

Situación Colombia

Primer trimestre 2011

Análisis Económico

- Para 2011 preveemos que la economía colombiana mantendrá un ritmo de expansión cercano al 5% anual. El crecimiento estará sustentado en la expansión del consumo y la inversión privada, un nuevo dinamismo de la inversión pública y condiciones externas favorables para las exportaciones.
- Los sectores minero y de construcción impulsarán la actividad durante el 2011. Sin embargo, el dinamismo de la actividad minera y la creciente dependencia de las cuentas externas y fiscales a la misma aumentan la vulnerabilidad relativa de la economía a un choque externo y a los vaivenes de los precios internacionales de productos básicos.
- Inflación en 2011 se mantendrá bajo control a pesar del cierre gradual de la brecha del producto, sumado a presiones temporales de precios de alimentos a nivel local y de precios internacionales de productos básicos
- En términos de política monetaria, el Banco Central iniciará el proceso de retiro del estímulo monetario en el segundo trimestre del año y gradualmente aumentará la tasa de intervención hasta 4,5% al finalizar el año.
- El peso colombiano seguirá fortaleciéndose durante 2011 gracias a los mayores flujos de inversión extranjera directa, incentivados principalmente por los ambiciosos planes de inversión en el sector minero-energético.
- Las cuentas fiscales se mantendrán con un déficit acotado cercano al 4% a pesar de las necesidades adicionales de recursos para llevar a cabo el proceso reconstrucción por el invierno, gracias a las medidas tributarias para aumentar los ingresos y la enajenación de activos públicos que se estructuró en el marco de dicha emergencia.

Índice

1. Situación global: desacoplamientos en marcha.....	3
2. Colombia: crecimiento en 2011 impulsado por consumo privado y un mayor aporte de la inversión pública	6
3. Balance de riesgos: evolución más lenta del crecimiento	10
4. Reto de política: mejorar infraestructura para la conectividad al tiempo que se reconstruye lo afectado por el desastre invernal	11
5. Tablas	12

Fecha de publicación: 10 de febrero de 2011

1. Situación global: desacoplamientos en marcha

Continuarán las divergencias en la economía mundial, ampliándose el desacoplamiento tanto en términos de crecimiento como de políticas

El crecimiento global se mantiene con fuerza. Tras cerrar 2010 con una tasa de crecimiento del 4,8%, se prevé que la economía mundial experimente una ligera desaceleración hasta niveles del 4,4% tanto en 2011 como en 2012: un comportamiento mejor de lo que podría haberse anticipado hace 12 meses. Esto se explica a través de la mejora de las perspectivas entre las economías avanzadas, debido a (i) unas mejores expectativas de crecimiento en EE.UU. tras las medidas de estímulo fiscal, y (ii) un sólido comportamiento de las principales economías del centro de Europa, que se han desacoplado de los países de la periferia, los cuales se ven lastrados por las tensiones de los mercados financieros. De hecho, a pesar de que las tensiones de los mercados financieros empeoraron en Europa durante el último trimestre de 2010, la actividad económica en la región ha podido acelerarse, demostrando de este modo –al menos temporalmente– un cierto grado de desacoplamiento también entre la actividad económica real y la financiera. En líneas generales, el patrón de crecimiento de la economía mundial se mantiene prácticamente sin cambios, dado que el verdadero motor de dinamización sigue siendo el mundo emergente, liderado por Asia (China e India en particular, véase Gráfico 1) al tiempo que las economías desarrolladas siguen cediendo terreno, más en Europa que en Estados Unidos.

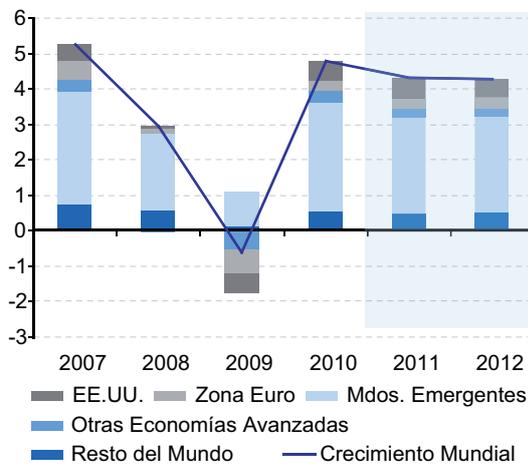
Todos estos desacoplamientos tienen tres importantes consecuencias de cara a las perspectivas. En primer lugar, la divergencia entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes seguirá conllevando unas políticas macroeconómicas diferenciadas en ambas regiones. Las políticas monetarias seguirán siendo altamente expansivas en Estados Unidos y en Europa, promoviendo la búsqueda de rentabilidades en otros ámbitos (en los mercados emergentes y, cada vez más, en las materias primas). Al mismo tiempo, están comenzando a aparecer signos de recalentamiento en algunos países de Asia y Latinoamérica, lo cual está empujando a las autoridades de estos países a considerar la implantación de políticas de endurecimiento monetario, antes de lo previsto anteriormente, debido a las incipientes presiones inflacionistas detectadas, especialmente en Asia (Gráfico 2). Los incentivos resultantes para la entrada de capital en las economías emergentes intensificarán los dilemas ya existentes en materia de políticas en ambas regiones entre, por un lado, las políticas de endurecimiento monetario que garanticen una transición fluida y, por otro, las políticas que eviten apreciaciones bruscas y repentinas de los tipos de cambio.

