

# Situación Colombia

Segundo Trimestre 2013  
Análisis Económico

- **El crecimiento global se sigue recuperando gradualmente**, pero unas perspectivas más dispares para las principales economías frenan la intensidad de la mejora del PIB en 2013 y 2014.
- **La economía ganará velocidad gradualmente a finales de 2013 y en 2014. Mantenemos nuestra previsión de crecimiento para 2013 en 4,1%**. Esperamos que los efectos negativos del primer trimestre sean plenamente compensados por los mayores estímulos de la política económica.
- **El Banco Central mantendrá las condiciones monetarias actuales en lo que resta de 2013 y parte de 2014**. Habrá una convergencia progresiva de la inflación hacia el centro del rango meta en 2013 y 2014.

## Índice

1. Resumen .....	3
2. Un escenario global más heterogéneo .....	4
3. Colombia: la economía ganará velocidad gradualmente a finales de 2013 y en 2014 .....	6
Recuadro 1. Los efectos esperados del Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo –PIPE– ....	11
Recuadro 2. Pobreza: menor incidencia y baja convergencia campo-ciudad .....	12
4. Convergencia gradual de la inflación hacia el centro del rango meta .....	14
5. Banco Central mantendrá las condiciones monetarias actuales en lo que resta de 2013 y parte de 2014 .....	15
6. Amplia liquidez mundial y la situación de la economía europea son los principales riesgos que enfrenta la economía colombiana.....	18
7. Tablas .....	19

Fecha de publicación: 9 de mayo de 2013

# 1. Resumen

El crecimiento global se sigue recuperando gradualmente, pero unas perspectivas más dispares para las principales economías frenan la intensidad de la mejora del PIB en 2013 y 2014.

En el área del euro la recuperación se retrasa a 2014 a pesar del papel del BCE como cortafuegos de las tensiones financieras ayudado por el impulso dado a la unión bancaria. Ha sorprendido positivamente la efectividad del BCE como garante del euro ante choques como el desordenado rescate a Chipre, la situación política en Italia o el dictamen del tribunal constitucional portugués.

**Indicadores líderes de la economía Colombiana muestran un bajo crecimiento en el primer trimestre de 2013, similar al registrado en el segundo semestre del año pasado.** Al final de 2012, las señales de estabilización de la economía vinieron desde el consumo privado, el cual aceleró su tasa de crecimiento inter-trimestral desde 1,2% en el 3T12 a 1,4% en el 4T12. Sin embargo, el impacto positivo total de las menores tasas de interés del Banco de la República sobre la decisión de gasto de los hogares se dará durante 2013 y 2014.

**A partir del segundo trimestre, la economía iniciará un proceso gradual de aceleración, que se consolidará en el tercer y cuarto trimestre con crecimientos superiores al nivel potencial del PIB.** Como resultado, mientras que en el primer semestre se tendrá un crecimiento promedio de 2,7% anual (resultado de 2,3% en el 1T y 3,1% en el 2T), en la segunda mitad del año la expansión se acelerará al 5,4% anual (5,3% en el 3T y 5,5% en el 4T).

**En total, el crecimiento de 2013 se ubicará en 4,1%, cifra idéntica a la previsión vigente en nuestra anterior Situación Colombia.** Para esto, esperamos que los efectos negativos del primer trimestre sean plenamente compensados por los mayores estímulos de la política económica. En particular, se espera que el PIPE aporte 0,2 puntos porcentuales –p.p.– al crecimiento de 2013 y que la reducción adicional de las tasas de interés en 2013 aporte 0,1 p.p.

**Impulso en crecimiento del segundo semestre se consolidará en 2014. El consumo de los hogares seguirá acelerándose en 2014, hasta un 4,5% anual.** Este dinamismo es el resultado de las mejoras que se vienen presentando en el mercado laboral, con mayores crecimientos en el empleo.

**En los próximos meses, la inflación se mantendrá en el parte inferior del rango meta.** Para los próximos meses esperamos que la inflación permanezca en la parte inferior del rango meta, con una lenta recuperación de la variación interanual en 2S13. El principal motor de la recuperación serán los bajos precios base ya observados en 4T12 y 1T13, esperando que finalice 2013 en 2,56% con un rápido retorno posterior al punto medio del rango meta en 1T14, incluso sobrepasando dicho valor en 2T14.

**Escenario actual de tasas es compatible con un cierre esperado de la brecha del producto en el segundo semestre de 2014.** Según nuestras expectativas, el ciclo de recortes de intereses ya habría llegado a su fin. La tasa de intervención ya luce lo suficientemente expansiva (1,23% real en Abril vs. 2,25 neutral), permitiendo otorgar un apoyo monetario a la actividad.

## 2. Un escenario global más heterogéneo

El crecimiento global se sigue recuperando gradualmente, pero unas perspectivas más dispares para las principales economías frenan la intensidad de la mejora del PIB en 2013 y 2014. El crecimiento trimestral del PIB mundial, estimado por BBVA Research en el 0,7% a inicios de 2013, habría superado ligeramente el 0,6% del último trimestre de 2012, pero los indicadores disponibles apuntan a una creciente dispersión de la actividad especialmente dentro de las economías más desarrolladas, donde la zona euro vuelve a quedarse rezagada frente a EE.UU. e incluso Japón. A su vez, las economías emergentes seguirán liderando el crecimiento mundial. Con todo, se estima que **el ritmo de la expansión global en 2013 será del 3,3%, sólo una décima sobre el crecimiento estimado para 2012 (Gráfico 1)**. En 2014 se alcanzarían tasas cercanas al 4% si bien los riesgos siguen estando sesgados a la baja.

En el área del euro la recuperación se retrasa a 2014 a pesar del papel del BCE como cortafuegos de las tensiones financieras ayudado por el impulso dado a la unión bancaria. Ha sorprendido positivamente la efectividad del BCE como garante del euro ante choques como el desordenado rescate a Chipre, la situación política en Italia o el dictamen del tribunal constitucional portugués. Esto se ha reflejado en una escasa respuesta de los mercados y de las tensiones financieras ante estos eventos (Gráfico 2). Por el lado negativo, los indicadores de coyuntura muestran **la generalización de la debilidad cíclica más allá de la periferia europea**, lo que justifica la reciente **bajada de tipos de interés del BCE**.

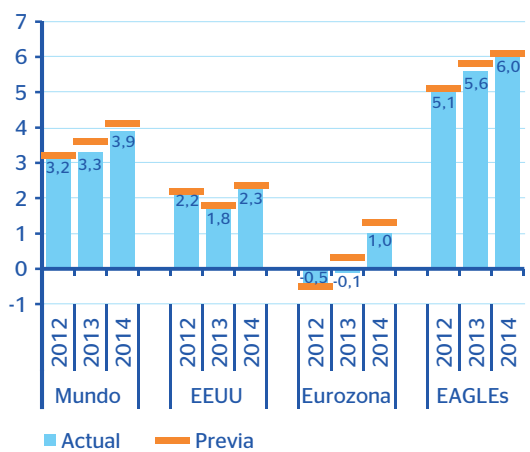
Es esta una medida positiva, aunque **difícilmente reducirá por sí sola una fragmentación financiera** que ya impacta menos a emisores soberanos o incluso a grandes corporativos, pero que sigue **afectando a hogares y empresas por el desigual funcionamiento del canal bancario**. Las condiciones de oferta de crédito bancario en el conjunto del área siguen tensionándose al tiempo que en países periféricos sigue cayendo la demanda de crédito. Se necesita algo más que la ampliación de la línea de liquidez a los bancos al menos hasta mediados de 2014, y deberían concretarse las medidas en estudio para dinamizar la financiación empresarial, con la participación de instituciones como el Banco Europeo de Inversión.

En este contexto, nuestro escenario contempla una revisión a la baja del crecimiento en la Eurozona. Estimamos una caída del PIB en 2013 de -0,1% y un aumento del 1% en 2014, cuatro y tres décimas menos, respectivamente, de lo pronosticado en nuestra publicación de enero. Los riesgos, en todo caso, siguen sesgados a la baja, siendo clave que Alemania no se mantenga como la única fuente de crecimiento del área gracias a su fácil acceso a la financiación, elevada competitividad y mayor exposición a las fuentes de demanda global con mejor comportamiento.

