

# Situación

Servicio de Estudios

Cuarto trimestre 2005



Se cumplirá meta de inflación

Se rebasará la previsión oficial de crecimiento

Caudal de flujos externos favorece apreciación del COP

Excelente coyuntura fiscal respalda valorización de deuda interna



# Indice

<b>Editorial</b>	2
<b>I. Entorno Internacional</b>	3
<b>II. Entorno Macroeconómico y Financiero</b>	7
Entorno macroeconómico 2005	7
Entorno financiero 2005	13
Entorno macroeconómico 2006	17
Entorno financiero 2006	19
Flujos de capital en Colombia	21
Reelección y perspectivas electorales en Colombia	24
<b>III. Indicadores y Proyecciones</b>	25
<b>IV. Indice de actividades</b>	27

## Han elaborado esta publicación:

Daniel Castellanos

[daniel.castellanos@bbva.com.co](mailto:daniel.castellanos@bbva.com.co)

Miguel Medellín  
Luisa Fernanda Cortés  
Juan José Montoya  
Carlos Edison Díaz  
Javier Amador  
Miguel Cardoso  
David Martínez

[miguel.medellin@bbva.com.co](mailto:miguel.medellin@bbva.com.co)  
[luisafernanda.cortes@bbva.com.co](mailto:luisafernanda.cortes@bbva.com.co)  
[juanj.montoya01@bbva.com.co](mailto:juanj.montoya01@bbva.com.co)  
[carloosedison.diaz@bbva.com.co](mailto:carloosedison.diaz@bbva.com.co)  
[j.amador@bbva.bancomer.com](mailto:j.amador@bbva.bancomer.com)  
[miguel.cardoso@grupobbva.com](mailto:miguel.cardoso@grupobbva.com)  
[d.martinez@grupobbva.com](mailto:d.martinez@grupobbva.com)

## Editorial

Al inicio del cuarto trimestre de 2005, el desempeño de la economía colombiana luce alentador. Con un crecimiento del producto de 5,3% interanual en 2T05 y un acumulado de 4,6% interanual en el primer semestre, la economía probablemente superará en 2005 el 4% de años anteriores.

Este desempeño, que es satisfactorio, ha venido acompañado de una reducción de la inflación más fuerte de lo esperado. La meta del Banco Central para este año, 5%, muy probablemente se logrará, algo que realmente no se esperaba a principios de año.

Las preocupaciones de la política económica, pues, provienen de otros frentes. La apreciación de los activos financieros, en particular el peso, la deuda pública y las acciones, se ha mantenido muy vigorosa, mucho más de lo que a principios de año era posible prever. La apreciación del peso se ha vuelto uno de los principales retos de política económica. Aunque, nominalmente, el régimen cambiario en Colombia es de tasa de cambio flotante, el Banco Central ha estado interviniendo fuertemente para impedir apreciaciones nominales adicionales de la tasa de cambio. En la práctica, se ha fijado un piso implícito de COP 2.300 por USD que el Banco Central quiere mantener, a pesar del continuado influjo de divisas. Para tal efecto, el Banco ha estado muy activo en el mercado cambiario, comprando divisas. En agosto, sin embargo, los influjos arreciaron, y mientras que en los meses anteriores el Banco venía comprando en promedio unos USD 300 millones, en agosto esa cifra subió a prácticamente USD 1.000 millones.

El Banco no tuvo más remedio, pues, que bajar sus tasas de interés, lo cual fue facilitado por el hecho de que las tendencias de la inflación son muy favorables. En una medida drástica, y a pesar de que la Fed no hizo una pausa en su cronograma de aumento de tasas en EU, que algunos esperaban a causa de los estragos que generó el huracán Katrina, el Banco Central bajó sus tasas 50 pb, a 6%, y anunció que, en lo que resta del año, le vendería reservas internacionales al gobierno hasta por USD 3.000 millones, lo que le abre espacio para seguir interviniendo activamente en el mercado cambiario. En síntesis, si en el mundo la pregunta es si se mantendrá la remoción gradual y ordenada de los excesos de liquidez que hoy existen, en Colombia, por el contrario, la liquidez sigue brillando por su abundancia, y probablemente lo haga en lo que resta de 2005. Con la reducción de tasas por parte del Banco, se debe mantener la tendencia a la reducción de tasas tanto de corto como de largo plazo que se ha observado durante el año.

En el mundo existe preocupación por los efectos recesivos que un precio inusualmente alto del petróleo por mucho tiempo puede causar en economías como la norteamericana. Si ese riesgo se materializa, sus efectos sobre la economía colombiana serían más bien benéficos, al estimular las exportaciones y la inversión extranjera en el sector minero energético.

Nos parece que, en lo que resta del año, el único riesgo que en verdad puede afectar este estado de cosas es la decisión de la Corte Constitucional sobre la reelección, que se debe producir en octubre o, a más tardar, noviembre de este año. Una decisión negativa podría tener un efecto similar sobre los mercados financieros. Como se discute en un recuadro de este documento, la decisión de la Corte sobre la reelección es altamente incierta. Mientras no se produzca, es difícil que se despeje el escenario político de cara a las elecciones presidenciales de 2006. Si la Corte aprueba la reelección, Álvaro Uribe muy probablemente será reelegido. Si no la aprueba, el escenario político se abre considerablemente. Sin embargo, nos parece que, en todo caso, la posibilidad de que Colombia escoja un presidente que no les dé a los mercados internacionales un nivel de confianza similar al que hoy inspira Uribe es más bien remota.

## I. Entorno internacional

### El reto del crecimiento para América Latina

América Latina mostró durante décadas un decepcionante registro en materia de desarrollo. La posición relativa en términos de PIB por habitante ha sufrido un continuado deterioro desde los años 50, con la única excepción de Chile. Si bien se ha asistido a períodos de notable crecimiento, éstos siempre han encontrado su contrapunto en interrupciones abruptas o en regiones con un comportamiento más dinámico. En los últimos 20 años, el avance medio del PIB apenas supera el 2%, tasa encuadrada además en un fuerte volatilidad.

Los factores que han propiciado esta situación son diversos, extendiéndose desde desórdenes en la gestión macroeconómica, tanto fiscal como monetaria, hasta un cierto recelo a los mecanismos de mercado, pasando por una desestabilizadora debilidad institucional. Los progresos en los últimos años arrojan cierta luz, pero episodios anteriores aportan también una dosis de necesaria prudencia.

Más objetivo resulta el notable avance en términos de renta que están alcanzando otros países emergentes, que toman un protagonismo creciente. China ha recortado de forma espectacular su infradesarrollo con relación al mundo en los últimos 25 años, mientras que India y Turquía han registrado igualmente mejoras significativas. La competencia de estos pujantes países puede leerse de forma clara en las cifras de Inversión Extranjera Directa (IED), que muestran un desvío de flujos, al menos relativo, desde América Latina hacia Asia.

El reto del crecimiento necesita igualmente una pronta respuesta para consolidar la situación democrática actual en la región. Los fuertes niveles de desigualdad y pobreza fomentan la aparición de movimientos populistas. El riesgo crece especialmente en un período electoral tan intenso como el que se inicia en toda América Latina a finales de este año y se prolonga durante todo 2006.

En este análisis, con un sesgo no excesivamente alentador, es necesario, sin embargo, remarcar la excelente situación en la que nos encontramos actualmente. El crecimiento alcanzado en 2004 y 2005 resulta inusitado en las últimas décadas, favorecido por un contexto internacional propicio, pero también impulsado por avances estructurales importantes. El crecimiento económico mundial, especialmente de Estados Unidos y China, continúa siendo fuerte, las materias primas viven un período de exhuberancia y la liquidez en los mercados es abundante.

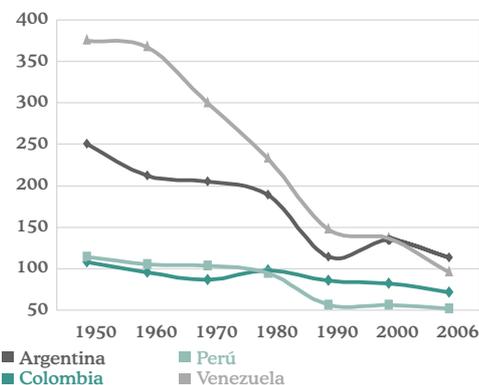
La cuestión es si esta situación tendrá un proceso de aterrizaje suave o existe un riesgo real de retomar episodios como los vividos en 1995 y 1998. De un contexto mundial con una ralentización ordenada depende en buena medida que los progresos en materia de inflación, déficit fiscal, apertura comercial y fortaleza del sistema bancario, no queden oscurecidos. Nuestro escenario central recoge condiciones propicias para que el efecto sobre América Latina sea asumible, precisamente porque vemos que estos avances van más allá de los condicionantes coyunturales.

### El crecimiento económico en Estados Unidos mantiene su fortaleza

A raíz del huracán Katrina se generó cierta incertidumbre sobre su efecto sobre el ritmo de expansión económica en EE.UU. Si bien éste tendrá efectos negativos sobre el crecimiento económico en 3T05, éstos serán compensados en 4T05 y 1T06 por los esfuerzos de reconstrucción en las zonas afectadas. El mayor riesgo no es su efecto transitorio

### PIB per cápita

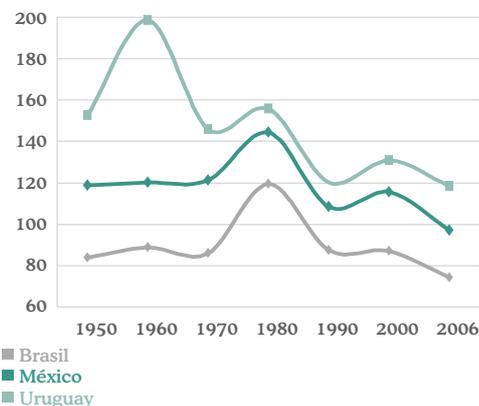
(proporción respecto a la media mundial)



Fuente: BBVA en base a Groningen Growth and Development Centre y The Conference Board, Total Economy Database, 2005

### PIB per cápita

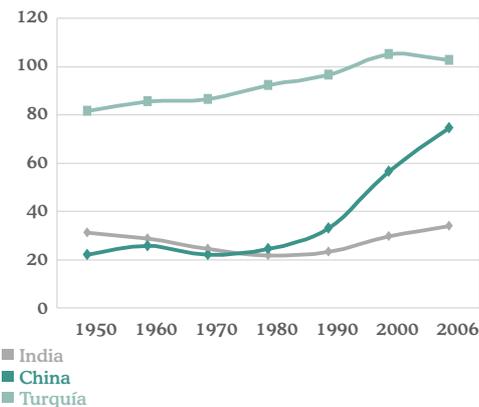
(proporción respecto a la media mundial)



Fuente: BBVA en base a Groningen Growth and Development Centre y The Conference Board, Total Economy Database, 2005

### PIB per cápita

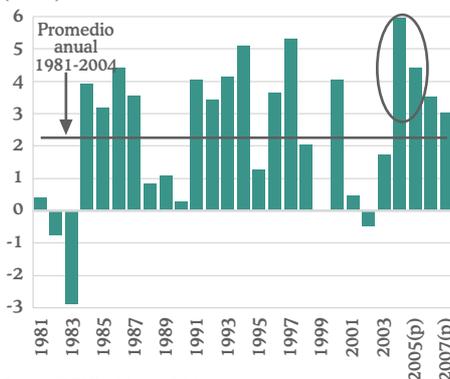
(proporción respecto a la media mundial)



Fuente: BBVA en base a Groningen Growth and Development Centre y The Conference Board, Total Economy Database, 2005

### Crecimiento del PIB en LatAm

(en %)



Fuente: BBVA; (p) previsión

sobre la actividad económica en el área afectada, sino el probable impacto negativo sobre la confianza y el gasto de los consumidores que tendría la permanencia de los precios energéticos a niveles tan elevados. No obstante, los avances en la reconstrucción de la producción de petróleo y gas natural estarían produciéndose más rápido de lo estimado inicialmente.

Por tanto, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento económico de EE.UU. en 3,6% para 2005 y 3,2% para 2006. El desempeño de la economía en 1S05 confirma nuestro escenario base de crecimiento económico convergiendo hacia su potencial, sustentado en sólidos fundamentos. El dinamismo del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión continuarán siendo los principales soportes de la expansión estadounidense, que mantendrá, por tanto, su condición de estímulo para las economías latinoamericanas.

Los riesgos para la región se materializarían en un escenario alternativo en el que, bien los desequilibrios estadounidenses, bien un encarecimiento excesivo del petróleo, provocaran un choque abrupto a partir de 2006 en la economía de EE.UU. La desaceleración económica prevista en el escenario base sería más pronunciada y duradera, deteriorando las perspectivas anticipadas para América Latina.

### Contexto favorable para tipos bajos a largo plazo en los mercados internacionales

La evolución reciente de los mercados financieros mundiales ha estado dominada por dos factores que se interrelacionan. Por un lado, las dudas sobre el escenario macroeconómico, ligadas, como comentábamos antes, al mercado del petróleo. Por otro, el mantenimiento de elevados flujos de capital, en un contexto de ahorro mundial elevado (ver artículos para un análisis más profundo). Ambos elementos están dando lugar a un entorno de rentabilidades de largo plazo por debajo de lo que se había esperado, tanto en EE.UU. como en Europa, lo que está ejerciendo un efecto positivo sobre la financiación en América Latina.

En EE.UU. es significativo que los tipos a 10 años se sitúen actualmente por debajo de los observados al inicio del ciclo alcista de tipos en junio de 2004, a pesar de que los tipos oficiales han aumentado del 1 al 3,5% en este período. Ahora bien, no es menos destacable el caso europeo, en el que los tipos de interés a 10 años se sitúan un punto porcentual por debajo del promedio observado el año anterior, alcanzando niveles que no se observaban en Alemania desde el siglo diecinueve, salvando evidentemente las distancias en la comparación histórica.

Aparecen así dos cuestiones claves para los próximos meses. La primera tiene que ver con el entorno económico global y la posibilidad de una recesión, en la que el petróleo podría actuar como desencadenante de una corrección de las expectativas, particularmente de la confianza de las familias, que han aumentado su endeudamiento en los últimos años. En este caso, los tipos de interés de largo plazo descontarían una recesión y su recorrido al alza sería limitado. La segunda es si, incluso en un entorno macroeconómico caracterizado por un notable vigor de la economía estadounidense, los tipos de interés de largo plazo van a seguir situados en niveles bajos, como consecuencia del comportamiento de los flujos de capital internacionales.

### Focos de incertidumbre

Todo apunta a que la probabilidad de un escenario de recesión ligada a la evolución de los precios del petróleo es limitada. Pero no todas las incertidumbres están despejadas (ver recuadro específico más adelante). En primer lugar, cabe esperar una moderación de estos precios hacia niveles más acordes con el equilibrio, que podría situarse entre 40 y 50 dólares. Niveles de precios como los actuales elevan la oferta

### Tipos a 10 años y previsiones



Fuente: BBVA

de petróleo y reducen la demanda, haciendo además rentable la explotación de fuentes de energía alternativas. Ahora bien, dado que el mercado tiene un estrecho diferencial de oferta y demanda, se muestra vulnerable a cualquier choque, y, en un contexto de aumento del riesgo geopolítico, es posible un escenario de mayores precios del petróleo.