En segundo lugar, las divergencias de crecimiento entre EE.UU. y la UEM –junto con el riesgo financiero– ejercerán una presión bajista sobre el euro y, quizá aún más significativo, seguirán dirigiendo la atención de los mercados hacia la relativa dificultad de la UEM para crecer, dados sus elevados niveles de deuda pública. Este es uno de los elementos –junto con los diferentes tamaños de los programas de compra de deuda pública de los bancos centrales y las tensiones sobre la gobernanza económica en Europa– que explican por qué los mercados no han reaccionado de forma significativa ante un retraso adicional de la consolidación fiscal en Estados Unidos. La diferencia entre esta falta de reacción y el castigo ejercido por los mercados sobre algunos países de Europa no podría ser mayor.

Finalmente, el creciente desacoplamiento experimentado dentro de la UEM empezará a presionar sobre la política monetaria común en la región, ya de por sí dividida entre un incipiente riesgo de inflación, especialmente en los principales países del centro de Europa, y la necesidad de seguir respaldando la estabilidad financiera, especialmente –aunque no exclusivamente– en las economías periféricas.

Gráfico 1

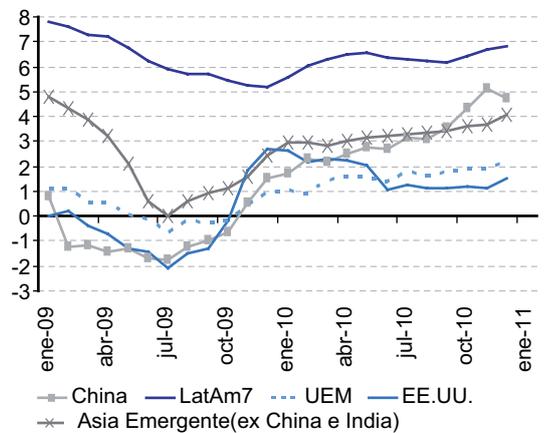
Crecimiento del PIB global y contribuciones



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Inflación



Fuente: BBVA Research y Datastream

Repunta el crecimiento en las principales economías avanzadas, pero se mantienen las fragilidades. Las posibilidades de un escenario de recaída en la recesión en Estados Unidos, que considerábamos muy bajas, se han disipado. Pero el riesgo de subida de los tipos de interés a largo plazo ha cobrado más relevancia

Tal y como esperábamos, EE.UU. no ha vuelto a caer en recesión y las posibilidades de que este escenario se produzca en el futuro se han disipado desde el verano. Este cambio de sentimiento se debe a cuatro factores fundamentales. En primer lugar, la mejora de los datos macroeconómicos a final de 2010 puso de relieve que el consumo en los hogares era más resistente de lo previsto. En segundo lugar, las contundentes medidas adoptadas por la Reserva Federal, implantando una segunda ronda de expansión cuantitativa (QE2) dio apoyo a los precios de la deuda en particular y a los precios de los activos en general. En tercer lugar, se espera que la reducción de la incertidumbre y el aumento de la confianza empresarial favorezcan la inversión. Por último, y quizá lo más importante, la aprobación de un nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 constituyó un importante impulso para reactivar el crecimiento económico. Por tanto, hemos ajustado al alza nuestra previsión de crecimiento para 2011 en 0,7 puntos porcentuales hasta el 3%.

Sin embargo, aún no han desaparecido las debilidades. Los mercados inmobiliarios se mantienen frágiles y siguen siendo susceptibles de dar sorpresas negativas. La renta de las familias sigue débil debido a que el ritmo de la recuperación económica no es suficiente para reducir las tasas de desempleo de forma significativa. Asimismo, el crecimiento del crédito y los procesos de titulización siguen siendo escasos. Si bien ninguno de estos factores debería impedir la recuperación, sigue desarrollándose un escenario en el que cualquier tensión adicional negativa podría perjudicar a la economía. Por el momento, este panorama de recuperación económica gradual con bajas presiones inflacionistas por el lado de la demanda permitirá que la política monetaria siga siendo expansiva durante un periodo prolongado de tiempo.

Asimismo, no deberían olvidarse las lecciones derivadas de la crisis de deuda soberana en Europa. La implantación del nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 supone un impulso al crecimiento en el corto plazo, en un momento en el que se percibían las dudas sobre una posible recaída en un escenario de recesión. Pero no debería sobrevalorarse la solidez ni la persistencia de los factores que han evitado una reacción negativa de los mercados de deuda ante un nuevo retraso en la consolidación fiscal en Estados Unidos. Las compras de bonos por parte de los bancos centrales y las tensiones experimentadas en Europa (y la huida a la calidad de la deuda pública estadounidense) son, por su propia naturaleza, factores a corto plazo que desaparecerán en el medio plazo y, antes de que eso suceda, Estados Unidos deberá mostrar su claro compromiso con la consolidación fiscal o, de lo contrario, se enfrentará a una subida repentina de los tipos de interés a largo plazo. Las agencias de calificación ya han empezado a señalar este riesgo. Hay tiempo para abordarlo pero deben ponerse en marcha las conversaciones y los planes oportunos con la mayor brevedad posible para reducir las preocupaciones fiscales a largo plazo.

Las reformas económicas e institucionales en Europa serán fundamentales para resolver la crisis financiera

Desde octubre de 2010, han vuelto a resurgir las tensiones financieras en Europa (Gráfico 3), especialmente en los países de la periferia. Las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y las pérdidas del sector financiero volvieron a aparecer, provocando una ampliación de los diferenciales de deuda soberana y las presiones sobre la financiación. Sin embargo, al contrario de lo sucedido en mayo, el efecto contagio a otros países europeos y fuera de la UE fue más limitado.

