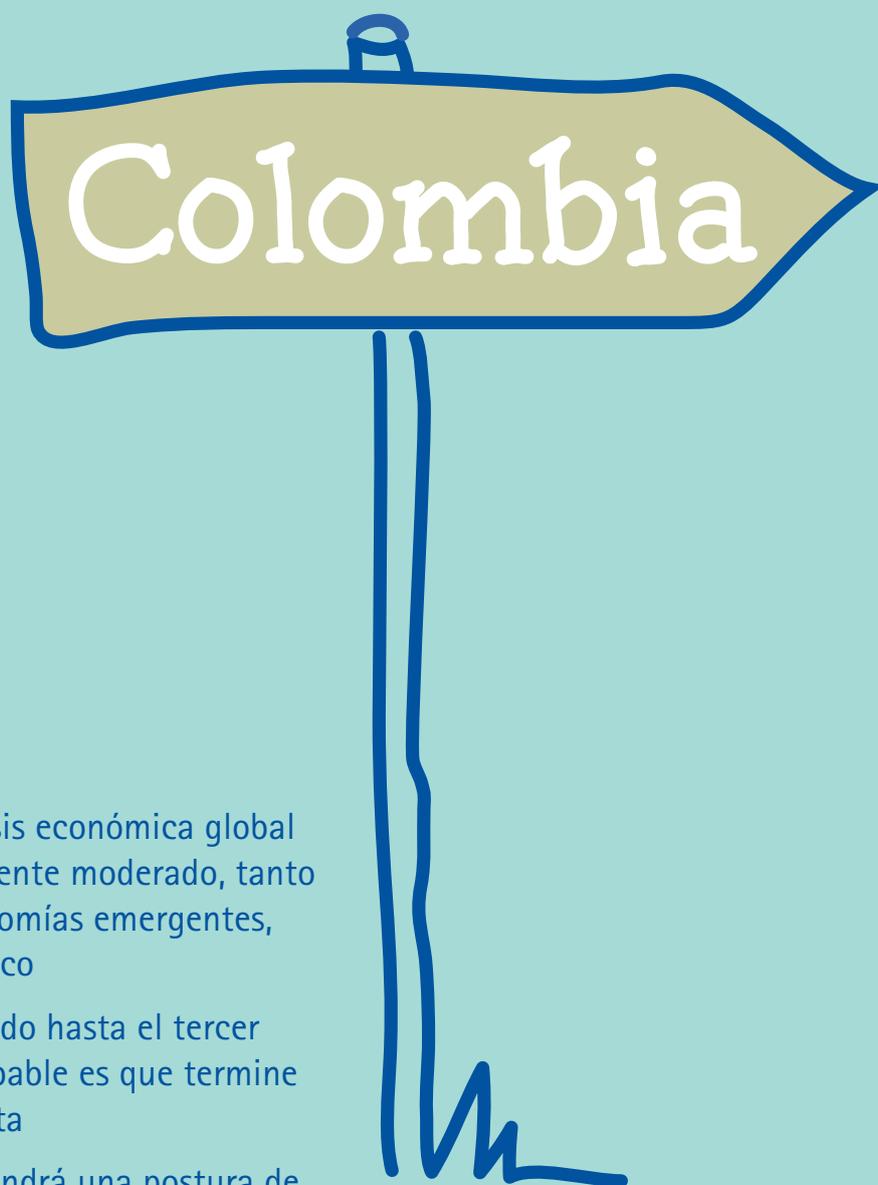


Situación

Servicio de Estudios Económicos
ISSN 2011-6357

Primer Semestre 2009



Colombia sorteará la actual crisis económica global con un ajuste corto y relativamente moderado, tanto en comparación con otras economías emergentes, como con su desempeño histórico

La inflación seguirá disminuyendo hasta el tercer trimestre de 2009 y lo más probable es que termine el año por debajo del rango meta

El Banco de la República mantendrá una postura de política monetaria amplia en los próximos trimestres

Índice

Fecha de cierre: 4 de junio de 2009

Resumen Ejecutivo	3
1. Panorama internacional	4
2. Entorno macroeconómico	7
3. Política Monetaria y Cambiaria	12
4. Sector financiero	14
5. Recuadro: Estimación del crecimiento potencial de Colombia	16

Esta publicación ha sido coordinada por

Joaquín Vial jvial@bbvaprovida.cl
Economista Jefe América del Sur

Han elaborado esta publicación:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Colombia
Juana Téllez juana.tellez@bbva.com.co
Economista Jefe

Mario Nigrinis mario.nigrinis@bbva.com.co
Editor

Mauricio Hernández mauricio.hernandez@bbva.com.co
Manuel Moscoso manuel.moscoso@bbva.com.co
Manuel Rey manuel.rey@bbva.com.co
María Paula Robledo mariapaula.robledo@bbva.com.co

Los efectos de la crisis internacional se sienten en Colombia

Los efectos de la crisis internacional se sienten con especial fuerza en las economías emergentes, incluida Colombia, desde el último trimestre de 2008. La quiebra de Lehman Brothers marca el inicio de una nueva etapa de la crisis donde los efectos reales se hacen más evidentes afectando con mucha fuerza el desempeño económico de la mayoría de las economías del mundo. Con el pobre desempeño mundial, el elevado riesgo global y la alta volatilidad de los activos financieros, los precios de los productos básicos disminuyen fuertemente y con ellos el desempeño de las economías emergentes.

En el momento en que el escenario internacional se hizo más adverso, la economía colombiana ya llevaba un importante camino de desaceleración de sus máximos de finales de 2007. Desaceleración que respondió a una combinación de factores de demanda interna, demanda externa y choques de oferta y que se intensificó con la nueva dimensión de la crisis. De esta forma, en el último trimestre de 2008, la economía colombiana decreció un 0,7% anual como consecuencia de un rápido retroceso de la inversión, el consumo privado y la demanda externa. Adicionalmente, los resultados del último trimestre sorprendieron a la baja como consecuencia de una desaceleración muy fuerte de la inversión pública y el consumo público que contrario a las expectativas no compensaron la desaceleración de la demanda interna privada.

En lo que lleva de 2009, el desempeño ha seguido siendo muy débil y los indicadores de confianza de empresarios, consumidores y comerciantes, junto con los indicadores líderes del consumo privado hacen prever una mayor desaceleración del mismo. Respecto a la inversión privada, las expectativas han empeorado ante la desaceleración de la demanda interna y externa por productos industriales y la reportada disminución de pedidos y aumento no deseado de inventarios por parte de los industriales. La gran incertidumbre para el cierre del trimestre y en general del año 2009 es el desempeño tanto de la inversión como del gasto público. En la ausencia de un paquete fiscal, el Gobierno Nacional entiende la necesidad de un flujo estable de gasto público nacional, regional y municipal, así como de una eficiente ejecución de la inversión pública a manera de estabilizador automático en un período de desaceleración como el actual. Sin embargo su capacidad de gestión se ha quedado corta en el pasado y es posible que esta vez no sea la excepción.

En estas líneas, la economía de seguirá desacelerando en el primer semestre de 2009 y la intensidad de esa desaceleración estará muy relacionada con el desempeño de la inversión y el gasto público. Sin embargo, de acuerdo con la evolución que esperamos para la economía mundial, para el segundo semestre cabe esperar el inicio de una recuperación muy gradual de la economía, de tal forma que en el consolidado de 2009 la economía caiga cerca de 0,5% anual. Esta cifra muestra el impacto de la crisis internacional sobre la economía colombiana, pero también su propio ciclo de demanda interna. A futuro los efectos de la crisis se seguirán viendo a tal suerte que la economía colombiana crecerá poco en 2010 pero recuperándose hasta alcanzar su crecimiento potencial en 2012.

Resumen Ejecutivo

En 2008 el crecimiento económico fue menor de lo inicialmente previsto debido al empeoramiento de la crisis mundial tras la quiebra de *Lehman Brothers*. El mundo experimentó un choque de financiamiento y un aumento de la aversión al riesgo que terminaron profundizando la etapa de desaceleración en que estaba la economía colombiana. Los pronósticos del SEE BBVA para Colombia muestran que en 2009 se daría una leve contracción del PIB, con lo cual el desempeño de la economía sería uno de los mejores de la región. En 2010 se retomaría la senda de crecimiento, pero a una tasa inferior a la del potencial.

La inflación ha caído de manera sostenida desde octubre de 2008. Esto se explica principalmente por la reversión de los choques temporales que en años anteriores presionaron la inflación al alza, y en menor medida por el cese de las presiones inflacionarias de demanda ante el bajo ritmo de la actividad económica. El SEE BBVA espera que en el 2009 la inflación termine por debajo del rango meta establecido por el Banco de la República. Para el próximo año la inflación seguiría disminuyendo por la existencia de excesos de capacidad instalada los cuales aumentarán en la medida que la economía crezca a tasas inferiores a las del producto potencial.

El acceso al financiamiento externo ha permitido que la política fiscal continúe siendo expansiva a pesar de la disminución de los ingresos tributarios. Sin embargo, el limitado margen de maniobra de las cuentas públicas ha impedido la implementación de paquetes fiscales para hacer frente a la coyuntura, como lo han hecho otros países de la región, dejando que el mayor peso recaiga sobre la política monetaria.

El esquema de flotación del tipo de cambio y la disminución de las expectativas de inflación han hecho posible que el Banco de la República implemente una agresiva política monetaria expansiva. La transmisión de tasas ha sido más rápida y fuerte que en episodios anteriores gracias a la solidez del sistema financiero que ha permitido una operación eficiente del canal de crédito. El SEE BBVA espera que el Banco de la República inicie una pausa en los recortes de la tasa de referencia, manteniéndola baja al menos por un año. De ser necesario relajar aún más la postura de política, el siguiente movimiento sería una reducción de los coeficientes de encaje requerido.

A pesar de la crisis mundial, el ahorro externo seguiría financiando el exceso de gasto de la economía colombiana. El SEE BBVA prevé que en 2009 el déficit en cuenta corriente se ampliaría hasta 4,0% del PIB como consecuencia del menor ingreso por cuenta de una disminución de las exportaciones y de las remesas ante la menor demanda externa, la reducción de los precios internacionales de los *commodities* y las caídas en empleo a nivel global. El deterioro de las condiciones financieras internacionales impactará los flujos de inversión extranjera directa. No obstante no se anticipan problemas para la financiación del déficit en cuenta corriente, aunque en esta ocasión sería menos holgado que en años anteriores.

A pesar de la desaceleración del crecimiento de la cartera y del leve deterioro de los indicadores de calidad, el sistema financiero continúa presentando un comportamiento favorable. Es previsible que en los próximos meses las menores tasas de interés aliviarán la carga financiera de hogares y empresas, y estimularán la demanda por crédito, lo que imprimirá un mayor dinamismo al sector.

Los progresos realizados en los últimos años en materias de institucionalidad de la política monetaria, fortalecimiento de las finanzas públicas y del sistema financiero van a permitir que Colombia sortee la actual crisis económica global con un ajuste corto y relativamente moderado, tanto en comparación con otras economías emergentes, como con su desempeño histórico.

