular, el consumo de los hogares, que se había desacelerado en el tercer trimestre. Sin embargo, el consumo privado, durante el año, creció ligeramente por debajo del PIB. Su relativo estancamiento es una de las principales razones que explican el crecimiento relativamente modesto de Colombia en el contexto latinoamericano. Como ocurrió a lo largo de 2004, en el último trimestre el consumo de los hogares estuvo impulsado por el consumo de bienes durables, favorecido por la apreciación del peso y las bajas tasas domésticas de interés. Sin embargo, en el cuarto trimestre hubo señales de recuperación del consumo de bienes no durables.

Durante 2004 se mantuvo una relación muy estrecha entre inversión y la actividad constructora, la cual mantuvo buena dinámica a pesar de que ciertos indicadores líderes del sector mostraron, desde el segundo semestre, cierta fatiga. Igualmente, el crecimiento de la inversión en equipo de transporte y en maquinaria y equipo han estimulado las importaciones, las cuales a su vez reflejaron la mayor dinámica de sectores como la industria y el transporte. Así mismo, el buen desem-

Crecimiento económico por ramas de actividad económica (variación anual)



Fuente: DANE

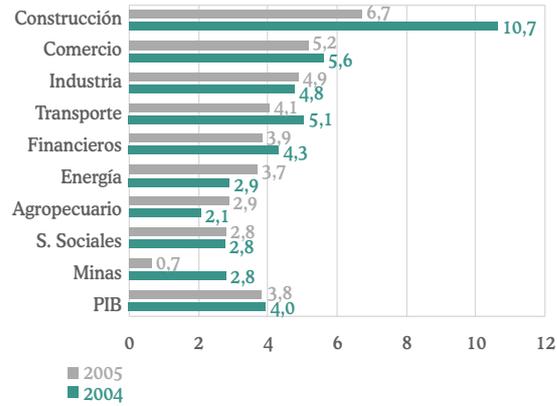
Crecimiento económico por componentes de la demanda (variación porcentual anual)



Fuente: DANE

Proyecciones de crecimiento oferta y demanda

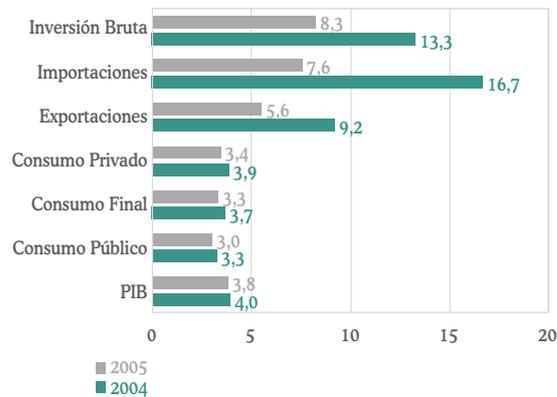
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE

Proyecciones de crecimiento oferta y demanda

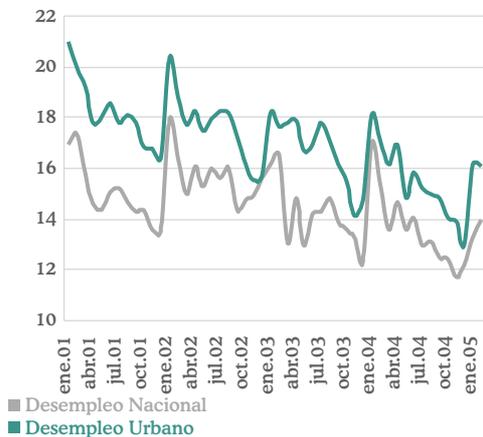
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE

Tasa de desempleo

(porcentaje)



Fuente: DANE

peño del gasto de los hogares en bienes de consumo durable estimuló las importaciones de bienes de consumo y la expansión del comercio. La caída de las exportaciones de petróleo fue compensada por unas mayores ventas de carbón, permitiendo un incremento del producto del sector minero. Las exportaciones no tradicionales estimularon el crecimiento del sector industrial, el cual aprovechó la recuperación de Venezuela.

El crecimiento en 2005 debe ser ligeramente inferior al de 2004

La evolución de las expectativas de los agentes, el relajamiento de la política monetaria para estimular la demanda interna y el mantenimiento del entorno internacional favorable en el primer trimestre de 2005 –caracterizado por un incremento medido de los tipos de interés en los Estados Unidos, la continuidad del auge en los mercados internacionales de productos básicos, la persistencia de la liquidez en los mercados financieros internacionales y el alza en las previsiones de crecimiento de algunos de nuestros principales socios comerciales– sugieren que los mismos determinantes que impulsaron el crecimiento el año pasado continuarán estimulándolo este año, aunque con menor intensidad.

A pesar que las expectativas y la confianza de industriales, comerciantes y consumidores se encuentran por debajo de los máximos registrados en el primer semestre de 2004, se mantienen encima de sus promedios históricos, indicando que la demanda interna continuará impulsando el crecimiento del PIB, pero a un ritmo menor.

La continuidad del auge en los mercados internacionales de productos no será suficiente para sostener el ritmo de crecimiento de las exportaciones, que se desacelerarán como consecuencia de la normalización de la actividad en Venezuela. De esta manera, el aporte neto del sector externo al crecimiento del producto en 2005 será inferior.

En consecuencia, el crecimiento del PIB se reducirá ligeramente de 4% en 2004 a 3,8% en 2005, como resultado de un incremento menos dinámico de la inversión, el consumo y las exportaciones.

La desaceleración del PIB por el lado de la oferta se explica por un menor incremento de la construcción, en la que es previsible por un área licenciada más pequeña y un descenso en la iniciación de obras; un menor ritmo de crecimiento del sector minero, resultante de la disminución continuada en la extracción de crudo; un aumento menos dinámico del comercio, consecuencia de la desaceleración del consumo; y una menor expansión del sector financiero, en razón de un menor crecimiento de la cartera asociado con la ralentización del consumo y una menor valorización de las inversiones financieras.

El mercado laboral continúa su gradual mejora

En el primer bimestre de 2005, el desempleo continuó reduciéndose lentamente: su tasa disminuyó de 15,4% a 14%, gracias a un incremento de 1,6% interanual en el empleo y a un descenso de 0,1% interanual en la PEA. El crecimiento del empleo se explica por un incremento del empleo formal y una disminución en el informal, lo cual sugiere una sustitución entre los dos, que mejora la calidad del empleo. La mayor generación de empleo ha conducido a un incremento en los ingresos de los hogares, permitiendo que algunos de sus miembros se retiren de la PEA.

La inflación sigue controlada, gracias a la apreciación

En materia de inflación, el primer trimestre del año se caracterizó por registrar resultados muy favorables y puede decirse que continúa la tendencia decreciente que se ha observado casi de manera continua desde enero de 2003. La inflación total interanual pasó de 5.49% en diciembre de 2004 a 5.03% en marzo de 2005. Un aspecto importante

que caracterizó el comportamiento de la inflación en el 2004 y que siguió presente durante los tres primeros meses de este año fue la reducción importante de la inflación básica y su convergencia hacia la inflación total. La inflación básica en marzo fue 4.83%, después de ubicarse en 5.52% en diciembre del año anterior. Sin lugar a dudas el factor que más ha contribuido a esta disminución ha sido la apreciación del peso. En efecto, en marzo la variación interanual del índice de precios al productor de bienes importados se ubicó en -2%, mientras que el mismo mes del año anterior esta era de 0.1%. Sin embargo, el buen dinamismo de la inflación total también ha sido consecuencia de la evolución favorable de los precios de los alimentos, los cuales a diferencia de años anteriores, no han generado sorpresas ni presiones importantes.

Otro aspecto importante de la inflación durante los primeros meses de 2005 está vinculado con la evolución de las expectativas. Es claro que el logro de la meta de inflación en el 2004 y su tendencia decreciente en lo corrido de 2005 ha generado una gran credibilidad en la meta de inflación del Banco de la República (BR). La meta que estableció el Emisor para este año fue un rango entre 4.5 y 5.5%, con dato puntual de 5%. Según la encuesta mensual de expectativas de marzo de 2005 que el BR realiza a bancos y comisionistas de bolsa, los agentes esperan una inflación de 5.21% para diciembre de este año. Por su parte, los resultados de la encuesta trimestral que realizó esta misma entidad en enero de este año a diferentes instituciones y sectores de la economía sugieren que los agentes esperan una inflación de 5.4% en diciembre de 2005. En cualquier caso, los agentes han venido reduciendo sus expectativas de inflación para diciembre de este año y cada vez hay más convergencia hacia la meta puntual del BR (5%).

Buena parte del boom externo de 2004 se mantendrá en 2005

Un entorno internacional excepcionalmente favorable en 2004, caracterizado por excelentes precios de los productos básicos que Colombia exporta, por la aceleración del crecimiento mundial y regional, por una notable expansión del comercio internacional, por excesos de liquidez y mayor tolerancia al riesgo en los mercados financieros, condujo a un desempeño notable del sector externo.