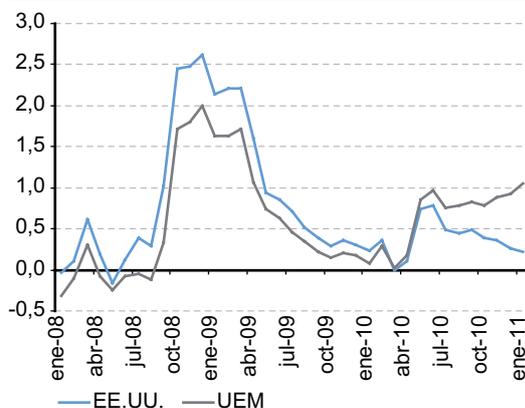
El aumento de las tensiones en los mercados financieros se debió fundamentalmente a dos factores. En primer lugar, la incertidumbre reinante en los mercados con respecto a la capacidad de las instituciones europeas para abordar la crisis de la deuda soberana. Creció la tensión entre los inversores privados ante la propuesta de que tendrían que asumir las pérdidas derivadas de las posibles reestructuraciones a partir de 2013, y que probablemente serían necesarios recortes en la deuda existente para restablecer la sostenibilidad fiscal. El segundo desencadenante fueron las crecientes dudas acerca de la credibilidad de las pruebas de resistencia al sistema financiero, dada la necesidad de tener que ayudar a los bancos irlandeses poco después de que se considerara que tenían una capitalización adecuada. Estos dos desencadenantes se desarrollaron en un entorno de preocupación por la capacidad de algunos países periféricos como Portugal e Irlanda para cumplir sus objetivos de déficit fiscal y las dudas sobre la capacidad de algunas economías europeas para generar un ritmo de crecimiento suficiente que haga sostenible la carga de su deuda.

La fragilidad de la recuperación de los mercados financieros justo después del verano pone de manifiesto que los mercados están cada vez más centrados en los problemas de solvencia de la deuda soberana de algunos países que simplemente en preocupaciones por la liquidez. Esto pone de relieve la necesidad de implantar una solución integral, no sólo para resolver esta crisis, sino también para establecer un mecanismo sólido de prevención y resolución de crisis para el futuro. De cara a la prevención de futuras crisis, es necesario reforzar la coordinación fiscal, proporcionando mecanismos de absorción de posibles tensiones específicas en países concretos, pero reforzando también la vigilancia en el ámbito fiscal y en la dimensión macroeconómica (incluida la acumulación de desequilibrios en el sector privado). En cuanto a la resolución de la crisis, es necesario implantar un mecanismo claro y transparente que defina quién asumirá las pérdidas, de forma que se evite la volatilidad excesiva en los mercados debido a la incertidumbre, si bien probablemente a estas alturas revista una importancia fundamental que se garantice un mecanismo adecuado de transición.

Tal y como se ha indicado anteriormente, el efecto contagio en clave financiera de este último episodio ha sido bastante limitado, incluidos los principales países europeos. De este modo, el crecimiento de la UEM en su conjunto ha sido mayor de lo esperado, especialmente debido a unos resultados muy positivos en Alemania y en otros de los países europeos centrales. Sin embargo, este desacoplamiento entre las tensiones financieras experimentadas por los países periféricos y la actividad de la economía real en Europa no durará si no se acuerda pronto una reforma integral de la gobernanza y si los países no siguen presentando reformas económicas para reducir su vulnerabilidad fiscal, reestructurar el sistema financiero e incrementar el potencial de crecimiento. El acuerdo que se alcance en el próximo Consejo Europeo resultará clave a este respecto.

Gráfico 3

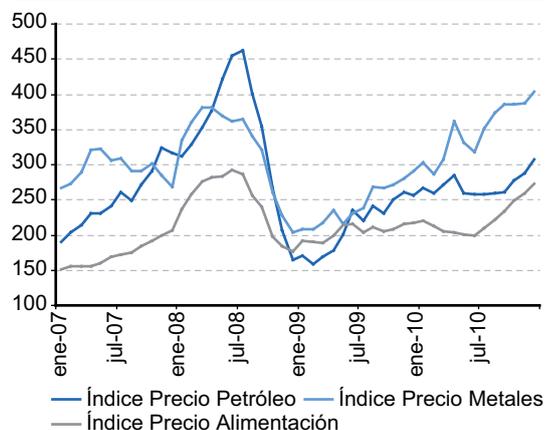
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4

Precios de las materias primas



Fuente: BBVA Research

Los precios de las materias primas se estabilizarán pero los riesgos de inflación son cada vez más relevantes en las economías emergentes, que seguirán creciendo con fuerza

Los precios de las materias primas se han incrementado de manera generalizada en los últimos meses, situándose en niveles de máximos históricos en el caso de algunos metales (Gráfico 4). Esta escalada es coherente con lo que parece ser el inicio de una tendencia alcista a largo plazo de los precios de las materias primas impulsada por el aumento de la demanda en las economías emergentes, si bien es cierto que también existen otros factores a corto plazo que han contribuido a este repunte reciente, al menos en algunos tipos de materias primas. Por ejemplo, el rápido incremento de los precios de los alimentos en los últimos dos meses es, en gran medida, resultado de factores puntuales asociados a la oferta (climatología adversa), que deberían ir remitiendo a lo largo de 2011. Asimismo, debido a las amplias condiciones de liquidez globales, los inversores han acudido en masa a las materias primas en su condición de activo, incrementado así las primas financieras de forma generalizada.