**Una consecuencia adicional del debilitamiento del ciclo europeo es el creciente debate sobre el grado apropiado de consolidación fiscal.** Aquel que logre una senda creíble de caída de déficit sin un deterioro tal del crecimiento en el corto plazo que haga vano el esfuerzo de ajuste. El apoyo de la Comisión Europea al retraso de los objetivos del déficit público en algunos países europeos va en la línea de primar calidad y composición del ajuste fiscal y enfatizar las reformas estructurales sobre los objetivos de corto plazo. **¿Qué falla en Europa?** Un avance más decidido hacia la unión bancaria, llevar el debate de los objetivos de déficit a medidas estructurales y un compromiso más firme con las reformas en los países de la periferia.

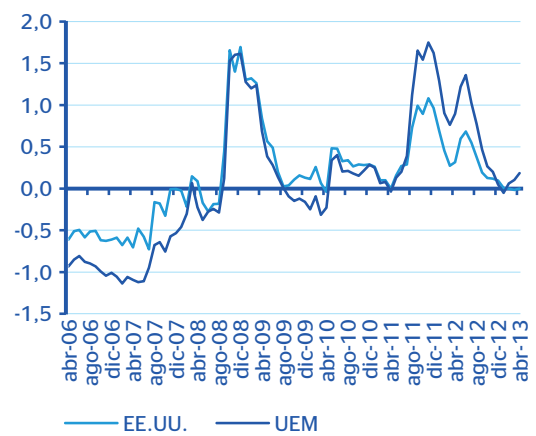
En EEUU, la fortaleza de la demanda privada frente al freno del ajuste fiscal sostiene sus perspectivas de crecimiento. La incertidumbre sobre la política fiscal a corto plazo ha disminuido respecto a escenarios que incluían el cierre de oficinas del gobierno (si bien no se han tomado todavía medidas creíbles de consolidación fiscal a largo plazo). La eliminación de algunas rebajas tributarias y la entrada en vigor de recortes de gasto no han disparado las alarmas en los mercados financieros (Gráfico 2), ni parecen haber supuesto finalmente un freno de consideración del gasto privado gracias a una **expansión monetaria que mantiene unas condiciones de financiación muy favorables** y contribuye a la mejora del ingreso y de la riqueza. Así, resulta razonable mantener las perspectivas de crecimiento de 2013 en el 1,8% a pesar de la sorpresa bajista de la demanda pública en el PIB de los últimos dos trimestres.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB



EAGLEs es el grupo de países emergentes que más contribuirán al crecimiento en los próximos 10 años. Los países EAGLEs son China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
Índice BBVA de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

La economía de China pierde fuerza en el primer trimestre de 2013 con la sorpresa negativa de una débil inversión, a pesar de la mayor fortaleza de la demanda externa y de que el crecimiento se mantiene en línea con el objetivo del gobierno del 7,5% para 2013. Así, las medidas puestas en marcha para acotar la fragilidad financiera doméstica parecen haber contribuido a la desaceleración. No obstante, el cambio en el modelo de crecimiento hacia un mayor peso del consumo continúa. Con inflación también más baja de lo previsto, se ha reducido la presión para endurecer las condiciones monetarias, por lo que las autoridades tienen margen de maniobra dado su compromiso con un crecimiento sostenible para lograr el objetivo de crecimiento anunciado. Por ello, nuestro escenario de crecimiento en China se mantiene inalterado en el 8% para 2013 y 2014.

**El sostenimiento en el tiempo de la expansión monetaria, a la que se ha unido el banco central de Japón, supone desafíos.** El objetivo de que los inversores se desplacen buscando rentabilidad hacia activos de mayor riesgo puede llegar a favorecer en algunos mercados valoraciones alejadas de sus fundamentos de largo plazo, lo que puede suponer ajustes desordenados al ir retirando estímulos. Este riesgo crece dada la falta de coordinación entre los bancos centrales con políticas de expansión cuantitativa, atentos, cada uno de ellos, a sus respectivos objetivos domésticos de inflación anclada y crecimiento sostenible. En el caso de las economías emergentes, aunque por ahora están soportando bien las fuertes entradas de flujos, resulta esencial mantener la vigilancia sobre los excesos domésticos que pueden generar.

### 3. Colombia: la economía ganará velocidad gradualmente a finales de 2013 y en 2014

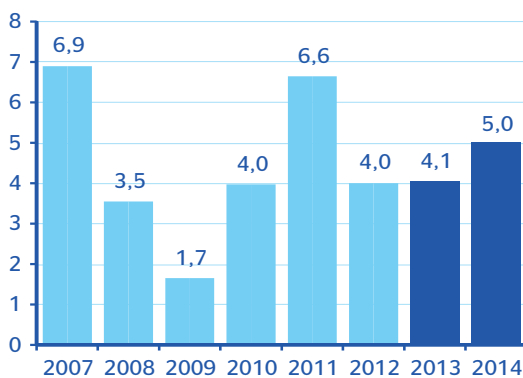
#### Desaceleración de la actividad económica en el segundo semestre de 2012

En 2012 la economía colombiana creció un 4,0%, desacelerándose con respecto al 6,6% observado un año antes (Gráfico 3). En línea con lo esperado, la actividad continuó un proceso de moderación, que se intensificó en la segunda mitad de 2012, principalmente en los componentes de inversión y exportaciones. Las variaciones interanuales de estos rubros pasaron de 9,7% y 6,6% anual en el primer semestre a un 2,5% y 4,1% en la segunda parte del año, respectivamente, determinando que el PIB pasara de 5,1% a 2,9% en el mismo período (Gráfico 4).

Entre las principales causas de este comportamiento se cuentan la fuerte desaceleración de la industria manufacturera, el choque de oferta sobre el sector minero en el 3T12 y la menor ejecución de las obras civiles. Estas últimas, en particular, le implicaron una elevada volatilidad al PIB, pues dependieron no sólo de la capacidad de gestión pública de la inversión, sino también de algunos cambios metodológicos en su medición que llevaron a incluir nuevos contratistas en la muestra trimestral.

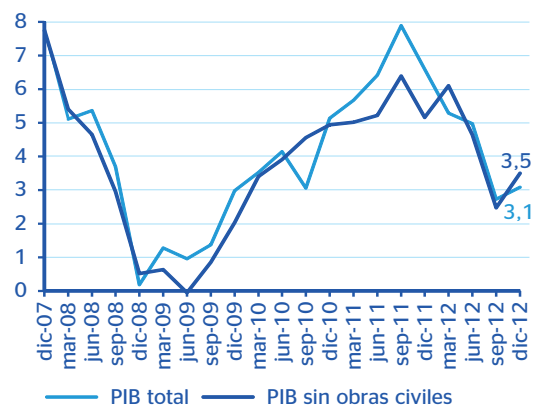
Los sectores que lideraron el crecimiento fueron petróleo, comercio, transporte y el financiero, es decir, además de los hidrocarburos, todos los demás sectores líderes se asociaron con el sector servicios. Al contrario, se tuvo una menor dinámica de la agricultura y la industria, especialmente al final del año. Este comportamiento profundizó la heterogeneidad sectorial en el cuarto trimestre de 2012, cuando las ramas transables, sin la minería, registraron una caída, la cual no se presentaba desde septiembre de 2010.

Gráfico 3  
PIB total anual. Variación interanual, %



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 4  
PIB total y sin obras civiles. Variación interanual, %



Fuente: DANE y BBVA Research

## Indicadores líderes muestran un bajo crecimiento en el primer trimestre de 2013, similar al registrado en el segundo semestre del año pasado

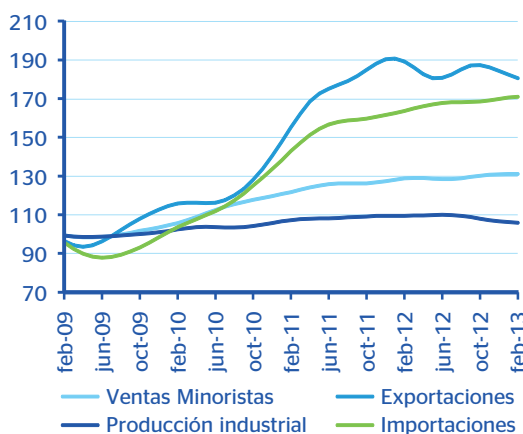
Al final de 2012, las señales de estabilización de la economía vinieron desde el consumo privado, el cual aceleró su tasa de crecimiento inter-trimestral desde 1,2% en el 3T12 a 1,4% en el 4T12. Sin embargo, el impacto positivo total de las menores tasas de interés del Banco de la República sobre la decisión de gasto de los hogares se dará durante 2013 y 2014. El efecto se concentrará en los bienes durables, si bien puede haber un impacto diferencial sobre la compra de automóviles, mercado que mantiene una dinámica de desaceleración.