1. Panorama internacional

Tras un inicio de año complejo, con altas tensiones financieras y fuertes caída de la actividad, en el segundo trimestre están bajando las tensiones

Desde principios de año el entorno global siguió marcado por elevados niveles de tensión en los mercados financieros, aunque varios indicadores han mostrado mejoras importantes en el último mes. Así, en mayo los CDS bancarios norteamericanos alcanzaron el mínimo nivel desde la quiebra de Lehman Brothers, y los europeos –que se han mantenido por debajo de los americanos- Su mínimo valor desde noviembre de 2008. Por otra parte, en los mercados interbancarios también se están registrando importantes correcciones, con el diferencial OIS a tres meses en EE.UU. y en la UEM en los mínimos desde principios de 2008

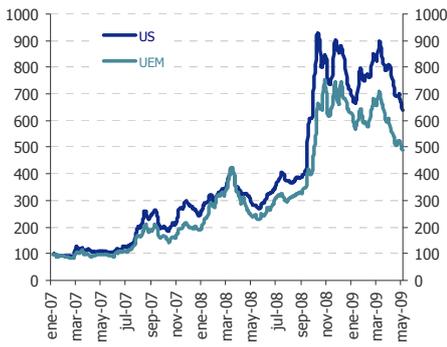
En los primeros meses del año, la contracción de la economía global fue un elemento fundamental para mantener elevados niveles de aversión al riesgo. Los datos del 1t09 continuaron mostrando fuertes descensos de la actividad en EEUU (-1,6% en tasa trimestral), con un ritmo de caída muy similar al del 4t08. En Europa, los indicadores mantuvieron un tono extraordinariamente negativo, con una caída trimestral del PIB del 2,5% en el 1t09, superior al descenso de 1,6% en el 4t08. No obstante, el tono general de los indicadores de coyuntura con los datos de abril y mayo está siendo, por lo general, menos negativo. Esto supone que el ritmo de contracción de la actividad podría estar moderándose, aunque aún se observarán crecimientos negativos en el corto plazo. Los mercados reaccionaron muy positivamente a esta posible inflexión, aunque la incertidumbre en torno a la duración de la crisis hace que este movimiento pueda tener fundamentos vulnerables.

Nuevas medidas públicas para estabilizar la situación

En este contexto, los gobiernos han incrementado las medidas para afrontar la crisis financiera global. EE.UU. sigue siendo la economía que más ha avanzado en la adopción de estas políticas, con un nuevo programa de medidas destinado a la estabilización del sistema financiero. Una pieza clave de este programa fue la realización de pruebas de stress (“stress test”) sobre los balances de las principales instituciones bancarias, que dio a conocer las necesidades de capital del sistema. Como resultado, 10 de las 19 principales entidades financieras americanas deben conseguir dentro de los 6 meses siguientes 75\$ mM de capital adicional. Estos resultados tuvieron buena acogida en el mercado, generando buena parte de la reciente reducción en las tensiones financieras. Un segundo pilar es el Programa de Inversión-Público-Privado que busca atraer a inversores privados que compren los activos tóxicos de los bancos a través de fondos donde el capital será aportado conjuntamente por el sector privado y el público, con un grado de apalancamiento muy significativo. Finalmente, la administración Obama ha puesto en marcha un plan de mejora del acceso a la vivienda que contempla mayores facilidades para refinanciar hipotecas y subvenciones para las entidades financieras que modifiquen los términos de las hipotecas de familias con riesgo de impago. Nuestra valoración de la estrategia de estabilización bancaria es positiva, aunque la implementación de los planes aprobados presenta grandes complejidades, y si no se conjugan correctamente todos los elementos, su impacto podría verse limitado.

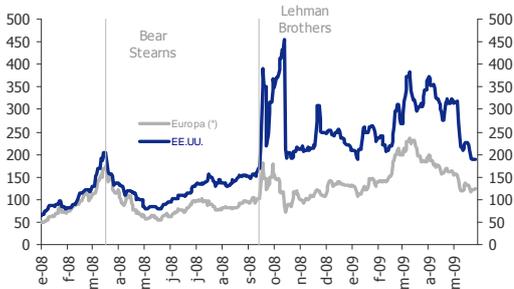
La Reserva Federal, por su parte, ha sido un actor muy importante en el proceso de estabilización financiera y está enfrentando el riesgo deflacionista, principalmente con adquisiciones de activos. Así, la Reserva Federal se ha embarcado en un programa de compra de 1.250 mM\$ de bonos hipotecarios, y de compras de deuda pública por valor de hasta 300 mM\$. Por otro lado, la Reserva Federal prevé participar activamente en la financiación del Programa de Inversión Público-Privado, mediante el programa TALF (“Term Asset-Backed Securities Loan Facility”), que podría llegar a alcanzar un tamaño cercano a los 1.000 mM\$.

Indicador de Tensiones Financieras



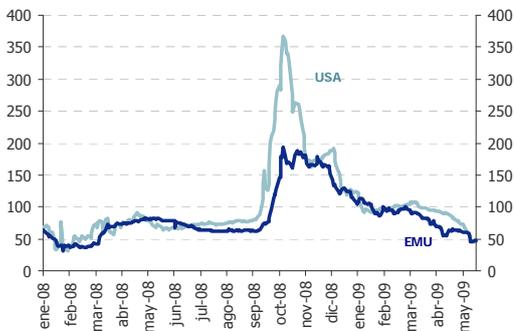
Fuente: Servicio de Estudios SEE BBVA
Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de las bolsas, CDS bancarios, corporativos y soberanos (en el caso europeo)

Bancos: CDS deuda senior 5 años (pb)



Fuente: Bloomberg SEE BBVA
*Bancos Incluidos: Barclays, RBS, lloyds, HSBC, Alliance & Bingley, Standard Chartered, Allied Irish Bank, BNP, Deutsche Bank, ING, Unicredit, UBS, Credit suisse, Credit agricole, Societe Generale, Intesa, BBVA, Santander

Mercados interbancarios: diferencial OIS a 3 meses (3M LIBOR -3M OIS)



Fuente: Bloomberg SEE BBVA

En Europa, los esfuerzos de estabilización financiera se ha producido fundamentalmente en el ámbito nacional, con iniciativas muy diversas según los países. Así, Alemania e Irlanda están ultimando los detalles de un "banco malo" que comprase los activos más peligrosos de los bancos. Por su parte, el BCE continuó con su proceso de bajadas del tipo de interés, que se sitúan al momento de redactar estas líneas en el 1%. La autoridad monetaria europea ha decidido seguir realizando las subastas semanales de liquidez mediante el sistema de tipo fijo cubriendo la totalidad de la demanda ("full allotment") durante el tiempo que sea necesario y en cualquier caso hasta después del final del 2009 y, se ha extendido el plazo de los préstamos realizados por el BCE hasta los 12 meses. Por otra parte, en mayo se anunció la adquisición de 60mM de euros en cédulas bancarias, aunque se desconocen los detalles.

La adopción de estas medidas está justificada, pues a corto plazo el riesgo fundamental es que la persistencia de una situación económica muy débil resulte en el mantenimiento de tasas de inflación negativas durante demasiado tiempo. Por otro lado, aunque los balances de los bancos centrales siguen experimentando una fuerte expansión, especialmente la Reserva Federal, los bancos centrales no deberían tener dificultades en drenar la liquidez de forma rápida llegado el momento, tal y como lo hizo el Banco de Japón en la salida de su programa de políticas monetarias no-convencionales.

Pese a la estabilización y las medidas, la recuperación sigue siendo incierta

La efectividad de las políticas de saneamiento de los sistemas financieros, por un lado, y de las políticas fiscales de estímulo de la demanda, por el otro, centrarán la atención en los meses próximos. Su éxito dependerá en gran medida las respuestas a los interrogantes de cuándo comenzará la recuperación, cuán rápida será y qué economías se mostrarán más dinámicas.

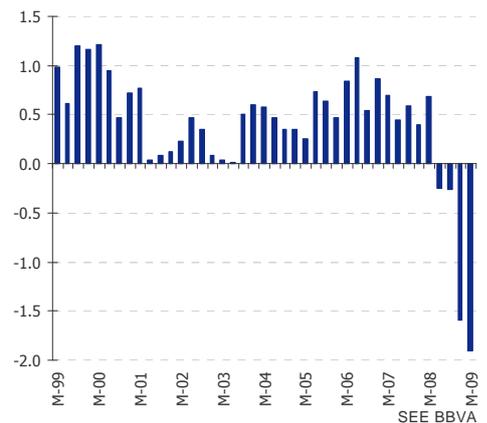
A pesar de que estas medidas representan un impacto favorable en la economía, los elementos de una posible recuperación en 2010 son todavía inciertos. Los datos recientes parecen sugerir que ha dejado de profundizarse la recesión, con lo que es previsible que en los próximos trimestres las caídas del PIB sean más leves. No obstante, nuestra percepción es que la salida de la recesión, de producirse en 2010, sería en todo caso con tasas de crecimiento muy moderadas y por debajo del crecimiento potencial. Además, es probable que ocurra más tarde en Europa, dada la mayor lentitud en la adopción de medidas, tanto de estabilización financiera como de política monetaria. Estas incertidumbres obligarán a los bancos centrales a mantener tipos oficiales bajos por un período de tiempo prolongado.

Los países emergentes acusan la situación global, pero reciben apoyos importantes

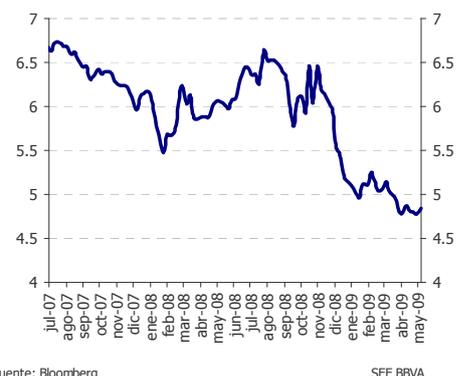
Los indicadores financieros muestran evolución muy favorable en el último mes, tras un brusco deterioro de los indicadores financieros en el último trimestre del año que se mantuvo en el primer trimestre. Los Spreads de riesgo soberano han corregido fuertemente, las presiones depreciatorias sobre las divisas se han dado la vuelta e incluso las entradas de flujos en los emergentes vuelven al terreno positivo propiciando importantes repuntes de los índices bursátiles.

Sin duda, uno de los factores que han favorecido este movimiento ha sido la moderación de la aversión global al riesgo. Pero también cabe mencionar al menos otros dos factores adicionales. Por un lado, el espaldarazo que supuso la cumbre del G-20 para las economías emergentes al aumentar la dotación de recursos disponibles para el FMI. A lo que se sumó la creación de una nueva línea de crédito del IMF que podrá ser utilizado por las economías con sólidos fundamentales, pero que podrían experimentar problemas transitorios de financiación.