En adelante, esperamos que los precios de las materias primas en general se estabilicen en torno a los niveles actuales. En el caso de los precios de los alimentos, esto será resultado de la normalización de las cosechas en 2011. En el caso de los metales, el aumento de las existencias comenzará a incidir en los precios. Solo en el caso del petróleo esperamos un mercado más ajustado que siga empujando los precios ligeramente al alza durante 2011 pero que gradualmente irá relajándose. Esta relajación posterior se verá ayudada por una probable reducción de las tensiones financieras en Europa, que debería alejar los flujos de inversión de las materias primas para acercarse a otros activos con unas primas de riesgo más contenidas. Sin embargo, los riesgos están sesgados al alza ya que la fuerte demanda asiática seguirá favoreciendo la tendencia al alza de los precios en el medio plazo.

El incremento de los precios de las materias primas ha sido responsable, en parte, del aumento de la inflación observada en las economías emergentes a finales de 2010 (Gráfico 2). En particular, el incremento de los precios de los alimentos ha tenido un efecto directo e importante en el aumento de la inflación en una serie de países (especialmente de Asia) con el riesgo de contribuir a la inflación general. Sin embargo, en adelante, la estabilización prevista de los precios de los alimentos significará que este factor debería ser menos importante a la hora de determinar la inflación. Aunque el riesgo también ha aumentado en los países desarrollados, este es inferior que en las economías emergentes, dado que los precios de los alimentos tienen una menor ponderación en el IPC, al tiempo que la amplia capacidad productiva sin utilizar y las expectativas de anclaje de la inflación contribuirán a mantener controladas las presiones inflacionistas.

Más preocupante para las economías emergentes es el hecho de que el rápido crecimiento y la fuerte entrada de flujos de capital en Asia y Latinoamérica estén comenzando a generar un riesgo de recalentamiento de la economía, evidenciado en un aumento de la inflación pero también por el rápido crecimiento del crédito y de los precios de los activos. De hecho, esperamos que las economías asiáticas sigan creciendo con fuerza aunque, en nuestra opinión, las autoridades serán capaces de dirigir las hacia un "aterrizaje suave" evitando el recalentamiento, aunque sin duda existe un riesgo más pronunciado que hace tres meses. Impulsada por la demanda interna y los elevados precios de las materias primas, Latinoamérica crecerá con fuerza en 2011, convergiendo hacia un crecimiento potencial de en torno al 4% para el conjunto de la región. Tal y como se mencionó anteriormente, el principal desafío para ambas regiones será gestionar los dilemas que surjan en materia de políticas como resultado de la fuerte entrada de flujos de capital. Esperamos que las políticas de endurecimiento monetario se mantengan en la mayoría de los países, al tiempo que impongan unos controles administrativos cada vez más estrictos para limitar dicha entrada de flujos de capital y medidas prudenciales para limitar el crecimiento del crédito, especialmente en Asia.

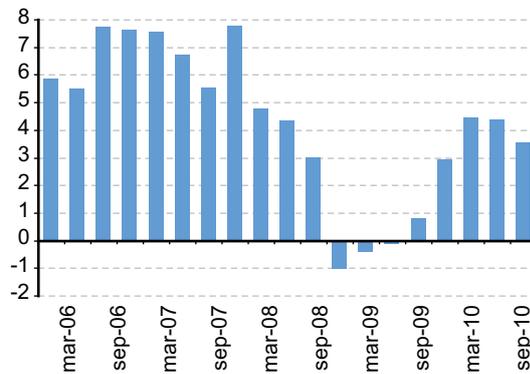
2. Colombia: Crecimiento en 2011 impulsado por consumo privado y un mayor aporte de la inversión pública

El crecimiento del PIB en 2010 habría alcanzado un 4,2% a/a, impulsado por una recuperación sostenida de la demanda interna (6,5% a/a), sustentada en mayores niveles de confianza, la postura expansiva de la política monetaria y una mejora en los términos de intercambio. La reactivación del consumo y de la inversión privada, en conjunto con un aumento del gasto público, determinaron una tasa de crecimiento de 4,4% a/a en el primer semestre del año, seguida de una desaceleración en el tercer trimestre a 3,6% a/a (gráfico 5). En este último período, la inversión en obras civiles experimentó una dramática caída (-15,2% a/a), influida por una alta base de comparación en 2009, al tiempo que la inversión residencial no alcanzó a recuperar su dinámica de crecimiento a pesar de mostrar señales de recuperación.

El crecimiento se tradujo en un descenso limitado en la tasa de desempleo y un mejor comportamiento del empleo formal. La tasa de desempleo urbano se ubicó en 11,3% en diciembre de 2010, reduciéndose cerca de un punto porcentual con respecto a lo registrado un año atrás. El empleo asalariado aumentó 5% a/a contribuyendo a este resultado; sin embargo, aún existen excesos de oferta en el mercado laboral como consecuencia del crecimiento simultáneo en la oferta de trabajo.

Gráfico 5

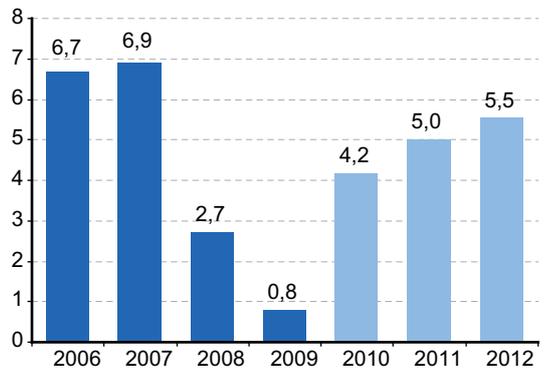
Producto Interno Bruto trimestral (a/a %)



Fuente: DANE

Gráfico 6

Producto Interno Bruto anual (a/a %)