Los elevados precios de los commodities y la aceleración del crecimiento de nuestros principales socios comerciales, particularmente de Venezuela, Estados Unidos y Ecuador, originaron un incremento apreciable de los ingresos por exportaciones (25,9% anual), que alcanzaron el valor más alto desde 1916 (USD 16.843,1 millones). El incremento resultó balanceado entre las exportaciones no tradicionales (USD 8.887 millones), que aumentaron 25,8% anual; y las tradicionales (USD 7.596 millones), que crecieron 26% anual.

Los ingresos por exportaciones tradicionales se incrementaron con base, sobre todo, en el mayor valor de las de petróleo y sus derivados; y en menor medida, de las de carbón. En todos los casos, el mayor valor de las tradicionales provino de sus mejores precios internacionales.

Los ingresos por exportaciones no tradicionales aumentaron principalmente en los mercados de la Comunidad Andina de Naciones, particularmente en Venezuela; y en los Estados Unidos, la Unión Europea y México, con base en la venta de productos industriales.

Estimulados por la apreciación real y la mayor actividad económica, los egresos por importaciones (USD 15.626,4 millones FOB) se incrementaron dinámicamente (20% interanual) con base en las mayores compras de materias primas y bienes de capital para la industria, bienes de consumo –sobre todo duradero- y equipo de transporte.

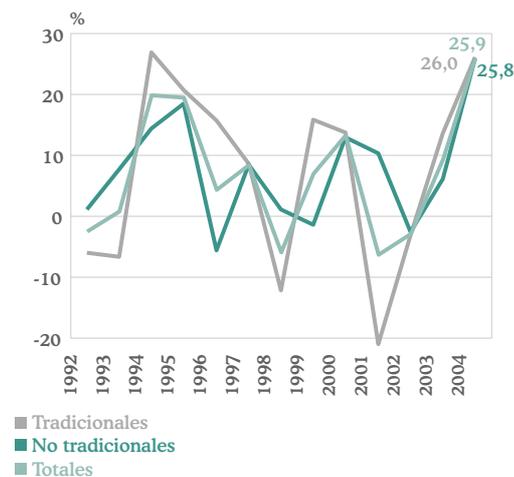
A pesar de la aceleración de las importaciones, el incremento excepcional de las exportaciones de bienes permitió el surgimiento de un

Variación Interanual IPC



Fuente: DANE. Cálculos DEE del BBVA Colombia

Variación interanual de exportaciones de bienes



Fuente: DANE - Mincomercio

Índice precio internacional de productos primarios

(julio 93=100)



Fuente: Banco Mundial - DEE BBVA Colombia

holgado superávit comercial (USD 856,7 millones), que contrasta con el déficit proyectado inicialmente (-USD 718 millones). En consecuencia, la cuenta corriente en 2004 arrojó un déficit (-USD 1.110 millones; 1,1% del PIB) 8,7% mayor que el de 2003 (-USD 1.021 millones; -1,3% del PIB), pero mucho menor que el esperado al comienzo del año (-USD 2.330 millones).

El superávit en la cuenta de capital en 2004 (USD 3.385 millones; 3,5% del PIB) aumentó 358% como efecto, principalmente, del incremento en los flujos netos de corto plazo, que pasaron de un déficit de -0,3% del PIB a un superávit de 1,7% del PIB; y en menor medida, del incremento en el superávit de 1,3% a 1,7% del PIB en los de largo plazo. Los primeros aumentaron por los mayores endeudamiento, inversión de cartera y crédito comercial netos. Los flujos netos de largo plazo se incrementaron gracias a la menor inversión directa en el exterior, la cual disminuyó 84%; y a la mayor inversión extranjera directa -en carbón y petróleo- y de portafolio en Colombia, las cuales se incrementaron 53% y 612%, respectivamente.

Con unos errores y omisiones por USD 266 millones, la acumulación de reservas internacionales brutas en 2004 fue de USD 2.541 millones, alcanzando un saldo de USD 13.540 millones al finalizar el año.

Durante el primer trimestre de 2005, el boom de precios de los productos primarios que Colombia exporta ha continuado, razón por la cual hemos revisado nuestras proyecciones de la cuenta corriente, que arrojan ahora un resultado más favorable, después de incorporar unos precios promedio más elevados para el año.

Con los nuevos supuestos, las exportaciones tradicionales (USD 8.883,2 millones) aumentarían 16,9% y podrían inclusive crecer al 21%, si perdurara el auge en los precios del café. Las no tradicionales (USD 9.887 millones) crecerían alrededor de 11%, reduciendo el ritmo respecto de 2004, como efecto de una ligera desaceleración del crecimiento mundial y regional. En consecuencia, los ingresos por exportaciones de bienes (USD 18.770,2 millones) aumentarían 13,9%.

Los egresos por importaciones de bienes (USD 18.664,9 millones) se incrementarían 19,4%, debido al sostenimiento de un dinámico ritmo de actividad económica.

La balanza comercial, en estas circunstancias, arrojaría un pequeño superávit (USD 105,4 millones), cuya magnitud podría incrementarse (USD 475,4 millones) si persisten los elevados precios del café.

Bajo el nuevo escenario, el déficit en la cuenta corriente (-USD 1.859,8 millones) aumentaría de -1,1% del PIB en 2004 a -1,8% del PIB en 2005, pero podría quedar en -1,4% del PIB, si persistiera el auge en el mercado cafetero.

El superávit estimado en la cuenta de capital (USD 2.946,8 millones) disminuiría de 3,5% a 2,9% del PIB, por el menor incentivo de endeudarse en el exterior y de invertir en activos financieros domésticos, a medida que se reduzca el diferencial de rendimiento con el incremento progresivo de los tipos externos de interés.

En este escenario más favorable, gracias a la prolongación del auge en los mercados internacionales de productos básicos, la acumulación de reservas internacionales sería de USD 1.087 millones, con lo cual su saldo llegaría a USD 14.626,8 millones al final de 2005 y podría incrementarse, inclusive, en otros USD 400 millones si se mantienen los precios del café.

Las cifras de la balanza cambiaria a 4 de marzo de 2005 arrojan un pequeño superávit corriente (USD 29 millones) -que contrasta con el déficit del mismo período del año anterior (-USD 185 millones)-, lo-grado gracias al crecimiento más dinámico de los ingresos (19% interanual) que de los egresos (16% interanual).

Extrapolando las tendencias de la balanza cambiaria del primer bimestre, podría obtenerse en 2005 una acumulación de reservas internacionales similar a la del año pasado, pero para lograrlo tendría que persistir la bonanza exportadora, dados los menores flujos netos de capital.

El déficit del sector público consolidado resultó coyunturalmente muy favorable

Los datos del cierre fiscal en 2004 resultaron ser mucho mejores que lo esperado. El déficit del Sector Público Consolidado (SPC) fue de 1,2% del PIB, inferior a la meta acordada con el FMI de 2,3% del PIB¹. Este resultado favorable es producto fundamentalmente de mayores ingresos por los altos precios del petróleo y de menores gastos por la falta de ejecución de los planes de gasto de los gobiernos territoriales.

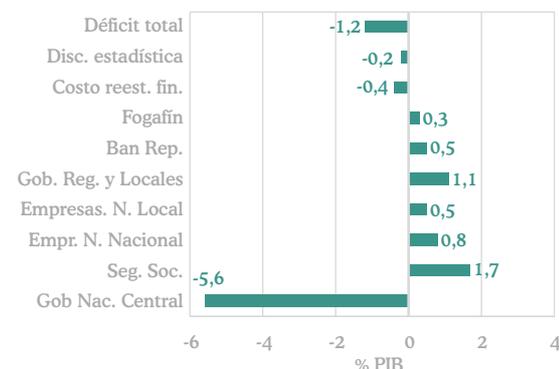
El déficit del SPC es consistente con un déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) de 5,6% del PIB, que se ajusta a la meta que se fijó para 2004, y de un superávit del sector descentralizado del 4,2% del PIB, superior a la meta para 2004 de 3,1% del PIB. Estas cifras sugieren que el problema fiscal colombiano está concentrado en el GNC, y que la sorpresa fiscal favorable de 2004 se dio fundamentalmente en el sector descentralizado. Si bien esto es contablemente así, el déficit del GNC en buena parte se explica por las transferencias que tiene que hacer al sector descentralizado, y que en éste se contabilizan como parte de su superávit.

En el sector descentralizado se destacó el superávit en los gobiernos regionales y locales, que pasó de 0,3% del PIB en 2003 a 1,1% del PIB en 2004, consecuencia del flujo de acumulación de activos en el sistema financiero, el cual creció 225% respecto al nivel de 2003. Este resultado se debe principalmente a la baja ejecución de gastos, que crecieron sólo 3% en 2004, y a los elevados precios del petróleo y el carbón, que aumentaron los ingresos totales de los gobiernos territoriales en 10% y permitieron el pago de deuda contraída por las regiones. Otro superávit importante en el sector descentralizado fue el de la Seguridad Social, de 1,7% del PIB, con un aumento durante el año de cerca de 1% del PIB. Esto se debe fundamentalmente al aumento en un 0,6% del PIB de los aportes del GNC, destinados principalmente al área de pensiones.