UEM: crecimiento del PIB (intertrimestral)



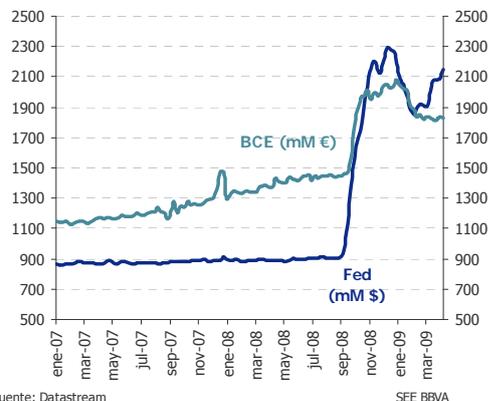
Tipo de interés de una hipoteca media a 30 años en EEUU



Fuente: Bloomberg

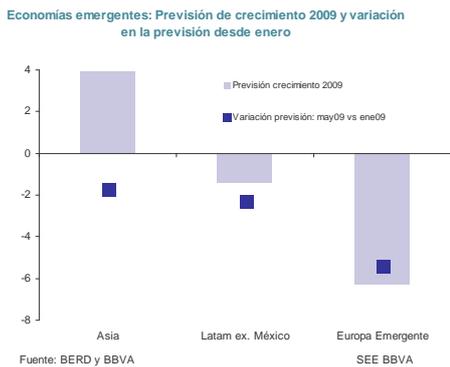
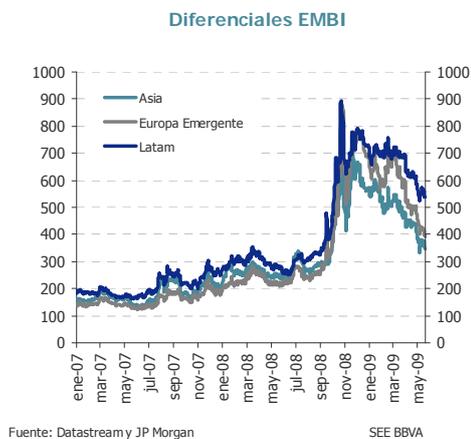
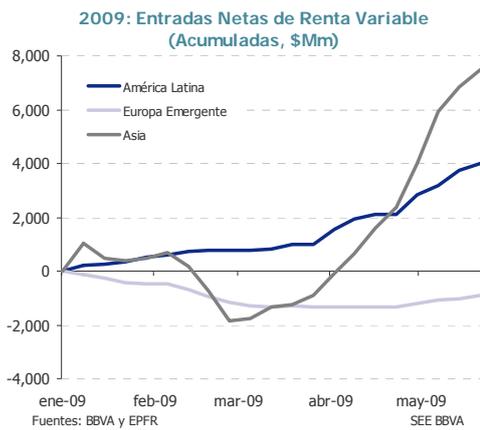
SEE BBVA

Bancos Centrales: Activos Totales



Fuente: Datastream

SEE BBVA



Un instrumento que está pensado más para prevenir que para atajar una eventual crisis en las economías emergentes. El éxito de esta nueva fórmula se ha constatado tras la solicitud de algunos países como México, Polonia y Colombia y la reacción positiva de los mercados. Por último, pero no menos importante, están las medidas adoptadas en el ámbito doméstico para amortiguar el impacto de la crisis. En este sentido, encontramos que en diferente grado, buena parte de las economías emergentes han adoptado políticas de demanda, fiscal y monetaria, cuyo impacto en la actividad se comenzará a percibir en la segunda mitad del año e incluso en algunas ya en el 2t09. China, constituye sin lugar a dudas el ejemplo más destacable dentro del mundo emergente tras la aprobación de un paquete de estímulo fiscal muy cuantioso (16% del PIB en dos años) y la excepcional relajación de las condiciones monetarias que han favorecido una reactivación del crédito al sector privado. En otro orden, también es destacable América Latina, que por primera vez en esta crisis ha contado con un margen para hacer políticas contracíclicas que está siendo utilizado.

Con todo, el impacto de la crisis en la actividad de los emergentes está siendo importante. El ajuste del PIB en el 4t08 fue muy brusco, fundamentalmente como consecuencia del colapso del comercio internacional lo que condujo a un ajuste a la baja de las previsiones en los primeros meses del año. En este sentido, es importante enfatizar el alto grado de heterogeneidad dentro del mundo emergente. Las conocidas vulnerabilidades de la Europa Emergente –abultados desequilibrios fiscales y externos, fuerte crecimiento del crédito acompañado de un alto descalce de moneda y alta dependencia de la financiación externa- propiciarán ajustes muy intensos. Así, se estima que el PIB de la región caerá en torno al 6%, con algunas economías cayendo hasta el doble, lo que supone un elemento de riesgo para las economías de la Europa Occidental. En conjunto, se prevé que las economías emergentes, lideradas por Asia y con caídas del PIB muy moderadas de América Latina, crezcan por encima de las economías desarrolladas en los próximos años

A pesar de la débil demanda mundial, los precios de las materias primas estuvieron, en el primer trimestre de 2009, por encima de los promedios históricos. Más recientemente, los precios de las materias primas volvieron a crecer con intensidad debido a los significativos recortes de producción y a la percepción de los mercados financieros que el peor de la crisis puede ya haber pasado. Los recientes recortes de oferta y las perspectivas de valorización del dólar deben limitar el actual movimiento alcista de las materias primas, pero los precios deben seguir dando soporte a los países exportadores de materias primas, entre ellos a América Latina.

2. Entorno macroeconómico

La desaceleración económica en 2008 fue más pronunciada de lo inicialmente previsto

En el último año el país transitó hacia una nueva fase de menor crecimiento, acentuada en el último trimestre de 2008 por el efecto de la crisis externa. La reducción de los precios internacionales de las materias primas y el menor crecimiento mundial implicaron un menor crecimiento de las exportaciones. Además, los efectos de la política monetaria restrictiva, el deterioro de las condiciones del mercado laboral y el empeoramiento de las expectativas de los hogares incidieron en una moderación del consumo privado. Finalmente, el menor ritmo de ejecución del gasto público propició una reducción de la inversión en obras civiles y una moderación del consumo del gobierno. De esta manera, el país creció 2,5% en 2008, cuando en 2007 había crecido 7,5%.

La quiebra de Lehman Brothers marcó el inicio de una serie de choques externos que llevaron a la economía colombiana a presentar en el cuarto trimestre una tasa de crecimiento interanual negativa, por primera vez desde 1999. Durante este periodo la economía enfrentó un abrupto aumento de la prima de riesgo, acompañado por una fuerte restricción al crédito internacional que terminó por afectar la actividad productiva.

En el primer trimestre de 2009 se acentuó el proceso de ajuste de la economía

Los efectos de los choques descritos, en particular de la crisis mundial, se profundizaron durante el primer trimestre del año. Entre otras, las exportaciones presentaron una contracción de 13%. En particular las tradicionales se vieron afectadas ante la caída del precio internacional del petróleo, que no alcanzó a ser compensado a pesar del aumento en el volumen exportado. Así mismo las no tradicionales, que generan mayor valor agregado, también se contrajeron por una menor demanda de los principales socios comerciales, en parte explicada por las restricciones comerciales impuestas por Ecuador y Venezuela.

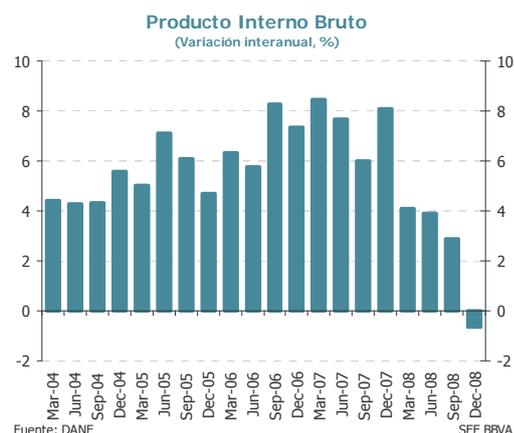
El choque de expectativas cada vez es más fuerte. Los hogares perciben que su situación económica y la del país han empeorado, al tiempo que el aumento en la tasa de desempleo les ha llevado a considerar menos estable su situación laboral. De esta manera la economía está atravesando por un proceso de ajuste en el consumo privado donde los hogares han decidido postergar los gastos que consideran no prioritarios.

Por otra parte, la producción industrial continúa disminuyendo debido a una acumulación no deseada de inventarios, explicada por una fuerte disminución de los pedidos ante la debilidad de la demanda externa e interna. Ante este panorama, los empresarios han manifestado su decisión de cancelar o aplazar varios proyectos de inversión que tenían planeados para este año.

El pronóstico del Servicio de Estudios Económicos del BBVA (SEE BBVA) para el primer trimestre del año muestra una contracción del PIB más fuerte que la observada a finales de 2008. Esta proyección contempla una mayor eficiencia en la ejecución del gasto público que debió haber impulsado la inversión en obras civiles.

En 2009 la economía presentará una contracción leve. En el 2010 retomará la senda de crecimiento, pero inferior al potencial

La transmisión de la crisis externa a la economía colombiana llevará a una leve contracción del PIB a lo largo del año. Los pronósticos del SEE BBVA anticipan una caída en la inversión y en las exportaciones, y un crecimiento modesto del consumo final.



Producto Interno Bruto

(Composición por demanda,
Variación interanual, %)

	2007	2008	4T08
Consumo final	6,9	2,3	1,3
Consumo privado	7,6	2,5	1,7
Consumo público	4,5	1,3	-0,1
Inversión bruta	13,7	7,7	0,0
Demanda interna	8,5	3,5	1,0
Exportaciones	11,4	8,1	6,3
Importaciones	13,9	10,1	10,3
PIB	7,5	2,5	-0,7

Fuente: DANE

SEE BBVA

Producto Interno Bruto

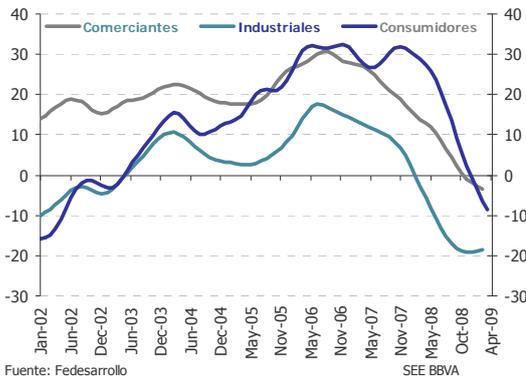
(Composición por oferta,
Variación interanual, %)

	2007	2008	4T08
Agropecuario	3,9	2,7	-0,6
Minas	2,9	7,30	6,6
Energía	3,7	1,2	1,0
Industria	9,5	-2,0	-8,0
Construcción	11,5	2,8	-8,0
Comercio	8,7	1,3	-0,1
Transporte	11,0	4,0	0,8
Financieros	7,3	5,6	4,0
S. Sociales	4,7	2,09	0,5
Impuestos	11,5	3,3	-1,7
PIB	7,5	2,5	-0,7

Fuente: DANE

SEE BBVA

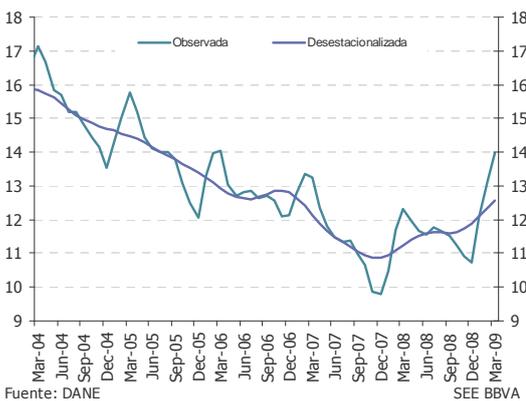
Índices de confianza para consumidores, comerciantes e industriales
(Series desestacionalizadas)



Fuente: Fedesarrollo

SEE BBVA

Tasa de desempleo urbano
(Trimestre móvil, %)



Fuente: DANE

SEE BBVA

Indicadores de actividad económica (Variación interanual, %)			
	2007	2008	1T09
Licencias de construcción	18,7	-11,7	-26,8
Producción industrial	10,7	-3,5	-7,5
Ventas minoristas	10,3	0,5	-5,2
Exportaciones*	23,0	25,5	-13,2
Importaciones	25,7	20,6	-10,2
IED***	72,2	26,1	-12,5
Remesas**	15,5	7,8	-7,7
Desempleo urbano****	10,7	11,0	14,0

*Datos hasta febrero de 2009.