En efecto, dos sorpresas negativas tuvieron lugar entre enero y marzo. Por una parte, las ventas de vehículos se desaceleraron significativamente, hasta reportar una caída de 18,5% anual en los tres primeros meses del año. Por otro lado, el choque de oferta sobre el sector minero, asociado con decisiones laborales y ambientales, limitó el crecimiento de la producción de carbón. Estos dos elementos, en su orden, limitaron la recuperación que se había iniciado y redujeron las exportaciones, además, se unieron a la tendencia decreciente en el sector manufacturero que venía desde finales de 2012 y al efecto negativo de la menor cantidad de días hábiles en el primer trimestre (Gráfico 5).

Como resultado, se verificó un retroceso en la confianza de la economía. Los consumidores, aunque mantuvieron sus perspectivas elevadas, incluso por encima de los promedios históricos, reflejaron un deterioro en la valoración de la situación actual, sólo moderada por la alta disposición a comprar bienes durables que sigue creciendo cuando se ajusta por estacionalidad (Gráfico 6). Mientras que los industriales reportan bajos pedidos y un crecimiento de las existencias, al tiempo que advierten un bajo uso de la capacidad instalada.

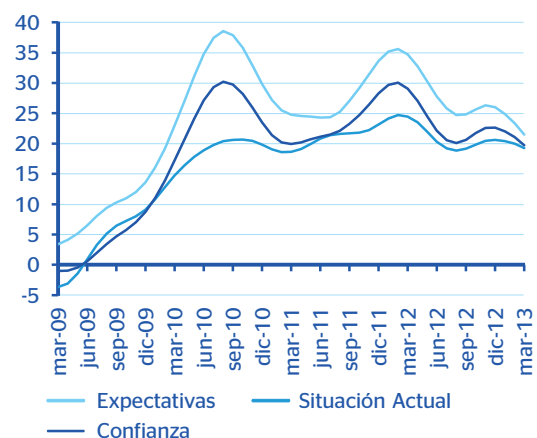
El menor optimismo industrial se dio a pesar de que repuntaron las exportaciones manufactureras al inicio de 2013, principalmente las que provienen de las ramas de producción con media y alta tecnología. Además, se dieron en un trimestre de elevada ejecución fiscal, llegando a 17,6% del presupuesto anual, frente a 13,8% de 2012 y 13,0% de 2011. Los gastos con mayor avance fueron los de inversión dirigidos al sector transporte y a la vivienda.

Gráfico 5  
**Indicadores líderes seleccionados. Índices ajustados por estacionalidad, Ene09=100**



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 6  
**Confianza, situación actual y expectativas de los hogares. Balance de respuestas**



Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

## Esperamos una aceleración a partir del segundo semestre de 2013

A partir del segundo trimestre, la economía iniciará un proceso gradual de aceleración, que se consolidará en el tercer y cuarto trimestre con crecimientos superiores al nivel potencial del PIB. Como resultado, mientras que en el primer semestre se tendrá un crecimiento promedio de 2,7% anual (resultado de 2,3% en el 1T y 3,1% en el 2T), en la segunda mitad del año la expansión se acelerará al 5,4% anual (5,3% en el 3T y 5,5% en el 4T).

Los factores que justifican esta recuperación a partir del segundo trimestre son múltiples. En primer lugar, los choques de oferta que se dieron al inicio del año no se repetirían y, además, se contará con un mayor número de días hábiles con respecto al mismo período de 2012. En segundo lugar, el estímulo monetario aumentará su impacto sobre el consumo y la inversión, pues la transmisión a las tasas de interés del mercado se está dando con mayor fuerza. En tercer lugar, los efectos del plan de impulso fiscal para la productividad y el empleo –PIPE– serán mayores al final del año, con un notable incremento del PIB de edificaciones (ver Recuadro 1.). Por último, los países desarrollados iniciarán un proceso de recuperación sostenido, lo cual trascenderá en mayores exportaciones y términos de intercambio para la economía colombiana, con especial apoyo a los envíos industriales.

## Mantenemos nuestra previsión de crecimiento para 2013 en 4,1%

En total, el crecimiento de 2013 se ubicará en 4,1%, cifra idéntica a la previsión vigente en nuestra anterior Situación Colombia. Para esto, esperamos que los efectos negativos del primer trimestre sean plenamente compensados por los mayores estímulos de la política económica. En particular, se espera que el PIPE aporte 0,2 puntos porcentuales –p.p.– al crecimiento de 2013 y que la reducción adicional de las tasas de interés en 2013 aporte 0,1 p.p.

La previsión de 2013 se basa en una expansión de 4,3% en el consumo privado, con crecimientos relativamente estables durante el año, y de 5,9% en la inversión privada, con un marcado cambio de velocidad entre el primer y el segundo semestre (3,3% anual en 1S13 y 8,6% en 2S13). También habrá un impacto positivo de las obras civiles, las cuales crecerán un 9,4% anual este año, si bien significan al mismo tiempo la mayor fuente de incertidumbre en la previsión de 2013 y 2014, pues dependen del grado de éxito de ejecución de la inversión pública y privada en infraestructura, además de los nuevos cambios metodológicos que podrían establecerse.

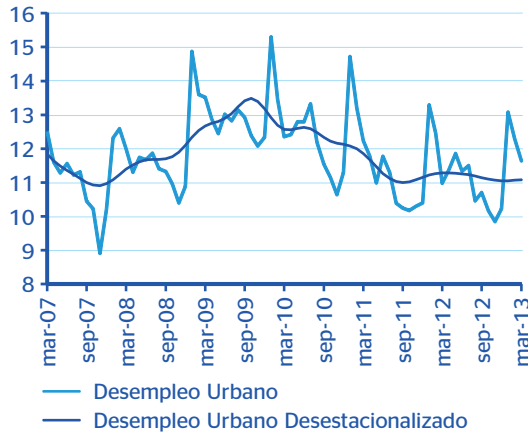
En suma, la expansión del PIB tendrá como soporte el dinamismo de la demanda interna, de 4,5% anual, mientras que se presentará una contribución negativa de la demanda externa neta dado el repunte gradual de las exportaciones, que sólo se consolidará al final del año.

## Impulso en crecimiento del segundo semestre se consolidará en 2014

El consumo de los hogares seguirá acelerándose en 2014, hasta un 4,5% anual. Este dinamismo es el resultado de las mejoras que se vienen presentando en el mercado laboral (Gráfico 7), con mayores crecimientos en el empleo. Así, mientras que en el 4T12 el empleo urbano creció a una tasa promedio de 1,7% anual, en el 1T13 la media fue de 1,9%. Además, fue el empleo de buena calidad el que lideró el cambio de tendencia del mercado de trabajo. En efecto, los ocupados asalariados pasaron de significar el 50,9% del total de ocupados durante 2012 a un 51,7% actual, como resultado de una tasa de expansión de 3,8% anual en el primer trimestre (Gráfico 8). De seguir esta tendencia, se profundizarían las mejoras en pobreza y desigualdad en el país, con impactos positivos sobre la formación de clases medias y capacidad de consumo (Ver Recuadro 2.)