En segundo lugar, es importante la manera en que se gestione la política monetaria. En economías con un elevado grado de utilización de los recursos productivos como EE.UU., el sesgo al alza en la inflación que supone el aumento del precio del petróleo debería llevar a que continuara la senda de subidas de tipos oficiales, tratando de situarlos en niveles más próximos a tasas neutras en los primeros meses de 2006. Cabe esperar que la Fed mantenga una pauta de subidas graduales hasta niveles de tipos del 4,75%.

En tercer lugar, debe vigilarse el canal de las expectativas. Aunque algunos canales de impacto del petróleo a la economía, como el salarial, podrían haberse debilitado, las expectativas se convierten en un elemento clave, sobre todo en economías en las que las familias están fuertemente endeudadas. Un descenso de la confianza podría provocar una reducción de la demanda de activos como la vivienda y con ello una reducción de la riqueza inmobiliaria y del consumo. En este caso, en EE.UU. los tipos de interés, que inicialmente habrían aumentado para frenar las expectativas de inflación, podrían empezar a bajar antes de que finalice 2006.

### La resistencia de los tipos largos a subir asienta los flujos de capital hacia países emergentes

En consecuencia, en el escenario base, las economías seguirán creciendo a ritmos notables, aunque menores que el año anterior, mientras la política monetaria se ajusta al alza, especialmente en EE.UU. y el dólar consolida niveles con el euro o se aprecia ligeramente. Sin embargo, incluso en este escenario, es posible que los tipos de interés de largo plazo no tengan un importante recorrido al alza.

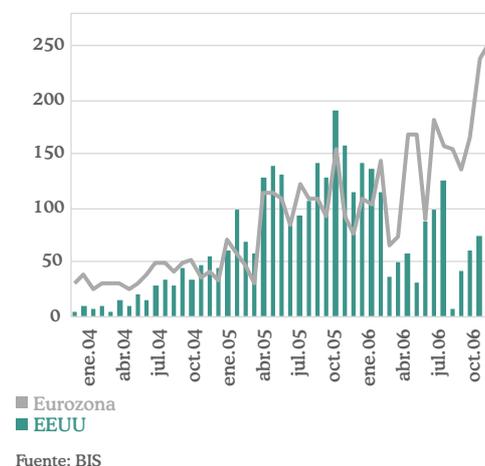
La razón para ello es que se observa una importante demanda de bonos, que está vinculada al proceso de globalización financiera. El tipo de interés real es el resultado de la interacción del ahorro y de la inversión mundiales, especialmente cuando el sesgo doméstico de los inversores se reduce. En el contexto actual el ahorro podría estar aumentando. Esto sí, con una clara diferenciación de comportamiento por grupos de países.

Los países industrializados están reduciendo su ahorro. Sin embargo, el ahorro aumenta en Asia, dado el modelo de crecimiento, o en Oriente Medio, como consecuencia de los ingresos de los países exportadores de petróleo. Ello podría estar detrás de un descenso de los tipos de interés reales. Además, cuando se analizan los tipos de interés nominales de largo plazo, las expectativas de inflación mundial se encuentran en niveles bajos, en parte ancladas por la ganancia de credibilidad que han tenido los bancos centrales en los últimos años, lo que contribuye a reducir las rentabilidades. Por su parte, la reducida volatilidad de la inflación es un elemento que ha supuesto una reducción de las primas de riesgo por plazo en los tipos de interés de los bonos de mayor duración.

Bajos tipos de interés generan flujos de capital en busca de rentabilidad hacia países emergentes, como América Latina. Las divisas de estos países se aprecian. Para resistir esta apreciación, estos países intervienen en el mercado de divisas. La acumulación de reservas sigue siendo importante, aunque se ha ralentizado respecto al año anterior. Con ello, por un lado, aumentan su liquidez doméstica; por otro, instrumentan estas intervenciones comprando bonos y contribuyendo a mantener bajos los tipos de interés, cerrando así un círculo que constituye un acelerador de la liquidez mundial.

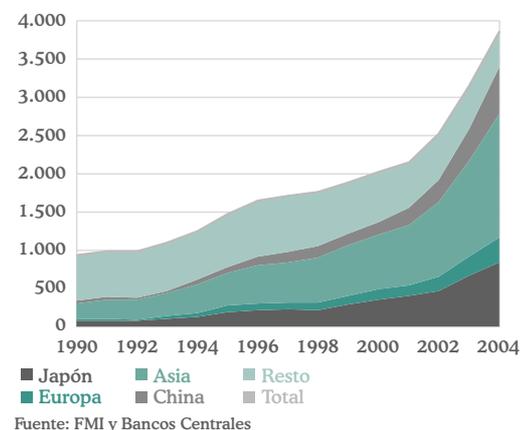
### Emisión neta de deuda

En miles de millones de dólares



### Liquidez internacional: Acumulación de reservas internacionales mundiales

(en miles de millones de \$)



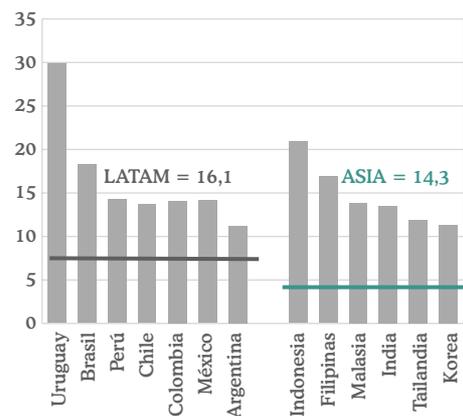
Cuadro resumen de previsiones

(promedios)

Escenario base			
Tipos oficiales	Actual	2005	2006
EE.UU.	3,50	3,20	4,70
UEM	2,00	2,00	2,15
Tipos 10 años	Actual	2005	2006
EE.UU.	4,17	4,30	4,85
UEM	3,12	3,40	3,65
Tipo de cambio	Actual	2005	2006
Dólar-euro	1,23	1,20-1,25	1,17-1,25

Fuente: BBVA

Ratio BIS 2004



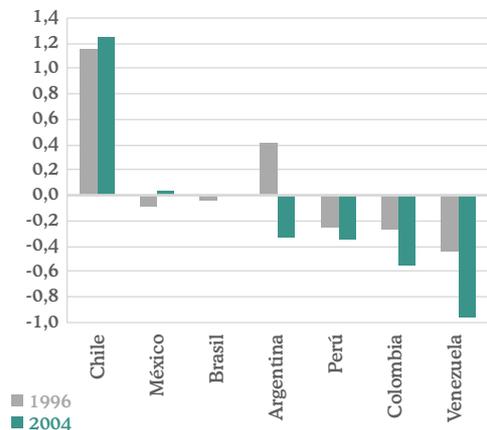
Fuente: BIS

América Latina: principales elecciones 2005-2006

País	Presidencial	Legislativa
Chile	Dic. 2005	Dic. 2005
Perú	Abr. 2006	Abr. 2006
Colombia	May. 2006	Mar. 2006
México	Jul. 2006	Jul. 2006
Ecuador	Oct. 2006	Oct. 2006
Brasil	Oct. 2006	Oct. 2006
Venezuela	Dic. 2006	Dic. 2005
Argentina	2007	Oct. 2005

Fuente: BBVA

Índice sintético de calidad institucional



Fuente: BBVA en base a Banco Mundial. El Índice se elabora a partir de los seis indicadores del Banco Mundial: Voz y rendición de cuentas, Estabilidad política, Efectividad del Gobierno, Calidad regulatoria, Imperio de la ley, Control de la corrupción.

Con todo ello, los aumentos esperados para los tipos de interés de largo plazo serán limitados. En EE.UU., las rentabilidades a 10 años podrían terminar el año 2006 con tipos del 4,9%. En Europa en el 3,8%. El sesgo en las previsiones es además a la baja si se intensifican estos flujos de capital.

Mejoras estructurales y fortalezas: la necesidad de ser perseverante

La esperada ralentización en el crecimiento mundial, la relajación de las tensiones en los mercados de materias primas y el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, no tendrá, según el escenario central, una intensidad suficiente para generar distorsiones en la senda de crecimiento de América Latina. Sin embargo, los riesgos no están exentos de cierta probabilidad de ocurrencia, por lo que conviene revisar las resistencias ante acontecimientos adversos.

Mencionábamos al inicio los avances estructurales que se han producido en las economías latinoamericanas. Lejos parecen los períodos de hiperinflación vividos hasta mediados de los noventa, gracias a una política monetaria más ortodoxa. Similar senda ha seguido la política fiscal, en la que se ha observado un significativo retroceso en las cifras de déficit público, no sólo por la bonanza cíclica en los últimos años. Los países muestran a su vez una mayor apertura comercial, lo que ha reducido su vulnerabilidad externa, convergiendo a los niveles mundiales. Por último, pero no menos importante, sin duda, el sistema bancario ha mejorado sus niveles de solvencia, eficiencia y rentabilidad, superando los registros de otras regiones emergentes como Asia.

Este cuadro dibuja una situación de menor vulnerabilidad para América Latina que la teníamos en 1994 y 1997, años previos a crisis clave durante la década pasada. Sin embargo, si bien sería un error caer en el pesimismo, también lo sería caer en la complacencia. La consolidación de lo alcanzado hasta el momento es imprescindible, y dentro de ello, no mencionado antes entre los logros, está en primera línea los procesos democráticos. Las elecciones presidenciales y legislativas en todos los países el próximo año y medio serán una ocasión idónea para tomar el pulso al clima político en la región.

La puesta en marcha de nuevas reformas, las de segunda generación, debe formar parte crucial de esta agenda. En primer lugar, la independencia de los bancos centrales otorga credibilidad a la política monetaria y asienta expectativas entre los agentes, aspectos que en algunos países no pueden darse por supuestos. En segundo lugar, los niveles de recaudación tributaria del sector público son ínfimos en comparación con países desarrollados, lo que resulta de un proceso notable de evasión y de ineficiencia de los sistemas impositivos, y que revierte en una capacidad limitada de estabilización en las economías. En tercer lugar, la calidad institucional, al margen de la capacidad de libre voto de los ciudadanos, es imprescindible para lograr unos mecanismos eficaces de gestión y desarrollo económico.

En definitiva, el reto del crecimiento se encuentra en un escenario coyuntural propicio. Todo dependerá de la capacidad de mantener los logros estructurales alcanzados y profundizar en otros nuevos.

## II. Entorno Macroeconómico y Financiero

### Entorno Macroeconómico 2005

#### El favorable ambiente internacional ha persistido

Aunque desacelerándose en el segundo trimestre, el crecimiento de la economía mundial se ha sostenido, impulsado por la dinámica actividad en Estados Unidos y China. Ha continuado la expansión del comercio internacional. Los precios de los commodities permanecen altos. La abundante liquidez en los mercados internacionales ha perdurado, a pesar de la continuidad en el incremento de tipos de corto plazo y una mayor respuesta de los de largo plazo en Estados Unidos. Estimulado por la mejora de sus fundamentales, por el diferencial de tipos de interés a favor suyo y por una mayor tolerancia al riesgo, se ha mantenido el caudal de flujos de capital a las economías emergentes, tendiendo a apreciar sus monedas y, en general, sus activos domésticos, como la deuda pública interna y las acciones, al tiempo que los spreads para su deuda soberana caen a mínimos históricos.

#### Hay algunos riesgos: el elevado precio de los combustibles podría forzar un incremento no descontado de tipos de interés

Como consecuencia de un mayor riesgo político en Irán y Arabia Saudita, de cuellos de botella en la capacidad de refinación y de una temporada de huracanes especialmente severa en Estados Unidos, que ha reducido la oferta en el corto plazo, el precio de los combustibles sigue aumentando, constituyendo el principal riesgo para el crecimiento mundial, por el efecto adverso que podría tener sobre el ingreso disponible, los costos de producción, las utilidades, la confianza, las expectativas de los agentes y el gasto agregado.

El mercado de combustibles teme que la capacidad de producción sobrante no alcance para atender el incremento de la demanda el próximo invierno, de manera que en adelante noticias adversas sobre expectativas de oferta podrían reforzar la volatilidad alcista de los precios.

Aunque su elevado precio todavía no ha desencadenado efectos inflacionarios severos en las economías industrializadas, donde la inflación subyacente permanece contenida y las expectativas de largo plazo ancladas, algunos de sus bancos centrales han endurecido su lenguaje.

Persiste algún riesgo de que un brote de expectativas inflacionarias motivado por el alza continua en los precios de los combustibles pudiera forzar, en el peor de los casos, un incremento abrupto e imprevisto en los tipos de interés en las economías industrializadas. En tales circunstancias, si los tipos de largo plazo se incrementaran con los de corto, podría generarse un efecto riqueza negativo en estas economías, donde el precio de los activos, sobre todo de la vivienda, caería, reduciendo drásticamente el gasto de consumo, con consecuencias adversas sobre el crecimiento y la generación de empleo.

#### Mayores tipos de interés en economías industrializadas podrían estrechar mercados financieros internacionales

Un incremento abrupto, persistente y no descontado de los tipos de interés en las economías industrializadas podría, además, estrechar repentinamente los mercados financieros internacionales, generando una salida de capitales de portafolio de las economías emergentes, que desestabilizaría sus mercados financieros domésticos y conduciría a agudas devaluaciones en sus tipos de cambio y a incrementos sustanciales en sus tipos de interés, para prevenir presiones inflacionarias, frenando el crecimiento del producto y la generación de empleo.

Debido a la acumulación de riesgos inflacionarios tanto en los mercados de bienes como de activos, la Reserva Federal en Estados Unidos continúa a paso moderado su camino en busca de la neutralidad monetaria, aún después del efecto devastador de Katrina, que ha considerado con consecuencias negativas de corto plazo sobre el gasto, la producción y el empleo, pero no como una amenaza persistente.

### La confianza en la economía americana ha fortalecido el USD

A pesar que su magnitud no ha disminuido, la tolerancia de los mercados internacionales a los desbalances fiscal y externo en Estados Unidos ha aumentado gracias a que la confianza de los inversionistas extranjeros, tanto públicos como privados, en la economía norteamericana ha perdurado, proveyendo una financiación suficiente. El mayor diferencial esperado de tipos de interés y rentabilidad de los activos en Estados Unidos frente a otras economías industrializadas ha permitido al USD mantenerse fuerte respecto de las monedas duras durante los dos últimos trimestres y, probablemente, se lo permitirá en lo que resta del año y durante el entrante.

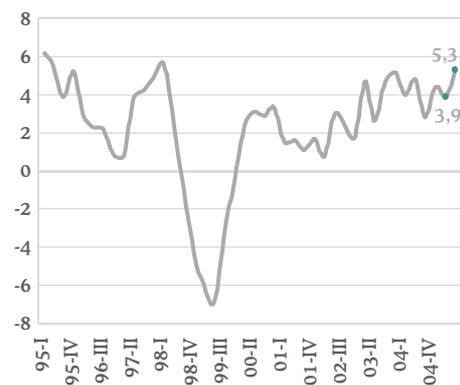
### La política monetaria se ha relajado en algunos países de la región

La precipitada tendencia apreciadora de sus monedas ha conducido a algunos bancos centrales de América Latina a intervenir, con mayor o menor intensidad, en sus mercados cambiarios y a reducir sus tipos de interés, con el propósito de disminuir la rentabilidad de sus activos domésticos, para desestimular los flujos de corto plazo y moderar la excesiva volatilidad, a la baja, de sus tipos de cambio. Haber logrado controlar la inflación les ha permitido preocuparse nuevamente por estimular la actividad o por reducir la volatilidad del tipo de cambio.