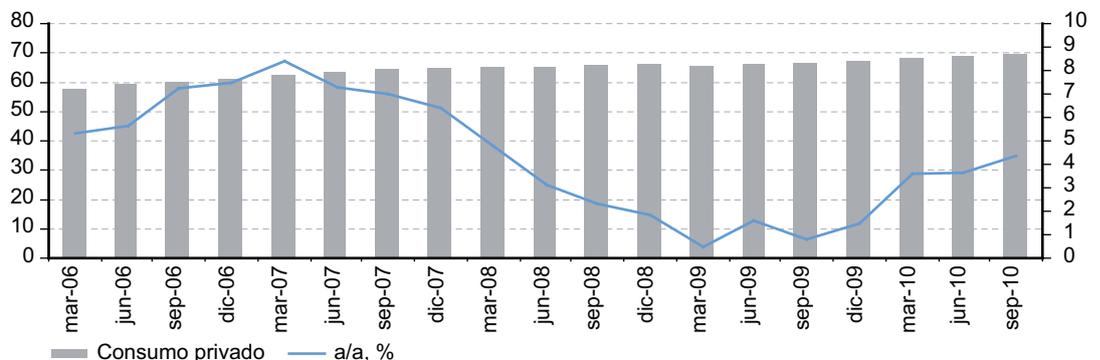
Fuente: DANE y BBVA Research

Con este cierre de 2010, se presentan perspectivas favorables para una expansión cercana al 5% en 2011 (gráfico 6). En este año el dinamismo del consumo de los hogares seguirá impulsando el crecimiento, sustentado en una amplia disponibilidad de crédito y la baja carga financiera que enfrentan las familias, en un contexto de incrementos moderados en las tasas de interés. El crecimiento de este rubro de la demanda estará menos focalizado en el consumo de bienes durables, reflejando una mejor dinámica del gasto en servicios y bienes no durables (equivalentes a más del 90% del consumo total), como se muestra en el comportamiento reciente de las ventas minoristas y de las importaciones de bienes de consumo. Este desempeño más balanceado por componentes determinará tasas de crecimiento del consumo privado cercanas al 5% a/a (gráfico 7).

En términos de inversión, las políticas enfocadas en grandes proyectos de conectividad, mediante la construcción de corredores principales de la red vial nacional y el mantenimiento de vías terciarias deberían impulsar nuevamente las obras civiles junto con los proyectos de reconstrucción de infraestructura por la ola invernal. A esto se suma el dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo, que crecería a tasas del orden del 12% a/a, impulsada por las perspectivas positivas de demanda y los mayores niveles de utilización de la capacidad instalada.

Gráfico 7

Consumo privado (Billones de pesos constantes, a/a %)



Fuente: DANE

Por el lado de la oferta, los sectores mineros y de construcción dinamizarán el crecimiento en 2011. De una parte, el sector de minería seguirá con una dinámica creciente impulsada por los avances en exploración y producción de petróleo y el flujo de inversión extranjera hacia la actividad minero-energética. Por su parte, el sector de la construcción mostrará un repunte ante la mayor disposición a adquirir vivienda por parte de las familias, la cual sigue sustentada en un crecimiento sostenido del crédito hipotecario, políticas de estímulo a la adquisición de vivienda de interés social y un aumento en la demanda de vivienda en segmentos de mayor valor.

Nuestra previsión de crecimiento para 2011 se ha revisado ligeramente a la baja desde el 5,2% anterior como resultado de una conjugación de factores. En primer lugar, la desaceleración de la economía experimentada a finales de 2010 ejerce algunos efectos sobre los pronósticos para 2011 al moderar la base de comparación. De otra parte, la revisión de las previsiones incorpora el impacto sobre el crecimiento de la fuerte temporada invernal experimentada en Colombia desde finales de 2010, cuyos efectos se han sentido principalmente en los sectores de agricultura, transporte y minería. Estimamos que los estragos del invierno habrían ocasionado una reducción del crecimiento de 0,4 puntos porcentuales en el segundo semestre de 2010 y contribuirán a reducirlo en cerca de 0,3 puntos porcentuales adicionales en el primer trimestre de 2011. No obstante, la ambiciosa estrategia de rehabilitación y reconstrucción trazada por el Gobierno para superar la crisis sería aprovechada para reducir los rezagos en infraestructura en las zonas afectadas por la emergencia, lo cual más que compensaría los efectos negativos sobre la actividad, impulsando el crecimiento a más largo plazo.

Inflación en 2011 se mantendrá bajo control a pesar de cierre gradual de la brecha del producto, sumado a presiones temporales de precios de alimentos a nivel local y de precios internacionales de productos básicos

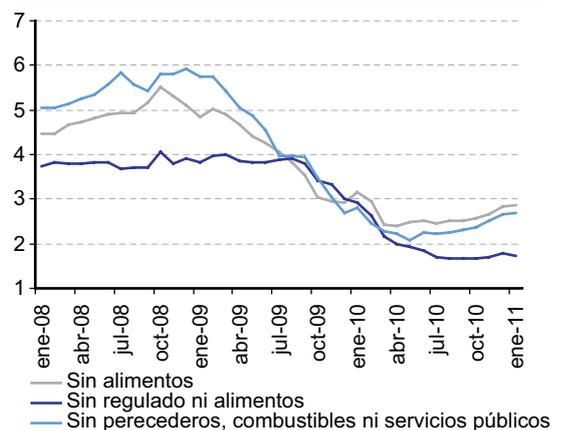
En 2011 la inflación seguirá presionada por factores temporales de oferta que afectaron hacia finales de 2010 llevando la inflación a un cierre de 3,2%, dato que reflejó un sorpresivo repunte como consecuencia de los incrementos en los precios de alimentos y regulados (gráfico 8). En el caso de los alimentos, el incremento responde a los efectos de las fuertes lluvias causadas por el fenómeno de la Niña y las consecuentes inundaciones y bloqueos en las vías en distintas regiones del país, que afectan las cosechas y el transporte de productos agrícolas disminuyendo su oferta. De otra parte, los sucesivos incrementos en los precios de la gasolina, influenciados por los aumentos en el precio internacional del petróleo, vienen presionando la inflación del grupo de regulados, que a enero registra una variación anual cercana al 7%, muy por encima de la meta de inflación (2%-4%).