**Datos hasta abril de 2009

*** Para 2009 se utilizan datos de balanza cambiaria a abril.

****Media del período

Fuente: DANE, DIAN, Banco de la República SEE BBVA

La senda de crecimiento proyectada muestra que durante el primer semestre del año se observará una contracción del producto en tanto que en la segunda mitad del año se iniciará una etapa de recuperación en la medida que mejoran los fundamentales.

El escenario global contempla que la economía de EEUU empezará a salir de la recesión a partir del tercer trimestre del año, en tanto que China y Asia mantendrán tasas de crecimiento favorables así como un mejor nivel de los términos de intercambio. De esta manera se anticipa que las condiciones para la demanda por exportaciones colombianas sean menos desfavorables que lo observado hasta ahora

Durante la segunda mitad de 2009 se espera que la percepción de los hogares sobre su situación económica sea menos negativa, en la medida que se transmitan con mayor impacto los efectos de la política monetaria y mejore el panorama externo. De esta manera el consumo privado volverá a crecer, aunque a tasas modestas

La ejecución de obras públicas a cargo del gobierno nacional y de los municipios, y el programa de subsidios a la tasa de interés para la compra de vivienda nueva contribuirán a suavizar la reducción que se espera a lo largo del año para el gasto en inversión. Este comportamiento se explicaría tanto por la disminución generalizada de la demanda (tanto interna como externa) que ha llevado a un incremento de la capacidad instalada ociosa de la economía, así como por el deterioro observado de las expectativas de los empresarios.

Para 2010 se espera que el PIB presente una tasa de crecimiento inferior a la del producto potencial. Este pronóstico contempla que la recuperación de la economía mundial será lenta y diferenciada por regiones. Asimismo considera algunos factores idiosincrásicos que impedirán que la recuperación de la economía colombiana sea más rápida. Por ejemplo, lo más probable es que las exportaciones a Venezuela y Ecuador no vuelvan a los niveles históricamente altos que se observaron durante 2008. Por otra parte, la Ley de Garantías restringirá el gasto público y la contratación de nuevas obras durante la primera parte del año. Finalmente, los niveles de confianza de los industriales, comerciantes y consumidores aún estarán bajos, limitando el crecimiento del gasto en consumo privado e inversión.

Los riesgos que podría enfrentar la economía colombiana en los próximos meses sesgan el pronóstico de crecimiento a la baja.

La principal fuente de incertidumbre sobre el pronóstico de crecimiento es la eficiencia en la ejecución de las obras civiles. Si el ritmo de implementación sigue bajo, como se observó hasta diciembre del año pasado, la recuperación de la economía se retrasaría en el tiempo.

Por otra parte puede presentarse un deterioro de las condiciones del mercado laboral más fuerte de lo anticipado. En este caso habría una mayor destrucción de empleos formales que terminaría por reducir el ingreso de los hogares e impactaría negativamente su confianza. De esta manera la recuperación de la demanda privada tardaría más y la caída del producto sería más acentuada. Asimismo bajo este ambiente de mayor incertidumbre, se restringiría la transmisión de las tasas del Banco de la República, limitando el efecto contracíclico de la política monetaria.

Finalmente no se descarta que algunos socios comerciales implementen medidas proteccionistas más severas de lo contemplado en el pronóstico. En este caso, la industria colombiana tardaría en sustituir estos mercados y en el proceso tendría caídas en su actividad más fuertes de lo anticipado. Igualmente, el consecuente impacto sobre el empleo tendría efectos de segunda vuelta sobre el ingreso disponible de los hogares restringiendo aún más el consumo privado y generando mayor incertidumbre sobre el crecimiento económico del próximo año.

En los primeros meses del año la inflación cayó en línea con lo esperado

A lo largo del año la tasa de inflación interanual presentó una caída sostenida que alcanzó 194 pb en abril. Esta dinámica de la inflación se explica por la reversión de los choques que la aceleraron a lo largo de los dos últimos años. El ajuste del precio de los alimentos se moderó como consecuencia de la finalización de la fuerte temporada invernal lo que permitió normalizar la oferta de perecederos, y por la reducción de los precios internacionales de aceites y cereales. Asimismo ante las menores cotizaciones internacionales del petróleo el Gobierno Nacional determinó mantener congelado el precio de los combustibles durante los primeros cuatro meses del año lo que permitió una disminución de la inflación de bienes regulados, pero impidió una mayor caída que si se hubiesen ajustado estos precios a la baja como sucedió en otros países de la región.

Los indicadores de inflación básica también presentaron un comportamiento hacia la baja aunque en menor proporción que la inflación total. Este descenso se explica por las menores presiones inflacionarias de costos y de demanda como sugiere la moderación de la inflación interanual de bienes no transables. Por su parte el traspaso de la depreciación del tipo de cambio ha sido bastante moderada y se refleja en un moderado incremento de la inflación de bienes transables.

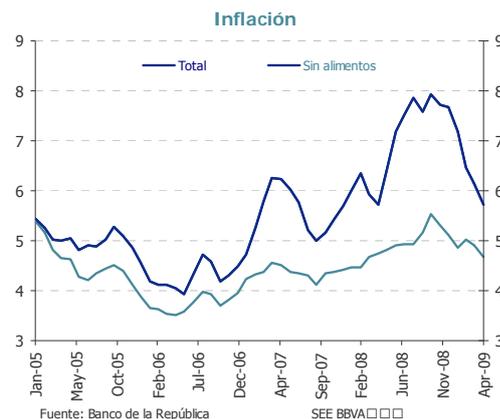
El desempeño favorable de la inflación a lo largo del año ha permitido la recuperación de la credibilidad en el cumplimiento de la meta que se refleja en el hecho que las expectativas se hayan vuelto a anclar. Este fenómeno se considera favorable teniendo en cuenta que en los últimos dos años se incumplió la meta de inflación y que además esta variable presentó una tendencia creciente.

La inflación seguirá disminuyendo hasta el tercer trimestre de 2009 y lo más probable es que termine el año por debajo del rango meta

En los próximos meses deberían presentarse importantes reducciones de la inflación por efecto de bases de comparación. En efecto durante 2008 los meses de mayo, junio y julio presentaron tasas de inflación intermensuales inusualmente altas, explicadas principalmente por fuertes ajustes en los precios de los alimentos asociados a choques temporales. Por otra parte la reducción del precio de los combustibles autorizada por el Gobierno Nacional en el mes de mayo permitirá transmitir de manera parcial, las menores cotizaciones internacionales del precio del petróleo.

Además de los efectos señalados en el párrafo anterior, otras razones de carácter estructural hacen que en el SEE del BBVA esperemos que la inflación termine el año por debajo del rango meta establecido por el Banco de la República. En primer lugar el crecimiento de la economía fue inferior al potencial durante 2008 y se generó una brecha de producto negativa. Se espera que ésta se amplíe en 2009 y el próximo.

De esta manera la economía contará con una capacidad instalada ociosa que deberá disminuir el ritmo de ajuste de los precios de los bienes no transables, como parece haberse iniciado en el mes de abril con los arriendos. Por otra parte a nivel mundial los excesos de capacidad instalada permiten esperar una reducción del precio de los bienes transables lo cual deberá transmitirse a la economía colombiana y permitirá compensar la depreciación del peso. Finalmente, en la medida que las expectativas de inflación continúen ancladas con la meta, la persistencia deberá disminuir permitiendo una reducción de la inflación a lo largo de 2010, año para el cual esperamos que finalice alrededor de 3,8%.

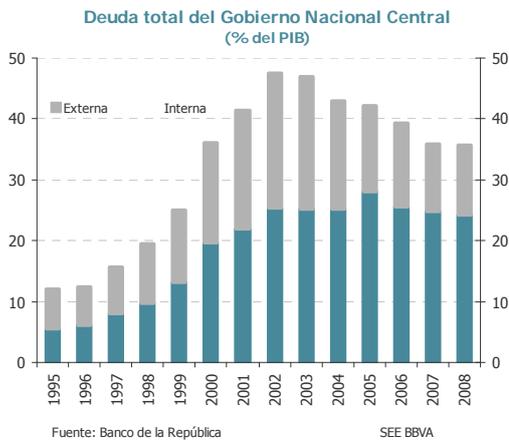
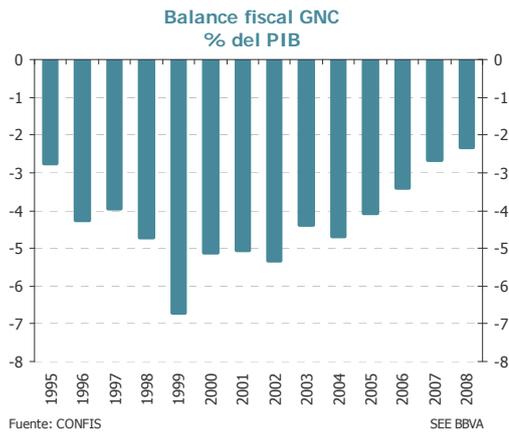


Inflación en Colombia					
Grupo	%	Inflación anual			
		Dic-07	Oct-08	Dic-08	Abr-09
Total	100,0	5,7	7,9	7,7	5,7
Alimentos	28,2	8,5	13,1	13,2	7,9
Hortalizas, frutas, tuberculos y leche	5,1	10,4	23,7	21,9	12,2
Cereales, aceites y otros	6,0	9,1	17,6	19,0	10,5
Comidas fuera del hogar y otros	11,0	7,6	6,9	7,3	6,4
Carne de res y sustitutos	6,1	11,1	6,3	6,4	3,9
Sin Alimentos	71,8	4,4	5,5	5,1	4,7
No Transables	30,5	5,2	5,6	5,2	4,9
Transables	26,0	2,3	2,3	2,4	2,6
Regulados	15,3	6,4	10,8	9,5	7,6
Otros Indicadores					
Inflación Básica					
Sin perecederos, combustibles ni servicios públicos	76,6	5,2	5,8	5,9	5,0
Núcleo 20	72,4	5,5	7,6	7,3	6,3

Fuente: DANE, Banco de la República - Cálculos SEE BBVA



Fuente: Banco de la República, SEE BBVA



Balanza de pagos (% de PIB)			
	2007	2008	4T08
Cuenta corriente	-2,8	-2,8	-4,9
Balanza de bienes	-0,3	0,4	-1,6
Exportaciones	14,1	15,3	15,2
Importaciones	14,5	15,0	17,0
Operaciones especiales	0,1	0,1	0,2
Servicios	-1,3	-1,3	-1,5
Renta de los factores	-3,8	-4,2	-4,3
Transferencias corrientes	2,5	2,3	2,5
Cuenta financiera	5,0	3,9	4,5
IED	4,4	4,4	4,6
Reservas internacionales brutas	10,1	9,9	9,9

Fuente: Banco de la República SEE BBVA

El balance de riesgos de los pronósticos de inflación está sesgado a la baja

El principal factor de riesgo que afecta el pronóstico de inflación es un eventual mayor debilitamiento de la demanda interna que profundice los excesos de capacidad instalada ociosa. En este escenario la inflación de bienes no transables caería más rápido de lo esperado, durando la baja al menos 3 o 4 trimestres. Además si la inflación termina este año por debajo de la meta del Banco de la República, para 2010 podría materializarse un choque de expectativas que contribuya a reducir más la inflación.