El dinámico incremento de las exportaciones y la estabilidad macroeconómica han contribuido a sostener el crecimiento en América Latina, estimulando el intercambio regional. Aprovechando la excelente coyuntura de los mercados internacionales, una significativa prefinanciación del año entrante permitiría disminuir la vulnerabilidad de las economías latinoamericanas a choques provenientes de una eventual incertidumbre electoral en 2006.

### Crecimiento económico 2T/05

% variación interanual



Fuente: DANE

### Crecimiento 2T/05 superó las expectativas

La economía colombiana registró un incremento del producto interno bruto de 5,3% interanual en el 2T05, arriba de la previsión media de los analistas (4,8% interanual). Con este resultado, el PIB para el primer semestre creció 4,6% interanual, lo que hace probable que para todo 2005 crezca a una tasa superior al 4%. Sin modificar nuestras previsiones para lo que resta de año (3,9% en 3T y 3,7% para 4T), la tasa de crecimiento en 2005 se eleva, pues, a 4,2%.

### Demanda interna disparada

La buena dinámica del empleo, que llevó a una mejora sustancial en la confianza y las condiciones económicas de las familias; y la abundante liquidez estimularon la demanda interna, que aumentó 9,4% interanual.

La inversión mantuvo su excelente desempeño (24,7% interanual), fruto de los bajos tipos de interés, las favorables condiciones económicas y sociopolíticas y las buenas expectativas por la inminente firma del TLC con EU. Se destaca la inversión en maquinaria y equipo (49,6% interanual) y en equipos de transporte (29,7%), dejando entrever una continuación en la reposición de activos, el ensanchamiento de planta y la mayor inversión en exploración petrolera.

Gracias a los mayores ingresos tributarios y el elevado precio internacional del petróleo, el consumo del gobierno pudo acelerarse (8%

interanual) sin comprometer el cumplimiento de las metas concertadas con el FMI.

El incremento del consumo de los hogares (5,3% interanual) fue el que más sorprendió, halado por el de bienes durables (21,3% interanual). También reaccionaron al alza el consumo de servicios (3,5% interanual), bienes semidurables (8,4% interanual) y no durables (3,5% interanual), que permanecían aletargados.

La aceleración de la actividad estimuló el incremento de las importaciones (28,5% interanual). Las compras al exterior han aumentado simultáneamente con la inversión.

### PIB desde el punto de vista de la oferta

Desde el punto de vista sectorial, el crecimiento fue bastante diversificado: 7 de los 9 sectores crecieron encima del 4%. Los más sobresalientes fueron: comercio (10,2% interanual), financiero (9,8% interanual), construcción (7,8%) y servicios sociales (6,3% interanual). Mostraron un frágil desempeño el sector agropecuario (2,8% interanual) y minero (1,7% interanual), éste último debido a una caída en el producto petrolero (-0,7% interanual), parcialmente compensada por la mayor producción de carbón (5,9% interanual) y otros minerales no metálicos (8,1% interanual).

### Segundo aire para la construcción

Con un crecimiento en la edificación de 8,9% interanual y en obras civiles de 5,4% interanual en el 2T05, las expectativas sobre el desempeño de la construcción para 2005 son alentadoras. En primer lugar, el área licenciada para construcción ha mostrado gran recuperación, aumentando 11% interanual en el primer semestre del año. En segundo término, los precios de la vivienda nueva mantienen su senda hacia la recuperación, sobre todo en segmentos de la población con ingresos altos (estrato 6: 5,3% interanual año corrido) y con ingresos bajos (estrato 1: 6,6% interanual año corrido). En último lugar, las condiciones para adquisición de vivienda por parte de los hogares se encuentra en máximos históricos, sugiriendo que hay una demanda cada vez mayor por este tipo de bienes.

### Valorización de inversiones hala crecimiento del sector financiero

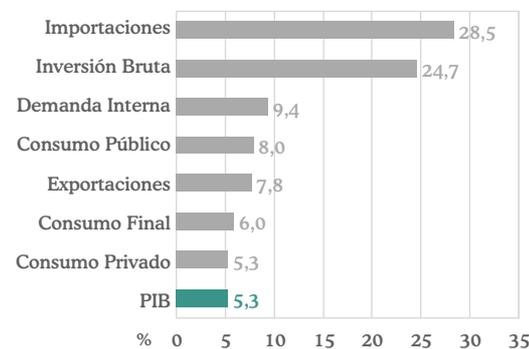
La intermediación financiera, componente del sector de establecimientos financieros, creció 26,9% interanual en el 2T debido, en buena medida, a la valorización del portafolio de inversiones, que resultó sobrestimada por la desvalorización que había sufrido el mismo período de 2004, por la depreciación de los TES en mayo de ese año, que ocasionó una caída en el producto del sistema financiero (-7,9% interanual en 2T04). Esto sugiere que el crecimiento del sector financiero se moderará en lo que resta del año.

### Surge preocupación por desempeño de la industria

Probablemente la mayor inquietud sobre los resultados de crecimiento del producto surja en torno del desempeño de la industria manufacturera. A pesar de un incremento de 4,7% interanual en el 2T, indicadores líderes del desempeño industrial lanzan señales mixtas. En primer lugar, los últimos datos sugieren una desaceleración en industrias que crecían vigorosamente el año anterior: textiles pasó de crecer 7,8% en 2T/04 a -6,9% interanual en 2T05; calzado y artículos de cuero pasó de 11,7% a -12,4%; químicos básico pasó de 8,6% a -1,4%. En segundo lugar, el gap entre existencias y pedidos ha venido aumentando, sugiriendo cierta dificultad en la rotación de los inventarios. En último lugar está el contraste entre la evolución del comercio minorista y la industria. Mientras el primero crece a tasas del 10% y de forma diversificada, la segunda lo hace más lentamente. Si a lo anterior le sumamos la persistente apreciación de la moneda, la hipótesis de pér-

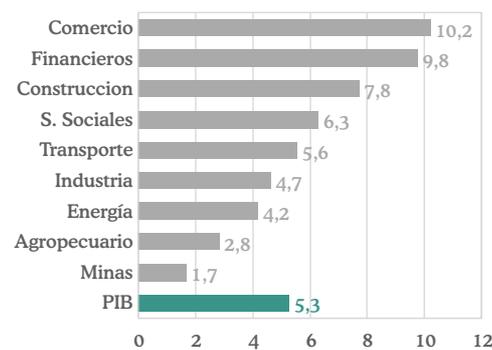
### PIB Demanda 2T/05

(Variación interanual)



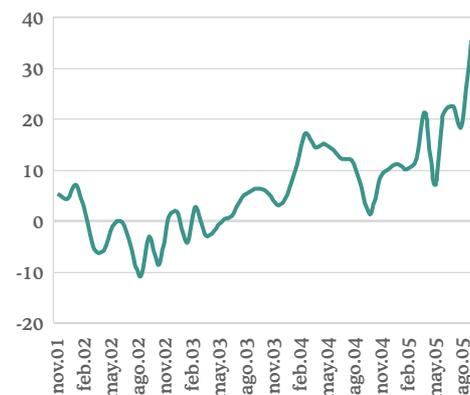
Fuente: DANE

### PIB Oferta 2T/05



Fuente: DANE

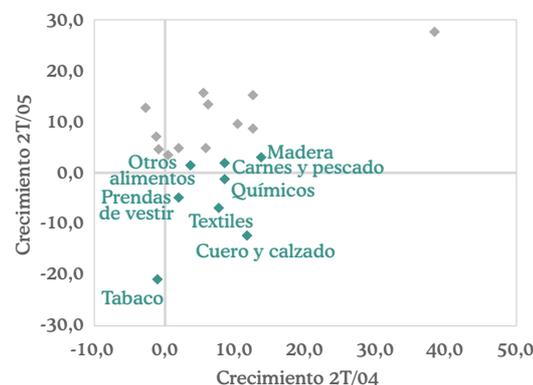
### ¿Cree ud. que éste es un buen momento para comprar vivienda?



Fuente: Fedesarrollo

### Industria Manufacturera 2T/05 vs 2T/04

% variación interanual

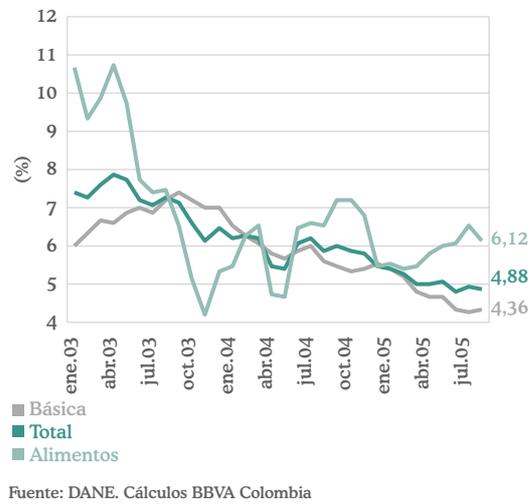


Fuente: DANE - Cuentas Nacionales

### Tasa de desempleo agosto

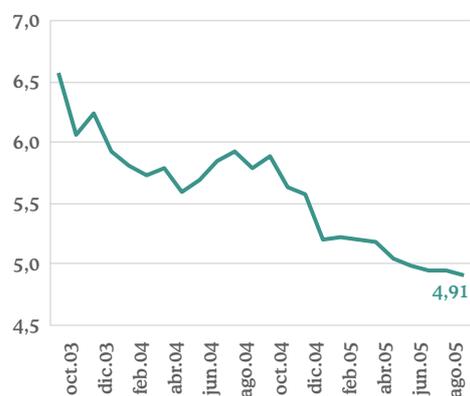


### Variación interanual del IPC



### Inflación anual esperada

Diciembre de cada año



dida de competitividad toma fuerza. Por ahora, los mayores volúmenes de ventas a Venezuela y otros mercados naturales, sobre todo de bienes de capital, además del mayor número de días hábiles en el 2T, mantienen al conjunto de la industria creciendo a un ritmo adecuado.

### El desempleo continúa cediendo

El mes de agosto cerró con una tasa de desempleo urbano de 13,8% y nacional de 11,3%, con una caída de 120 y 180, respectivamente, en relación con el mismo mes del año anterior. Ésta disminución estuvo acompañada de un crecimiento anual de 4,2% en el empleo urbano y 2,9% a nivel nacional, al tiempo que ha habido una mayor oferta laboral.

Mientras que en junio de 2004 un individuo desocupado se demoraba casi un año en encontrar empleo (50,1 semanas), al cierre del primer semestre de 2005 le tomaba 10 meses (43,4 semanas), lo cual evidencia una mejor dinámica en el mercado laboral.

Es muy probable que para lo que resta del segundo semestre de 2005 se mantengan las favorables condiciones que han impulsado el crecimiento: la política monetaria seguirá estimulando la demanda interna, habrá continuidad en la inversión, pública y privada, en el sector petrolero y minero y no se espera un cambio de dirección en los flujos externos. Adicionalmente, no creemos que un fallo adverso a la reelección presidencial inmediata, por parte de la Corte Constitucional, tenga un impacto negativo sustancial sobre la actividad.

### Inflación

Durante lo corrido del tercer trimestre del año el comportamiento de la inflación siguió siendo muy favorable. Si bien observamos un leve repunte entre junio y agosto de 2005 en todos los indicadores de inflación (total, alimentos y básica), como veremos a continuación lo importante es que continúa la tendencia a la baja de la inflación total y ésta se ubica por debajo de la meta puntual establecida por el Banco de la República (BR).

La inflación total pasó de 4.83% en junio a 4.88% en agosto de 2005. Aunque entre junio y agosto se observó un incremento de 5 pb en la inflación total, entre julio y agosto sí observamos una reducción en la inflación interanual, la cual pasó de 4.91% a 4.88%. Si bien en el mes de julio la inflación total aumentó, la tendencia sigue siendo a la baja y lo importante es que se ubica 12 pb por debajo de la meta puntual establecida por el BR para diciembre de 2005 (5%).

El comportamiento de la inflación total estuvo en gran parte determinado por la evolución de los precios de los alimentos. La inflación interanual de este grupo pasó de 6.05% en junio a 6.52% en julio y posteriormente descendió a 6.12% en agosto. Debido a que las variaciones de este grupo fueron significativas, el impacto sobre la inflación total fue importante aún cuando su peso dentro del IPC total es del 30%.

En junio y julio continuó la tendencia a la baja de la inflación básica, la cual pasó de 4.31% a 4.24%. Sin embargo, entre julio y agosto observamos un incremento en la inflación básica interanual por primera vez en lo corrido de 2005. La inflación básica pasó de 4.24% en julio a 4.36% en agosto. El principal factor que contribuyó a este incremento fue el aumento mensual de 0.32% que registró el IPC del grupo vivienda. Si bien la variación fue similar a la que este grupo registra durante los meses de agosto, la contribución a la variación anual fue positiva debido a que en agosto de 2004, la variación de este grupo fue atípicamente baja (-0.03%). A pesar del leve repunte en el mes de agosto, la inflación básica sigue ubicándose muy por debajo de la inflación total.

Los resultados en materia de expectativas de inflación siguen siendo muy satisfactorios y mostrando credibilidad en la meta de inflación del

BR. Las expectativas de inflación, medidas como la inflación interanual que esperan los agentes encuestados por BR para diciembre de 2005, se ubicaron en septiembre de este año en 4.91%. Lo más importante es que continúa su tendencia a la baja y los agentes ubican sus expectativas incluso por debajo de la meta puntual anunciada por el Emisor. Según la encuesta trimestral de expectativas de julio del BR, el 89% de los agentes creen que la meta de inflación del BR se cumplirá en el 2005. Estas dos encuestas lo que sugieren es que hay alta credibilidad en la meta de inflación del Emisor y que las expectativas de inflación de los agentes siguen con tendencia a la baja.

### El ambiente internacional favorable ha sostenido el auge del sector externo

Como consecuencia de los elevados precios de los commodities y el dinámico crecimiento mundial y regional, los ingresos por exportaciones de bienes en Colombia (USD 10.194 millones) aumentaron vertiginosamente (37% interanual) en el primer semestre de 2005, con una importancia relativamente mayor de las ventas de productos tradicionales, cuyo valor se incrementó 48% interanual; y ligeramente menor de las de no tradicionales, que crecieron 28% interanual.

Estimulados por la fortaleza del COP, el sostenimiento de la actividad económica y las buenas expectativas de los agentes, los egresos por importaciones de bienes (USD 9.302 millones FOB) también aumentaron significativamente (30% interanual) en el período, con base en las mayores compras de bienes de capital y materias primas para la industria, equipo de transporte y bienes de consumo duradero.

La mayor dinámica de las exportaciones condujo a un holgado superávit comercial en el primer semestre (USD 892 millones), que aumentó 241% interanual.