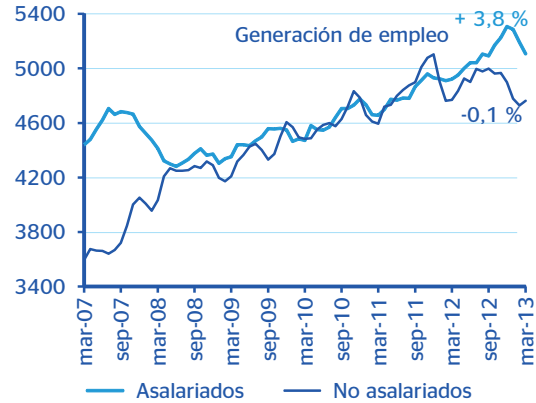


Gráfico 7  
Tasa de desempleo. Porcentaje de la PEA



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 8  
Empleo asalariado y no asalariado. Número de personas (miles) y variación anual, %



Fuente: DANE y BBVA Research

Por otra parte, las disminuciones en la tasa de intervención del Banco de la República apoyarán el comportamiento del consumo. Según nuestros cálculos, los 50 puntos básicos adicionales en que se redujo la tasa en marzo, cambio no incluido en nuestra previsión de hace tres meses, tendrá un efecto positivo sobre el consumo de 0,2 p.p., lo cual se traducirá en un efecto positivo de 0,15 p.p en el PIB de 2014. Asimismo, el retiro más lento del estímulo monetario en los siguientes años, dado el nivel más bajo desde el cual se inicia el nuevo ciclo de incrementos, dará un soporte adicional a la demanda interna al final de 2014. Finalmente, se espera un efecto marginal del PIPE en 2014, limitado a la iniciación de 100 mil viviendas nuevas de bajo costo, con copago de las familias beneficiadas, y la reducción de los inventarios en el mercado inmobiliario de clase media por la cobertura en tasa ofrecida en el plan fiscal (Ver Recuadro 1.).

En total, la economía colombiana crecería 5,0% en 2014, con una contribución importante de la inversión y las exportaciones. La primera se acelerará desde 6,9% en 2013 a 7,7% en 2014 gracias a la consolidación de la recuperación industrial y su impacto positivo sobre la inversión privada no residencial. Las segundas tendrán el soporte del mejor balance global, lo cual servirá para tomar mayores réditos de los tratados de libre comercio y acelerar las exportaciones de 4,2% en 2013 a 7,0% en 2014.

Consistente con nuestras previsiones de 2013 y 2014, la brecha del producto con respecto al PIB potencial se mantendrá negativa en los dos años, aunque empezará a cerrarse a partir del segundo semestre de 2013. La brecha se cerraría por completo entre finales de 2014 e inicio de 2015 y se volvería positiva al final de ese año. Este panorama será tenido en cuenta muy de cerca por el Banco de la República para sus decisiones futuras de política monetaria y para la anticipación de las presiones inflacionarias desde el lado de la demanda.

### Déficit en cuenta corriente se mantendrá en 2013 y 2014 en 2,9% y 3,0% del PIB, respectivamente

El déficit de la cuenta corriente finalizó 2012 en 3,1% del PIB, en línea con lo esperado. En 2013 y 2014 el déficit no será muy diferente a este resultado (Gráfico 9). Los menores términos de intercambio durante estos años, respecto de 2012, serán compensados por la moderación en el crecimiento de las importaciones en 2013 y los más bajos envíos de utilidades al exterior en 2013 y 2014.

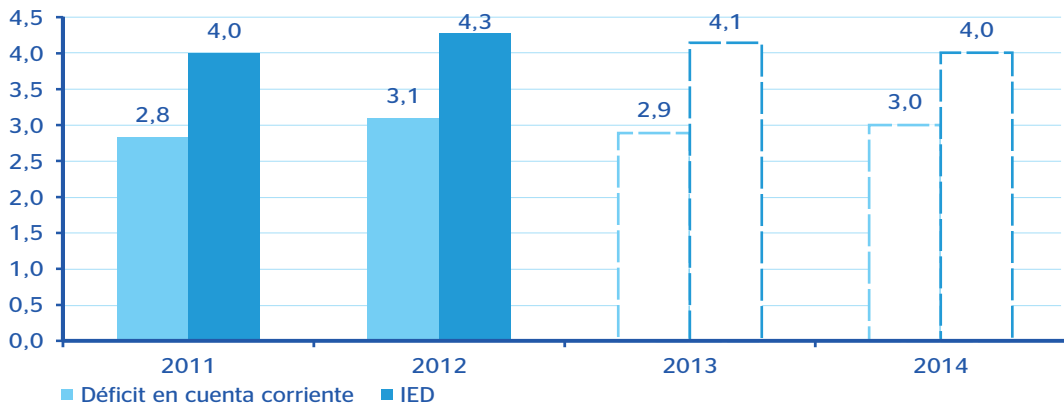
Sin embargo, comparados los nuevos valores con nuestra previsión de hace tres meses, estimamos un mayor déficit en cuenta corriente, pues hemos reducido nuestra expectativa

de exportaciones de carbón y de productos industriales. En el caso del carbón la reducción de las proyecciones tuvo lugar tanto en términos de volumen, por el choque de oferta del primer trimestre y la recuperación gradual en el tiempo, como en el precio esperado, según muestran los futuros del mineral. En el caso de las ventas manufactureras, por la menor actividad interna del sector y la ligera corrección a la baja en el crecimiento global, según vimos en la segunda sección.

En todo caso, los flujos externos de capital seguirán siendo elevados y financiarán ampliamente el déficit en cuenta corriente (Gráfico 9). De hecho, según nuestras estimaciones, entre 2013 y 2014 las reservas internacionales aumentarán en USD 12.100 millones gracias a las entradas de inversión directa por USD 33.000 millones y las elevadas entradas de capital de portafolio impulsadas por las expansiones monetarias en los países desarrollados.

Gráfico 9

**Déficit en cuenta corriente e Inversión extranjera directa—IED— En porcentaje del PIB**



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

## Recuadro 1. Los efectos esperados del Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo –PIPE–

El Gobierno anunció el Plan de Impulso para la Productividad y el Empleo (PIPE), que busca acelerar el crecimiento de la economía mediante un conjunto de medidas de política.

El mayor impulso se concentrará en el sector vivienda. En esta materia, el Gobierno ofreció subsidios sobre la tasa de interés para la compra de 50 mil viviendas nuevas con valores entre COP 80 y 200 millones. Igualmente se aprobó la expansión del programa de 100 mil viviendas, con subsidios a la cuota inicial y a la tasa de interés para “Viviendas de Interés Prioritario” (menores de COP 42mn). Otras medidas, de menor impacto, incluyen líneas de crédito especial al sector comercio y agropecuario, agilización a las obras de infraestructura vial, incentivos a la modernización del parque automotor de transporte de carga, mayor control al contrabando, agilización en los puertos de transporte, mantenimiento de arancel cero a bienes de capital no producidos internamente, y reducción anticipada (por un mes) de los impuestos a la nómina aprobados en la reforma tributaria.

Otras medidas serían reglamentadas con posterioridad, siendo la más destacable el cambio regulatorio a la rentabilidad mínima a los fondos de pensiones privados, y la diversificación del portafolio estatal de pensiones FONPET, ambas buscando una depreciación cambiaria.

### Plan de choque aportaría al PIB en 0,2% en 2013 y 0,1% en 2014

El plan es ambicioso en lo concerniente al mercado hipotecario, generando sesgos al alza para el crecimiento de la construcción y del PIB en 2013 y en 2014. Estimamos un impacto de 0,2% del PIB para 2013 y de 0,1% para 2014, contribuyendo a su vez a la generación de 100 mil empleos principalmente en el sector de la construcción. De igual forma, aportaría al crecimiento del PIB del sector de la construcción en 4pp en 2013 y de 1,7 pp en 2014. La estimación se basa en la experiencia del plan contracíclico de 2009, que resultó ser exitoso en dinamizar la actividad ante la desaceleración de la situación externa.

La cobertura de tasa de interés para 32 mil créditos hipotecarios (ampliados a 50 mil para 2014) dinamizaría la construcción de vivienda de estratos medios, cuyo valor agregado tiene un impacto importante sobre la actividad al incentivar la construcción de viviendas de medio valor. Igualmente el inicio de la construcción de las 100 mil viviendas co-financiadas entre las familias y el Gobierno tendrá un impacto principalmente en 4T13 y en 2014, esperando que cerca del 20% del valor agregado se genere en 2013 y el 80% se materialice en 2014. Por otro lado, las 100 mil viviendas gratuitas actualmente en ejecución contribuirían aunque en menor medida al sector

de edificaciones, cuyo nivel de ejecución ha resultado mayor al esperado alcanzando un 90% este año frente al 50% que presupuestaba el Gobierno.

