

# Situación Colombia

Segundo Trimestre 2011  
Análisis Económico

- **La economía global continúa creciendo con fuerza**, impulsada por las economías emergentes. Los precios del petróleo seguirán en niveles elevados en 2011, aunque el efecto sobre el crecimiento global podrá absorberse.
- **Desempeño de la economía en 2010 e indicadores líderes nos permiten mantener nuestras proyecciones** de crecimiento de 5,0% y 5,5% para 2011 y 2012.
- **El Banco Central mantendrá el proceso gradual de incrementos de la tasa de referencia durante 2011 y 2012**, para lograr un control oportuno de las expectativas inflacionarias en un contexto de dinamismo de la actividad.
- **Existe el riesgo de que el consumo no desacelere tan rápido como anticipamos**, lo que llevaría a un endurecimiento adicional de la política monetaria para frenar las presiones inflacionarias.
- **Un mayor riesgo político en Medio Oriente**, que provoque alzas en el precio del petróleo, provocaría un mayor impulso de crecimiento en Colombia en el corto plazo, pero las mayores presiones inflacionarias obligarían a un ajuste macroeconómico más fuerte, con un mayor impacto en el tipo de cambio.

## Índice

|                                                                                                                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. Recuperación, shocks globales y vulnerabilidades .....                                                                                                   | 3  |
| 2. La actividad económica mantiene dinamismo gracias<br>a la demanda interna .....                                                                          | 5  |
| 3. Retiro gradual del estímulo monetario continuará en<br>2011 y 2012 en un escenario de fortaleza del peso .....                                           | 8  |
| 4. Balance de riesgos: un mayor crecimiento de la economía<br>colombiana aumentaría las presiones inflacionarias<br>y anticiparía el ajuste monetario ..... | 11 |
| 5. Tablas.....                                                                                                                                              | 12 |

Fecha de cierre: 12 de mayo de 2011

## 1. Recuperación, shocks globales y vulnerabilidades

### **La economía global continuará creciendo con fuerza, aunque los riesgos están sesgados a la baja**

La economía global continúa creciendo a un ritmo robusto, y se mantiene la previsión de crecimiento de un 4,4% tanto en 2011 como en 2012, con el apoyo principalmente de las economías emergentes (Gráfico 1). No obstante, la amenaza de los altos precios de las materias primas (especialmente el petróleo) aumenta la incertidumbre e introduce un riesgo para el crecimiento y la inflación en la mayoría de regiones, incluso en algunas economías que pueden beneficiarse directamente de los altos precios de exportación de las materias primas. Al mismo tiempo, a medida que se desarrolla este shock global, los riesgos locales identificados en la anterior edición del Situación Global continúan más o menos sin variación. Es probable que la tensión financiera en Europa continúe, especialmente en el caso de Grecia, Portugal e Irlanda. La confusión política acerca de las propuestas para comenzar finalmente el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. añadirá incertidumbre en los mercados, incluso aunque pensamos que al final se producirá cierta forma de ajuste fiscal. Finalmente, las presiones de recalentamiento en los mercados emergentes continúan, aunque en el futuro serán probablemente una preocupación mayor para Sudamérica por el impulso adicional derivado de los mayores precios de las materias primas.

### **Los altos precios del petróleo y de otras materias primas representan un riesgo global aunque deberían absorberse fácilmente sin afectar demasiado al crecimiento mundial**

El principal riesgo de carácter global está relacionado con el aumento en los precios del petróleo, provocado desde comienzos de año por la inestabilidad política en Oriente Medio y África del Norte (MENA). Aunque la incertidumbre es alta y las protestas en la región siguen sin resolverse, en nuestra opinión, no se producirá un efecto contagio hasta el punto de interrumpir la producción de petróleo en otros productores de petróleo importantes aparte de Libia. Por tanto, la prima de riesgo geopolítico incorporada en los precios del petróleo se reducirá lenta pero gradualmente, dada la amplia capacidad de producción excedente de la OPEP y los inventarios de la OCDE, ambos por encima de sus medias de los últimos años. No obstante, los precios del petróleo seguirán en niveles altos de aproximadamente 110-120 dólares por barril durante la mayor parte de 2011, para bajar lentamente a alrededor de 100 dólares en 2012.