En lo corrido de 2005, se han mantenido los altos niveles en los precios del petróleo observados en 2004. Por el contrario, con respecto al gasto regional, es razonable esperar que los gobiernos territoriales comiencen a ejecutar sus planes, dado que 2005 es un año preelectoral. Existe un conjunto de leyes que impide un manejo financiero territorial irresponsable, pero a medida que transcurra el término de los gobiernos territoriales, la ejecución de sus planes de gastos se acelerará, así como la disminución de los activos acumulados en el sistema financiero. Para 2005, se estableció como meta con el FMI un déficit fiscal del SPC equivalente a 2,5% del PIB, que incluye un componente de inversión en infraestructura de "alto rendimiento económico" equivalente al 0,3% del PIB, a cargo del GNC. Esta meta representa un aumento de 1,3% del PIB respecto al déficit observado en 2004. Es claro, pues, que los resultados de 2004 fueron el resultado de una coyuntura particularmente favorable, que en condiciones normales no se debe repetir en 2005.

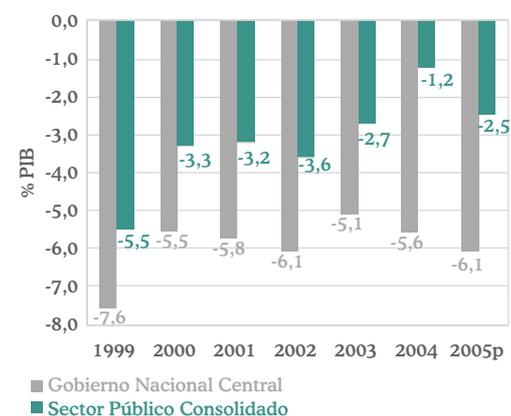
El GNC finalizó 2004 con un déficit de 5,6% del PIB, superior al déficit de 2003, que fue de 5,1% del PIB. El resultado de 2004 fue consecuencia de un incremento en los ingresos de 16% anual, lo cual puede considerarse como favorable. Los ingresos tributarios, que representan el 92% de los ingresos totales, cumplieron en un 101% la meta fijada en el Plan Financiero de 2004, como consecuencia de las reformas tributarias de 2002 y 2003 y de la actividad económica. Sin em-

Balance Fiscal Sector Público Consolidado (SPC)



Fuente: MINHACIENDA-CONFIS

Evolución de Balance Fiscal % del PIB



Fuente: MINHACIENDA-CONFIS

¹ Esta meta fue revisada a la baja en el 3T04. La meta inicial era de 2,5% del PIB.

bargo, los gastos crecieron 17,3% respecto a 2003, dando lugar a la ampliación del déficit. En los gastos se destacan, como lo han hecho en los últimos años, los pagos por intereses, las transferencias y las pensiones, revelándose así el problema estructural de las finanzas del GNC, ya que éstos son gastos inflexibles, determinados por mandato legal o por compromisos adquiridos con anterioridad.

Los gastos por funcionamiento totalizaron 11,8% del PIB, dentro de los que se destacan las transferencias al Sistema General de Participaciones (SGP)², que crecieron 8,4% respecto a 2003 y totalizaron 5,5% del PIB. El crecimiento en las transferencias al SGP obedece a que se estableció un sistema según el cual éstas crecen en un porcentaje igual a la inflación causada más unos puntos porcentuales, estipulados para cada año. Este sistema opera entre 2002 y 2008.

La meta para el déficit del GNC en 2005 es de 6,1% del PIB. Así, a pesar de los esfuerzos de ajuste, el déficit del GNC muestra una tendencia creciente en los últimos años, que revela su naturaleza estructural.

Con la caída de la reforma tributaria el año pasado, y tomando en cuenta las condiciones de liquidez del mercado, el Gobierno se vio en la necesidad de revisar, por segunda vez, su Plan de Financiamiento para 2005.

La segunda revisión implica una reducción importante de la financiación del GNC con recursos externos netos, que pasaría del 1,5% del PIB en 2004 a 0,6% del PIB en 2005. Esta reducción se explica porque de los requerimientos de financiación con bonos externos inicialmente previstos para 2005, por USD 1.500 millones, ya se prefinanciaron en 2004 USD 875 millones. De esta manera, la colocación de bonos que realmente se tiene que hacer en 2005 es por USD 625 millones, de los cuales, hasta la fecha, ya se han colocado USD 450 millones. Es decir, a la fecha de cierre de esta edición, ya se han colocado en los mercados internacionales bonos por USD 1.325 millones, de los USD 1.500 millones requeridos.

En términos netos, la estrategia del Gobierno implica una sustitución de crédito externo neto por crédito interno neto. En consecuencia, hay un aumento importante de la financiación prevista con crédito interno neto, de 2,9% del PIB en 2004 a 4,5% del PIB en 2005. Buena parte de este incremento se debe a una mayor colocación de títulos de deuda interna (TES), que aumenta del 6,5% del PIB en 2004 a 8,9% del PIB en 2005. Sin embargo, el Gobierno espera que esta mayor demanda de financiación no genere presión adicional sobre el mercado de deuda interna, puesto que está fundamentalmente destinada a la financiación de la seguridad social, y se ahorrará para cancelación de pasivos pensionales.

El plan de financiación con TES implica un aumento del 12,2% en el monto de las subastas a realizar en el mercado primario de estos papeles. Sin embargo, éste no reaccionó de forma negativa ante el aumento de la demanda de financiación por parte del Gobierno, pues los excesos de liquidez generados por la política expansiva que hasta el momento ha tenido la autoridad monetaria hacen atractiva la inversión en títulos de deuda pública.

Por otro lado, cabe anotar que a la cifra de TES para subastas se deben agregar cerca de COP 2,3 billones que el Gobierno subastó dentro de su programa de compra de reservas al BR. Estas subastas no ejercen presión sobre los mercados, ya que el BR compra el monto subastado en TES en el mercado secundario. Mediante este mecanismo se consiguieron recursos para prepagar un crédito con el BID por un monto de USD 1.250 millones, es decir, se sustituye deuda externa por interna, lo cual disminuye la exposición al riesgo cambiario de la deuda pública del país.

Concepto	COP mM	
	2004	2005
Financiamiento	14.838	17.471
Crédito Externo Neto	3.727	1.541
Crédito Interno Neto	7.291	12.193
Portafolios y Otros Recursos	1.184	5.730
Otros	2.635	-1.993

Fuente: MINHACIENDA - CONFIS

¹ Transferencias que el Gobierno Nacional tiene que hacer a los gobiernos subnacionales.

Otro rubro cuya contribución a la financiación del déficit del GNC aumenta de manera sensible es el denominado “portafolio y otros recursos”, que pasa del 0,5% del PIB en 2004 al 2,1% del PIB en 2005. Es claro, pues, que el Gobierno está financiando parte de su déficit de 2005 con liquidación de posiciones de portafolio constituidas en años anteriores.

Para corregir la situación de debilidad estructural de las finanzas públicas, las autoridades se han comprometido ante el FMI a reducir el nivel de endeudamiento del GNC, que actualmente es del 52,7% del PIB, a 40% del PIB en un periodo de 10 años. Las autoridades han presentado una serie de medidas y proyectos de Ley que están haciendo trámite en el Congreso.

El proyecto de reforma al Estatuto Orgánico del Presupuesto, que hizo parte del anterior acuerdo con el FMI, busca ajustar las finanzas públicas mediante un mejora en el proceso presupuestal. El proyecto fue radicado por Minhacienda en 2003 y aprobado en primer debate en junio de 2004. Se esperaba que el segundo debate se diera el segundo semestre del año pasado, pero esto no ocurrió. Se espera que se le dé trámite en esta legislatura, y que pase a los dos debates restantes en el Senado, pues, de no ser así, el proyecto se hundiría por vencimiento de términos.

En cuanto al problema pensional, está cursando el proyecto de reforma del régimen pensional, al cual le faltan cuatro debates en el Congreso, antes del próximo 20 de junio (fin de la legislatura). Hasta ahora el proyecto eliminaría los regímenes pensionales especiales a partir de 2010 (exceptuando el de la fuerza pública y los maestros); también elimina la mesada 14 para los nuevos pensionados. El tema más importante para el GNC respecto a este proyecto es el fin del régimen de transición, cuya vigencia actualmente va hasta 2014, con un elevado costo fiscal para la nación. Con la reforma, el Gobierno espera reducir la vigencia del régimen hasta el 31 de diciembre de 2008, pero, tal y como va hasta ahora el proyecto, el régimen terminaría en 2010.

Hay otros proyectos fiscales de importancia que están en espera, como la reforma tributaria estructural y la reforma de las transferencias. Sin embargo, siendo el año 2005 un año preelectoral y con una agenda legislativa colmada por proyectos de índole política, como el proyecto denominado “de Justicia y Paz”, que le daría un marco legal a las negociaciones de paz con los paramilitares, y el proyecto que reglamenta la reelección presidencial y las garantías políticas, existe el riesgo de que proyectos económicos de importancia para la sostenibilidad fiscal del país pasen a segundo plano, o se hundan por la prioridad que tendrían los proyectos políticos. Por este motivo, el Gobierno ya anunció que no presentará este año la reforma tributaria estructural. Sin embargo, sí radicó un proyecto de normalización de la cartera morosa del Estado, que asciende a COP 15,1 billones.