Gráfico 8
Inflación (a/a %)



Fuente: DANE

Gráfico 9
Indicadores de inflación básica (a/a %)



Fuente: DANE

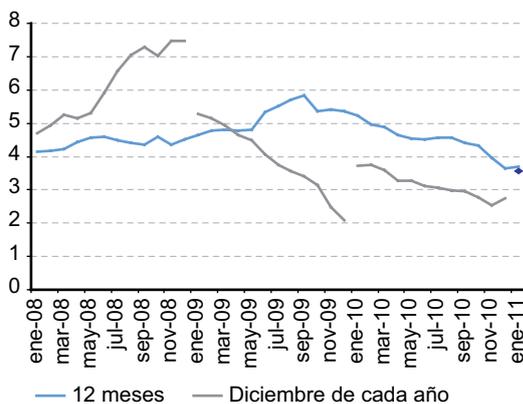
Específicamente, esperamos que la inflación fluctúe entre 3,3% y 3,8% durante el período enero a octubre cerrando en 3,4% debido a la alta base de comparación a finales de 2010. Las presiones al alza provendrían en una mayor proporción de los precios de los alimentos, particularmente en el primer semestre cuando las condiciones climatológicas adversas seguirían restringiendo la oferta de productos como tubérculos, hortalizas, frutas y carne, efectos que deberían ceder en la segunda parte del año tras la normalización del fenómeno climático. Asimismo, se espera una mayor transmisión de los incrementos en los precios internacionales de los alimentos, en productos como cereales, grasas y azúcar, y en los precios de la comida fuera del hogar, cuya inflación actualmente se ubica cerca del 4,3%, por encima de la meta fijada por el BanRep.

Consecuente con el cierre gradual de la brecha del producto, la inflación sin alimentos tendrá una mayor contribución sobre la inflación anual (gráfico 9). Sin embargo, en la medida que el producto alcanzará su nivel potencial hacia el tercer trimestre de 2011, las presiones de demanda serán más acentuadas hacia finales de 2011 y comienzos de 2012, lo que permitirá atenuar el impulso asociado al ajuste del 4% en el salario mínimo y a la indexación de precios, dado el dato mayor de lo anticipado al cierre de 2010. Asimismo, anticipando estos movimientos alcistas en la inflación básica, una política monetaria menos expansiva a partir del segundo trimestre del año contribuirá a disminuir las presiones sobre los precios al consumidor provenientes del desempeño de la demanda. De esta forma el Banco Central gradualmente aumentará la tasa de intervención desde el 3,0% actual hasta 4,5% al finalizar el año.

Adicionalmente, un factor determinante de la inflación básica será la evolución de las expectativas de inflación, las cuales tuvieron una importante corrección al alza en enero como consecuencia del dato sorpresivo de inflación al cierre de 2010 (gráfico 10). Un incremento sostenido de las expectativas en los próximos meses podría acentuar los efectos del choque transitorio sobre los precios de los alimentos, lo cual podría generar un efecto más duradero sobre la inflación al consumidor. Sin embargo, la perspectiva de aumentos en la tasa de interés de intervención debe contribuir a moderar el comportamiento de la inflación esperada, limitando sus efectos. De hecho, consciente de este canal de expectativas, la autoridad monetaria anunció en enero que un incremento en las expectativas de inflación por encima de las metas aumentaría las presiones para iniciar el retiro gradual del estímulo monetario.

Gráfico 10

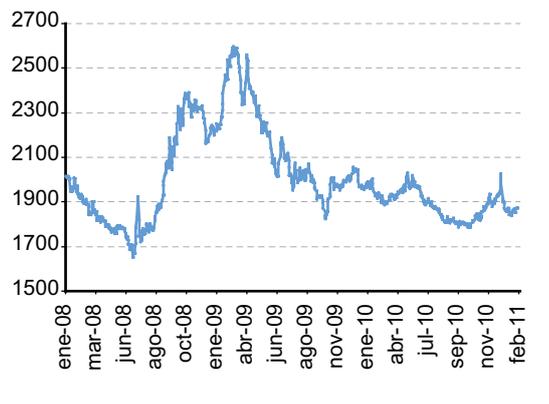
Expectativas de inflación (a/a %)



Fuente: Banco de la República

Gráfico 11

Tipo de cambio (COP/USD)



Fuente: Banco de la República

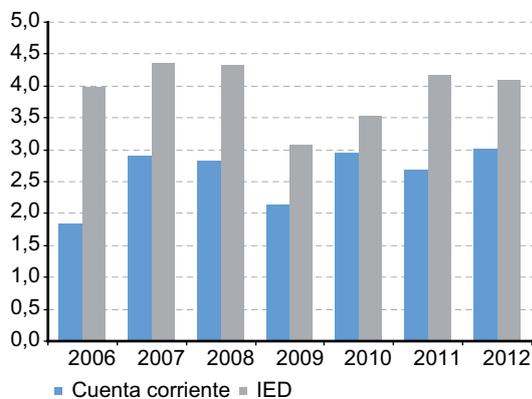
Presiones a la apreciación del tipo de cambio aumentarán con la reversión del riesgo global