### Demás medidas con impacto menor, sin un apoyo contundente a la industria

Las demás medidas de política no representan mayores diferencias frente a las ya presupuestadas por el Gobierno. Las líneas de crédito especiales no significan un apoyo contundente al sector comercio y agropecuario, mientras que el mensaje de agilización de las obras de infraestructura resulta reiterativo frente a anuncios similares realizados con anterioridad. El mantenimiento del arancel cero a los bienes de capital es consistente con la prolongación aprobada en años anteriores, lo cual no implica mayor diferencia frente a las expectativas del sector industrial. Por su parte las medidas de agilización en los puertos de transporte y de chatarrización, si bien son deseables para la competitividad del sector, su impacto resulta ser menor en términos macroeconómicos.

### Impacto gradual de medidas cambiarias

Las medidas de choque resultan ser menores frente a las necesidades de la industria. El principal impacto al sector sería el derivado por las medidas cambiarias, que sin embargo no estimamos que se materialicen de manera expedita.

La puesta en marcha de las medidas de apoyo cambiario se materializarían a través de cambios regulatorios en el Ministerio de Hacienda, las cuales se ejecutarán gradualmente en un plazo mayor a dos años. En el caso del cambio en los criterios de rentabilidad mínima de las AFPs, el Gobierno presentó un proyecto que entraría en vigencia en 3Q14, que demandaría una recomposición de portafolio gradual hacia compra de activos en el exterior. La regulación no obliga a la compra de dólares, pero sí motiva a que las AFPs adquieran activos externos para evitar ubicarse por debajo de la rentabilidad mínima de los portafolios de referencia. La medida se encuentra en discusión, con incertidumbre sobre el momento de su aprobación.

El Gobierno espera que las medidas en conjunto impliquen un nivel de compras por USD 5mM entre FONPET y las AFPs, nivel que resulta alto al compararse con la acumulación de reservas internacionales en 2012 (USD 5,4mM), la acumulación esperada para 2013 (USD 6,5mM) y las compras programadas a mayo por el BanRep (USD 3,5 mM), con incertidumbre a su vez sobre el momento en que se ejecutaría la reacomodación de portafolio.

En caso de aprobarse la medida como fue propuesta por el Gobierno, no anticipamos que impacte de manera inmediata el mercado cambiario. La reacomodación de portafolio sería gradual, y no estimamos que implique una compra súbita de dólares (en menos de un año) del valor esperado por el Gobierno. De igual forma la medida no es obligante sobre la compra de dólares, por lo cual algunos

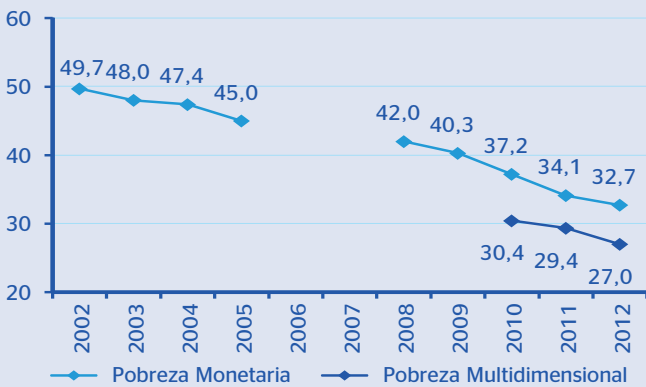
administradores podrían optar por mantener su portafolio, si con ello la rentabilidad de los portafolios actuales son en valor esperado (y ajustados por riesgo) superiores al de los portafolios de referencia sesgados por activos externos.

## Recuadro 2. Pobreza: menor incidencia y baja convergencia campo-ciudad

En lo corrido de este siglo la pobreza en Colombia ha presentado una tendencia decreciente con resultados importantes en cuanto al número de personas que han superado esta condición. Entre 2002 y 2012 el número de pobres se redujo en 5,3 millones de personas y el de

pobres extremos en 2,4 millones de personas. En términos porcentuales la pobreza se redujo en 17 p.p., pasando de 49,7% en 2002 a 32,7% en 2012, y la pobreza extrema en 7,3 p.p., pasando de 17,7% a 10,4% (Gráficos 10 y 11).

Gráfico 10  
Incidencia de la Pobreza monetaria y Multidimensional



\* Incidencia de la pobreza: % de la población que no tiene un ingreso per cápita en el hogar para lograr un nivel de vida adecuado, según dominio geográfico.  
\*\*Índice de Pobreza Multidimensional se basa en cinco dimensiones que involucran 15 indicadores. Son considerados pobres los hogares que tienen privación en por lo menos 5 de los 15 indicadores.  
Fuente: DANE y BBVA Research

Adicionalmente, el recientemente aplicado en Colombia, Índice de pobreza Multidimensional —IPM— ha mostrado mejoras importantes en las condiciones de vida de los más pobres, con una reducción del número de pobres de 1,2 millones de personas entre 2010 y 2012. Este indicador, implementado desde 2010 complementa el indicador de pobreza monetaria en el sentido en que mide la pobreza directamente, en dimensiones como la educación, la salud, las condiciones de la vivienda, entre otros. Los principales avances presentados entre 2010 y 2012 se debieron a mejoras en las condiciones de vida de los hogares, principalmente en acceso a la salud, atención a la primera infancia, logros educativos y mayor infraestructura de vivienda.

Gráfico 11  
Incidencia de la Pobreza Extrema



\* Incidencia de la pobreza: extrema % de la población que no tiene un ingreso per cápita en el hogar para lograr un nivel subsistencia, según dominio geográfico. \*\* Resto: se refiere al área rural, \*\*\* Cabecera: área geográfica definida por un perímetro urbano.  
Fuente: DANE y BBVA Research

### Brecha campo ciudad

A pesar de los buenos resultados antes comentados, las mejoras sociales en los últimos años se han transmitido de forma desigual entre zonas, particularmente entre el campo y la ciudad. Es así como, mientras en 2002 la incidencia de la pobreza rural fue 1,3 veces la de la ciudad, en 2012 esta relación se amplió ubicándose en 1,6 veces. En el caso de la pobreza extrema los resultados son aún más "impactantes" con una relación promedio para el período de 3 veces, partiendo de 2,7 en 2002 y alcanzando un 3,4 en 2012 (Gráfico 11). En conclusión, no sólo existe un rezago del campo con respecto a la ciudad en términos de pobreza sino que éste se ha ampliado, más aún si se tiene en cuenta que la brecha de la pobreza (que mide qué tantos ingresos le hacen

falta a los pobres para alcanzar la línea de pobreza o de indigencia, en el caso de la brecha de la pobreza extrema) en el campo fue de 1,8 veces la de la ciudad en 2012 frente al 1,5 de 2002. En el caso de los pobres extremos rurales, la brecha se ubicó en 8,4% en 2012, indicando que en promedio sus ingresos se ubicaron un 8,4% por debajo de la línea de pobreza extrema de la zona. Para el caso de las cabeceras el indicador fue menor, e igual a 2,4%.

**Reducción en el ritmo de caída de la pobreza, de la pobreza extrema y aumento de la pobreza extrema rural**

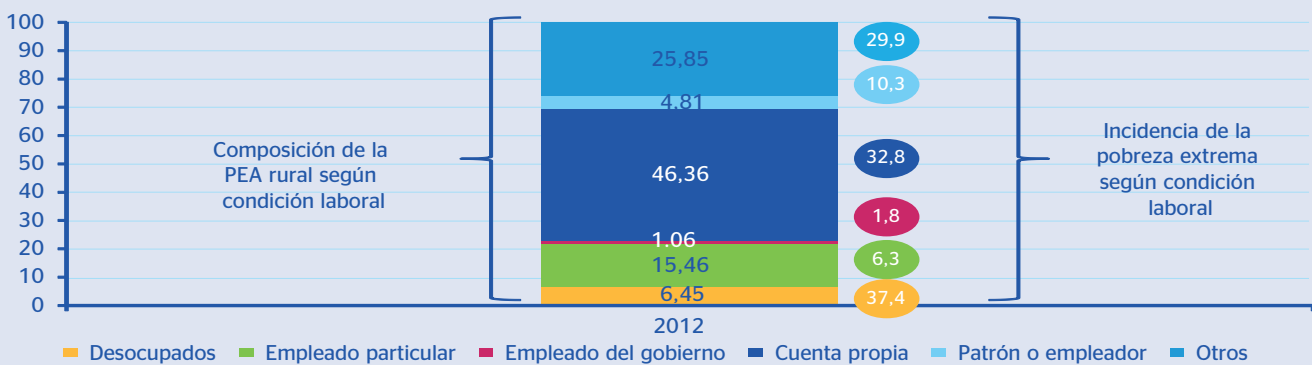
Otro aspecto relevante a tener en cuenta es que el ritmo de caída de la pobreza y de la pobreza extrema se desaceleró en 2012, pasando esta última de descensos

promedio anuales de -14% en los últimos 3 años, a un -1,9% en 2012. Aún más, en 2012 el campo presentó un retroceso en términos de pobreza extrema, con un aumento de la misma de 0,7p.p., pasando de 22,1% en 2011 a 22,8%(Gráfico 11).