Entorno Financiero 2004-2005

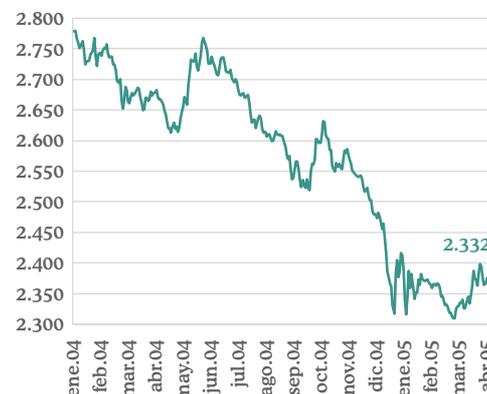
La tasa de cambio: ¿fin de la apreciación?

Con altibajos, la apreciación del tipo de cambio en 2004 se ha extendido al primer trimestre de 2005.

Para combatirla, el Banco de la República –BR– ha continuado con las compras discrecionales en el mercado cambiario, las cuales durante el primer bimestre sumaron USD 603 millones. Complementariamente, ha mantenido cerradas las ventanillas de contracción para generar excesos de liquidez que, presionando a la baja los tipos domésticos de interés, deterioren la rentabilidad de los activos denominados en COP.

Aprovechando la abundancia de reservas internacionales, el BR accedió a venderle al Gobierno USD 1.250 millones durante el primer trimestre, para el prepago de deuda externa contratada en condiciones menos favorables que las actualmente imperantes. Para reunir el di-

TRM



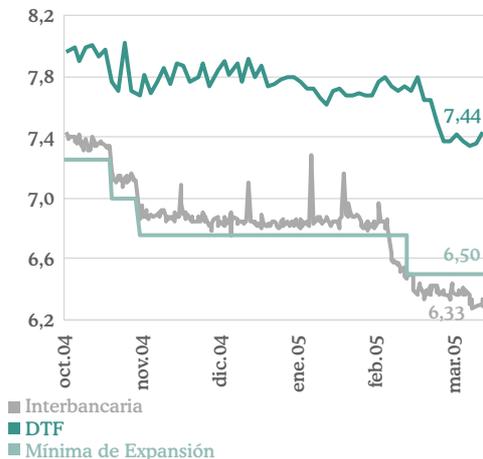
Fuente: Banco de la República

Actividad bursátil



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Tasas de interés



Fuente: Banco de la República y Asobancaria

nero con el cual compró las reservas, el Gobierno emitió un monto equivalente de títulos de deuda pública interna. El BR, a su vez, compró en el mercado secundario deuda pública interna por el mismo valor. De esta manera, la operación, que tuvo un efecto nulo en los mercados monetario y de deuda pública interna, permitió mejorar el perfil del servicio de la deuda pública.

El comportamiento del tipo de cambio del COP en el transcurso del año ha estado estrechamente ligado al de los tipos de cambio del BRL respecto del USD, de éste respecto del EUR y a la evolución de los tipos de interés de largo plazo en Estados Unidos, lo cual muestra el predominio de las consideraciones financieras de los agentes en su demanda por divisas.

Durante marzo, el ajuste de los tipos de interés de largo plazo en los Estados Unidos, que incorporan unas mayores expectativas de inflación y, por lo tanto, descuentan la posibilidad de una remoción menos moderada de la postura laxa de la política monetaria, desestimularon la demanda por activos denominados en monedas emergentes y la estimularon por activos en USD, generando una corrección al alza en los spreads de la deuda pública externa, en los tipos de interés de la interna y en el tipo de cambio del COP.

Transcurrido el primer trimestre, la gradualidad del incremento de tipos en Estados Unidos, la continuidad de la bonanza exportadora y la persistencia de la apreciación del COP nos conducen a modificar nuestra proyección de cierre de 2005 para el tipo de cambio. Actualmente el mercado tiene unas expectativas de depreciación de cerca de 4,3% interanual, con lo cual la TRM debería cerrar el año alrededor de COP 2.450. Nuestros modelos estiman un valor similar. Sin embargo, hemos agregado una prima de COP 100 a las expectativas del mercado, reduciendo nuestra previsión de COP 2.676 a COP 2.550. Este tipo de cambio implicaría una depreciación de 6,7% en el año y de 9,4% respecto de su magnitud actual, que nos parecen plausibles en la medida en que estimamos que el efecto marginal del aumento de tipos en EU, inclusive en el evento de transcurrir a ritmo moderado, será cada vez mayor e irá estrechando paulatinamente los mercados financieros internacionales, agotando sus excesos de liquidez.

Con la posibilidad de un efecto secundario cada vez más importante de los elevados precios del petróleo en la inflación básica y las expectativas inflacionarias en los Estados Unidos; y dado que el poder de mercado para transmitir los incrementos de los precios a los costos en esa economía se hacen más evidentes, una aceleración en el cronograma de incremento de sus tipos de interés no es descartable. En este escenario, las debilidades estructurales de la posición fiscal y la volatilidad que podría generarse por el debate político doméstico, bien podrían llevar el tipo de cambio a cerrar el año por encima de nuestra previsión.

En el primer trimestre de 2005 el Índice de la Bolsa de Colombia (IGBC) se valorizó 7,07% trimestral, como resultado de diferentes anuncios de fusiones y adquisiciones y mayor liquidez doméstica e internacional.

Una eventual venta de Bavaria, la mayor cervecera del país, las noticias sobre fusiones de diferentes entidades financieras y la mayor liquidez doméstica, llevaron el IGBC a alcanzar máximos históricos repetidamente durante febrero. Luego de desvanecerse los rumores sobre la venta de Bavaria, el índice perdió dinámica y reflejó mejor la coyuntura del mercado, que se tornó negativa a mediados de marzo, luego que los agentes especularon sobre una probable aceleración en el cronograma de incrementos de tipos de interés en Estados Unidos. El IGBC perdió alrededor de 452 puntos en 15 días, cerrando el trimestre en 4.652.

En ausencia de perturbaciones no descontadas, el IGBC debería cerrar 2005 cerca de 5.200 puntos, lo cual significaría una valorización de 19,7% anual.

La baja inflación permite que el Banco Central tenga una política monetaria laxa

La postura de la política monetaria del BR durante el primer trimestre del año se caracterizó por seguir siendo muy expansiva. El cierre de las ventanillas de contracción que se anunció en diciembre del año anterior continúa vigente y el Emisor sigue inyectando suficiente liquidez al sistema. Tres factores, principalmente, han permitido que el BR pueda seguir teniendo una política monetaria laxa. El primero de ellos, es la corrección a la baja de la inflación total y básica. En este momento el BR no tiene preocupación por el cumplimiento de la meta para el 2005 y a esto ha contribuido la evolución de las expectativas de inflación. El segundo factor, es la evolución y expectativas de dinamismo del consumo en el 2005. Debido a las expectativas que hay de debilitamiento del consumo durante 2005, el BR tiene espacio para mantener sus tipos de interés bajos sin generar recalentamiento de la economía. El tercero y quizás el más importante, es la evolución del tipo de cambio. Sin duda alguna, la postura de la política monetaria sigue estando determinada por la apreciación del peso. Desde el año anterior, las decisiones de la Junta Directiva del BR han estado orientadas a revertir o detener la apreciación del peso, dado que la evolución de la inflación y crecimiento de la economía lo permiten.

Con relación a los tipos de interés de corto plazo, durante el primer trimestre de este año se observó una marcada tendencia a la baja en la DTF distinto a lo que habíamos observado en el 2004. En el año anterior observamos una alta volatilidad de la DTF pero que se mantuvo en niveles cercanos al 7.7%; en cambio, este año la DTF mostró una marcada tendencia a la baja y se sitúa en la actualidad en 7.34%. Un comportamiento similar observamos en la interbancaria, la cual ha registrado leve reducciones y actualmente se ubica casi 25 pb por debajo de la tasa mínima de expansión del BR (6.50%). Lo anterior refleja la amplia liquidez con que cuenta el sistema financiero y lo expansiva que ha sido la política monetaria del BR. Aunque las tasas de interés nominales hayan registrado disminuciones, el que hayamos observado una marcada tendencia a la baja de la inflación ha permitido que la DTF real sí haya registrado incrementos y registre una tendencia al alza. En la actualidad la DTF real se ubica en 2.2%, mientras que la de igual período de 2004 era 1.5% y la de 2003 0.5%.