Si se mantuvieran estas tendencias, al finalizar el año el superávit comercial llegaría a alrededor de USD 2.789 millones, doblando el de 2004 (USD 1.368 millones). Suponiendo un pequeño incremento de las transferencias corrientes netas (4,7%), ligeramente por encima del esperado para el PIB mundial (4,7%); un déficit en la balanza de servicios no factoriales similar al del año pasado y unos menores egresos por pagos factoriales netos al resto del mundo (-10%), por una menor remisión de utilidades, el notable incremento en el superávit comercial generaría un superávit en cuenta corriente (USD 1.125) equivalente a 1% del PIB, que contrastaría con el déficit del año pasado (-0,8% del PIB).

### La venta de Bavaria asegura en 2005 un flujo de capital neto similar al de 2004

Incorporando una entrada adicional de USD 1.400 millones de inversión extranjera directa, como resultado de la fusión de Bavaria con SAB Miller, el superávit en la cuenta de capital en 2005 (USD 3.290 millones, equivalentes a 2,8% del PIB) sería similar al de 2004 (USD 3.198 millones o 2,7% del PIB). En este evento, la acumulación de reservas internacionales alcanzaría USD 4.415 millones, superando con creces a la del año pasado (USD 2.541 millones), con lo cual su saldo sería USD 17.955 millones. Sin embargo, descontando ventas de divisas del Banco de la República al Gobierno por USD 4.250 millones, en el caso en el cual se realizara en lo que resta del año la última operación autorizada por USD 3.000 millones, la acumulación de reservas sería apenas de USD 165 millones, con lo cual su saldo aumentaría a USD 13.405 millones. Si de la última operación se ejecutara compras del Gobierno apenas por USD 2.000 millones este año, entonces la acumulación de reservas sería USD 1.165 millones y su saldo USD 14.705.

### Situación fiscal

A primer semestre de 2005, las cifras de Sector Público Consolidado (SPC) mostraban una evolución muy favorable respecto a las metas

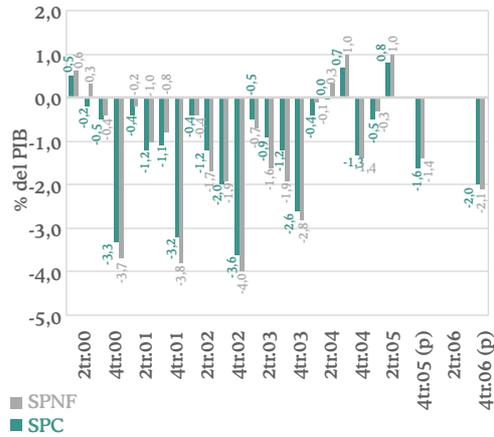
### Variación interanual por trimestres de exportaciones e importaciones de bienes



Balanza de Pagos	Escenario 2005		Escenario 2006		Esc. riesgo 2006	
	USD		USD		USD	
	millones	% PIB	millones	% PIB	millones	% PIB
CTA CTE	1.125	1,0	-1.257	-1,0	1.931	1,6
BSNF	1.059	0,9	-1.601	-1,3	1.588	1,3
BC	2.789	2,4	247	0,2	3.436	2,8
SNF	-1.730	-1,5	-1.848	-1,5	-1.848	-1,5
RF	-3.752	-3,2	-3.683	-3,0	-3.683	-3,0
Transferencias	3.818	3,2	4.027	3,3	4.027	3,3
CTA K	3.290	2,8	3.042	2,5	3.875	3,2
E y O	-3.250	-2,8		0,0		0,0
D RIB	1.165	1,0	1.785	1,5	5.806	4,8
RIB	14.705	12,4	16.489	13,6	20.511	16,9

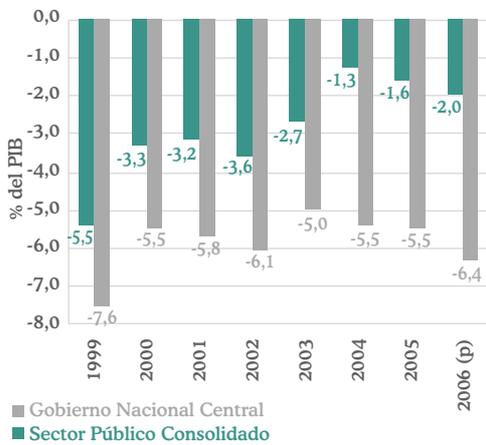
Fuente: Banco de la República. Cálculos: BBVA Colombia

### Evolución trimestral de los balances del SPNF y SPC



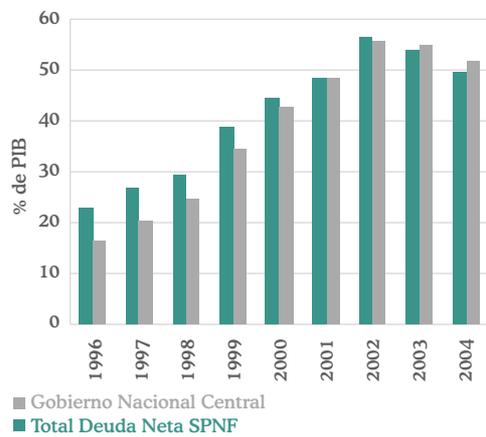
Fuente: Minhacienda - CONFIS

### Balance SPC y GNC



Fuente: Minhacienda - CONFIS

### Deuda neta SPNF y total GNC



Fuente: Minhacienda - CONFIS

fijadas inicialmente. Dicha evolución permitió que la meta del balance del SPC fuese corregida pasando de -2,5% del PIB a -1,6% del PIB. El mejor desempeño del SPC se debe a una mejora en el balance del Sector Público No Financiero (SPNF), tanto del Sector Descentralizado como del Gobierno Nacional Central (GNC). Para el primer semestre el SPC registró un superávit equivalente al 0,8% del PIB, superando el leve déficit registrado en el mismo periodo del 2004. Esta mejora se debe principalmente a unos mayores ingresos tributarios y a la coyuntura favorable de los precios del petróleo presentada a lo largo del año.

Es importante resaltar el mejor desempeño del GNC debido a que éste suele ser señalado como la fuente principal de los problemas en el balance del SPC, dadas las inflexibilidades presupuestales que afectan sus cuentas. El balance del GNC a primer semestre de 2005 fue de -2,3% del PIB presenta una mejora de 0,2% del PIB, respecto al mismo periodo de 2004, explicada principalmente por mayores ingresos tributarios y un menor servicio de la deuda por la revaluación y las menores tasa de los TES. Los ingresos totales (COP 23.040 mM) equivalieron a 8,3% del PIB, del cual 8% del PIB son ingresos tributarios que presentaban una ejecución del 54,9% respecto a la meta fijada por el plan financiero. Dentro de los impuestos internos (COP 16.329 mM) el 63,1% corresponde a impuesto de renta y el 34,5% a recaudos por IVA, con un nivel de ejecución a primer semestre de 57,2% de la meta de fin de año, reflejo de una mayor actividad económica. El recaudo de impuestos externos (COP 3.902 mM), que cumple con el 50% de la meta, ha resultado beneficiado por el acelerado crecimiento de las importaciones, estimulado por la dinámica actividad económica y la apreciación del COP.

En el primer semestre del año se pudo observar una estabilización en el gasto del GNC (COP 29.554 mM equivalente a 10,6% del PIB), que aumenta apenas el 0,2% del PIB, después haberse acelerado en el primer trimestre. Dentro de los gastos se destaca el descenso en los pagos de intereses, que pasan de 2,4% del PIB en el primer semestre de 2004 a 1,9% del PIB en el mismo periodo de 2005, explicado por la tendencia decreciente de las tasas de los TES y por la revaluación.

Los gastos de funcionamiento crecieron de 6.9% del PIB en primer semestre de 2004 a 7.6% del PIB al mismo periodo de 2005, dentro de estos gasto se destacan las transferencias al Sistema General de Participaciones y a las pensiones, transferencias que en parte se van a ver reflejadas en un mayor superávit del sector descentralizado.

Dentro del financiamiento del GNC a primer semestre de 2005, equivalente a 2,6% del PIB (-2,3% del PIB de déficit y -0,2% del PIB de costos de restructuración financiera) se destaca el crecimiento en las amortizaciones de la deuda externa, explicado principalmente por el prepago de un crédito de emergencia con el BID por USD 1.250 millones. La mayor amortización y la política de concentración en financiamiento interno dan como resultado un crédito externo neto negativo equivalente a -0,8% del PIB y un crédito interno neto de 3,6% del PIB, que contrasta con el del primer semestre de 2004 (0,8% del PIB).

El Gobierno ha continuado la política de prepago de deuda, favorecida por la coyuntura cambiaria. Además del prepago del crédito con el BID hubo una recompra de bonos externos por USD 700 millones y se espera que continúen las compras de reservas al BR con este fin, por un monto autorizado de USD 3.000 millones. Es previsible, por tanto, que continúe el canje de deuda externa por interna, lo cual aumentará la participación de ésta última en la estructura del endeudamiento. Se espera, además, perisitencia en la política de disminución del nivel de endeudamiento como porcentaje del PIB. En este sentido, se ha fijado como meta alcanzar un endeudamiento neto de activos financieros cercano al 30% del PIB en 10 años<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Ministerio de Hacienda, Marco Fiscal de Mediano Plazo 2005.

La reducción en el déficit del GNC se traduce en menores necesidades de financiamiento, las cuales se aprecian en una menor utilización de portafolio y otros recursos y en sobrantes de caja utilizados para prefinanciamiento de 2006.

El sector descentralizado registró un superávit equivalente al 2,5% del PIB, del que se destaca el superávit de la Seguridad Social de 1,5% del PIB explicado principalmente por los aportes del GNC; también el mejor resultado de ECOPELROL como consecuencia de mayores ingresos por el aumento en las ventas nacionales y exportaciones, la primera se debe a la política de desmonte de subsidios y la segunda por los elevados precios internacionales del petróleo que se han registrado a lo largo del año.

En resumen, los mejores resultados del GNC por mejor recaudo tributario y menor pago de intereses, así como los mejores resultados de ECOPELROL en el sector descentralizado, han permitido que las metas de déficit se ajusten tanto en GNC como en SPC. El GNC corrige su meta de déficit de -6,1% del PIB a -5,5% del PIB y la meta del SPC también se corrigió tal y como se menciona al inicio del artículo. Dada la continuidad de circunstancias que han permitido el buen desempeño fiscal, tales como elevados precios de petróleo y una coyuntura cambiaria favorable a las finanzas públicas, creemos que las nuevas metas financieras del sector público serán cumplidas holgadamente.

Es de destacar entre los hechos fiscales más relevantes ocurridos recientemente, el de la aprobación de la reforma pensional, la que según cálculos oficiales representaría un ahorro para la nación del 19,1% del PIB a valor presente de 2005. Aunque el ahorro de esta reforma es menor al 28% del PIB que se había estimado con el proyecto presentado inicialmente al Congreso, constituye un paso muy importante en el alivio de las rigideces estructurales que presentan los gastos de la Nación.

## Entorno Financiero 2005

### El auge del sector externo ha incrementado el caudal de los flujos

El persistente auge del sector externo ha originado hasta finales de septiembre una acumulación de reservas que, excluyendo las ventas al Gobierno, sería de USD 3.888 millones e, incluyéndolas, de USD 1.940 millones. Como consecuencia de la magnitud de estas entradas, el tipo de cambio COP/USD (COP 2.290) se ha apreciado -12% interanual y -4,2% en lo corrido del año a esa fecha.

Para moderar la volatilidad apreciadora, el Banco de la República -BR- ha continuado comprando discrecionalmente divisas en el mercado cambiario, por un monto acumulado a agosto de USD 2.840 millones. Como en ese mes se hizo evidente que la magnitud de las compras para tranquilizar el mercado excedía el promedio de los meses anteriores debido a las crecientes expectativas apreciadoras, para abrir un mayor espacio monetario a la acumulación de reservas por venir, el BR, a solicitud del Gobierno, acordó venderle USD 3.000 millones adicionales, de los cuales ha transferido USD 700 millones.

Con el propósito de desestimular los flujos de corto plazo y disminuir las expectativas apreciadoras redujo, además, 50 puntos básicos sus tipos de interés de intervención, con la intención de moderar la rentabilidad de los activos financieros domésticos.

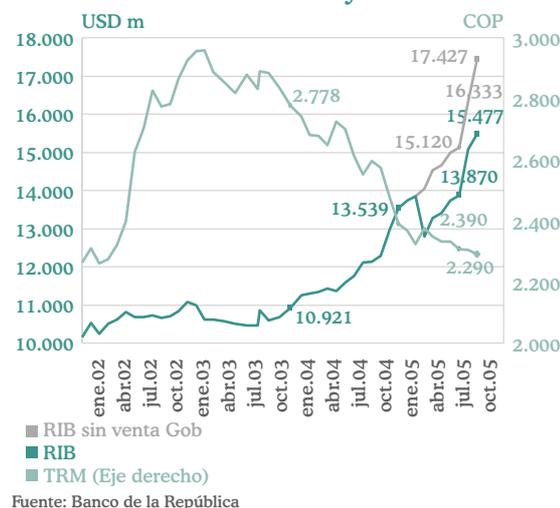
### El volumen de los flujos externos impide una depreciación del tipo de cambio en 2005

Dada la persistencia de los flujos externos no esperamos una recuperación sustancial del tipo de cambio en lo que resta del año. Sin em-

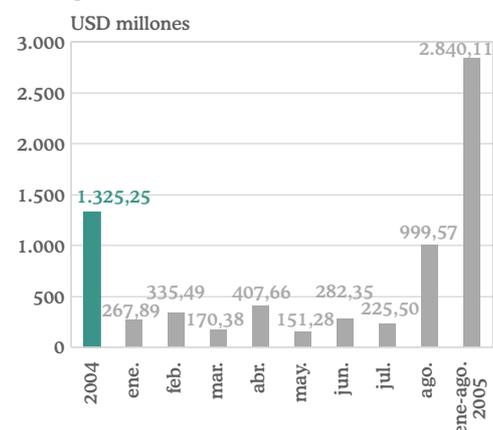
Balances por periodo	%PIB	
	2005	2006
Sector Público No financiero	-1,4	-2,1
Gob Nal Central	-5,5	-6,4
Sector Descentralizado	4,1	4,3
Resto	-0,3	0,1
Sector Público Consolidado	-1,6	-2

Fuente: Minhacienda - CONFIS

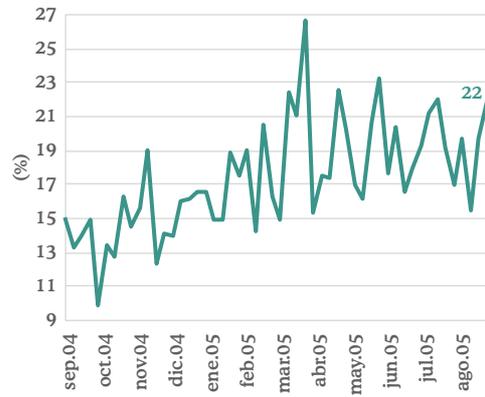
### Reservas internacionales y TRM



### Compras discrecionales de BR



### Crecimiento Anual de la Base Monetaria



Fuente: Banco de la República

### Tasa interbancaria y mínima de expansión



Fuente: Asobancaria y BR

### DTF semanal



Fuente: Banco de la República

bargo, teniendo en cuenta el firme compromiso demostrado por la autoridad monetaria con la moderación de la volatilidad, mantenemos la previsión de una TRM de cierre de 2005 de alrededor de COP 2.300, ligeramente menor tanto que la del promedio de analistas encuestados por el BR en septiembre (COP 2.338) como que la del mercado (COP 2.328), pero le introducimos un sesgo a la baja, que podría ser de unos COP 10.