La pregunta que surge es si la desaceleración en el ritmo de caída de la pobreza se debe al menor dinamismo de la economía o si podría también verse explicada por el menor impacto que los períodos de auge pueden tener sobre la pobreza al pasar el tiempo. Efectivamente, una vez superada la pobreza “más coyuntural” las reducciones de la pobreza implican la superación de una pobreza “más estructural”. En este sentido, sería de gran utilidad caracterizar a estos “sectores” que a pesar del crecimiento económico presentan aumentos en sus niveles de pobreza.

Gráfico 12

**Composición de la PEA rural e incidencia de la pobreza extrema rural según condición laboral**



Source: DANE y BBVA Research

En el caso de los pobres extremos del sector rural, por ejemplo, se observa una alta incidencia de la pobreza extrema entre las personas que viven en hogares con un jefe de hogar ocupado por cuenta propia (incidencia del 32,8%) y de aquellos con posiciones ocupacionales diferentes a cuenta propia y empleado, que hemos catalogado como “otros” en el Gráfico 12 (incidencia del 29,9%). Aunado a las altas tasas de incidencia de la pobreza extrema de estas categorías ocupacionales se encuentra una alta participación de las mismas en la estructura de la población económicamente activa -PEA- rural. De esta forma, “otros” y cuenta propia componen el 72% de la PEA rural. Si a esto se adicionan los desempleados rurales que ascienden a 6,5% de la PEA rural se tiene que casi 80% de la PEA rural se relaciona con incidencias de la pobreza extrema del 30% o más. Adicionalmente, en los últimos años se ha visto un aumento en la posición ocupacional de cuenta propia que es la de mayor incidencia de la pobreza extrema rural. En ese sentido, gran parte de los pobres extremos se mueven en estructuras informales a

las cuales resulta más difícil llegar mediante crecimiento económico y por lo tanto se requiere de políticas más focalizadas.

**Reflexiones finales y retos**

Las cifras de pobreza de los últimos años muestran las mejores condiciones de vida alcanzados por la población colombiana. Entre 2010 y 2012 dejaron de ser pobres 1,7 millones de personas de acuerdo con el indicador de pobreza monetaria y 1,3 millones de personas según el índice de pobreza multidimensional. Sin embargo, los datos evidencian igualmente el rezago regional e imponen un reto en cuanto a la reducción de la pobreza extrema la cual bajó su ritmo de crecimiento e incluso aumentó en el sector rural. Dado que gran parte de los pobres extremos se mueven en estructuras informales a las cuales resulta difícil llegar mediante crecimiento económico reducir esta pobreza estructural requiere de políticas focalizadas.

## 4. Convergencia gradual de la inflación hacia el centro del rango meta

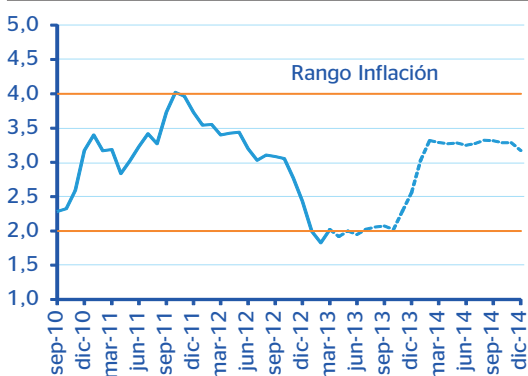
### Reducción acelerada de la inflación en el primer trimestre de 2013

La inflación presentó una caída interanual en la primera parte del año, motivada por varios factores concurrentes, entre ellos elementos de oferta, una moderación en los indicadores de inflación básica y efectos estadísticos base.

El choque de oferta provino de la reforma tributaria aprobada por el Congreso, que redujo los impuestos a la gasolina y a las comidas fuera del hogar. Por su parte los precios de los alimentos y de los regulados presentaron una baja variación interanual, explicada por la reducción en los precios internacionales de los alimentos y la gasolina, aunque apoyada por unos elevados precios base tras la ola invernal del primer trimestre de 2012 que afectaron al alza en ese momento principalmente a los precios de los alimentos. Igualmente la moderación de la actividad contribuyó a que los indicadores de inflación básica se moderaran, sin embargo con una desaceleración menor a la presentada por los componentes de alimentos y regulados. La devaluación acumulada en lo corrido del año ha permitido que los precios de los transables presenten mayores variaciones intermensuales, compensando sólo parcialmente la caída en los demás componentes de los precios al consumidor.

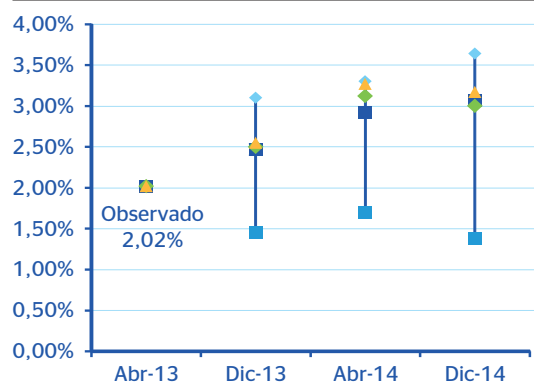
De esta forma, después de finalizar 2012 en 2,43%, la inflación al consumidor en Abril descendió a 2,02%, logrando su menor nivel en Febrero cuando se ubicó en 1,82%. De manera reciente los precios de los bienes regulados se mantienen con variaciones interanuales aun bajas (inferiores al 1% a/a), aunque estables y sin perspectivas a continuar con la desaceleración observada en 1T13. Por su parte los indicadores de inflación básica han dejado de caer, con indicios de aceleración y en línea con una perspectiva de un crecimiento local más dinámico en 2T13 frente a 1T13.

Gráfico 13  
**Inflación al consumidor observada y proyectada 2012-2014**



Source: DANE y BBVA Research

Gráfico 14  
**Expectativas de inflación para 2013 y 2014 Rangos del mercado, consenso, mejores 5 informantes y BBVA Research**



Source: Banco de la República y BBVA Research

## En los próximos meses, la inflación se mantendrá en el parte inferior del rango meta

Para los próximos meses esperamos que la inflación permanezca en la parte inferior del rango meta, con una lenta recuperación de la variación interanual en 2S13. El principal motor de la recuperación serán los bajos precios base ya observados en 4T12 y 1T13, esperando que finalice 2013 en 2,56% (Gráfico 13) con un rápido retorno posterior al punto medio del rango meta en 1T14, incluso sobrepasando dicho valor en 2T14. Por su parte una consolidación más dinámica de la actividad y de los precios de los productos básicos, permitirán que los indicadores de inflación básica y los precios de los regulados (en buena medida indexados a la inflación de 2013 fdp) dinamicen la recuperación de la inflación al rango inflacionario.

Las expectativas del mercado se ubican en línea con las previsiones de BBVA Research (Gráfico 14), anticipando inflaciones crecientes a partir de 2T13, con un sesgo por sobrepasar el punto medio del rango meta inflacionario en 2T14 favorecido por bajos precios base ya observados durante 2013 y con una recuperación más contundente de la actividad.