El incremento en la aversión al riesgo a nivel global ha mantenido contenidas las presiones sobre el tipo de cambio desde finales de 2010, con un cierre en enero de \$1857 por dólar (\$1867 promedio, gráfico 11). Las presiones hacia la apreciación del peso se reactivarían con más fuerza a medida que disminuyan las tensiones financieras en Europa, hacia el segundo trimestre de 2011. En este contexto, el fortalecimiento del peso, que en promedio se mantendría en \$1800 por dólar, equivalente a una apreciación promedio de 5,2% frente al 2010, estará sustentado en los mayores flujos de inversión extranjera directa, incentivados por los ambiciosos planes de inversión en el sector minero-energético. Adicionalmente, cambios regulatorios recientes que simplifican el régimen de inversión en portafolio para los no residentes servirían de catalizador para el incremento en la demanda de instrumentos financieros locales. De otra parte, consideramos que los flujos de dólares por parte del sector oficial disminuirían este año como resultado de los esfuerzos del Gobierno para reducir las presiones sobre el tipo de cambio.

Avances en el frente fiscal y externo ante mejora en los términos de intercambio

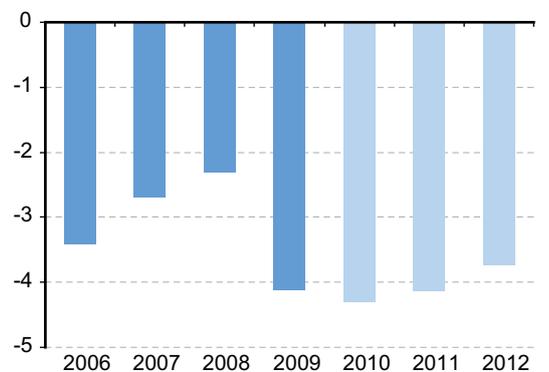
Se espera una mejora en el balance de cuenta corriente sustentada en los elevados precios del petróleo y crecientes niveles de producción y exportación del sector minero-energético, así como en una mayor recuperación de las exportaciones no tradicionales. En consecuencia, se estima que el déficit en cuenta corriente pasará de 3,0% a 2,7% como porcentaje del PIB (gráfico 12). Esta mayor brecha externa será financiada principalmente por flujos de inversión extranjera directa, dirigidos especialmente al sector de hidrocarburos y minería, pero con niveles crecientes de inversión hacia otros sectores de la economía incentivados por las perspectivas positivas de crecimiento económico.

Gráfico 12

**Déficit en cuenta corriente
y flujos de IED (% de PIB)**

Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 13

Déficit fiscal GNC (% de PIB)

Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

Por su parte, el déficit fiscal aumentaría cerca de 0,2 puntos porcentuales como porcentaje del PIB en 2011 respecto al déficit de 3,9% estimado para 2010, según las cifras preliminares del Gobierno (gráfico 13). Esta proyección considera un leve impacto de las presiones de gasto asociadas con la atención de la emergencia invernal, en la medida que la mayor parte del gasto será financiado principalmente a través de un mayor recaudo del impuesto al patrimonio, dada la ampliación de la base gravable, y los recursos obtenidos de la venta de un porcentaje de la participación de la Nación en Ecopetrol. Lo anterior, sumado a un aumento en la meta de recaudo tributario en 2011, permitió al Gobierno mantener inalterada la meta de déficit fiscal para 2011 en 4,1%, en línea con nuestra proyección. De otra parte, esperamos que los efectos de las reformas fiscales actualmente en trámite legislativo permitan una reducción gradual del déficit a partir de 2012. Pese a lo anterior, la creciente dependencia en las cuentas externas y fiscales del sector minero-energético genera una vulnerabilidad para la economía colombiana ante choques externos y vaivenes en los precios internacionales de productos básicos.

3. Balance de riesgos: evolución más lenta del crecimiento

Un escenario más negativo a nivel global, originado en un agravamiento en los problemas financieros en los países periféricos de Europa, que muestre un mayor contagio al sector real y que determine un incremento en las restricciones al financiamiento internacional y un menor crecimiento en los precios de las materias primas, implicaría una desaceleración moderada en el crecimiento de la economía colombiana, menores presiones de precios, un ligero deterioro en el balance fiscal y una leve depreciación del tipo de cambio. En actividad económica, implicaría una reducción entre 1,0 y 1,5 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento de 2011 y 2012, como reflejo de la menor dinámica de la demanda externa y un leve contagio sobre la confianza de los agentes. Por su parte, las presiones de precios se moderarían, con lo cual la inflación se ubicaría ligeramente por debajo del punto medio del rango meta en 2011, ralentizando el retiro del estímulo monetario.

Adicional a este riesgo proveniente del entorno externo, no se deben subestimar los riesgos de un menor crecimiento a nivel local como consecuencia de un estancamiento en el proceso de recuperación de la industria manufacturera y un deterioro persistente de la confianza de los agentes que lleve la economía a crecer a tasas cercanas al 4% a/a. De hecho, los datos para los últimos meses reflejan un ritmo heterogéneo de recuperación por ramas de la industria, que ha determinado una desaceleración respecto al crecimiento observado a comienzos de 2010, consecuencia de la debilidad de la demanda externa, especialmente a partir de la dificultad de los empresarios para sustituir el mercado venezolano. Adicionalmente, una prolongación en el deterioro de la confianza de consumidores y empresarios, que recientemente ha respondido a la incertidumbre en torno a la duración y a los efectos de la fuerte temporada invernal, restaría impulso al consumo y a la inversión privada. Esto tiene mayor relevancia en un contexto de desaceleración de la economía durante el tercer y cuarto trimestre de 2010 y las alzas esperadas en las tasas de interés durante el primer semestre de 2011.