### Política Monetaria y Tipos de Interés de Corto Plazo

El BR continuó desarrollando una política monetaria laxa y de fuerte estímulo monetario durante el tercer trimestre del año. En efecto, el crecimiento anual de la base monetaria pasó de 18% al cierre del segundo trimestre del año a 22% el 26 de agosto de 2005. En el tercer trimestre del año el BR continuó con su política de acumulación de divisas para revertir, o por lo menos detener, la apreciación del peso frente al dólar. Sin embargo, esta medida no fue suficiente y el 16 de septiembre la Junta Directiva (JD) del BR decidió reducir en 50 pb sus tipos de interés de intervención. Así, la tasa mínima de expansión descendió a 6%. Esta decisión se tomó con el fin de detener los fuertes ataques a los que se venía enfrentando la divisa en las últimas semanas y que en ocasiones generó que el interbancario rompiera el piso implícito de los COP 2.300 por dólar. El factor que permitió que ese adoptara esta medida fue el comportamiento favorable de la inflación. Si bien la reducción de los tipos de interés está orientada a controlar el comportamiento del tipo de cambio, la medida se tomó porque la inflación muestra una marcada tendencia a la baja, las proyecciones de inflación para diciembre de este año se ubican incluso por debajo de la meta puntual del BR, la inflación básica sigue con tendencia a la baja y ubicándose muy por debajo de la inflación total y las proyecciones de crecimiento para fin de año no sugieren una tasa significativamente superior a la alcanzada en el 2004.

El impacto de esta política monetaria laxa sobre los tipos de interés de corto plazo ha sido claro. En primera medida, la tasa interbancaria continuó durante el tercer trimestre del año, ubicándose por debajo de la tasa mínima de expansión en cerca de 25 pb y como era de esperarse, esta tasa ya capturó la reducción de 50 pb de las tasas de interés del BR, es decir, se ubica en 5.77%. En segundo lugar, la DTF sigue mostrando una marcada tendencia a la baja y sigue alcanzando cada vez nuevos mínimos históricos. En la actualidad la DTF se ubica en 6.88%, 30 pb por debajo de la tasa que se registraba al final del segundo trimestre del año. En tercer lugar, observamos reducciones en el indicador de DTF real. En lo corrido del tercer trimestre del año observamos un cambio de tendencia en la evolución de la DTF real que había mostrado una inclinación al alza casi de manera continua desde abril de 2003. La DTF real pasó de 2.2% en junio a 2% en agosto de 2005, consecuencia de las reducciones que hemos observado tanto en la DTF nominal.

### Tipos de interés de largo plazo

Los tipos de largo plazo de la economía colombiana, representados por las tasas de los títulos de deuda pública TES, continuaron su tendencia a la apreciación durante el tercer trimestre del año, favorecidos por una política monetaria expansiva, acompañada de una inflación controlada; un desempeño fiscal mejor que el esperado, beneficiado por la coyuntura interna y los precios internacionales del petróleo; la continuidad en la apreciación del COP; buenos datos de crecimiento económico; el aplanamiento en la curva de tesoros estadounidenses y el apetito de los inversionistas internacionales por deuda emergente.

En efecto, como se puede apreciar en el gráfico de evolución de la curva de rendimientos del mercado de TES, la tendencia bajista de

las tasas iniciada a mediados de 2004 ha continuado a lo largo de 2005. En lo que resta del año se espera que las condiciones internas que favorecen la apreciación de los papeles se mantengan. Sin embargo, las tasas sufrirían presiones alcistas en la medida que el BR esterilice sus operaciones en el mercado cambiario con venta de TES, lo cual matizaría la tendencia apreciadora de este mercado. La mayor oferta de bonos por parte del Gobierno con el fin de realizar los canjes de deuda externa por interna, que se tienen programados para lo que resta del año y posiblemente para 2006, sería neutralizada por las compras de TES que el BR haga en el mercado secundario para completar la operación de venta de reservas, por lo cual no se producirían presiones sobre el mercado con esta operación. Se producirían, eventualmente, en la medida que el BR utilice estos títulos para esterilizar la liquidez generada por sus intervenciones en el mercado cambiario, tal y como sucedió en agosto, cuando el BR vendió TES con este fin por COP 2 billones. Respecto al tipo de cambio, las expectativas de devaluación para lo que resta del año son mínimas, por lo cual no se esperarían presiones alcistas sobre las tasas por este factor en 2005.

Adicionalmente, un factor de riesgo interno que se espera en lo que queda del año son los ruidos que se puedan generar por el ambiente preelectoral, específicamente por el fallo de la Corte Suprema de Justicia respecto al proyecto de reelección.

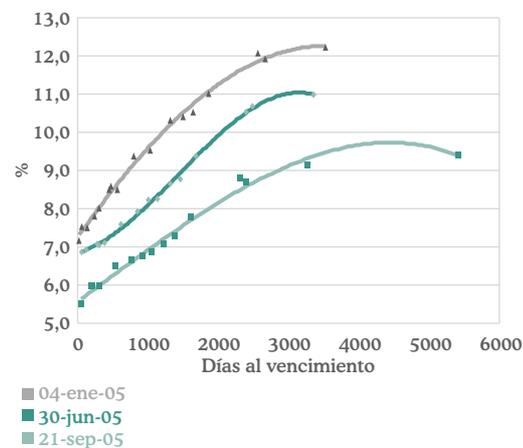
Las condiciones externas que favorecen la apreciación generarían leves presiones alcistas en la medida que los incrementos de las tasas cortas de EU se transmitan a las tasas largas de ese país. La proyección del Grupo BBVA sobre la tasa de tesoros estadounidenses a 10 años al finalizar 2005 es de 4,5%, lo cual implicaría un aumento de cerca de 30 pbs respecto a los niveles observados actualmente. A pesar de este incremento, se esperaría una curva más aplana que la observada actualmente, debido a que se espera que el tipo oficial de la FED llegue hasta 4,25 al final de 2005, lo cual implicaría un menor diferencial del tipo de corto plazo y de los tesoros a 10 años de 25 pbs. Actualmente dicho diferencial se encuentra en cerca de 45 pbs. Creemos que las condiciones de alta demanda que mencionamos en ediciones anteriores por tesoros de EE.UU. se mantengan.

Sin embargo, los factores de riesgo en el campo externo no han desaparecido, e incluso recientes fenómenos naturales han elevado el nivel de incertidumbre respecto a la evolución de la economía norteamericana. El reciente paso del huracán Katrina generó presiones alcistas sobre las tasas de los bonos americanos, tanto por los destrozos que causó como por su efecto sobre el precio del petróleo, el cual generó nerviosismo entre los agentes por los posibles efectos sobre la actividad de la economía y sobre la evolución del ajuste monetario por parte de la FED, pues los costos de la reconstrucción de los daños podrían generar un estímulo fiscal que a su vez generaría presiones inflacionarias. Sin embargo, la continuidad en la política de ajuste monetario por parte de la FED hizo que la especulación ligada a este tema desapareciera.

Aparte de los mencionados efectos de los inesperados fenómenos naturales, no se esperaría sorpresas en cuanto a la evolución de las tasas en EE.UU., lo cual implica una relativa estabilidad en las condiciones externas que influyen sobre la deuda colombiana. Por tanto, se espera que primen los factores internos, los cuales por lo menos para 2005 y primera parte de 2006 continuarían favoreciendo la apreciación de los papeles.

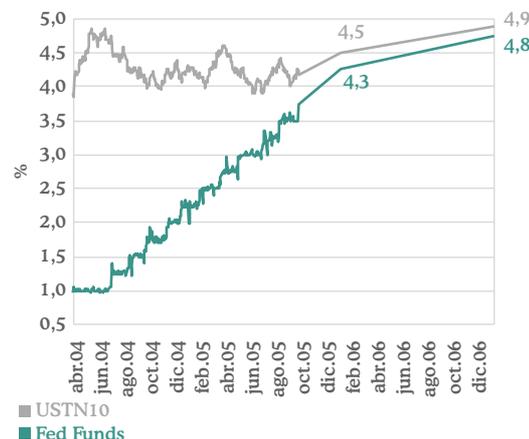
En general, el apetito internacional por deuda emergente continúa sólido, los indicadores EMBI de JP Morgan han alcanzado mínimos históricos y no se ven presiones alcistas importantes en el corto plazo sobre los mismos. Incluso el escándalo político brasileño no ha gene-

### Curva de Rendimientos TES TF



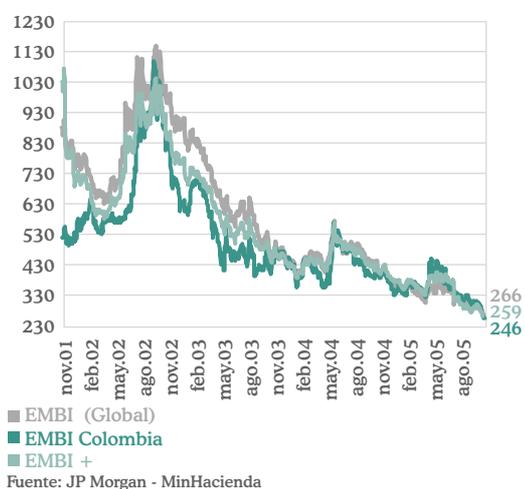
Fuente: Sistema Electrónico de Negociación - BR

### USTR10Y vs. Fed funds



Fuente: UE Department of Treasury y FED. Cálculos: BBVA Colombia

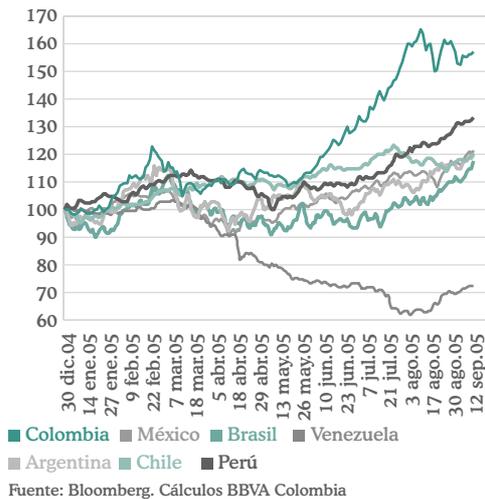
### Emerging Markets Bond Indexes



Fuente: JP Morgan - MinHacienda

### Indices bolsas Latam

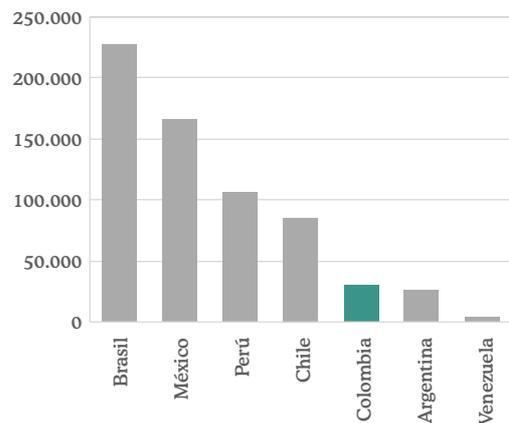
(Dic. 2004=100)



Fuente: Bloomberg. Cálculos BBVA Colombia

### Capitalización bursátil en USD corrientes

Promedio jun-ago. 2005



Fuente: Bloomberg. Cálculos: BBVA Colombia

rado presiones importantes al alza sobre estos índices, al ser compensado por los buenos datos económicos de ese país.

En conclusión, recogiendo en nuestro modelo de estimación los factores anteriormente mencionados, esperamos que las tasas de los bonos a 10 años terminen en 8,911% a final de 2005, proyección que se encuentra levemente por debajo de los tipos actuales, evidenciando la continuidad de la tendencia bajista, pero de forma menos acelerada por los factores mencionados anteriormente.

### ¿Hay una burbuja en el mercado accionario?

A raíz de las elevadas rentabilidades observadas en la Bolsa de Colombia, ha cogido relativa fuerza la percepción de que los precios de los papeles accionarios están sobrevalorados, situación que se hace más evidente si se repara en la evolución de los mercados latinoamericanos. Desde mediados de junio, las acciones colombianas observaron un vertiginoso ascenso, fruto de las expectativas generadas por la venta de Bavaria a la cervecera SAB-Miller y la fusión entre diferentes entidades financieras. Sin embargo, ha sido la reestructuración del sistema financiero el eje fundamental del dinamismo del IGBC. La fusión de Bancolombia, Conavi y Corfinsura permitió que la acción de la primera se valorizara en 72,5% en lo corrido del año hasta mediados de agosto, mientras que el papel de Corfivalle alcanzó un ascenso de 494%, una vez anunciada su fusión con Corficolombiana. Así, desde el punto de vista sectorial, el motor del crecimiento en los precios del mercado bursátil ha sido, principalmente, el sector financiero. En su conjunto, las acciones pertenecientes a esta rama de actividad mostraron una rentabilidad de 76,9% año corrido al 19 de agosto y de 217,5% en los últimos 12 meses, mientras que los papeles pertenecientes al sector real lo hicieron a un ritmo de 46,3% y 89% respectivamente, valorización que si bien es alta, es bastante inferior que la observada por el primero, a pesar de que el sector productivo no fue ajeno a los procesos de fusiones y adquisiciones.

Otro aspecto a tener en cuenta es el reducido tamaño del mercado bursátil, debido al cual flujos de capital externo de alguna consideración lo hacen reaccionar. En este sentido, la capitalización bursátil en USD del Índice General de la Bolsa de Colombia ocupa el quinto lugar entre los principales mercados de la región, bastante distante de Chile (IPSA), país que ocupa el cuarto lugar y es 2,8 veces más grande. Así, igual magnitud de flujos no será lo mismo para Brasil que para Colombia, lo cual explica por qué nuestro mercado ha reaccionado con mayor impulso ante la recomposición internacional de portafolios. El volumen promedio negociado en la bolsa de Colombia entre junio-septiembre de 2003 ascendió a COP 4.990 millones, pasando a COP 11.582 millones en 2004 y a COP 58.539 millones en igual periodo de 2005, lo que significa a un crecimiento, nada despreciable, de 1073% entre el año 2003 y 2005.

Si nos guiamos por la relación precio – ganancia del periodo de rápido ascenso (jun-sep 05), nos damos cuenta que el IGBC no está significativamente alejado de sus homólogos: imperceptiblemente debajo del resultado de Chile y unos puntos encima de México. Ahora, si las acciones están sobrevaloradas, Colombia no parece ser un caso aislado y, como en los mercados de deuda, es otro de tantos activos que se beneficia de la abundante liquidez internacional. En igual dirección apunta la relación precio a valor en libros, la cual sugiere que existe apreciación, pero muy en línea con el promedio latinoamericano (1,74).