Los bajos precios base ya observados tienen implícito un factor de riesgo para el control de la inflación en 2014. De presentarse un choque de oferta (climático o regulatorio), permitirá que la inflación sobrepase con facilidad el rango inflacionario. Lo anterior no se encuentra dentro de nuestras proyecciones base, pero constituyen un factor de riesgo por tener presente, en caso de que se presenten choques inesperados de oferta.

## 5. Banco Central mantendrá las condiciones monetarias actuales en lo que resta de 2013 y parte de 2014

### Escenario actual de tasas es compatible con un cierre esperado de la brecha del producto en el segundo semestre de 2014

El Banco de la República acumuló desde julio de 2012 una reducción de 200 pbs en su tasa de intervención, 100 de ellos en el primer trimestre del año. Las actuaciones de política respondieron a la reducción de la inflación y el menor dinamismo de la actividad. El último recorte en la tasa de política tuvo lugar en Marzo, equivalente en 50 pbs el cual resultó sorpresivo en medio de una nueva conformación de la junta directiva del emisor con dos nuevos miembros con un sesgo más expansivo frente a los salientes codirectores.

El emisor ha mantenido un tono bajista desde el segundo semestre de 2012, con una preocupación particular por el desarrollo de la industria y de manera reciente por el consumo privado. En un ambiente de niveles controlados de carga financiera y una moderación del crecimiento las diferentes carteras de crédito, el Banco de la República decidió apoyar el endeudamiento del sector privado ante el espacio inflacionario y una brecha negativa de producto que demandaba un estímulo monetario y un estímulo fiscal como el otorgado por el Gobierno. De igual forma, el Ministro de Hacienda mencionó que la menor brecha de intereses frente al exterior favorecería el debilitamiento del COP, sugiriendo de esta forma que las recientes medidas de política también habrían sido motivadas por elementos cambiarios.

A futuro esperamos que el ciclo de recortes de intereses ya habría llegado a su fin. La tasa de intervención ya luce lo suficientemente expansiva (1,33% real en Abril vs. 2,25 neutral), permitiendo otorgar un apoyo monetario a la actividad. Lo anterior es consistente con los más recientes comunicados de prensa del emisor, que ha mencionado que tanto la política monetaria y fiscal “contribuirán a que en 2013 el producto se sitúe cerca de la capacidad productiva de la economía y que la inflación vaya convergiendo a la meta de largo plazo”.



Algunos indicadores líderes por publicarse en 2T13 relacionados con 1T13 serían nuevamente débiles, pero no deberían motivar un nuevo recorte de intereses. En efecto, el banco Central ya anticipa un crecimiento débil de la actividad en 1T13, el cual a su vez ya sería consistente con sus decisiones de política.

De esta forma la tasa de intervención se mantendría a lo largo del año en 3,25%, con un cambio en la postura monetaria en 2T14 acompañando el cierre gradual de la brecha de producto y la recuperación de la inflación al consumidor. Si bien el tono del emisor es aun bajista, el desarrollo esperado de la actividad y los comunicados de prensa del banco central sugerirían que no sería necesario un recorte adicional en los intereses. Por el contrario, el principal factor de riesgo radica en un cambio anticipado en la postura monetaria, basado en un retorno más acelerado que el esperado de la inflación ante los bajos precios base observados en 4T12. Una recuperación más acelerada de la inflación al rango meta podría reducir los intereses reales, motivando a su vez a que el emisor consecuentemente incremente su tasa nominal de política.

## Banco Central extendería programa de compra de divisas

El tipo de cambio ha presentado a lo largo del año una depreciación de 4% (año corrido a Abril). El debilitamiento del COP se ha dado como respuesta al aumento en la intervención en el mercado cambiario por parte del Banco de la República y el Ministerio de Hacienda, y a factores macroeconómicos que han debilitado el ingreso de dólares a la economía.

El Banco Central se comprometió en Enero a realizar una intervención en el mercado cambiario mediante compras de USD 3mM entre febrero y mayo del presente año. La intervención cambiaria ha estado apoyada a su vez por el Ministerio de Hacienda, que cambió su estructura de financiamiento en el presente año, reduciendo el endeudamiento externo y comprometiéndose a pagar de manera anticipada parte de su endeudamiento externo. Igualmente el Gobierno, a través de su participación en la estatal petrolera Ecopetrol modificó su estructura de financiamiento de 2013, sesgando hacia un menor endeudamiento en moneda extranjera.

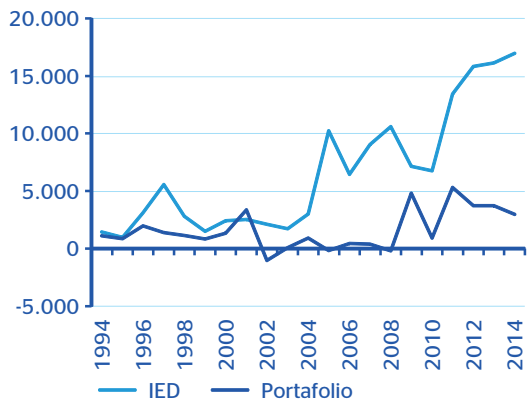
Las medidas cambiarias se han unido a menores términos de intercambio tras la reducción en los precios internacionales del carbón y del café, los recortes no anticipados en la tasa de intervención que contribuyeron a reducir el margen positivo de intereses de Colombia frente al exterior, y una menor dinámica en los flujos de inversión extranjera directa (aunque compensados por una mayor entrada de flujos de portafolio). La moderación de los flujos de IED sería temporal, y en todo caso a futuro seguiría dominando frente a los flujos de portafolio (Gráfico 15).

Tanto el Banco de la República como el Ministerio de Hacienda mantienen una postura de debilitamiento del COP. El Ministro de Hacienda y el Gerente General del Banco de la República han hecho público que consideran que el actual tipo de cambio es inferior a su nivel de equilibrio, el cual el Ministro de Hacienda estima que debería ser cercano a \$1950 COP/USD. Es así que la postura de intervención cambiaria se mantiene, lo cual llevaría a que ambas autoridades busquen profundizar su actual intervención al mercado cambiario.

El principal instrumento de política del Banco Central ha sido el de acumulación de reservas internacionales, El actual programa de compras vence el 31 de Mayo, el cual esperamos se extienda al 3T13, con una capacidad de acumulación limitada, que estimamos cercana a los USD 6,5mM, implicando que el emisor tendría un espacio de intervención en lo que resta del año de USD 3mM (Gráfico 16). El anterior espacio se basa en el nivel de equilibrio de acumulación de reservas internacionales, consistente con el nivel de intervención observado en años anteriores,

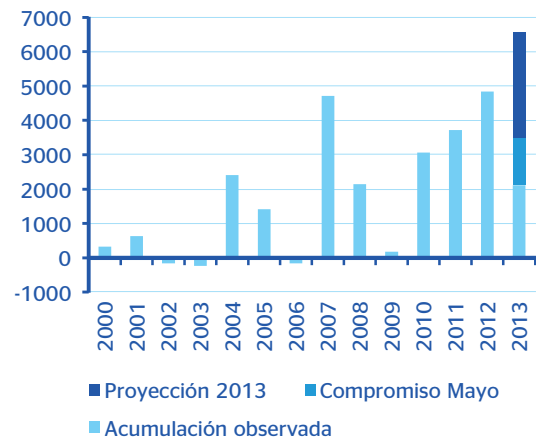


Gráfico 15  
Flujos de Inversión Extranjera  
Directa y de portafolio (Millones USD)



Source: DANE y BBVA Research

Gráfico 16  
Intervención en el mercado  
cambiario del BanRep y acumulación  
esperada de reservas internacionales en 2013



Source: BBVA Research

## Baja expectativa por los efectos del PIPE sobre la tasa de cambio

El gobierno presentó una propuesta regulatoria modificando la rentabilidad mínima exigida a los fondos de pensiones privados (ver Recuadro 1.). El rendimiento mínimo propuesto se mide como el más bajo alcanzado por un conjunto de portafolios de referencia en una ventana de 12 meses. Los portafolios propuestos tienen un sesgo hacia activos en el exterior frente a la composición actual de los portafolios pensionales. La medida está en discusión con la industria de pensiones, y de aprobarse entraría en vigor en 3T14.