Algunos riesgos que podrían presionar la inflación al alza son una depreciación más fuerte del tipo de cambio y una convergencia del precio internacional del petróleo hacia su nivel de equilibrio (alrededor de U\$ 75 dólares) más rápido de lo anticipado. No obstante en el balance de riesgos consideramos que estas presiones serían más que compensadas por la disminución de la inflación de bienes no transables.

El acceso al financiamiento permite mantener una postura de política fiscal expansiva a pesar de los menores ingresos tributarios

El Gobierno Nacional anunció una ampliación de su meta de déficit fiscal para este año de 3,2% a 3,7% del PIB¹ ante la decisión de “acomodar” la disminución de los recaudos tributarios, ante la menor actividad económica, en vez de recortar el gasto público en igual proporción. Esta situación fue posible porque se ha mantenido el acceso al financiamiento tanto externo como interno, lo cual es un logro importante a diferencia de lo observado en episodios anteriores (1982 o 1999). El SEE BBVA estima que el déficit será mayor este año, hasta 4,2% del PIB teniendo en cuenta que el crecimiento esperado por el Gobierno es mayor al pronóstico que se presentó en la sección anterior.

El acceso al financiamiento ha permitido que el gobierno mantenga el nivel de gasto contemplado en el plan financiero de febrero. Se ha hecho un uso más intensivo de las fuentes externas mediante la emisión de bonos globales aprovechando la mayor confianza en la economía, y a través de préstamos con multilaterales. Asimismo para disminuir la carga de amortizaciones internas, se han realizado diversas operaciones de canje de deuda interna. Con esta estrategia el Gobierno ha procurado evitar presionar en exceso al mercado de capitales interno, dando espacio para el financiamiento de la inversión privada.

Por otra parte, para dar mayor confianza a los mercados y enfrentar un eventual empeoramiento de las condiciones financieras globales, en el mes de mayo se confirmó el acceso a la nueva línea de crédito flexible del FMI por USD 10.400 millones. A diferencia de los programas tradicionales de apoyo del FMI, esta es una línea de crédito sin condicionamientos, la cual sólo está habilitada para países que han presentado un buen manejo económico y a la cual únicamente han accedido, hasta el momento, Polonia y México.

Balanza de pagos

La crisis mundial no impidió que el ahorro externo siguiera financiando el exceso de gasto de la economía colombiana.

En 2008 el déficit en cuenta corriente se mantuvo frente al observado un año atrás (-2,8% del PIB), a pesar de la desaceleración del crecimiento de la demanda interna. En el último trimestre del año el saldo de la cuenta corriente presentó un abrupto deterioro que reflejó la caída de los términos de intercambio, el cual fue compensado en un 91% por las entradas de capitales, no obstante la intensificación de la crisis financiera mundial.

A pesar del deterioro de las condiciones internacionales, 2008 fue el año con mayor nivel de inversión extranjera directa (IED) en la historia del país, siendo el principal destino proyectos para la explotación de minerales e hidrocarburos.

Estos flujos más que financiaron el déficit en cuenta corriente. Por otra parte, durante el último trimestre del año el endeudamiento externo total creció cerca de USD 1.000 millones, especialmente en créditos al sector público, demostrando que el país mantuvo abiertas sus líneas de crédito en el exterior.

Las remesas, la inversión extranjera directa y el comercio exterior presentarán una disminución a lo largo del año

Durante la primera parte del año se ha visto una disminución del flujo de capitales y de las remesas. Asimismo se ha presentado una disminución de las exportaciones mayor que de las importaciones lo que ha propiciado un déficit de la balanza comercial de bienes. Se espera que esta tendencia se mantenga a lo largo del año y que la economía termine con un déficit en cuenta corriente alrededor de 4.0%. No obstante los menores flujos de capital serán suficientes para cubrir las necesidades de financiamiento de tal manera que no se anticipa una desacumulación de reservas internacionales. Es importante señalar que a pesar del empeoramiento de las condiciones para el acceso a los mercados financieros globales, el ahorro externo permitirá suavizar la caída del ingreso de la economía colombiana.

El riesgo de nuestro pronóstico está dado por el comportamiento de las exportaciones a Venezuela y Ecuador. Un cierre más profundo de estos mercados haría necesario un ajuste más fuerte en nuestras importaciones, para evitar un déficit en cuenta corriente más elevado y propiciaría una importante depreciación del peso. No obstante la reciente corrección al alza del precio del petróleo ha reducido significativamente la probabilidad de que se presente esta situación.

El efecto de la crisis global sobre la economía colombiana será corto y moderado

La economía colombiana enfrentará en los próximos trimestres un proceso de ajuste corto y moderado. A diferencia de episodios anteriores, en esta ocasión la economía presenta fortalezas y cuenta con herramientas que le permiten amortiguar los efectos de la crisis económica global. El régimen de flexibilidad cambiaria ha posibilitado que el tipo de cambio absorba parte de los choques a la prima de riesgo y a los flujos de capital, al tiempo que ha permitido al Banco de la República recortar sus tipos de interés implementando una política monetaria contracíclica. La solidez del sistema financiero ha hecho posible que la transmisión de tipos haya sido más rápida y fuerte que en episodios anteriores. El manejo de las finanzas públicas ha mantenido abierto el acceso al financiamiento interno y externo lo cual ha redundado en una mejor provisión de liquidez y menor incertidumbre. De esta manera se espera que en esta ocasión la economía colombiana responda mejor en comparación con otras economías emergentes, así como con su desempeño histórico.

Exportaciones FOB (Composición y destino, Variación interanual)

	2007	2008	Feb09
Tradicionales	20,3	40,8	-21,4
Petróleo	15,6	66,9	-42,5
Resto	25,7	13,1	5,6
No tradicionales	25,5	11,7	-8,5
Estados Unidos*	-5,1	10,9	-13,6
Venezuela	93,1	14,3	-12,0
Ecuador	3,0	16,5	3,5
Unión Europea	28,6	12,1	-27,7
Resto	12,5	8,0	-7,6
Total	23,0	25,5	-15,3

* Incluye Puerto Rico

Fuente: DANE

SEE BBVA

Balanza de pagos (Proyecciones para 2009)

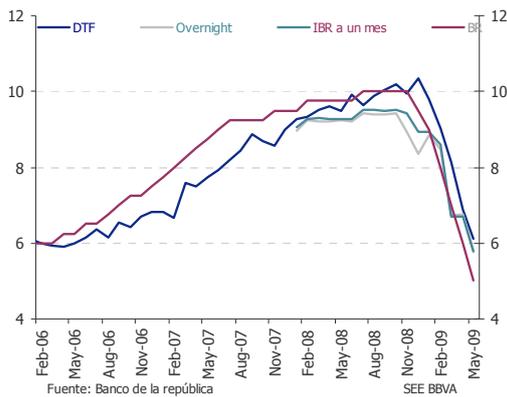
	USD millones	% de PIB
Cuenta corriente	-7.989	-4,0
Exportaciones	27.600	13,8
Importaciones	29.160	14,5
Renta de factores	-9.059	-4,5
Remesas	3500	1,7
Cuenta financiera	8.082	4,0
IED	6.000	3,0
Reservas brutas	23.000	11,5

Fuente: Cálculos

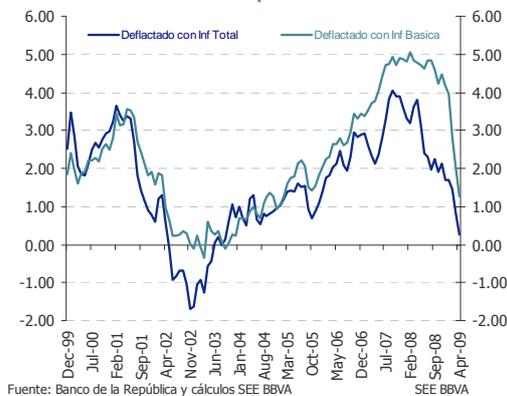
SEE BBVA

Tasas a/a	1T08	2T08	3T08	4T08	1T09py	2T09py	3T09py	4T09py	2008	2009py	2010py
Consumo Final	3,6	2,8	1,4	1,3	0,0	0,6	1,1	1,2	2,3	0,7	1,5
Consumo Privado	4,2	2,8	1,5	1,7	-0,6	0,3	0,8	1,0	2,5	0,4	1,4
Consumo Público	1,4	2,9	1,2	-0,1	2,2	1,8	2,1	2,0	1,3	2,0	1,8
Inversión Bruta	8,1	9,9	13,1	0,0	-4,8	-4,0	-3,0	-2,2	7,7	-3,5	1,53
Demanda interna	4,7	4,5	4,1	1,0	-1,2	-0,5	0,0	0,4	3,5	-0,3	1,5
Exportaciones	14,5	9,0	3,4	6,3	-8,1	-6,0	-5,0	-3,8	8,1	-5,7	-2,0
Importaciones	12,9	9,4	8,1	10,3	-5,0	-3,5	-2,5	-1,7	10,1	-3,1	0,7
PIB	4,1	3,9	2,9	-0,7	-1,3	-0,7	-0,1	0,2	2,5	-0,5	1,1

Tasas



Tasa Repo Real



3. Política Monetaria y Cambiaria

Banco de la República ha implementado una política monetaria expansiva más agresiva de lo anticipado

La rápida caída de la inflación, la desaceleración económica más fuerte de lo previsto y la moderación de la depreciación del peso llevaron al Banco de la República a recortar su tasa de interés de referencia en 500 pb desde diciembre de 2009. Aunque en el SEE del BBVA habíamos anticipado un cambio en la postura de la política monetaria, la velocidad de los recortes fue mayor de lo previsto. La tasa REPO actual (5.0%) es la más baja de la historia y es compatible con una tasa de interés real cercana al 0.0%, reflejando la amplitud de la postura de política monetaria.

La transmisión de la tasa de interés del Banco de la República a las tasas de mercado ha sido más rápida y fuerte de lo esperado. En la literatura se encuentra que la transmisión de tasas en Colombia ha sido parcial y por lo general demora alrededor de 3 meses para las tasas pasivas y hasta 12 meses para las activas. En esta oportunidad, la DTF ha caído a la par con la tasa REPO y algunas de las tasas activas han tenido un comportamiento similar. En el caso de la tasa del crédito de consumo la transmisión ha sido parcial aunque se espera que continúe en los próximos meses.

A lo largo del año no se han presentado tensiones de liquidez en pesos, con excepción de casos puntuales que coincidieron con importantes vencimientos de títulos de deuda pública en febrero y mayo. En general el Banco de la República ha sido cuidadoso con el manejo de los cupos de expansión transitoria en estas situaciones logrando mantener niveles adecuados de liquidez en la economía, compatibles con la tasa REPO.

El Banco de la República inicia una pausa en sus recortes de tasa de interés.

En el SEE del BBVA consideramos que el Banco de la República recortará su tasa de referencia hasta un rango entre 4,5 y 5,0%. De esta manera con el recorte de la reunión de mayo se iniciaría una etapa de estabilidad de la tasa de referencia consistente con nuestro pronóstico de inflación y una tasa Repo real, cercana al 0.0%. En la medida que la inflación siga descendiendo, se harían recortes adicionales hasta dejar la tasa de referencia alrededor de 4.0%.

Para la segunda parte del año el Banco de la República podría recortar el coeficiente de encaje requerido. Esta decisión profundizaría aún más la postura expansiva de la política monetaria, al aumentar de manera permanente la liquidez del mercado. Asimismo aceleraría la transmisión de las tasas de interés sin necesidad de tener que modificar la tasa REPO.