Influenciado por las alertas de inflación en las acciones, el mercado bursátil nacional empezó a mostrar moderación desde la tercera semana de agosto a la fecha, sin definir una tendencia clara y oscilando entre los 6500 y 7000 puntos, a la espera de noticias que le inyecten nuevo combustible: utilidades empresariales al 3T/05, definición de fechas de OPA's de Bavaria, venta de Granahorrar, reestructuración

del sector de telecomunicaciones, consolidación de los procesos de integración y posible venta de otras empresas colombianas a inversionistas foráneos. Sin embargo, es el diferencial de tipos entre Colombia y EEUU lo que más genera incertidumbre, toda vez pueda cambiar la dirección de los flujos de inversión y generar un proceso inverso al vivido hoy en el país. No obstante el riesgo, existe un componente importante de IED del total de entradas de capital, el cual no reaccionaría ante un estrechamiento del diferencial, matizando una posible caída en los precios de los títulos participativos. Esta hipótesis fue revindicada la semana del 19 al 23 de septiembre cuando el BR bajó sus tipos 50 pb mientras la FED los subió 25 pb. En este periodo el IGBC se valorizó 0,78%.

En el corto plazo, los factores que juegan a favor de una mayor apreciación pesarán más que los incrementos de los tipos de referencia de la FED. Pero en el mediano plazo la incertidumbre será mayor, no sólo porque los incrementos de tipos continuarán hacia 2006, sino porque aún no es muy claro el efecto que tendrá sobre el índice la exclusión de Bavaria, Coltabaco y otras compañías que dejarán de cotizar en la Bolsa de Colombia, al tiempo que la liberación de esos recursos no necesariamente deberán reinvertirse en el mercado accionario.

## Entorno Macroeconómico 2006

### ¿Qué nos depara el 2006 en crecimiento?

Como mencionamos en la edición anterior, proporcionada la información sobre actividad en lo corrido de 2005, las expectativas sobre los posibles desarrollos económicos del próximo año han ido mejorando paulatinamente. No obstante, mantenemos nuestra previsión de crecimiento de 3,5% anual a la espera de que futuros resultados consoliden nuestro escenario base al alza. Lo anterior es consistente con algunos riesgos para 2006: i) menores precios de materias primas y menores volúmenes de compra de nuestros vecinos; ii) una reducción en el diferencial de tipos con EEUU; iii) una continuación en la caída de la producción petrolera y iv) una reforma tributaria que genere menor confianza entre los inversionistas.

### ¿Que pasará con el crecimiento si el precio del crudo mantiene su tendencia al alza?

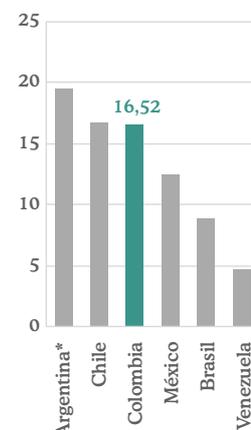
Un continuo ascenso en los precios del petróleo afectaría al alza nuestro escenario de crecimiento económico para 2006. Estimando un precio promedio de USD 88 el barril para el próximo año, escenario que cuenta con 15% de probabilidad, el PIB crecería 4,2%. Este *shock* positivo se originaría en: i) una atmósfera propicia para el crecimiento de nuestras exportaciones a Venezuela y Ecuador, países que verían su ingreso nacional incrementarse de forma extraordinaria dada su condiciones de economías petroleras, ii) mayores ingresos por exportación de crudo y otros commodities, cuyos precios podrían reaccionar al alza y iii) dados los incentivos, una mayor dinámica de la inversión en exploración petrolera. Desde el punto de vista de la oferta, las ramas de actividad que más se beneficiarían serían la industria manufacturera y el sector de minas. Si bien el choque parece alto, hay que tener en cuenta el sesgo al alza que tiene nuestra previsión de PIB de 3,5% para 2006.

### Perspectivas en inflación

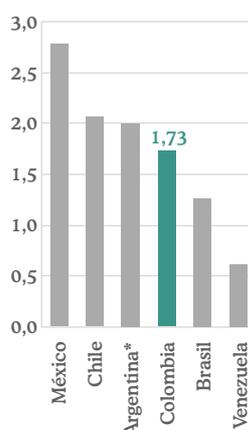
En materia de inflación, nuestra proyección de variación interanual del IPC para diciembre de 2005 se encuentra en 4,88%. Al cierre del segundo trimestre de 2005 nuestra proyección se ubicaba en 5,05%. Corregimos a la baja nuestra proyección en 17 pb debido a tres factores principalmente. El primer factor es que la apreciación del peso que se siguió observando en los últimos meses debe seguirse traduciendo a la inflación básica en lo que resta de 2005. El segundo es que ya en

### Relación precio ganancia

(Promedio jun-sep.)



### Precio a valor en libros



\* Promedio junio  
Fuente: Bloomberg

agosto se inició el ciclo de descenso en la inflación interanual de alimentos y esperamos que esto continúe en lo que resta de 2005, tal como ocurrió en 2004. Y el tercer factor es que debido a que las expectativas de inflación se encuentran incluso por debajo de la meta puntual del BR, creemos que la alta credibilidad de la política monetaria debe también contribuir a la fijación de menores precios en los próximos meses.

Para 2006, nuestra proyección de inflación interanual de fin de año es 4.5%. Creemos que en el 2006 la inflación continuará con tendencia a la baja debido al rezago de transmisión que existe entre las modificaciones que sufre el tipo de cambio y el momento en el que estos cambios se observan en la inflación. Sin embargo, debido a que nuestras proyecciones de tipo de cambio suponen que en el 2006 tendríamos devaluación del peso frente al dólar, creemos que la inflación en el segundo semestre del año no podrá registrar una reducción tan acelerada como lo será en el 2005.

### **En el escenario base para 2006 surgiría un déficit corriente**

En el escenario base para 2006, a pesar que los egresos por importaciones se incrementarán menos dinámicamente (18%), el superávit comercial (USD 247 millones) disminuirá pronunciadamente como efecto del aletargamiento de los ingresos por exportaciones de bienes, que aumentarán apenas 5% debido a los menores volúmenes y precios de las ventas de productos tradicionales y a una desaceleración de las de productos no tradicionales, consecuencia de la moderación del crecimiento en Venezuela.

La caída en el superávit comercial conducirá al surgimiento de un déficit en cuenta corriente (USD 1.257 millones) equivalente a -1% del PIB. Como no se espera otro choque de inversión extranjera de la magnitud de la venta de Bavaria, un mayor endeudamiento mantendrá un superávit en la cuenta de capital (USD 3.042 millones) equivalente a 2,5% del PIB. En estas circunstancias, la acumulación de reservas internacionales sería de USD 1.785 millones, sin tener en cuenta ventas de divisas del BR al Gobierno.

### **En un escenario alternativo aumentarían el superávit corriente y los flujos netos de capital**

En un escenario alternativo para 2006, en el cual los precios de los combustibles se desbordan por un aumento o, en caso extremo, una materialización de los riesgos geopolíticos, el superávit comercial podría subir a USD 3.436 millones, como consecuencia de un incremento de 20% en los ingresos por exportaciones de bienes, logrado gracias a los mayores precios de los hidrocarburos y el carbón, que se incrementarían 38% y 32%, respectivamente. Los ingresos por exportaciones no tradicionales no resultarían significativamente afectados, debido a que el menor valor de las ventas en Estados Unidos, la Unión Europea, México, Chile y Brasil sería compensado por su mayor valor en Ecuador y Venezuela, donde la actividad aumentaría 1,2% adicional debido al choque. Bajo estas condiciones, el superávit en la cuenta corriente (USD 1.931) se mantendría en 1,6% del PIB.

En este escenario alternativo, la inversión extranjera directa en el sector de minas y petróleo podría incrementarse USD 833 millones, con lo cual el superávit en la cuenta de capital (USD 3.875 millones) aumentaría a 3,2% del PIB. La acumulación de reservas internacionales, en consecuencia, sería de USD 5.806 millones, sin suponer venta alguna de divisas al Gobierno.

### **Sector Fiscal en 2006**

Para 2006 el Gobierno proyecta un balance del SPC equivalente al -2,0% del PIB de ese año y un balance del GNC de -6,4% del PIB, sin

embargo de continuar la coyuntura de mayores precios de petróleo, estas metas podrían ser corregidas a la baja, ya que en la proyección del balance de ECOPETROL se espera un aumento en la producción junto con un descenso en los precios del crudo, en la medida que los precios continúen en los niveles actuales o aumenten, se esperaría un mejor resultado de la empresa estatal. En cuanto al GNC, dada las rigideces estructurales de sus gastos, no se esperarían mayores correcciones, a menos que se pronuncie la tendencia apreciadora en los títulos de deuda pública o que exista una continuidad de la tendencia apreciadora del COP, situaciones que permitirían un menor pago de intereses sobre la deuda.

En cuanto a los ingresos del GNC para el próximo año, tampoco se esperan cambios significativos ya que la coyuntura política, dominada por el ambiente preelectoral, no sería la más apropiada para sacar adelante un proyecto de reforma tributaria estructural, por lo que la única forma en que se puede generar un aumento significativo en los ingresos de la nación es mediante un mayor crecimiento económico. Por ahora la prioridad del Gobierno en este sentido es compensar los impuestos temporales que vencen en 2007 y 2008, por lo que es factible que el próximo proyecto tributario que se presente tenga este objetivo coyuntural y no un perfil estructural.

Respecto al financiamiento, Colombia a aprovechado la continuidad de la coyuntura favorable a la deuda de emergentes para prefinanciar sus requerimientos de bonos externos para 2006, a la fecha el Gobierno ya había colocado USD 1.000 millones de los USD 2.000 millones en bonos que espera colocar en los mercados internacionales. Se espera que en la medida que continúe la coyuntura cambiaria, el Gobierno continúe realizando prepagos y canjes de deuda externa por interna, en la reciente carta de modificación a la Ley de Presupuesto de 2006, se incluye un monto de COP 2,2 billones con el objetivo de sustituir deuda interna por externa, en caso de ser necesario. Los desembolsos de TES ascenderán a COP 28.790 mM.

## Entorno Financiero 2006

### En el escenario base para 2006 podría ocurrir una depreciación moderada del tipo de cambio

Los menores superávit corriente y de capital en el escenario base para 2006 conducirían a una depreciación del tipo de cambio de 4,3%, con lo cual éste cerraría 2006 alrededor de COP 2.400.

### En el escenario alternativo continuaría la apreciación

En el escenario alternativo con fuerte choque petrolero, la elevada magnitud de los flujos externos que recibiría la economía provocaría una apreciación considerable del tipo de cambio, que podría caer debajo de COP 2.250.

### Perspectivas tipos cortos

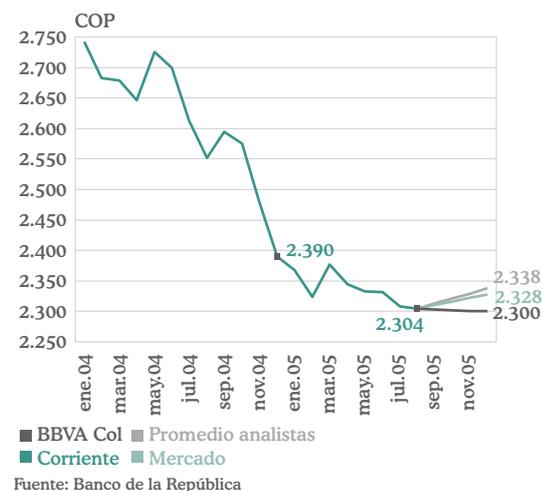
Creemos que la postura de la política monetaria continuará sin profundos cambios en lo que resta de 2005. Creemos que la política del Emisor seguirá siendo una política monetaria laxa y estando determinada en gran medida por lo que suceda con el tipo de cambio. Por lo tanto, creemos que el BR continuará, como lo ha anunciado, con su política de acumulación de divisas para detener la apreciación del peso y por lo tanto, otorgando amplia liquidez al sistema. Sin embargo, creemos que con el anuncio de venta de divisas al Gobierno, se neutralizará, por lo menos una parte, la mayor liquidez que está otorgando al sistema vía la acumulación de divisas. Por otro lado, creemos que las tasas de interés de intervención permanecerán inalteradas en lo resta de 2005. Es decir, nuestra proyección de tasa mínima de expansión para fin de año se encuentra en 6%.

## Financiamiento 2006

Concepto	2006	
	COP mM	% PIB
Financiamiento	20.147	6,6
Crédito Externo Neto	6.077	2,0
Crédito Interno Neto	11.578	3,8
Portafolios y Otros Recursos	1.499	0,5
Otros	993	0,4

Fuente: MINHACIENDA - CONFIS

## TRM



### Proyecciones tasas 10 años



Fuente: SISTEMA Electrónico de Negociación del Banco de la República.  
Cálculos: BBVA Colombia

Por otro lado, nuestra proyección de DTF para fin de año se encuentra en 6.4%. Corregimos a la baja nuestra proyección debido a la disminución de 50 pb en las tasas de intervención. Creemos que al finalizar el año, la DTF debe haber capturado la totalidad de este efecto, es decir, debe haberse reducido los 50 pb.

Para 2006 proyectamos un incremento de 25 pb en la tasa mínima de expansión del BR, es decir, en diciembre de 2006 ésta se ubicaría en 6.25%. Si bien proyectamos un incremento nominal de 25 pb, el incremento real sería de 63 pb debido a nuestra proyección de reducción en materia de inflación e incremento de tasas de intervención del BR. En materia de DTF creemos que esta tasa pasaría de 6.4% a 6.9%, es decir, registraría un incremento de 50 pb. De estos 50 pb, 25 pb estarían asociados con el aumento de las tasas del Emisor y los otros 25 pb estarían vinculados al cierre de la brecha de 25 pb entre la tasa interbancaria y la tasa mínima de expansión del BR que esperamos se de en el 2006, cuando el BR realice el traslado hacia una política monetaria mas neutral y menos laxa<sup>2</sup>.

### Tipos largos en 2006

Para 2006 se espera que las condiciones internas no sean tan favorables para la apreciación de la deuda pública interna como en la actualidad. La política monetaria expansiva no es sostenible en el largo plazo, dadas las presiones inflacionarias que generaría eventualmente. Por tanto, se parte del supuesto de disminución en la liquidez de la economía, lo cual generaría aumentos en las tasas de interés de corto plazo que se transmitirían a las tasas de largo. Se espera, además, que el tipo de cambio se devalúe ligeramente en 2006, lo cual brindaría incentivos a los agentes para recomponer su portafolio, sustituyendo activos denominados en COP por denominados en USD. Ambos factores tendrían a moderar las presiones bajistas sobre las tasas de negociación de los títulos. Sin embargo, la tendencia decreciente de la inflación y la credibilidad de la política fiscal, controlando el gasto y cumpliendo de las metas pactadas con el FMI, seguirían favoreciendo la inversión en bonos de largo plazo.

En el entorno internacional, se espera que la tasa de referencia de la FED llegue hasta 4,75% y que esto a su vez se transmita a las tasas de largo plazo, para las cuales se estima un 4,9% en las de los bonos a 10 años del tesoro estadounidense a final de 2006. El mayor rendimiento en los títulos de largo plazo reduciría el apetito por deuda emergente al disminuir su diferencial con activos de menor riesgo, como los bonos americanos. De esta manera, en el campo externo también se producirían presiones alcistas sobre las tasas de largo plazo locales.