Por otra parte, en el contexto actual no se debe descartar un aumento de la inflación por encima del rango meta del banco central que cambie las prioridades de política monetaria-cambiaria del mismo durante 2011. Este aumento en la inflación respondería a un incremento mayor y más permanente de lo esperado en los precios de los productos básicos a nivel internacional que se transmitan a la inflación local, así como una transmisión permanente de las mayores expectativas inflacionarias, que se han formado como consecuencia del choque transitorio de la ola invernal sobre el precio de los alimentos. Lo anterior podría llevar a la autoridad monetaria a un retiro anticipado del estímulo monetario afectando el ritmo de expansión de la actividad económica y profundizando el dilema cambiario.

4. Reto de política: mejorar infraestructura para la conectividad al tiempo que se reconstruye lo afectado por el desastre invernal

En los primeros seis meses de mandato, el Gobierno Santos enfrentó los retos de diseñar y defender en el Congreso reformas claves en materia económica y social, con el éxito de ya tener aprobados la Ley de Formalización y Primer Empleo (Ley 1429 de 2010), la ley Ordinaria de Salud (Ley 1438 de 2011) y la Mini-Reforma Tributaria (Ley 1430 de 2010). Por su parte, siguen en curso los proyectos de Regla Fiscal, Sostenibilidad Fiscal y Reforma a las Regalías, con los cuales se completaría el cuadro de reformas lideradas por el Gobierno para fortalecer la disciplina fiscal, asegurar una mejor distribución de los recursos adicionales esperados por la pujante actividad minero-energética y garantizar la viabilidad financiera de las políticas de bienestar social.

Adicionalmente, en el marco de la Emergencia Económica, Social y Ecológica declarada el 7 de diciembre de 2010 para atender los efectos de la ola invernal, el Gobierno expidió 37 decretos con fuerza de ley, correspondientes a una amplia agenda para la atención del desastre. En particular, se definieron tres etapas a seguir: las primeras dos enfocadas en la atención humanitaria y rehabilitación y la tercera en la reconstrucción y adaptación de la infraestructura. El Plan de Desarrollo 2010-2014 estima una inversión de \$25,8 billones para la atención de la ola invernal en los próximos cuatro años, donde la mayor parte (\$19,1 billones) se destinará a la prevención y mitigación de riesgos. Para garantizar la transparencia y la eficacia en la ejecución de recursos ha sido necesaria la creación de nuevas instituciones y el fortalecimiento de las medidas de vigilancia para evitar el desvío de los mismos.

Dado lo anterior, el Gobierno tendrá que hacer mayores esfuerzos para ejecutar un mayor número de proyectos de los presupuestados inicialmente. En estas condiciones, se destaca como uno de los principales retos para este Gobierno generar las instituciones idóneas para ejecutar adecuadamente el gasto y para dar soporte, igualmente, a los sectores líderes que serán promovidos por la política pública (minería, vivienda, agricultura, innovación y infraestructura).

Indudablemente, en este período serán determinantes los avances que se realicen en infraestructura de transporte, uno de los principales cuellos de botella para el crecimiento y el desarrollo a mediano y largo plazo. El camino no será fácil, pues la experiencia reciente ha demostrado deficiencias en la capacidad para preparar y ejecutar los proyectos, incluyendo problemas en la adquisición de tierras, falta de una adecuada estructuración e insuficiente financiamiento debido a fallas en la planeación. Así las cosas, el desarrollo del ambicioso cronograma de proyectos de infraestructura requerirá mejoras sustantivas en la contratación y estructuración de los mismos, una adecuada priorización y mejoras de eficiencia en la ejecución. Este será un paso fundamental para apuntalar el crecimiento potencial de la economía a tasas superiores al 5% de manera sostenida en los próximos años.

5. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas: anuales

	2010	2011	2012
PIB (% a/a)	4,2	5,0	5,5
Inflación (% a/a, promedio)	2,3	3,6	3,6
Tasa de cambio (vs. USD, promedio)	1898	1800	1800
Tasa REPO (% , promedio)	3,1	3,8	5,1
Consumo Privado (% a/a)	4,1	5,0	5,8
Consumo Público (% a/a)	4,9	4,1	4,5
Inversión (% a/a)	6,1	13,7	7,9
Déficit Fiscal (% PIB)	-3,9	-4,1	-3,7
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,0	-2,7	-3,0

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas: trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, prom)	Tasa de Cambio (vs. USD, prom)	Tasa REPO (% , fdp)
T1 10	4,5	2,0	1947	3,50
T2 10	4,4	2,1	1950	3,00
T3 10	3,6	2,3	1833	3,00
T4 10	4,3	2,7	1866	3,00
T1 11	4,6	3,5	1827	3,00
T2 11	5,3	3,6	1775	3,50
T3 11	5,0	3,6	1787	4,25
T4 11	5,2	3,6	1813	4,50
T1 12	5,1	3,4	1783	4,75
T2 12	5,2	3,5	1790	5,00
T3 12	5,4	3,7	1805	5,25
T4 12	6,4	3,8	1822	5,50

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Colombia

Economista Jefe

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

María Paola Figueroa
mariapaola.figueroa@bbva.com.co

Mauricio Hernández
mauricio.hernandez@bbva.com.co

María Claudia Llanes
maria.llanes@bbva.com.co

Ignacio Miró
ignacio.miro@bbva.com.co

José Felipe Rodríguez
Estudiante en práctica profesional
josefelipe.rodriguez@bbva.com.co

Viviana Marulanda
Estudiante en práctica profesional
viviana.marulanda@bbva.com.co

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y
Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

España y Europa:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Colombia
Carrera 9 No 72-21 Piso 10
Bogotá, Colombia
Tel: 3471600 ext 1408
E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com

Situación Colombia está disponible en inglés