El gobierno espera que los fondos de pensiones recompongan su portafolio mediante la compra de alrededor de USD 4 mil millones (de un total de USD 69bn administrado) para replicar los portafolios de referencia de rentabilidad mínima, toda vez que el costo de obtener un retorno menor al mínimo es significativamente alto para los administradores de portafolio. La medida se encuentra en discusión, sin embargo esperamos que de aprobarse, la recomposición de portafolio de las AFPs sería gradual, a un plazo de más de dos años (ver recuadro 1). El mercado cambiario reaccionó a la medida con escepticismo, anticipando que de darse la reacomodación de portafolio, su impacto sobre el flujo de compras de dólares no sería significativo y por el contrario sería gradual. Igualmente algunos organismos de control locales ya han presentado su oposición a la medida, argumentando que los recursos pensionales no deberían usarse como instrumento cambiario. Lo anterior podría a su vez dificultar la aprobación de la medida por parte del Ministerio de Hacienda, temiendo una protesta de los organismos de control.

## 6. Amplia liquidez mundial y la situación de la economía europea son los principales riesgos que enfrenta la economía colombiana

### Aumentos de la liquidez a nivel global contribuirían a mayores niveles de apreciación

La Reserva Federal de los Estados Unidos ha mantenido su estímulo monetario a la actividad, contribuyendo a su vez a los actuales elevados niveles de liquidez internacional. Dichos excesos se han trasladado a las economías emergentes de rápido crecimiento como Colombia, los cuales se han reflejado en un incremento de 28% los flujos de portafolio en lo corrido de 2013. Los excesos de liquidez han presionado a la baja al tipo de cambio, que de mantenerse o ampliarse, podrían compensar el debilitamiento reciente del peso derivado de los menores términos de intercambio y la menor brecha de intereses.

Si bien la Reserva Federal de los Estados Unidos finalizará prontamente su programa de expansión monetaria, el Banco del Japón ampliará su base monetaria en un nivel similar a la expansión otorgada por los Estados Unidos en el QE3. Los excesos de liquidez afectarán principalmente al Asia, con efectos limitados sobre Colombia. No obstante una ampliación mayor a la esperada podría derivar en un fortalecimiento de las monedas de la región y de Colombia. De igual forma introduciría desafíos sobre el control inflacionario, el crecimiento del crédito y el control monetario del BanRep, en donde deberá mantener su mandato de inflación objetivo anclando las expectativas de inflación sin comprometer el curso de la actividad.

### Colombia mantiene un espacio de reacción desde la política fiscal ante choques globales

El mayor riesgo sobre el crecimiento global es la consolidación de una recesión más profunda y duradera en Europa, sin embargo, la probabilidad de este escenario se ha reducido en los meses recientes. El efecto sobre la economía colombiana de este menor dinamismo global dependerá de las actuaciones de la política económica. Asimismo, de la transmisión del choque global a la confianza interna y en las decisiones de gasto en el país.

En materia local, el Banco de la República profundizó su postura expansionista en la última parte del año y en el primer trimestre del 2013, buscando apoyar el crecimiento interno. La actuación de política sin embargo redujo la capacidad del emisor de afianzar su política contracíclica en caso de presentarse un choque global. En efecto, la tasa de intervención del emisor es del 3,25%, menor a la del país en el episodio de Lehman Brothers (10%) con lo cual ante un mayor choque externo, el país podría perder el instrumento monetario y afrontar problemas de "trampa de liquidez".

Al contrario, el espacio de política fiscal luce amplio, lo cual facilitaría al gobierno hacer uso de sus estabilizadores automáticos. El Gobierno logró reducir su déficit fiscal hasta un nivel similar al observado previo al choque de Lehman Brothers en 2008 (-2,3% del PIB en 2012), permitiendo una capacidad de actuación del sector público similar a la que tuvo el país en aquel momento. Esto es, no tendrá espacio para aumentar su gasto público respecto al presupuesto inicial, pero sí lo mantendrá a pesar de los menores recaudos tributarios. De esta forma, al contrario de los episodios en los noventas y los ochentas, el Gobierno no tendrá que recurrir a ajustes fiscales en plena desaceleración económica.

## Impactos de una mayor desaceleración europea en el crecimiento interno

De presentarse un choque global, originado en Europa en el segundo semestre de 2013, la economía colombiana reduciría su tasa de crecimiento de forma acotada. Esto refleja la expectativa de un choque externo de menor intensidad con respecto al de 2008, su reducida probabilidad de ocurrencia y la menor transmisión que éste tendría sobre la confianza interna.

Con respecto a la última afirmación, los episodios de intensa turbulencia externa así lo demuestran. En momentos en que se dieron rescates de algunos países europeos y se tuvo una debilidad productiva en la zona Euro, la confianza de empresarios y consumidores permaneció elevada en el país, conteniendo la corrección en el gasto interno privado.

Por lo tanto, dado que el crecimiento se reduce poco y continúa en terreno positivo, la cuenta corriente puede deteriorarse, siendo más negativa en 2014 que en 2013. Esto es el resultado de la mayor contracción en las exportaciones desde finales de 2013 con respecto a la moderación de la demanda interna. Esta última recibiría el apoyo de la política monetaria y la fiscal, mientras que las primeras enfrentarían una reducción significativa de los términos de intercambio y de la demanda externa por productos no mineros. Como siempre, la devaluación del tipo de cambio flexible, estimada en más de 20% anual en el momento de mayor turbulencia global, limitará la ampliación del déficit de la cuenta corriente, aunque no evitará que en 2014 se desacumulen reservas internacionales por USD 2.231 millones.

## 7. Tablas

Tabla 1

### Previsiones macroeconómicas anuales

	2011	2012	2013	2014
PIB (% a/a)	6,6	4,0	4,1	5,0
Consumo Privado (% a/a)	5,9	4,3	4,3	4,5
Consumo Público (% a/a)	3,6	5,1	5,0	4,8
Inversión Fija (% a/a)	18,7	6,0	6,9	7,7
Inflación (% a/a, fdp)	3,7	2,4	2,6	3,2
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1934	1794	1825	1815
Tasa de Interés (% fdp)	4,75	4,25	3,25	4,25
Balance Fiscal (% PIB)	-2,9	-2,3	-2,5	-2,6
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,8	-3,1	-2,9	-3,0

Fuente: Ministerio de Hacienda, Banco de la República, DANE y BBVA Research

Tabla 2

## Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	Tasa REPO (%, fdp)
T1 11	5,7	3,2	1884,4	3,50
T2 11	6,4	3,2	1782,5	4,25
T3 11	7,9	3,7	1836,2	4,50
T4 11	6,6	3,7	1934,1	4,75
T1 12	5,3	3,4	1766,3	5,25
T2 12	5,0	3,2	1792,6	5,25
T3 12	2,7	3,1	1803,2	4,75
T4 12	3,1	2,4	1793,9	4,25
T1 13	2,3	1,9	1809,9	3,25
T2 13	3,1	1,9	1811,0	3,25
T3 13	5,3	2,1	1820,0	3,25
T4 13	5,5	2,6	1825,0	3,25
T1 14	6,9	3,3	1808,0	3,25
T2 14	5,4	3,2	1803,0	3,75
T3 14	4,6	3,3	1811,0	4,00
T4 14	3,2	3,2	1815,0	4,25

Fuente: DANE, Banco de la República y 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 será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

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 no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus 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](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Colombia:***Economista Jefe de Colombia***Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

**Mauricio Hernández**

mauricio.hernandez@bbva.com

Estudiante en práctica profesional

**María Camila Franco**

mariacamila.franco@bbva.com

**María Claudia Llanes**

maria.llanes@bbva.com

**Julio César Suárez**

julio.suarez@bbva.com

**Lizeth Fernanda Fúquene**

lizethfernanda.fuquene@bbva.com

**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile

**Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**

hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo.lopez@bbva.com

México

**Carlos Serrano**

carlos.serrano@bbva.com

Análisis Macro México

**Carlos Serrano**

carlos.serrano@bbva.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

**Interesados dirigirse a****BBVA Research Colombia**

Carrera 9 No 72-21 Piso 10

Bogotá, Colombia

Tel: 3471600 ext 11448

E-mail: bbvaresearch\_colombia@bbva.com

[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)