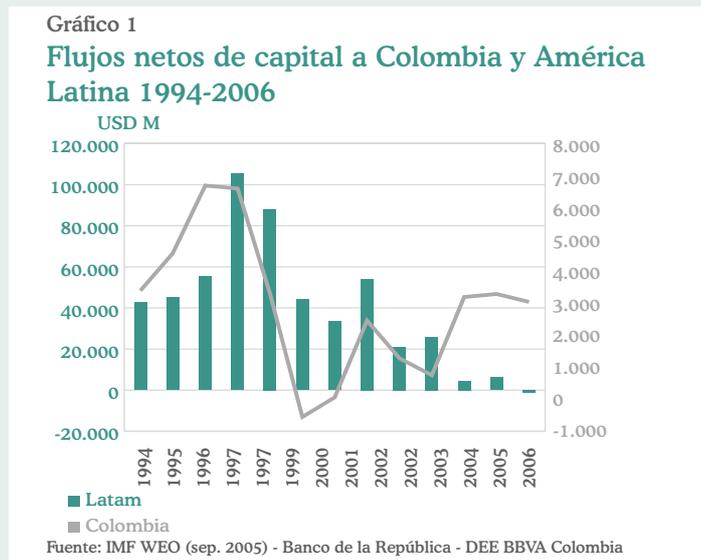
Dados estos factores, esperamos que la tasa del título a 10 años local se incremente hasta 9,565%, que a pesar de reflejar una depreciación en los títulos respecto de lo esperado para 2005, es una tasa baja si se compara con los promedios históricos de las de los títulos de deuda pública de largo plazo locales.

<sup>2</sup> El cierre de la brecha entre la tasa mínima de expansión del BR y la interbancaria afecta a la DTF, por cuanto nuestro modelo de proyección de DTF contiene dos componentes: el primero de ellos es el diferencial existente entre la DTF e interbancaria (que lo mantenemos constante y suponemos que continúa en los niveles actuales en los próximos años) y el segundo es la tasa interbancaria (componente variable), debido a que es la tasa que captura los movimientos de la tasa de intervención del BR.

# Los flujos extranjeros de capital en Colombia

## Los flujos a Colombia en el contexto latinoamericano

A grandes rasgos, durante la última década los flujos de capital a Colombia han seguido el mismo patrón que los dirigidos a América Latina, aunque con variaciones de diferente magnitud (Gráfico 1).



En el auge entre 1994 y 1997 tendieron a aumentar más dinámicamente hacia Colombia que hacia la región. Sin embargo, comenzaron a disminuir primero en Colombia, a partir de 1997, haciéndolo con mayor intensidad que en la región hasta 2000. Su recuperación en 2001 fue mucho más pronunciada que en la región, pero también lo fue su caída en 2002, la cual se prolongó hasta 2003. En 2004, en contraste con lo sucedido en la región, los flujos hacia Colombia aumentaron pronunciadamente y se espera que se mantengan elevados en 2005 y 2006.

Como resultado de esta dinámica, la importancia de Colombia como receptor de flujos netos de capital en la región se incrementó entre 1994 y 1996, disminuyó desde la crisis asiática en 1997 hasta 1999, se ha incrementado desde 2000 y lo ha hecho desproporcionadamente en 2004 y 2005 (Gráfico 2).



## Los flujos netos de capital en Colombia

En 1994 y 1995 la composición de los flujos netos de capital a Colombia estaba relativamente balanceada entre inversión y endeudamiento. Entre 1996 y 1998 y entre 2000 y 2002 la inversión predomina sobre el endeudamiento, mientras que en 1999, 2001 y 2003 sucede lo contrario (Gráfico 3).



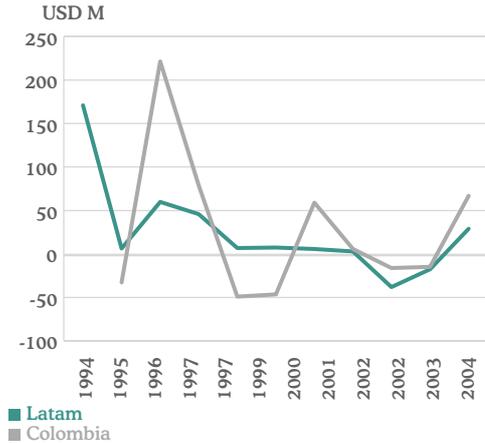
Con contadas excepciones (1995 y 2003), en Colombia los flujos netos de inversión extranjera durante la última década han sido directos (Gráfico 4).



En una escala distinta, en líneas generales los flujos de inversión extranjera directa neta a Colombia han seguido las tendencias de los dirigidos a América Latina (Gráfico 5). En el auge de 1996 y 1997, los que entraron a Colombia aumentaron más dinámicamente que los que llegaron a la región. En el estancamiento entre 1998 y 2001, los flujos a Colombia disminuyeron precipitadamente en los dos primeros años, se recuperaron en 2000 y se incrementaron lentamente en 2001, mientras que los dirigidos a la región aumentaron lentamente (5,4% anual promedio). En 2002 y 2003 los flujos a Colombia disminuyeron aproximadamente la

mitad de lo que se redujeron a América Latina y en 2004 se reactivaron ligeramente por encima del doble que a la región.

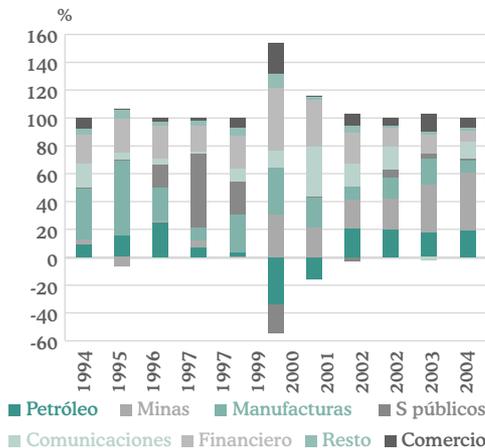
**Gráfico 5**  
Variación de los flujos de inversión extranjera directa neta en Colombia y Latam



Fuente: FMI - World Economic Outlook

Dada su heterogeneidad, es difícil distinguir patrones predominantes en la dirección sectorial de la inversión extranjera directa neta que ha llegado a Colombia durante la última década. Sin embargo, parece claro que el sector financiero se ha beneficiado permanentemente con los flujos, aunque proporcionalmente menos durante los tres últimos años. La inversión en el sector manufacturero siguió un patrón similar, concentrando una mayor proporción al comienzo y hacia la mitad del período y proporcionalmente menos en la segunda mitad, sobre todo al final. El sector minero se ha beneficiado relativamente más en el último lustro, mientras que los flujos al petrolero tendieron a concentrarse al comienzo y en la segunda mitad. La mayor inversión llegó al sector de servicios entre 1996 y 1998. El flujo al sector de comunicaciones tendió a concentrarse en la segunda mitad, especialmente en 2000. Finalmente, una pequeña proporción ha llegado de manera continua al sector comercial (Gráfico 6).

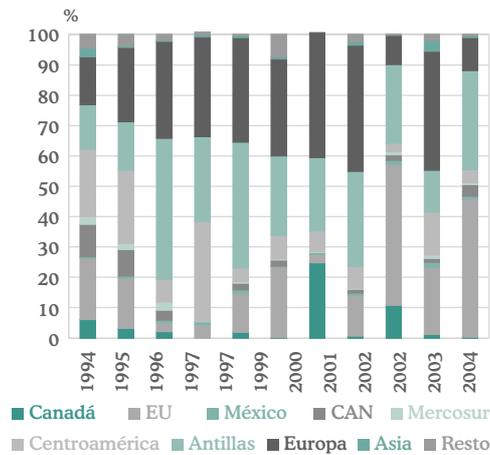
**Gráfico 6**  
Dirección sectorial de la IED en Colombia



Fuente: Banco de la República - Estudios Económicos

En promedio, a lo largo de la última década la mayor parte de la inversión (75%) ha proveniendo de Europa, Las Antillas y Estados Unidos (Gráfico 7).

**Gráfico 7**  
Procedencia de la IED neta

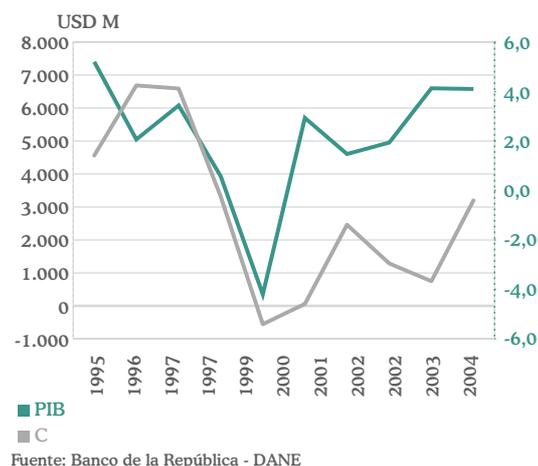


Fuente: Banco de la República - Estudios Económicos y Cambios Internacionales

### En Colombia los flujos han estimulado el crecimiento, las reformas estructurales y la profundización financiera

En Colombia ha habido una relación directa entre flujos netos de capital y crecimiento económico, que fue más estrecha durante la primera que a lo largo de la segunda mitad de la última década, pero que ha tendido a estrecharse nuevamente en el último año (Gráfico 8).

**Gráfico 8**  
Crecimiento del PIB y flujo neto de capital en Colombia



Fuente: Banco de la República - DANE

A comienzos de la década de 1990 el deseo de atraer un mayor caudal de inversión extranjera, para subsanar la escasez de ahorro doméstico y poder financiar una mayor inversión que estimulara el crecimiento, condujo a implementar una serie de reformas estructurales para flexibilizar los mercados domésticos de bienes y de factores.

Sin embargo, por la misma época tuvo lugar una reforma constitucional que incrementó el tamaño del Estado e intro-

dujo mayor inflexibilidad en el gasto, en pro de una mayor democracia y justicia social, pero sin proveer fuentes adicionales de financiación para las mayores erogaciones que se ordenaba. Comenzó de esta manera el recurso a frecuentes reformas tributarias, que constituyen una fuente de inestabilidad en las reglas del juego para la inversión, desestimulando los flujos de capital, en términos relativos, respecto de otras economías con posiciones fiscales estructuralmente más sostenibles.

Parcialmente como resultado de las reformas estructurales, de la flexibilización y apertura de la cuenta de capital, de la privatización de activos del sector público, de los mayores flujos de inversión y de la privatización parcial del sistema pensional los mercados financieros domésticos, se han profundizado.

### **La persistencia y caudal de los flujos recientes, apreciando la moneda, plantea retos a la política monetaria**

La persistencia del auge del sector externo durante los dos últimos años, alentada por el mantenimiento de un entorno internacional favorable, ha generado un flujo de ingresos tanto reales como financieros, que ha apreciado el COP. Para moderar la volatilidad del tipo de cambio y prevenir una depreciación abrupta en un entorno internacional adverso, que podría desestabilizar los precios y amenazar el crecimiento, el Banco de la República –BR- ha implementado un esquema de flotación administrada, compatible con el de meta de inflación para la política monetaria. Bajo este esquema el BR acumula o desacumula reservas internacionales mediante opciones americanas (put o call, según el caso) e interviene discrecionalmente para comprar divisas en el mercado cambiario. Esta última modalidad de intervención ha resultado sustancialmente más efectiva, logrando una mayor estabilidad del tipo de cambio en lo corrido del año que durante el año pasado, cuando ejercía la primera modalidad.

Con el mismo propósito, ha reducido sus tipos de interés de intervención para disminuir la rentabilidad de los activos financieros domésticos y desestimular los flujos de portafolio, que exacerban la volatilidad.

Como las compras en el mercado han generado una acumulación indeseable, que podría rebasar el punto óptimo en términos de rentabilidad y de expansión de los medios de pago; a solicitud del Gobierno el BR ha accedido a venderle varias veces reservas internacionales. Mediante estas ventas, el Banco abre un mayor espacio monetario para intervenciones adicionales, mientras que el Gobierno prepaga deuda externa o, alternativamente, canjea obligaciones externas por internas, si financia las operaciones con emisiones en el mercado doméstico, mejorando en ambos casos el perfil de sus compromisos.

Afortunadamente la tendencia decreciente de la inflación y la confianza de los agentes en las autoridades han permitido implementar estas medidas sin ocasionar traumatismo alguno en los mercados financieros.

### **Probablemente los flujos que han entrado en la coyuntura actual son menos volátiles que en el pasado**

En la medida en la cual los flujos de inversión más recientes son predominantemente directos y se han dirigido a los sectores de minas y petróleo, son más sostenibles que en el pasado y reflejan una mayor confianza en la economía, la política económica y sus instituciones.

Por supuesto, existe el riesgo que el entorno internacional devenga adverso y que, en ese caso, los flujos de portafolio tengan la tentación de salir buscando mayor seguridad. Sin embargo, depende de una adecuada política económica mantener la confianza de los inversionistas y blindar la economía contra choques externos. Afortunadamente el Gobierno y el BR lo saben.

## Reelección y perspectivas electorales

### La reelección en la Corte Constitucional

Quién será el gobernante de Colombia en el cuatrienio 2006-2010 depende en muy buena medida de la decisión que tome la Corte Constitucional sobre la constitucionalidad de un Acto Legislativo ya aprobado por el Congreso de la República, que permite la reelección inmediata (hasta antes de ese Acto Legislativo, la Constitución la prohibía). Existe expectativa sobre la decisión que tome la Corte, porque el Acto Legislativo que introdujo la reelección fue manifiestamente diseñado para permitir un segundo mandato consecutivo de Uribe. La Corte tiene plazo hasta noviembre de este año para proferir su fallo, pero es posible que lo emita antes de esta fecha, dada la importancia del mismo sobre el diseño del juego político. La Corte tiene nueve miembros, y sus decisiones se toman por mayoría simple (es decir, cinco personas son necesarias para aprobar o rechazar la reelección). Popularmente se juzga que cuatro de los nueve miembros de la Corte son "amigos" del gobierno. Sin embargo, hay que admitir que un análisis que consulte sólo esta observación es demasiado estrecho. También es posible que la Corte apruebe la reelección, pero con matices, como por ejemplo impedir la reelección inmediata, o aprobar la reelección, pero sólo a partir de 2010. Los matices mencionados en efecto impedirían que Uribe se volviera a presentar como candidato en 2006.

El debate jurídico en torno a la decisión de la Corte se centra en si ésta evaluará sólo los aspectos de forma de la aprobación del Acto Legislativo, o si, por el contrario, la Corte también analizará aspectos de fondo. En opinión de algunos calificados juristas, si la Corte se atuviera sólo a los aspectos formales, habría suficientes razones para argumentar que la aprobación de la reelección no contó con todos los requisitos exigidos. Sin embargo, es improbable que la Corte asuma un punto de vista tan estrechamente procedimental, sobre todo teniendo en cuenta las graves consecuencias políticas de la decisión.