Varias razones justifican la pausa que estaría próxima a hacer el Banco de la República. En primer lugar, dado el rezago con que actúa la política monetaria, aún no se han visto los efectos sobre la economía de los recortes efectuados hasta el momento. De esta manera es conveniente esperar a evaluar los efectos de la postura actual de la política monetaria la cual es claramente expansiva. Por otra parte una tasa de interés excesivamente baja por un periodo de tiempo prolongado puede propiciar un conjunto de desequilibrios macroeconómicos que terminen por afectar la estabilidad financiera y el crecimiento del PIB. Finalmente lo ideal para un Banco Central es poder mantener estable su tasa de referencia y de esta manera influir sobre las tasas de largo plazo a través de las expectativas del mercado. Un nivel de tasa de interés excesivamente bajo seguramente inducirá a un posterior incremento considerable de la tasa, introduciendo una innecesaria volatilidad al mercado.

Nivel actual y variación Tasas de mercado

Tasa efectiva anual	Valor actual (%)	Variación (pb.)
BR (fm)	5	-500
DTF	6,11	-422
IBR a un mes	6,005	-343
Overnight	6,056	-278
TES 11/2010	5,956	-334
TES 07/2020	8,83	-180
Crédito Ordinario	14,36	-272
Crédito de consumo	24,35	-147
Crédito hipotecario	15,89	-129

Fuente: Banco de la República, Asobancaria

El tipo de cambio ha amortiguado el impacto del choque externo

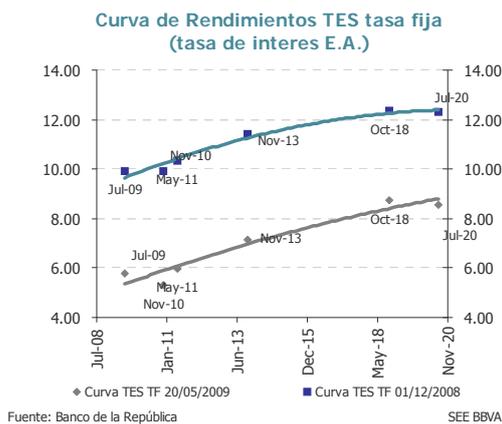
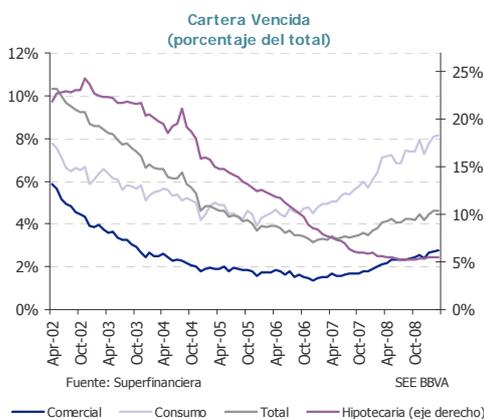
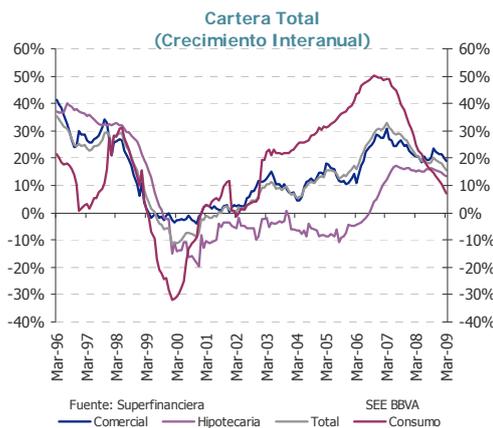
A lo largo del presente año el tipo de cambio se ha depreciado y ha presentando fluctuaciones de magnitud considerable.

Durante los primeros meses la depreciación del peso llegó a ser superior al 37% anual como consecuencia de una sobreacción del mercado ante un deterioro de las expectativas sobre el desempeño de la economía mundial. Sin embargo a partir del mes de abril las condiciones externas fueron menos desfavorables y se presentó una importante disminución de la prima de riesgo que se reflejó en una caída del EMBI Colombia y del índice de volatilidad VIX. De esta manera la tasa de cambio corrigió y actualmente presenta una depreciación anual cercana al 23%.

La depreciación del tipo de cambio nominal ha permitido una sana corrección del tipo de cambio real. Este movimiento había sido anticipado teniendo en cuenta la caída de los términos de intercambio y la necesidad de compensar el mayor déficit en cuenta corriente. ha amortiguado el efecto negativo sobre la actividad económica, mejorando la situación financiera de los productores de bienes transables y de las familias receptoras de remesas.

En el SEE del BBVA esperamos una depreciación de la tasa de cambio que se acentuaría durante la segunda mitad del año. Esto es consistente con nuestro escenario internacional que muestra que la recuperación económica va a ser lenta y diferenciada por regiones, afectando las expectativas de los inversionistas y probablemente implicando un repunte de la prima de riesgo.





4. Sector financiero

El sistema financiero continúa siendo una de las principales fortalezas de la economía colombiana y su solidez es uno de los factores que permite pensar que el país logrará salir de la actual coyuntura en el corto plazo. Al mismo tiempo que los balances de las entidades financieras reflejan utilidades crecientes, en el mercado de valores no se presentan pérdidas de riqueza y por el contrario el mercado de renta fija ha tenido un comportamiento sobresaliente.

La cartera de créditos continuará desacelerándose.

El crecimiento de los créditos en Colombia ha mantenido su proceso de desaceleración. El fuerte choque de expectativas, que ha llevado a la disminución de la demanda interna, afectó la disposición por parte de hogares y empresas a pedir nuevos préstamos. Con la debilidad de la confianza de los consumidores, los hogares evitaron incrementar su nivel de apalancamiento. Por su parte las empresas, en medio de la incertidumbre aplazaron o fueron más cautelosas en el momento de tomar decisiones de inversión y por tanto de financiación. Asimismo, las entidades de crédito han venido incrementando los estándares mínimos para otorgar nuevos recursos en todas las modalidades de crédito. Esta decisión se ha tomado como consecuencia del incremento en la cartera vencida y del deterioro de los indicadores económicos de la economía en general.

La expectativa es que el crédito continúe con su proceso de desaceleración durante el segundo semestre del año mientras hogares y empresas atraviesan un proceso de desapalancamiento en medio de la incertidumbre económica. Por su parte, se espera que las entidades financieras mantengan las exigencias para otorgar nuevos créditos en los niveles actuales durante lo que queda del año.

Políticas para estimular el crédito

El gobierno ha tomado decisiones para estimular el crédito a través de subsidios en la tasa de interés para diferentes tipos de préstamos. Para el crédito de consumo el gobierno decidió subsidiar la compra de automóviles y electrodomésticos de origen local al mismo tiempo que garantizó parte de los créditos destinados a este fin; sin embargo la expectativa por parte del SEE es que este impulso sea limitado como consecuencia del bajo monto asignado a esta política. Por otra parte el gobierno decidió subsidiar entre 3% y 5% de tasa de interés en 32 mil créditos de vivienda al mismo tiempo que garantizó una parte de un número limitado de créditos para el mejoramiento de viviendas existentes. La valoración por parte del SEE es que la política es acertada y no sólo aumentará la cartera de créditos sino que ayudará a reducir los inventarios de vivienda nueva ayudando al sector de la construcción.

Comportamiento de la calidad de la cartera de créditos.

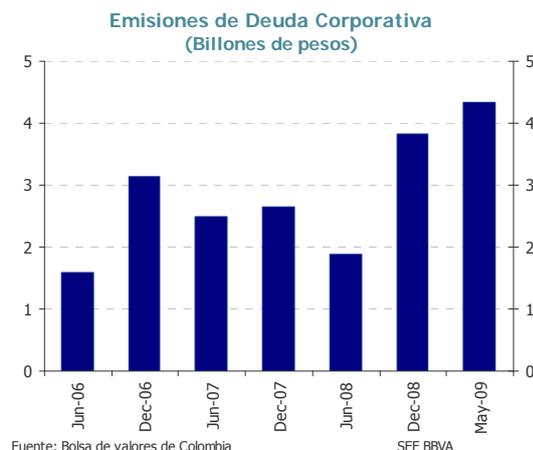
A pesar que la calidad del crédito se ha venido deteriorando durante los últimos meses, la cartera vencida como porcentaje del total se mantiene por debajo del promedio de la última década. El indicador tradicional de calidad presenta los números más altos en la cartera de consumo y la expectativa por parte del SEE es que esta tendencia se mantenga durante lo que queda del año como consecuencia de la sensibilidad de este tipo de crédito al ciclo económico. De igual forma, el SEE espera que se presente una moderación en las tasas de crecimiento de todos los tipos de cartera vencida durante lo que queda del año, sin embargo este crecimiento seguirá superando al del total de la cartera.

Por otra parte, las provisiones totales de cartera por parte de las instituciones financieras han disminuido levemente. Sin embargo, vale la pena destacar el esfuerzo que se viene realizando para incrementar las provisiones en la cartera de consumo a pesar del deterioro en la calidad de este tipo de crédito. Este tipo de decisiones acotan aún más el riesgo del sector financiero en la actual coyuntura.

Las menores tasas de interés aliviarán la carga financiera de las familias.

Como se comentó anteriormente, durante los primeros 5 meses del 2009 las diferentes tasas de interés de la economía han venido reduciendo la curva de rendimiento de los papeles emitidos por el Gobierno Nacional ha presentado una caída significativa durante los últimos meses en sus diferentes tramos. Por su parte las tasas de interés de los créditos han venido disminuyendo a un ritmo menor aunque diferenciado según el tipo de crédito. Las caídas más marcadas se han presentado en los créditos comerciales y de vivienda, y en menor medida en las tasas de los créditos de consumo. La expectativa por parte del SEE es que la transmisión de tasas continúe su proceso durante el segundo semestre del año y que la tendencia cambie; se esperan mayores caídas en las tasas de interés de los créditos mientras que el espacio para caídas adicionales en los papeles del gobierno parece ser acotado. Por lo tanto empresas y hogares recibirían el resto del impacto del recorte en las tasas del Banco Central durante el segundo semestre del año disminuyendo de esta forma su carga financiera.

Asimismo, las favorables condiciones del mercado local de renta fija han sido aprovechadas por las empresas que tienen acceso al mercado de capitales para buscar financiamiento. El monto emitido durante los primeros 5 meses del 2009 supera en 1,5 veces el monto colocado durante el mismo periodo del 2008 y equivale al 75% del total colocado durante todo el 2008. El mercado ha sobredemandado las emisiones de forma generalizada, lo que refleja la amplia liquidez que existe en la economía y la confianza por parte de los inversionistas en las principales empresas del país. De igual forma, se debe resaltar el esfuerzo por parte del Gobierno de disminuir su monto de colocación de deuda interna para el 2009, de COP \$22,4 billones en el plan inicial a COP \$16,4 billones, a través de operaciones de canje, lo que ha dado espacio a las empresas para captar recursos directamente del mercado.