Las tasas largas estarán influenciadas por lo que ocurra en Estados Unidos

Al finalizar 2004 se tenía una expectativa pesimista en cuanto al efecto de la política monetaria estadounidense sobre el mercado de títulos de deuda pública local y sobre los títulos emergentes en general. Se esperaba una fuerte devolución en la tendencia apreciadora que había tenido el mercado durante el segundo semestre de 2004. Pero durante gran parte del primer trimestre de 2005 la tendencia a la apreciación continuó sin dar señales de corrección hasta inicios del mes de marzo. Las razones por las cuales continuó la tendencia apreciadora en el mercado de TES durante los primeros meses de 2005 fueron tanto internas como externas. Por el lado interno, la política monetaria expansiva que adoptó el Banco de la República desde finales de 2004 inyectó liquidez al mercado, lo que se tradujo en una mayor demanda por TES ante las expectativas de apreciación del COP frente al USD.

La preferencia por TES estaba vinculada con el comportamiento de los mercados internacionales. Los spreads de la deuda pública externa colombiana, así como los spreads de los países emergentes en general, continuaron descendiendo, de manera menos pronunciada que en el segundo semestre de 2004, pero en todo caso mostrando que la deuda emergente continuaba atrayendo la atención de los inversionistas internacionales. Este comportamiento estaba ligado al comportamiento de la economía estadounidense. La inflación en dicho país parecía estar contenida, por lo que el riesgo de incrementos más agresivos en la tasa de corto plazo no parecía importante. Por otro lado, el incre-

DTF E.A.



Fuente: Banco de la República

DTF real



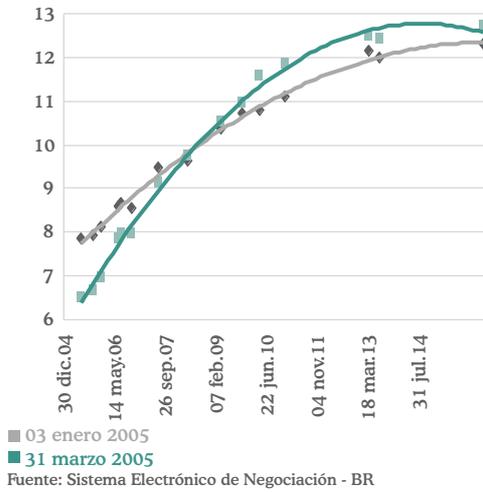
Fuente: Banco de la República. Cálculos DEE BBVA Colombia

Emerging Markets Bond Indexes



Fuente: JP Morgan - MinHacienda

Cambio Curva TES TF IT2005



mento de las tasas de corto plazo no parecía estarse transmitiendo a las tasas de largo plazo, fenómeno que el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan llegó a denominar como un “acertijo”. Esta situación se pudo observar hasta inicios de 2005, con los tesoros a 10 años en niveles de 4,22% en enero, bajando a un mínimo de 3,98% a inicios de febrero.

Sin embargo, en la segunda mitad del primer trimestre de 2005 se vió un marcado ajuste en los tipos de largo plazo estadounidense. Los Treasuries 10 años pasaron del 3,98% observado el 9 de febrero, a 4,61% el 23 de marzo. Esto representa un ajuste de cerca de 60 pb, que se debió principalmente a un cambio en las expectativas inflacionarias, que afectan directamente las expectativas de incrementos en el ritmo de aumentos de la tasa de los Fed Funds.

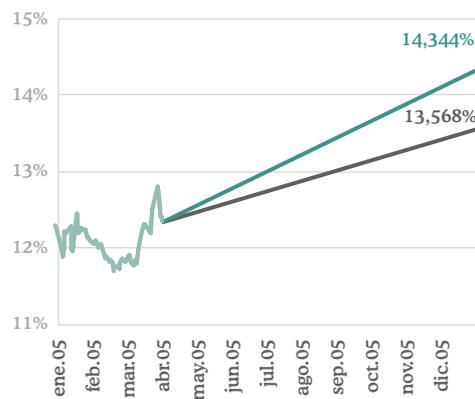
Las alzas en tasas de los bonos de largo plazo estadounidenses por las mayores expectativas inflacionarias se han transmitido a las tasas de largo plazo de la deuda pública externa e interna de nuestro país. Los spreads de la deuda soberana se han incrementado notablemente en el último mes. El EMBI Colombia ha subido 97 pbs desde inicios de marzo, pasando de un nivel de 346 pb a 443 pb a fin de mes. La curva de rendimientos del mercado secundario de TES se ha empujado considerablemente: las tasas de medio y largo plazo aumentaron hasta 83 pb entre el primero de marzo y el 31 del mes, siguiendo la tendencia externa y rompiendo con la tendencia apreciadora que se observaba desde mediados de 2004.

En conclusión, se mantienen expectativas de depreciación en la deuda pública colombiana. Por las circunstancias externas e internas mencionadas con anterioridad, ésta no había comenzado a darse en los primeros meses de 2005. Sin embargo, las señales inflacionarias en Estados Unidos que se han dado en las últimas semanas parecen marcar el comienzo del cambio de preferencias en los mercados financieros mundiales, en el cual los agentes pasarían de la búsqueda de rentabilidades en los mercados emergentes a la búsqueda de menores niveles de riesgo en mercados maduros. Sin embargo, a la fecha de cierre de esta edición, no se puede afirmar con total certeza que el cambio en el escenario es definitivo.

Lo que se puede afirmar con seguridad es que el comportamiento futuro de los tipos de largo plazo locales dependerá de manera importante de la evolución de los indicadores de actividad e inflación en la economía estadounidense, del efecto de dicha evolución sobre su política monetaria, y de la transmisión de la misma a las tasas de largo plazo de ese país. En términos concretos, el grupo BBVA proyecta que el nivel de los títulos a 10 años estadounidense llegue a un 5,2% este año, con posibilidad de llegar a un nivel de 6% en caso de un ajuste brusco en su política monetaria. Eso impone un riesgo sobre la evolución de los mercados de deuda locales.

Dadas estas proyecciones externas, estimamos que estos niveles tendrían un impacto sobre las tasas de largo plazo locales de aproximadamente 120 pb en el primer caso y de alrededor de 200 pb en el segundo caso. Esto representaría un nivel para el bono con vencimiento en abril de 2012 de entre 13,57% y 14,34%.

Efecto sobre vencimiento 2012



Entorno Macroeconómico 2005-2006

Un entorno internacional menos favorable en 2006, caracterizado por una moderación en el precio internacional de los productos básicos de exportación, un incremento menos dinámico de la economía mundial y regional, una menor expansión del comercio internacional y un estrechamiento de los mercados financieros internacionales, debido a los mayores tipos de interés en las economías industrializadas, desestimulará el crecimiento de la economía colombiana.

Unos menores precios internacionales de los productos básicos y un menor crecimiento mundial y regional conducirán probablemente a ralentizar los ingresos por exportaciones, reduciendo el aporte de la demanda externa al crecimiento. Por esta razón, es previsible una desaceleración del crecimiento del PIB a 3,5% en 2006.

No se ven presiones inflacionarias hacia el futuro

En materia de inflación, creemos que el BR cumplirá su meta para este año y que la variación interanual del IPC se situará en 5.2% en diciembre de 2005. Creemos que la inflación se ubicará 3 puntos porcentuales por debajo de la del año anterior y que no registrará corrección al alza por cuatro razones. La primera, la inflación básica registra tendencia decreciente y la inflación de los próximos meses ya está causada. El tipo de cambio es uno de los determinantes más importantes de la inflación básica; sin embargo, no se puede olvidar que hay rezagos entre las modificaciones que sufre el tipo de cambio y su posterior efecto en la inflación básica. Lo que hemos observado en el primer trimestre del año es que la apreciación del peso sigue teniendo efectos sobre la inflación básica y creemos que esto continuará en los próximos meses. La segunda razón es que las expectativas de los agentes registran tendencia a la baja y convergen hacia la meta puntual del BR (5%). Este aspecto es importante debido a que es una señal de que se ha reducido la incertidumbre sobre la evolución futura de la inflación y será un factor determinante en la fijación de precios de los próximos meses. La tercera razón es que nuestras proyecciones no sugieren una tasa de crecimiento del consumo privado superior a la registrada en el 2004, por lo tanto no se esperan presiones de demanda significativas que generen aumentos importantes en el nivel general de precios. Y la cuarta razón, es la coyuntura actual del tipo de cambio y las expectativas para los próximos meses. Creemos que la apreciación del peso que se ha observado en los últimos meses seguirá teniendo efectos "favorables" sobre la inflación básica y lo anterior será una constante durante los próximos meses.

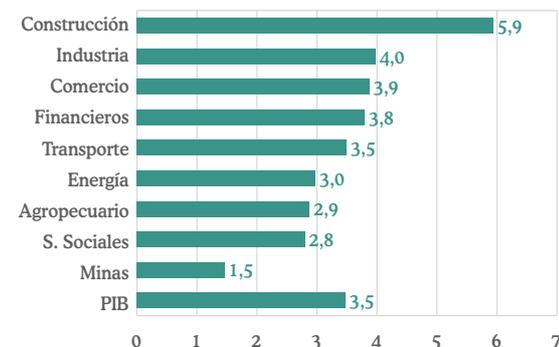
Para el 2006 proyectamos una inflación fin de año de 4.7%. Esta proyección supone que la tendencia decreciente de la inflación continuará en el 2006 debido a tres razones principalmente. La primera, se esperan menores incrementos en los precios del transporte debido a que en diciembre de 2005 finaliza el programa de desmonte gradual de subsidios que se ha llevado a cabo desde 2004. Este ha sido uno de los grupos que más ha presionado los precios en el 2004 y en lo corrido de 2005. La segunda está vinculada con las menores expectativas de inflación y su convergencia a la meta puntual del BR en el largo plazo. Y por último, para 2006 se espera una tasa de crecimiento de la economía levemente por debajo de la que se espera para finales de 2005, lo cual implicaría una brecha del producto más amplia y por lo tanto, menores presiones inflacionarias.