En este momento, sólo nos atrevemos a decir que existe máxima incertidumbre sobre el sentido de la decisión de la Corte. En otras palabras, creemos que hay un 50% de posibilidades de que la Corte apruebe la reelección. Hay enormes especulaciones en Colombia en este sentido, alimentadas por el hermetismo con el que los magistrados de la Corte deben tratar el tema. La única información "objetiva" que se conoce es un par de conceptos que, por razones procedimentales, tiene que rendir el Procurador General de la Nación ante la Corte Constitucional. Los conceptos no obligan a la Corte, pero su peso jurídico obliga a tenerlos en cuenta. En su primer concepto, el Procurador opinó que la reelección es inconstitucional por vicios de forma. En su segundo concepto, el Procurador opinó que la mitad del articulado de una Ley que desarrolla el Acto Legislativo que aprueba la reelección, la Ley de Garantías Electorales, es inconstitucional, y que se debe entender que la reelección y la Ley de Garantías Electorales forman un todo único, de modo que no podría haber reelección si no hay al tiempo una Ley de Garantías Electorales.

### El escenario electoral

El sentido de la decisión de la Corte configura, pues, dos posibles escenarios políticos para Colombia: el escenario con reelección y el escenario sin reelección. En ambos escenarios se pueden distinguir las siguientes fuerzas políticas: (1) uribismo (centro derecha: coalición del sector de derecha del Partido Liberal y diversos sectores del Partido Conservador), (2) Partido Liberal oficialista (centro izquierda), (3) Partido Conservador (derecha: el grueso del Partido Conservador está ahora con el uribismo), (4) independientes (centro) y (5) izquierda democrática.

En el escenario con reelección, es bastante probable que Uribe sea reelegido. Según la encuesta más reciente, recién publicada, Uribe tendría una intención de voto del orden del 56%, más que suficiente para ser elegido directamente en la primera vuelta electoral. El segundo, que sería el candidato del Partido Liberal, tendría una intención de voto del 11%. El resto de candidatos estaría muy cerca del margen de error de la encuesta. Por lo tanto, en los actuales momentos parece seguro apostar que, si hay reelección, entonces Uribe volverá a ser presidente en 2006.

En el escenario sin reelección, las cosas son menos predecibles. El uribismo sin Uribe ya no es un poder electoral tan formidable. Además, existe la posibilidad de que se divida. Si Uribe no puede ser candidato, quizás la persona más favorecida es Horacio Serpa. Él es el representante emblemático del Partido Liberal oficialista, y cuenta con una votación muy importante. Según la última encuesta, Serpa debería ganar la consulta interna del Partido Liberal, con una intención de voto del orden del 43%. Es decir, Serpa debe ser escogido como el candidato oficial del Partido Liberal. Sin embargo, buscando la presidencia, ya ha sido derrotado en dos oportunidades anteriores. Pero, sin Uribe, las posibilidades electorales de Serpa aumentan. Según una encuesta anterior, que mide más técnicamente esta cuestión, sin Uribe, Serpa debería ganar la primera vuelta presidencial, con 23.7% de la intención de voto; luego Noemí, con 19.6%; luego Mockus, con 13.4%; y luego Navarro, con 12.7%. En la segunda vuelta habría un empate técnico entre Horacio Serpa y Noemí Sanín, con 32.5 y 32.4% de la intención de voto, respectivamente.

Todavía hace falta mucho tiempo para las elecciones, y especular qué va a pasar en unas elecciones sin Uribe, si la Corte no aprueba la reelección, es muy aventurado. La razón es que, si Uribe no puede ser candidato, el uribismo tiene sufrir una reorganización interna. Esto abre la posibilidad, si no hay reelección, de que un candidato no uribista, como Serpa, gane las elecciones. Sin embargo, dado el ánimo de los electores, para el cuatrienio 2006-2010 esperamos una continuidad de las políticas actuales, incluso si el uribismo no se mantiene en el poder. Juzgamos que en cualquier caso las posibilidades de que Colombia entre 2006-2010 caiga en manos abiertamente antimercado son realmente mínimas.

## Indicadores y Proyecciones Colombia

<b>Real</b>					
(Datos fin de periodo)	2002	2003	2004	2005 (pr)	2006 (pr)
PIB Corriente (miles de millones de dólares)	81,6	80,1	97,8	121,1	127,0
PIB Corriente (miles de millones de pesos)	204.530	230.467	256.862	281.264	304.328
PIB per cápita (dólares)	1.860	1.796	2.158	2.631	2.715
PIB Real (Var. Interanual)	1,9	4,1	4,1	4,2	3,5
Consumo Privado (var. interanual real)	3,0	2,4	4,0	4,0	4,1
Consumo Público	0,2	0,6	3,3	4,4	3,6
FBCF (var. Interanual Real)	9,9	23,6	12,4	13,7	10,8
Industria	1,2	4,2	4,8	3,2	4,0
Construcción	12,5	13,4	9,7	8,4	6,1
Tasa de Desempleo Urbano (%)	15,7	14,7	13,0	12,0	11,6
<b>Precios</b>					
(Datos fin de periodo - variación % interanual)	2002	2003	2004	2005 (pr)	2006 (pr)
IPC (Final)	7,0	6,5	5,5	4,9	4,5
Inflación Básica (Final)	5,4	7,0	5,5	4,2	3,8
<b>Tipos de Interés</b>					
(Datos fin de periodo)	2002	2003	2004	2005 (pr)	2006 (pr)
DTF - Depósitos 90 días (Final)	7,73	7,95	7,76	6,40	6,9
Bono 10 años (Final)	15,167	14,121	12,747	8,911	9,565
<b>Fiscal</b>					
(% del PIB)	2002	2003	2004	2005 (pr)	2006 (pr)
Resultado Fiscal Sector Público Consolidado	-3,7	-2,7	-1,3	-1,6	-2,0
<b>Externo</b>					
(Datos fin de periodo)	2002	2003	2004	2005 (pr)	2006 (pr)
Tipo de Cambio (COP/USD)	2.864,8	2.778,2	2.389,8	2.300,0	2.398,9
Saldo exterior (miles de millones de USD)	0,1	0,1	0,9	2,8	0,2
Exportaciones (miles de millones de USD)	12,0	13,1	16,7	23,1	24,2
Importaciones (miles de millones de USD)	11,9	13,0	15,6	20,3	24,0

(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	3,3	3,1	2,8
UEM	0,7	1,7	1,3	2,0	2,0	2,4	2,2	1,9
Japón	1,4	2,7	2,0	2,5	-0,4	0,2	0,0	0,3
China	9,3	9,5	9,3	8,5	1,2	3,9	2,5	2,5

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	27/09/05	dic-05	jun-06	dic-06	27/09/05	dic-05	jun-06	dic-06
EE.UU.	3,75	4,25	4,75	4,75				
UEM (\$/€)	2,00	2,00	2,00	2,50	1,20	1,22	1,22	1,21
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	113	105	104	102
China (cny/\$)	5,58	5,58	5,80	5,80	8,09	8,05	7,90	7,75

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	8,8	9,0	8,0	5,5	3,7	6,1	10,9	10,0
Brasil	0,5	4,9	3,3	3,0	9,3	7,6	5,2	5,0
Chile	3,7	6,1	6,3	5,3	1,1	2,4	3,8	2,7
Colombia	4,1	4,1	4,2	3,5	6,5	5,5	4,9	4,5
México	1,4	4,4	3,0	3,0	4,0	5,2	3,8	3,7
Perú	4,0	4,8	5,7	4,7	2,5	3,5	1,8	2,5
Uruguay	2,2	12,3	5,5	n.d.	10,2	7,6	5,5	n.d.
Venezuela	-9,2	17,9	7,3	2,0	27,1	19,2	16,8	15,3
LATAM <sup>1</sup>	1,7	5,9	4,4	3,5	7,1	6,8	5,9	5,5
LATAM Ex-México	1,8	6,5	4,9	3,7	8,3	7,3	6,7	6,2

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina <sup>2</sup>	2,3	3,9	3,7	3,4	6,0	2,2	1,4	1,4
Brasil	-3,6	-2,5	-3,0	-3,0	0,8	1,9	1,8	1,0
Chile <sup>2</sup>	0,0	2,5	4,2	2,6	-1,5	1,5	0,5	-1,0
Colombia	-2,7	-1,3	-1,6	-2,0	-1,3	-1,0	1,0	-1,0
México	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	-1,3	-1,1	-1,1	-1,3
Perú	-1,7	-1,1	-1,0	-1,0	-1,5	0,0	-0,1	-0,5
Uruguay	-3,2	-1,8	-2,5	n.d.	-0,5	-0,8	0,6	n.d.
Venezuela <sup>2</sup>	-5,1	-1,9	-0,9	-1,6	10,3	14,1	14,1	8,7
LATAM <sup>1</sup>	-1,7	-0,8	-0,8	-0,9	0,8	1,3	1,4	0,4
LATAM Ex-México	-2,5	-1,0	-1,2	-1,3	2,2	2,6	2,7	1,4

<sup>1</sup> Media de los 8 países mencionados. <sup>2</sup> Gobierno Central

	Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año) <sup>3</sup>			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,99	2,90	2,90	3,7	3,1	6,0	10,0
Brasil	2,89	2,72	2,40	2,90	16,5	17,8	18,8	16,0
Chile	603	576	545	545	2,3	2,3	4,5	6,3
Colombia	2865	2404	2300	2399	8,0	7,8	6,4	6,9
México	11,24	11,15	11,06	11,64	6,0	8,7	8,5	7,7
Perú	3,47	3,28	3,27	3,30	2,5	3,0	3,3	4,3
Uruguay	29,19	26,56	25,50	n.d.	7,5	5,7	n.d.	n.d.
Venezuela	1600	1920	2150	2150	15,1	12,4	12,2	11,9

<sup>3</sup> Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente.

# Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

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

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Coyuntura Macroeconómica y Financiera	Mercedes Benz	Bogotá, Jul. 05
Macroeconomic and Financial Overview	SAP-Miller	Bogotá, Jul. 05
Entorno Macroeconómico	BID	Bogotá, Ago. 05
Coyuntura y Perspectivas Macro	Coca Cola	Bogotá, Ago. 05
Perspectivas Económicas 2005 - 2006	Cientes Tesorería	Bogotá, Ago. 05
Sobre la Noción de Justicia	Universidad Externado de Colombia	Bogotá, Sep. 05

## Buenos Aires [www.bancofrances.com.ar](http://www.bancofrances.com.ar)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
El Desempeño Económico de la Argentina y la Dinámica de Deuda Post-Reestructuración	Seminario «La reestructuración de la Deuda Argentina» 6/7/05, organizado por el Cronista Comercial	Buenos Aires, Jul. 05
Panorama Macroeconómico y Perspectivas Argentina 2005 - 2006 Política Cambiaria, Inflación y Crecimiento	ATC Asoc. Tucumana de Citrus Universidad de Ciencias Económicas	San Miguel de Tucumán, Jul. 05 Mar del Plata, Ago. 05
Panorama Macroeconómico 2006	Peugeot Citroën Argentina	Buenos Aires, Sep. 05
Perspectivas Macroeconómicas 2005-2006 y actividad de la Construcción	Salón Inmobiliario y Préstamos Personales para Clientes BBVA Banco Frances	Buenos Aires, Sep. 05

## Caracas [www.provincial.com](http://www.provincial.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Macroeconómicas 2005-2006	Empresas Polar	Caracas, Jun. 05
Escenario macroeconómico y su Impacto en el Sector Industrial	Reunión de Clientes	Valencia, Jun. 05
Perspectivas de Corto, Mediano y Largo Plazo	Banca Mayorista Global	Caracas, Jul. 05
Perspectivas Macroeconómicas y Mercado Petrolero	Repsol YPF	Caracas, Sep. 05
Venezuela: Economic Outlook 2005-2007	Banca Mayorista Global	Caracas, Sep. 05

## Lima [www.bbvacontinental.com](http://www.bbvacontinental.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Necesidades Fiscales y Reforma: Una Visión Agregada	USAID / PHR Plus Perú / National Democracy Institute / Fondo de Población de las Naciones Unidas	Lima, Jul. 05
Situación Económica	Banca Mayorista Global	Lima, Jul. 05
El Futuro del Dólar	Cámara Comercio Americana del Perú	Lima, Ago. 05
Situación Económica	Essalud	Lima, Ago. 05
Situación Económica	Banca Minorista	Lima, Sep. 05

## Madrid [www.bbva.com](http://www.bbva.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Vivienda y Endeudamiento de las Familias	UIMP Santander	Madrid, Jul. 05
Previsiones Macroeconómicas y Financieras	Banca de Empresas	Barcelona, Jul. 05
Situación y Perspectivas del Sistema Bancario Español	FMI	Madrid, Jul. 05
Strategic Options for a European Bank at Home and Abroad	Instituto BAFT	Nueva York, Jul. 05
Lecciones de Internacionalización	Instituto de Empresa	Madrid, Jul. 05
La emergencia de China: retos y oportunidades para América Latina	Seminario BBVA-China	Lima, Sep. 05
China en el Mediano Plazo: Riesgos de un Modelo de Expansión Sostenida	Seminario BBVA-China	Lima, Sep. 05
La Integración de la Economía Española en Europa	Cámara Comercio de España	Lima, Sep. 05

## México [www.bancomer.com](http://www.bancomer.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Hacia las elecciones Presidenciales de 2006	Observatorio Empresarial Latinoamericano	México D.F., Jul. 05
Escenario económico y financiero en México 2005-2007	Clientes Corporativos y de Empresas	México D.F., Jul. 05
Escenario económico y financiero en México 2005-2007	Hipotecaria Nacional	S.L.P., Ago. 05
Mercados Globales	Jornadas de Mercados Globales	Querétaro, Sep. 05
El Potencial de la Vivienda en México	Riesgos Madrid	México D.F., Sep. 05

## BBVA USA [www.bancomer.com](http://www.bancomer.com)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Entorno Macroeconómico de Estados Unidos	Comité Estrategia y de Fondos	México D.F., Ago. 05
Entorno Macroeconómico de Estados Unidos	Jornadas Tesorería	México D.F., Sep. 05
Impacto del Huracán Katrina	Varios comités	México D.F., Sep. 05
Escenario Macroeconómico de Estados Unidos 2005-2007	Servicio de Estudios Económicos	México D.F., Sep. 05

## Santiago de Chile [www.bhif.cl](http://www.bhif.cl)

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Chile: de la recuperación al crecimiento	Ejecutivos Cías. de Seguros	Santiago, Jul. 05
Chile: de la recuperación al crecimiento	Cientes BBVA	La Serena, Jul. 05
Perspectivas económicas de Chile	SEE Madrid	Madrid, Ago. 05
Panorama de la Competitividad de América Latina	CIEPLAN	Santiago, Ago. 05
Perspectivas económicas y sector exportador	Exportadores, clientes BBVA	Santiago, Ago. 05





## 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

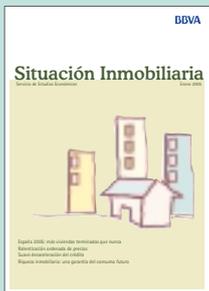
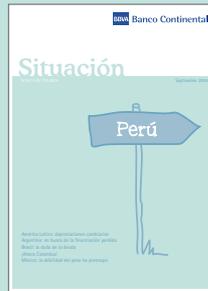
Europa: Manuel Balmaseda

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.