El crecimiento potencial de la economía colombiana

Mario Nigrinis

El producto potencial de una economía se puede definir como aquel nivel de producción alrededor del cual fluctúa el producto observado o PIB. La diferencia entre los dos define la brecha del producto que permite identificar la posición del ciclo económico. Es así como se presentarán periodos de tiempo en los que la economía atravesará por una fase de expansión, lo que se relaciona con una brecha de producto positiva, y una fase de contracción asociada con una brecha de producto negativa. De esta manera

Los determinantes del crecimiento del PIB frente a los del producto potencial difieren sustancialmente en el corto plazo. En el primer caso están asociados a los factores que afectan el gasto que hacen los hogares, empresarios y gobierno, que pueden ser influenciados por la política monetaria o fiscal. En el caso del producto potencial, su crecimiento depende de factores estructurales de la economía, como la acumulación de capital físico y humano, del crecimiento de la población económicamente activa o de la productividad. De esta manera las políticas económicas que se implementan para promover el crecimiento del producto potencial se diseñan a un horizonte de tiempo de mediano o largo plazo.

A pesar que es fácil comprender el concepto del producto potencial su medición resulta bastante compleja por tratarse de una variable no observada. Existen diferentes métodos de estimación que permiten aproximarse al valor de esta variable. En general se pueden desagregar en dos grupos, los estadísticos y los estructurales. En el primer caso se encuentran diferentes filtros como el de Hodrick-Prescott o el Band Pass, cuyo objetivo es aislar de las series los componentes de alta frecuencia como factores irregulares o estacionales con el fin de obtener su componente tendencial. Este tipo de técnicas tienen el inconveniente que sus resultados son muy sensibles a la información del final de la muestra, por lo que sus resultados varían significativamente en la medida que se incorporan nuevos datos a la estimación. Asimismo, por tratarse de una estimación que se hace a partir de datos históricos, no incorpora información sobre cambios estructurales (como por ejemplo un desastre natural que destruya una parte significativa del acervo de capital de un país), que pueden afectar hacia adelante el crecimiento del producto potencial.

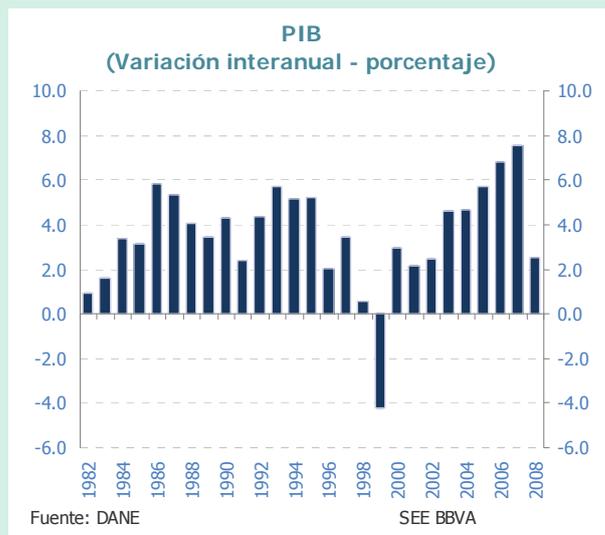
En el segundo caso se utilizan modelos para estimar una función de producción que permite realizar un ejercicio de contabilidad del crecimiento donde se

cuantifique la contribución que hace a este proceso cada factor de producción. La principal desventaja de esta metodología es la incertidumbre relacionada con la posibilidad que el modelo estimado no sea una representación adecuada de la economía que se está estudiando. En este recuadro se presentan los resultados de un ejercicio efectuado para Colombia a partir de este enfoque.

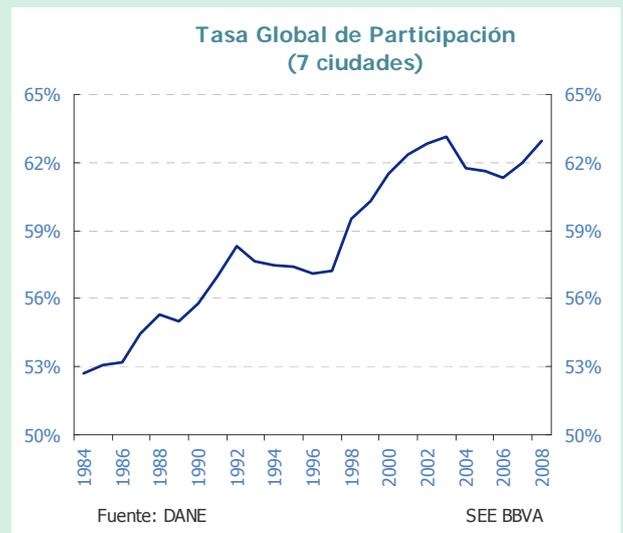
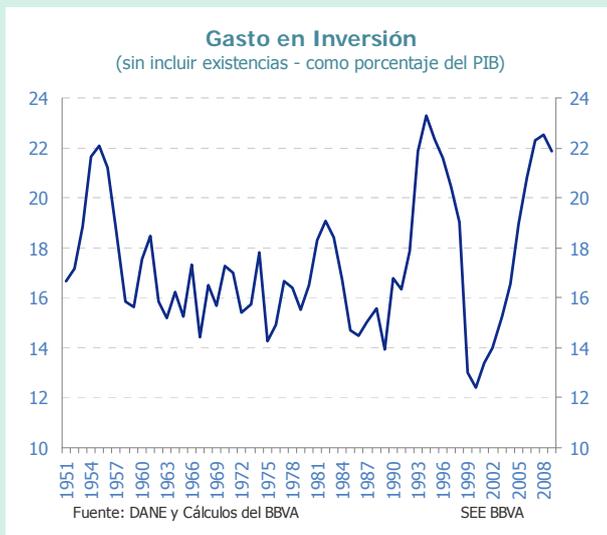
Información disponible

El modelo a estimar parte de una función de producción donde la dinámica del PIB depende de la productividad, el acervo de capital físico y el número de ocupados. A continuación se presenta una breve descripción de la información disponible para estas variables.

Desde la década de los años 80 se identifican dos episodios completos del ciclo económico (entre 1982 y 1995, y desde 1996 hasta 2007), y el inicio de una nueva fase a partir de 2008. Asimismo se puede observar que la etapa de expansión iniciada desde 2004 fue la más acentuada en los últimos 30 años.



El gasto en inversión en Colombia, como porcentaje del PIB, ha fluctuado alrededor de 17,4% en los últimos 60 años. La fase de aceleración del crecimiento de la primera mitad de los años 90 y la observada en los últimos años estuvo en parte impulsada por un aumento considerable de la inversión. Sin embargo, en el primer caso la mayor parte del gasto se concentró en la construcción de edificaciones, en tanto que en el segundo caso estuvo acompañado por compras de maquinaria y equipo así como de equipo de transporte.



La dinámica de la oferta de trabajo se puede analizar a través del comportamiento de la tasa global de participación (TGP) que es la relación entre la población económicamente activa (PEA) y la población en edad de trabajar (PET). La variación de la PEA depende, entre otros factores, de las condiciones económicas de la unidad familiar lo cual determina si además del jefe del hogar, participarán en el mercado laboral su cónyuge e hijos. Para el caso colombiano la literatura muestra evidencia empírica a favor de la “hipótesis del trabajador adicional” donde en las épocas de bajo crecimiento económico, ante la mayor probabilidad o en el evento en el cual el jefe del hogar pierde su empleo, los miembros secundarios del hogar salen a buscar trabajo. En las épocas de alto crecimiento sucede el fenómeno inverso. Por su parte la variación de la PET depende del crecimiento de la población y de la transición demográfica. En el caso colombiano los resultados de los censos muestran que la tasa de crecimiento de la población se ha reducido y que además se está iniciando un proceso de envejecimiento donde la población menor a 19 años pasó de representar el 52,5% de la población total en 1950 a 40,0 % en 2005. Como resultado de estos procesos, se observa que la TGP en las últimas tres décadas ha fluctuado alrededor de una clara tendencia ascendente. Este hecho se asocia con dos fenómenos. En primer lugar es el reflejo de la mayor participación de la mujer en el mercado laboral asociado con un cambio sociocultural que también se refleja en las estadísticas de años de escolaridad. En segundo lugar obedece al proceso de transición demográfica.

La contabilidad del crecimiento de la economía

A partir de las series descritas anteriormente se estima una función de producción tipo Cobb-Douglas para explicar el crecimiento del producto a partir de las variaciones del acervo de capital, del número de ocupados y de la productividad total de los factores (PTF). Se asume que la remuneración del capital relativo al ingreso total de la economía es del 40,0% como lo muestran diversos trabajos para Colombia.

Una vez estimada la ecuación se hace la descomposición de la contribución al crecimiento que hizo cada uno de los factores de producción. La parte no explicada se conoce como el Residuo de Solow y se asocia con la PTF de la economía. Es importante señalar que la dinámica de esta variable está afectada por los residuos del modelo por lo que si la especificación del mismo es errónea, las conclusiones a las que se llevan carecerán de validez, siendo este punto la principal debilidad de la metodología propuesta.



Los resultados del modelo muestran que la economía colombiana habría presentado un crecimiento sostenido de la productividad hasta medianos de la década de los años 90. El posterior proceso de desaceleración agravado por la crisis de final de siglo implicó una significativa caída de la productividad la cual se revirtió en la última etapa de expansión. Esta fluctuación del Residuo de Solow indicaría una importante reducción de la tasa de crecimiento del producto potencial durante los años de la crisis, la cual se analizará con más detalle en la siguiente sección.

El ejercicio de contabilidad del crecimiento muestra que la expansión del producto hasta el año 2003 estuvo principalmente explicada por la acumulación de capital y mayor participación del trabajo. En cambio la reciente fase de expansión muestra una contribución balanceada entre los diferentes factores de producción, lo cual podría ser un indicio de una aceleración del crecimiento potencial.

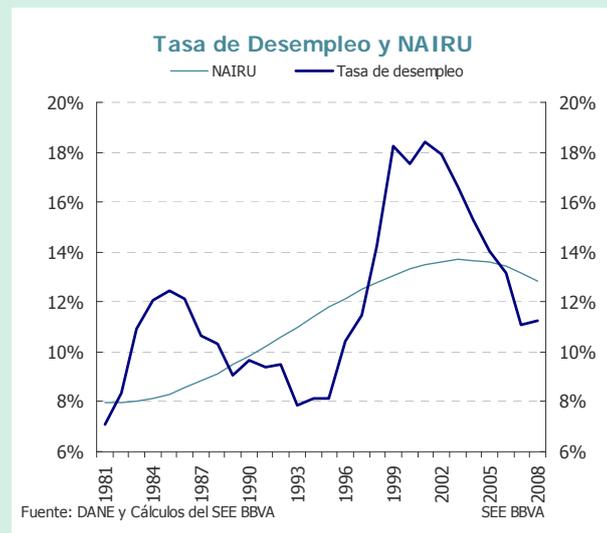
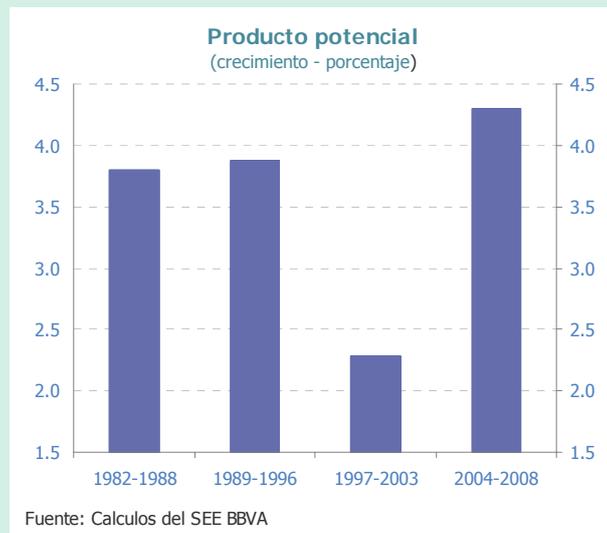
Contabilidad del Crecimiento de Colombia