¿Se deteriorará la cuenta corriente en 2006?

Para 2006 prevemos un deterioro del saldo en cuenta corriente de un punto del PIB, por el surgimiento de un déficit comercial (-USD 1.300 millones) debido a una moderación en los precios internacionales de

Proyecciones de crecimiento oferta y demanda en 2006

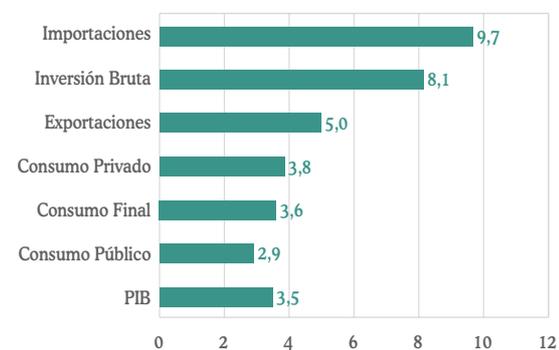
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE

Proyecciones de crecimiento oferta y demanda en 2006

(variación porcentual anual)



Fuente: DANE

los productos básicos de exportación. Los flujos netos de capital aumentarían ligeramente de 2,9% a 3,2% del PIB como consecuencia del mayor endeudamiento de largo plazo del sector público. En este escenario, el sostenimiento del flujo de capital permitiría una acumulación de reservas internacionales de cerca de USD 500 millones, con lo cual su saldo alcanzaría alrededor de USD 15.000 millones al finalizar el año.

La meta fiscal para 2006 luce ambiciosa

Para 2006 existen varios factores que presionarían el comportamiento de las finanzas públicas. Primero que todo, está el acuerdo con el FMI, que establece una meta de déficit del SPC para 2006 de 2% del PIB, que en cierto modo impone una restricción ante el posible escenario de incremento del gasto en un año electoral. La evolución de los proyectos de reformas económicas será otro factor que afecte las finanzas públicas en el mediano y largo plazo.

Entorno Financiero 2005-2006

En 2006, el deterioro de la cuenta corriente requerirá una depreciación moderada del tipo de cambio

El deterioro de la cuenta corriente, debido a la moderación en el crecimiento de las exportaciones (4,6% anual) y al sostenimiento de las importaciones (12% anual), requerirá una depreciación del tipo de cambio, que estimamos de alrededor de 6,7%, debido a que los flujos netos de capital como proporción del PIB no se incrementarán sustancialmente. Con esta depreciación, el tipo de cambio cerraría 2006 en COP 2.720.

Hacia adelante, debe haber un aumento moderado de tasas de interés

Con relación a la postura de la política monetaria, creemos que esta seguirá siendo laxa hasta cuando se revierta el comportamiento actual del tipo de cambio y la evolución de la inflación y crecimiento de la economía lo permitan. Debido a que en el corto plazo no se esperan modificaciones importantes en estas variables, creemos que la política monetaria seguirá siendo laxa en el segundo trimestre del año. Sin embargo, creemos que aunque hasta el momento no se registran presiones inflacionarias asociadas a la política monetaria del BR, hacia finales de 2005 o inicios de 2006 la autoridad monetaria deberá realizar el traslado de una política de fuerte estímulo monetario a una política monetaria más neutral.

En materia de tipos de interés de corto plazo, proyectamos una tasa mínima de expansión del BR de 7% para fin de 2005. Esta proyección supone que durante el último trimestre del año el BR podría incrementar en 50 pb sus tipos de interés, si se detiene la apreciación del tipo de cambio o se generan preocupaciones en términos del cumplimiento de la meta de inflación. Como lo hemos mencionado anteriormente, esta proyección depende casi en su totalidad de la evolución futura del tipo de cambio. Sin embargo, creemos que un incremento de 50 pb hacia finales de 2005 o inicios de 2006 es consistente con el incremento de tipos de interés externos que se lleva realizando desde el año anterior (175 pb entre 2004 y 2005 en el caso de tasa de los fondos federales de Estados Unidos) y con una nueva postura de la política monetaria orientada a lograr su meta de inflación de 3% en largo plazo. Nuestra proyección de DTF para fin de 2005 es de 7.65%, lo cual supone una tasa estable durante los próximos seis meses y un leve incremento en el último trimestre del año. Esta tasa es consistente con las condiciones de amplia liquidez con que cuenta el sistema e incorpora el efecto que podría tener un incremento de 50 pb en las tasas de intervención del Emisor en el último trimestre. Creemos que si el BR incrementa en 50 pb sus

tipos de intervención, sólo la mitad de este incremento se traduciría a la DTF y con cierto rezago.

Para el 2006 esperamos un cambio importante en la postura de la política monetaria, debido principalmente al nuevo escenario en materia de tipo de cambio. Creemos que a comienzos de 2006 cuando se revierta la apreciación del peso frente al dólar y la nueva coyuntura se constituya en una amenaza para el logro de la meta de inflación propuesta por el BR, esta entidad adoptará una política monetaria neutral y no laxa como lo ha hecho hasta el momento. Por lo anterior, proyectamos una tasa mínima de expansión de 7.5% para fin de 2006, lo cual implica un aumento de 100 pb frente a la tasa actual. Como se mencionó anteriormente, el incremento en los tipos oficiales puede darse a finales de 2005 o inicios de 2006, esto dependerá de cuándo comience a revertirse la apreciación del peso. El incremento en los tipos oficiales domésticos nos lleva a proyectar una DTF de 8% a finales de 2006, es decir, un incremento de 35 pb frente a la proyección de fin de 2005.

La importancia de los factores políticos

Los factores más importantes que determinarán el comportamiento de los títulos a 2006 serán los políticos. 2006 será un año electoral en muchos países de América Latina, incluyendo Colombia. Históricamente esta situación ha introducido ruidos importantes en los mercados de bonos de deuda, dependiendo de las expectativas de política económica que se tenga respecto a los candidatos oponentes para llegar al poder. Las tasas de títulos de países con menor riesgo también serán un factor fundamental que determinará el nivel de la curva de rendimientos en el mercado local.

En ascuas por la reelección

En 2002, Álvaro Uribe fue elegido Presidente de Colombia con un enorme apoyo popular a su programa de gobierno, fundamentalmente basado en una propuesta de “seguridad democrática”. El Presidente Uribe, a diferencia de sus predecesores, ha logrado mantener índices de popularidad sorprendentemente altos para estas alturas del gobierno. En el último período legislativo, dada la popularidad del Presidente, se abrió paso en el Congreso una propuesta para reformar la Constitución y permitir su reelección inmediata. La reelección fue finalmente aprobada por el Congreso, pero, para ser Ley de la República, requiere una revisión de constitucionalidad por parte de la Corte Constitucional, el máximo tribunal colombiano en esos asuntos, compuesto por nueve miembros, que toman sus decisiones por mayoría simple. Así, cinco votos bastan para aprobar o rechazar la reelección.

Cuál sea el sentido de la decisión de la Corte Constitucional es materia de especulación. De acuerdo con los plazos previstos en la Ley, la Corte estaría anunciando su fallo hacia septiembre de este año. Basada en argumentos sin mucho fundamento, la opinión pública ha venido cambiando su percepción sobre la posibilidad de que la reelección sea finalmente aprobada. Hace unos meses, se pensaba que, una vez aprobada en el Congreso, la reelección cumpliría el trámite ante la Corte con facilidad. Hoy muchos opinan que hay una gran posibilidad de que la Corte no la apruebe. La Ley prohíbe a los magistrados “prejuzgar” en este tipo de casos, de modo que la opinión de los nueve magistrados es mantenida en estricta reserva.

La Corte debe dar dos debates separados. El primero es revisar si la reelección fue aprobada en el Congreso de acuerdo con todas las formalidades que exige la Ley. Algunos analistas políticos afirman que la aprobación de la reelección tuvo los suficientes vicios de forma como para que la Corte pueda rechazarla sólo por este motivo.

Un segundo debate que la Corte tiene que resolver es si ella tiene la potestad para analizar “de fondo” la propuesta de la reelección. En este caso, la Corte podría rechazar la reelección por considerar que no se articula adecuadamente con el resto de la Constitución. Esta sería una visión heterodoxa del papel de la Corte, que le asignaría la potestad de hacer revisiones de fondo a reformas constitucionales. El punto, en todo caso, es que la Corte ya aceptó una demanda contra la reelección por razones de fondo, lo cual

puede señalar que ella no ha descartado hacer una revisión de la reelección con elementos que van más allá de lo puramente formal.