Periodo	Crecimiento o promedio	Contribución al crecimiento		
		L	K	A
1982-1988	3.46%	1.38%	1.78%	0.30%
1989-1996	4.07%	1.73%	2.14%	0.20%
1997-2003	1.71%	1.68%	1.30%	-1.27%
2004-2008	5.45%	2.04%	1.71%	1.70%

Fuente: Cálculos del SEE BBVA

Estimación del producto potencial

Para la estimación del producto potencial se tiene en cuenta la tasa de desempleo estructural de la economía (NAIRU), la cual es una variable no observada que se estima a partir de un modelo de curva de Phillips. El número de ocupados consistente con el producto potencial se obtiene a partir de la población en edad de trabajar (PET), multiplicada por la TGP tendencial y corregida por la NAIRU. Por su parte, el nivel de la PTF consistente con el producto potencial se obtiene a partir del cálculo del componente tendencial del Residuo de Solow utilizando el filtro de Hodrick y Prescott., De esta manera se encuentra que la tasa de expansión del producto potencial de la economía estuvo alrededor de 3,8% hasta mediados de la década de los noventa y que con la recesión de final de siglo disminuyó hasta 2,3%. Asimismo en la última fase de expansión de la economía se aceleró hasta el 4,3%, similar al crecimiento promedio del PIB desde 1905



Los retos y oportunidades a mediano plazo

A mediano plazo la economía colombiana enfrenta el reto de elevar, o por lo menos mantener, la tasa de crecimiento del producto potencial. Esto implica superar diferentes obstáculos que han sido, hasta ahora, inhibidores del crecimiento. Uno de los principales cuellos de botella es la pobre infraestructura con que cuenta el país, la cual incide de manera negativa sobre la senda de expansión de la productividad.

Se debe procurar al menos mantener el actual nivel de gasto en inversión, el cual garantiza un crecimiento sostenido del acervo de capital cercano al 4,8% anual. No obstante se debe preservar que el gasto se destine a proyectos de inversión productiva by "Para no repetir la historia de mediados de los noventa.

Por otra parte, la transición demográfica es una gran oportunidad de aumentar la tasa de crecimiento del producto potencial. Las proyecciones muestran que para el año 2025 se espera que la población colombiana entre 20 y 65 años represente el 60,0% de la población total comparado con el 52,8% actual.

Asimismo se trataría de un conjunto de generaciones con un mayor capital humano frente a la actual. Esto debería redundar en una mayor productividad del trabajo con un aumento del ingreso laboral en términos reales.

De esta manera la economía colombiana está iniciando una transición que le permitirá mejorar sustancialmente su nivel de ingreso en los próximos 20 años. Teniendo en cuenta estas favorables perspectivas, se constituye en una de las economías más atractivas de la región.

Referencias

Cobo, A. (2005). "Output gap in Colombia: an eclectic approach". Borradores de Economía No. 327. Banco de la República.

Julio, JM. y J. Gómez (1999). "Output gap estimation, estimation uncertainty and its effects on policy rules". Borradores de Economía No. 125. Banco de la República.

Julio, JM. (2001). "How uncertain are NAIRU estimates in Colombia". Borradores de Economía No. 184. Banco de la República.

Nigrinis, M. (2004). "Es lineal la curva de Phillips en Colombia?". Borradores de Economía No 282. Banco de la República.

Situación Colombia

Colombia				
Indicadores económicos	2007	2008	2009(e)	2010(e)
Actividad				
PIB Nominal (COP, miles de millones)	431,839	476,713	497,468	523,693
PIB Nominal (USD miles de millones)	208	243	201	198
PIB Real (% variación)	7.5	2.5	-0.5	1.1
Inflación, Fin de periodo				
IPC (%)	5.7	7.7	4.3	3.8
Tipos de interés y de cambio				
Tasa Repo (% Fin de periodo)	9.5	9.5	5.0	5.0
DTF (% Fin de periodo)	9.0	10.1	5.4	5.4
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2,014.8	2,243.6	2,342.7	2,585.9
Tipo de cambio (% fin de periodo)	-10.0	11.4	4.4	10.4
Tipo de cambio (COP/USD promedio)	2,078.35	1,965.1	2,312.0	2,451.1
Tipo de cambio (% promedio)	-11.9	-5.4	17.7	6.0
Cuentas públicas				
Balance primario Gobierno Nacional Central (% PIB)	1.0	0.9	-0.7	0.2
Balance total Gobierno Nacional Central (% PIB)	-2.7	-2.3	-4.2	-3.5
Sector externo				
Exportaciones (USD miles de millones)	29.4	37.1	27.6	27.1
Exportaciones (% PIB)	14.1	15.3	13.8	13.7
Importaciones (USD miles de millones)	30.1	36.3	29.2	28.4
Importaciones (% PIB)	14.5	15.0	14.5	14.3
Balance comercial (USD miles de millones)	-0.7	0.8	-1.6	-1.3
Balance comercial (% PIB)	-0.3	0.3	-0.8	-0.6
Balance de cuenta corriente (USD miles de millones)	-5.8	-6.8	-8.0	-5.3
Balance de cuenta corriente (% PIB)	-2.8	-2.8	-4.0	-2.7
Reservas internacionales (USD miles de millones)	20.6	23.5	23.0	23.0
Indicadores laborales				
Empleo nacional total (millones de personas)	17.5	17.7	17.8	18.0
Tasa de paro urbano (% Pob Activa)	10.2	10.9	13.0	13.6

Contexto Internacional

Materias Primas (fin de periodo)								
	2007	2008	2009		2007	2008	2009	
Brent (USD/barril)	93.9	45.6	48.9		Soja (USD/t.)	423.2	343	336.0
Cobre (USD/t)	6675.0	3070.0	3527.7		Maíz (USD/t.)	161	144	147.0
Oro (USD/troyoz.)	833.9	882.1	875.0		Trigo(USD/t.)	312	216	200.0
PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)*				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	2.0	1.1	-2.0	1.1	2.9	3.8	-0.3	1.5
UEM	2.6	0.6	-3.3	-0.1	2.1	3.3	0.3	1.0
Japón	2.4	-0.7	-6.0	-0.4	0.7	0.0	-0.8	0.4
China	13.0	9.0	8.1	8.4	6.5	2.0	0.0	2.0
América Latina								
Argentina	8.7	7.0	-1.8	0.7	8.5	7.2	7.5	10.0
Brasil	3.8	5.1	-2.1	3.0	4.5	5.9	4.2	4.4
Chile	4.7	3.2	-1.2	2.1	7.8	7.1	0.2	1.8
Colombia	7.5	2.5	-0.5	1.1	5.7	7.7	4.3	3.8
México	3.3	1.4	-6.3	1.7	3.8	6.5	3.8	3.9
Perú	8.9	9.8	2.4	3.6	3.9	6.7	2.1	2.0
Venezuela	8.4	4.8	-0.5	-2.9	22.5	31.9	42.3	49.2
LATAM ¹	4.9	4.1	-2.9	1.9	6.0	8.1	6.6	7.5
LATAM Ex-México	5.7	5.1	-1.4	1.8	7.1	8.7	7.5	8.7

* Infalcción Usa y UEM: Promedio del periodo

Saldo Sector Público (%del PIB)				Saldo Cuenta Corriente (%del PIB)				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	-1.2	-4.6	-12.7	-8.4	-5.3	-4.8	-3.0	-2.9
UEM	-0.6	-1.9	-5.4	-6.0	0.5	-0.1	-0.3	-0.4
Japón	-5.4	-4.9	-8.0	-9.0	4.8	3.2	3.0	3.0
China	0.7	-0.4	-2.9	-1.4	11.0	9.8	9.5	10.0
América Latina								
Argentina ²	3.2	1.4	0.1	0.8	2.7	2.3	1.9	2.0
Brasil	-2.3	-1.7	-2.3	-1.4	0.1	-1.8	-1.3	-1.4
Chile ²	9.9	4.9	-4.2	-3.8	4.4	-2.0	-3.1	-4.6
Colombia	-2.7	-2.3	-4.2	-3.5	-2.8	-2.8	-4.0	-2.7
México	0.0	-0.1	-1.8	-1.8	-0.8	-1.4	-1.9	-2.1
Perú	3.1	2.1	-1.2	-1.1	1.1	-3.3	-3.3	-3.2
Venezuela ²	3.0	-0.2	-6.0	-6.6	8.7	13.1	0.7	2.4
LATAM ¹	0.1	-0.4	-2.3	-1.8	0.7	-0.4	-1.3	-1.3
LATAM Ex-México	0.4	-0.4	-2.6	-1.9	1.3	-0.1	-1.2	-1.1

1 Media de los 7 países mencionados; ² Gobierno Central

Tipo de Cambio (frente \$, fin de periodo)				Tasa Oficial (% , fin de periodo)				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.					4.25	0.25	0.00	0.00
UEM (\$/€)	1.5	1.3	1.2	1.1	4.00	2.50	0.75	0.50
Japón (yenes/\$)	112	93	93	101	0.50	0.10	0.10	0.10
China (cny/\$)	7.3	6.8	6.8	6.6	7.47	5.31	4.50	3.96
América Latina								
Argentina	3.1	3.4	4.1	4.5	13.50	19.08	17.00	15.03
Brasil	1.8	2.3	2.1	2.1	11.25	13.75	8.50	8.50
Chile	499	649	560	566	5.90	8.25	0.75	2.00
Colombia	2015	2244	2343	2586	9.50	9.50	5.00	5.00
México	10.9	13.7	13.0	12.4	7.50	8.25	4.50	4.50
Perú	3.0	3.1	3.15	3.20	5.00	6.50	2.00	2.00
Venezuela	2.2	2.2	2.7	3.5	11.70	17.60	16.00	14.50

Interesados dirigirse a:

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

Register in Madrid: M-31252-2000

Servicio de Estudios Económicos Grupo BBVA

Director y Economista Jefe BBVA

José Luis Escrivá

Economistas Jefe

Norteamérica: Jorge Sicilia

México: Adolfo Albo

Análisis Macro México: Julián Cubero

Estados Unidos: Nathaniel Karp

España y Europa: Rafael Doménech

Europa: Miguel Jiménez

España: Miguel Cardoso

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis Economías Emergentes: Sonsoles Castillo

Sudamérica: Joaquín Vial

Argentina y Uruguay: Gloria Sorensen

Chile:

Colombia: Juana Téllez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Oswaldo López

China: Li-Gang Liu

Asia exc. China: Ya-Lan Liu

Escenarios Económicos y Financieros: Mayte Ledo

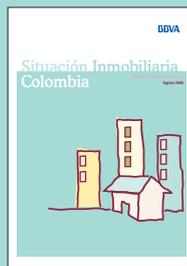
Análisis Sectorial: Ana Rubio

Escenarios Financieros: Daniel Navia

Análisis Cuantitativo: Giovanni di Placido

Tendencias Globales: David Tuesta

Otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos de BBVA y ha sido elaborado con datos que consideramos confiables; sin embargo, no pretende ser ninguna recomendación de compra o venta de instrumentos financieros.

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 Bancomer sobre su exactitud, integridad o corrección.