En este momento todo lo que se puede decir es que el sentido de la decisión de la Corte es altamente incierto. La reelección puede o puede no ser aprobada con igual probabilidad. La Corte puede incluso aprobar la reelección, pero impedir su aplicación inmediata, con lo cual Uribe sería sacado del juego político para las elecciones presidenciales del año 2006.

Muchos analistas, sobre todo en el exterior, juzgan que la permanencia de Uribe en el poder es indispensable para que el país mantenga las condiciones favorables de confianza que ha tenido en los últimos años, tanto en materia de seguridad como en materia económica. Aunque hay varias razones por las cuales es deseable la permanencia de Uribe en el poder, no se puede pensar que la no aprobación de la reelección implica necesariamente un deterioro de las condiciones institucionales de Colombia. Muchos argumentan que, dada la alta popularidad de Uribe, él es el único con la capacidad de sacar adelante las reformas estructurales que requiere Colombia. Sin embargo, la alta popularidad de Uribe no significa que tenga el control del Congreso. Un Presidente más conciliador quizás podría ser políticamente más efectivo, en el sentido de tener la capacidad de lograr la aprobación de reformas clave en el Congreso. De otra parte, se dice que nadie como Uribe mantendría el curso de la política de “seguridad democrática”. Sin embargo, es muy difícil que un candidato presidencial que proponga moderar esta política cuente con un apoyo popular mayoritario. Si Uribe no puede volver a ser Presidente en 2006, no es claro que la alternativa para Colombia sea el populismo. En este sentido, creemos que la fortaleza institucional de Colombia no depende de la permanencia de Uribe en el poder, por deseable que pueda juzgarse por parte de algunos.

Sin embargo, no cabe duda de que las incertidumbres que causa el proceso de aprobación de la reelección pueden tener efectos importantes sobre los mercados financieros locales. Si en efecto los mercados creen que la situación de confianza que hoy se respira es enteramente atribuible al liderazgo que el Presidente Uribe ejerce, las dudas que hay sobre la reelección tienen que transmitirse a los mercados. Por lo tanto, esta es una razón que puede introducir algo de turbulencia financiera en la segunda parte del año.

El sistema pensional colombiano

El sistema pensional colombiano data de 1945, con la creación de la Caja Nacional de Previsión (Cajanal), y 1946, con la creación del Instituto Colombiano de Seguros Sociales (hoy conocido como ISS). Al mismo tiempo, se crearon las cajas departamentales y municipales de previsión en todo el país. En 1961 se creó el sistema de seguros de invalidez, vejez y muerte (IVM) en el ISS, el cual se inició en todo el país en 1967. En este año se hizo obligatoria la afiliación al ISS de los empleados del sector privado, lo cual les permitió acceder a los beneficios pensionales. El ISS administraba las reservas pensionales bajo el esquema de prima media escalonada con prestación definida (o prima media, para abreviar). En este esquema, los aportes de los afiliados (trabajadores jóvenes) y sus rendimientos constituyen un fondo común de naturaleza pública, que garantiza el pago a los beneficiarios (trabajadores viejos) de la pensión a la que tengan derecho, en un esquema de solidaridad intergeneracional. Los aportes al sistema eran tripartitas: un 25% del gobierno, un 50% de los empleadores y un 25% de los trabajadores.

La descapitalización del ISS comenzó prácticamente desde el momento de su surgimiento, por tres razones: (1) el gobierno no cumplió con su parte de los aportes, (2) no se aumentó la tasa de cotización de acuerdo con lo previsto, y (3) se incrementaron irresponsablemente las prestaciones. Antes de 1993, el sistema ya presentaba cinco grandes problemas: (1) un enorme número de instituciones, (2) un gran número de regímenes pensionales diferentes, (3) una baja cobertura del empleo asalariado, (4) un manejo ineficiente e irresponsable de los recursos pensionales, y (5) un desbalance entre aportes y beneficios.

En 1993 el Congreso aprobó la conocida Ley 100, que reformó el régimen pensional de manera profunda. El manejo de las pensiones dejó de ser un monopolio en cabeza del sector público, y se permitió el ingreso al mercado de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Se conformó así un sistema dual, en el cual el sector público maneja el sistema de prima media, y el sector privado maneja un sistema de ahorro individual. La Ley 100 no eliminó la multiplicidad de instituciones públicas, y mantuvo la vigencia de regímenes especiales y exceptuados. Dentro de estos últimos, los tres principales son los de las Fuerzas Armadas, los de los maestros pagados por el Estado, y los de los empleados de la compañía petrolera estatal, Ecopetrol. Adicionalmente, la Ley 100 previó un muy largo período de transición, de 20 años, entre el régimen vigente en 1993 y el previsto en la Ley 100. Una dificultad importante de esta Ley es que, al tiempo que trató de garantizar la viabilidad financiera de al menos una parte del sistema (aquel concentrado en el ahorro individual), generó un problema de caja en el sistema público, ya que muchos de los nuevos aportantes, al no cotizar en el sistema público, lo privaron de recursos que eran necesarios para cumplir con sus obligaciones.

En el año 2003 se hicieron unas reformas al régimen pensional con la Ley 797 y la Ley 860, de menor envergadura que las contenidas en la Ley 100. Con estas Leyes se

modificaron los parámetros del sistema. En particular, se incrementó la tasa de cotización, llegando al 15% en 2006 (desde el 13.5% vigente desde 1996). De otra parte, se quiso acortar el régimen de transición previsto en la Ley 100, para que entrara en pleno vigor, no en 2014, sino en 2008. Con estas reformas se quiso resolver, de manera parcial, el problema del pasivo pensional acumulado, que en el año 2001 fue calculado en 206.5% del PIB. Se estima que el pasivo pensional a cargo del Gobierno es del orden del 170% del PIB. Se calcula que el pago de pensiones con cargo a los recursos del presupuesto nacional será de COP 11.6 billones en 2005, y que en este año se acabarán las reservas del ISS, con lo cual el Gobierno tendrá que entrar a responder por los pagos que tengan que hacerse. A las dificultades que estas cifras implican se añaden algunas sentencias de la Corte Constitucional, que tienen impacto financiero. En particular, la Corte derogó la parte de las reformas de 2003 que pretendía acortar el régimen de transición a 2008.

Las cifras del pasivo pensional corresponden a unas cifras relativamente bajas de afiliación y cobertura. Se calcula que, según datos de 2003, sólo unos 4.000.000 millones de personas (el 20% de la población económicamente activa) está afiliado al sistema (es cotizante), y que hay un número de beneficiarios (pensionados) del orden de 1.200.000 personas (el 7% de la población económicamente activa). Según otros datos, sólo el 40% de la población económicamente activa está vinculada al sistema pensional. En general, Colombia exhibe el pasivo pensional de un sistema maduro, aun cuando es un sistema joven y de baja cobertura.

Desde el año pasado, el actual Gobierno ha venido promoviendo en el Congreso un acto legislativo (reforma constitucional) que implicaría una reforma pensional. La reforma pretende introducir dos nuevos principios al régimen pensional: la equidad y la sostenibilidad financiera. En términos prácticos, la reforma tiene tres cambios importantes: (1) elimina la mesada 14 (en Colombia los pensionados reciben 14 pagos de pensiones al año, y se busca reducirlos a 13), (2) elimina los regímenes especiales y exceptuados, excepto el de las Fuerzas Armadas, y (3) busca acortar el período de transición previsto en la Ley 100.

La reforma pensional ha venido haciendo su tránsito en el Congreso, que, por ser un acto legislativo, es más engorroso que el de una ley normal, ya que requiere ocho debates en dos legislaturas. Si el acto legislativo no es aprobado en esta legislatura, que vence el próximo 20 de junio, todo el proceso se tiene que volver a comenzar desde cero. La dificultad radica en que la reforma pensional compite esta legislatura con proyectos de ley de índole política que captan más la atención de los congresistas, como son el proyecto de ley que normatiza el proceso de paz con los paramilitares, y el proyecto de ley que reglamenta la reelección presidencial. Sin embargo, incluso si la reforma pensional es aprobada, el problema pensional colombiano no quedará enteramente resuelto. La reforma pensional que ahora se discute es necesaria, pero no suficiente.

Indicadores y Proyecciones Colombia

Real					
(Datos fin de periodo)	2002	2003	2004 (e)	2005 (pr)	2006 (pr)
PIB Corriente (miles de millones de dólares)	85,3	81,9	102,5	105,8	108,5
PIB per cápita (dólares)	1.841	1.795	2.252	2.298	2.319
PIB Real (Var. Interanual)	1,9	4,0	4,0	3,8	3,5
Consumo (var. interanual real)	3,0	2,5	3,9	3,4	3,8
FBCF (var. Interanual Real)	9,9	21,6	13,3	8,3	8,1
Tasa de Desempleo Urbano (%)	15,7	14,7	13,1	12,0	11,6
Precios					
(Datos fin de periodo - variación % interanual)	2002	2003	2004	2005 (pr)	2006 (pr)
IPC (Final)	7,0	6,5	5,5	5,2	4,7
Inflación Básica (Final)	5,4	7,0	5,5	4,9	3,8
Tipos de Interés					
(Datos fin de periodo)	2002	2003	2004	2005 (pr)	2006 (pr)
DTF - Depósitos 90 días (Final)	7,73	7,95	7,75	7,65	8,00
Bono 10 años (Final)	15,17	14,12	12,75	13,53	12,70
Fiscal					
(% del PIB)	2002	2003	2004 (e)	2005 (pr)	2006 (pr)
Resultado Fiscal Sector Público Consolidado	-3,7	-2,7	-1,2	-2,5	-2,0
Externo					
(Datos fin de periodo)	2002	2003	2004	2005 (pr)	2006 (pr)
Tipo de Cambio (COP/USD)	2.865	2.778	2.390	2.550	2.720
Saldo exterior (miles de millones de USD)	0,1	0,1	0,9	0,1	-1,3
Exportaciones (miles de millones de USD)	12,0	13,1	16,5	18,8	18,3
Importaciones (miles de millones de USD)	11,9	13,0	15,6	18,7	19,6

(e): Cierre estimado

(pr): Pronóstico

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
EE.UU.	3,0	4,4	3,6	3,2	1,9	3,4	2,5	2,7
UEM	0,5	1,8	1,7	2,4	2,0	2,4	1,5	1,7
Japón	1,4	2,7	1,5	3,0	-0,4	0,2	0,0	0,3
China	9,3	9,5	8,5	8,0	1,2	3,9	4,5	4,5

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	23/03/05	jun-05	dic-05	dic-06	23/03/05	jun-05	dic-05	dic-06
EE.UU.	2,75	3,25	4,00	5,00				
UEM (\$/€)	2,00	2,00	2,50	3,75	1,30	1,30	1,35	1,30
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	106	104	100	100
China (\$/cny)	5,58	5,58	5,80	5,80	8,28	8,28	8,28	8,28

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	8,8	9,0	7,0	4,5	3,7	6,1	10,9	7,1
Brasil	0,5	5,2	3,7	3,0	9,3	7,6	6,0	4,5
Chile	3,3	6,1	5,8	5,3	1,1	2,4	2,6	3,1
Colombia	3,8	4,1	3,8	3,0	6,5	5,5	5,2	4,7
México	1,4	4,4	4,2	4,0	4,0	5,2	4,0	3,9
Perú	3,8	5,1	4,4	4,0	2,5	3,5	2,3	2,5
Uruguay	2,5	11,0	4,0	n.d.	10,2	9,0	8,5	n.d.
Venezuela	-7,7	17,3	3,9	2,3	27,1	19,2	22,4	26,4
LATAM ¹	1,7	6,0	4,4	3,6	7,2	6,8	6,6	5,7

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina ²	0,5	2,6	1,8	1,5	6,3	2,1	0,3	0,0
Brasil	-3,6	-2,5	-3,0	-3,0	0,8	1,9	0,7	0,0
Chile ²	-0,4	2,6	2,2	1,4	-0,8	1,5	-1,1	-2,2
Colombia	-2,7	-1,2	-2,7	-2,4	-1,5	-1,3	-1,9	-2,8
México	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-1,5	-1,3	-2,0	-2,1
Perú	-1,9	-1,1	-1,1	-1,0	-1,8	0,0	-0,1	-0,5
Uruguay	-3,2	-2,9	-2,5	n.d.	1,7	0,4	0,6	n.d.
Venezuela ²	-5,1	-3,1	-3,5	-5,0	10,3	13,6	11,1	7,3
LATAM ¹	-1,9	-1,0	-1,3	-1,4	0,8	1,2	0,0	-0,7

¹ Media de los 8 países mencionados. ² Gobierno Central

	Tipo de cambio (% , frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año) ³			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,98	3,00	3,21	3,8	3,1	5,5	7,1
Brasil	2,89	2,72	2,90	3,20	16,5	17,8	18,0	16,5
Chile	599	576	575	575	2,3	2,5	3,8	5,3
Colombia	2778	2390	2676	2810	7,9	7,7	7,7	8,0
México	11,24	11,15	11,80	12,20	6,0	8,7	9,5	9,6
Perú	3,46	3,28	3,30	3,35	2,5	3,0	3,8	5,0
Uruguay	29,34	27,30	29,00	n.d.	4,0	n.d.	n.d.	n.d.
Venezuela	1600	1920	2150	2580	15,1	14,8	12,8	13,6

³ Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente.

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Caracas www.provincial.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, mar. 05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, mar. 05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, feb. 05
Claves Macroeconómicas y Financieras	Banca Mayorista Global	Caracas, feb. 05
Claves Macroeconómicas para 2005	Fundación Provincial	Caracas, ene. 05
Perspectivas Financieras 2005-2007	Banca de Empresas	Caracas, ene. 05

Lima www.bbvabancocontinental.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Banca Mayorista Global	Lima, mar. 05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Cientes Banca Mayorista Global	Lima, mar. 05
Situación Económica	Banca Mayorista Global	Lima, feb. 05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Cientes Banca Mayorista Global	Lima, feb. 05
Perspectivas para el 2005	Continental Bolsa	Lima, ene. 05
Tendencias Macroeconómicas	Misión Banco Mundial	Lima, ene. 05
Perú: Perspectivas Económicas 2005	Seminario BBVA	Lima, dic. 04

Madrid www.bbva.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Retos de corto y largo plazo de la economía brasileña	Universidad de Deusto	Bilbao, mar. 05
El Urbanismo en España.	Asociación de Bancos de México	México, D.F., mar. 05
América Latina: la economía política de lo posible	BID	Washington, feb. 05
Situación del Mercado Inmobiliario e Hipotecario	Asociación para el Progreso de la Dirección	Barcelona, feb. 05
¿Son sostenibles los niveles actuales de tipos de interés?	Universidad de Oviedo	Oviedo, feb. 05
Brasil: una mirada estructural	ESADE	Barcelona, feb. 05
¿Están las estrellas alineadas?	IESE	Madrid, ene. 05
Unlocking Credit: ¿El vaso medio lleno o medio vacío?	Seminario BID-BBVA	Madrid, ene. 05
Anjo o Demônio para América Latina	BBVA Brasil	Sao Paulo, dic. 04
La incógnita del dólar	Banco Central de Reserva	Lima, dic. 04
Las claves del escenario macroeconómico y financiero	BBVA Continental	Lima, dic. 04
Presentación Nuevas Publicaciones SEE	BBVA Uruguay	Montevideo, dic. 04
Economía Brasileña: doble reto	BBVA Chile	Santiago de Chile, dic. 04

México y EE.UU. www.bancomer.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Economic and financial outlook in Mexico	Visita Anual del FMI	México, DF, mar. 05
¿Es China una amenaza para la economía mexicana?	Capem - Oxford Econometric Forecasting	México, DF, mar. 05
La estructura del mercado de suelo para vivienda	Asociación de Banqueros de México, Jornada del Suelo para vivienda	México, DF, mar. 05
EUA: mirada estructural	Banca Minorista en los Estados Unidos	Houston, mar. 05
Integración económica México-EUA y más allá	Banca Minorista en los Estados Unidos	Houston, mar. 05
La economía y los mercados en el 2005	Consejos Regionales, Jornadas Asset Management, Servicios Jurídicos	México, DF, feb. 05
El potencial de la banca en México	2do Congreso Universitario, ABM-ITESM (Monterrey, Cd de México, Guadalajara)	México, DF, feb. 05
¿Hacia dónde se dirigen las variables financieras en México?	Cientes Corporativos (Liverpool, Palacio, Pemex, GEO, Aspa, Embajada EUA)	México, DF, ene-mar. 05
Mexico: outlook and challenges	Bear Sterns, Barclays, Bank of Tokyo	México, DF, ene. 05
Perspectivas económicas y financieras de México	Mistubishi y Dresdner Kleinwort Wasserstein	México, DF, ene. 05
	Cientes de Banca Privada y Patrimonial BBVA	México, DF, ene. 05
	Bancomer	México, DF, ene. 05

Santiago de Chile www.bhif.cl

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
De la recuperación al crecimiento	Cientes BBVA	Viña del Mar, mar. 05
Perspectivas Económicas 2005-06	Equipo Directivo PROVIDA	Santa Cruz, mar. 05
Chile: Perspectivas y riesgos	Banco de España	Santiago, mar. 05
Agenda Interna y los TLC	Taller CAF - OEA	Cartagena, Colombia, feb. 05
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 Gardilcic	Santiago, oct. 04
Panorama Económico Mensual	Banca Corporativa BBVA	Santiago, oct. 04
Instituciones y Crecimiento Económico	Seminario BBVA	Madrid, oct. 04

Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

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

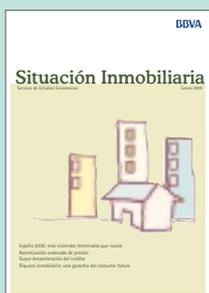
Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Flujos Financieros: Sonsoles Castillo

otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.