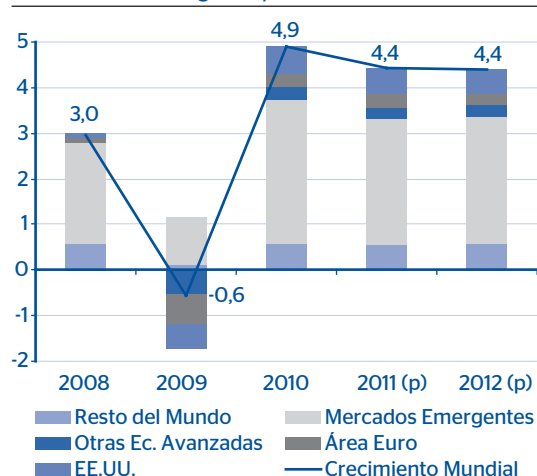
En este contexto, en el que el precio de otras materias primas, como los alimentos y los metales, también ha aumentado, las principales regiones afectadas (de forma negativa) serán los países desarrollados (EEUU, Europa y Japón) y la mayor parte de Asia emergente, que son los principales importadores de materias primas. Por otra parte, los principales beneficiarios de la mejora de las condiciones comerciales serán Oriente Medio y Latinoamérica, que reciclarán parte de estos ingresos extraordinarios. No obstante, un shock de esta magnitud se absorberá por la economía global sin afectar significativamente a la actividad económica. Esto, junto con unos datos de crecimiento relativamente fuertes en el primer trimestre de 2011, justifica el mantenimiento de la previsión de crecimiento relativamente inalterada en la mayoría de áreas, en comparación con nuestro informe Situación Global de febrero. La principal excepción es México y Sudamérica, donde los fuertes datos en los primeros tres meses de 2011 y los mejores términos de intercambio implican una revisión moderada al alza de nuestras previsiones de crecimiento para 2011. Por su parte, Europa continuará creciendo en mayor grado en los países centrales más que en la periferia, mientras que los riesgos para la previsión de crecimiento estadounidense cambian desde un sesgo al alza hace tres meses hacia un sesgo más equilibrado, o incluso a la baja, por los mayores precios del petróleo y el bache temporal del crecimiento en el primer trimestre.

### **Los altos precios del petróleo impulsarán la inflación general, adelantando los aumentos previstos de los tipos de interés por parte de los bancos centrales en la mayoría de áreas**

El efecto principal del shock del petróleo se sentirá en los precios. La mayor inflación en la mayoría de economías en 2011 y 2012 hará que las autoridades monetarias adelanten, y en algunos casos, adopten una senda de subidas de tipos de interés más agresiva (Gráfico 2).

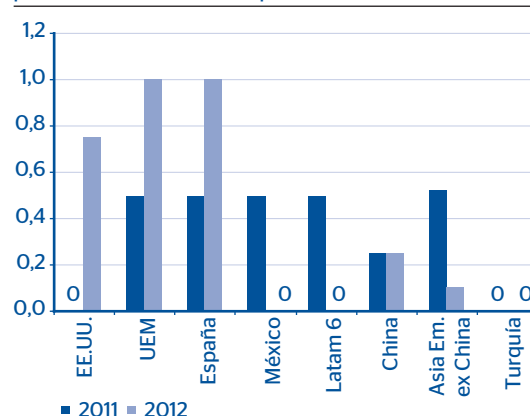
No obstante, sigue existiendo una amplia heterogeneidad en los enfoques de los bancos centrales frente a los riesgos derivados de los altos precios del petróleo y de otras materias primas. En particular, en EE.UU. y la zona euro, los bancos centrales están cambiando –en grados diferentes– su enfoque, desde el apoyo al crecimiento o la prevención de un escenario de riesgo de crecimiento muy bajo y deflación hacia el mantenimiento de las expectativas de inflación bajo control, particularmente considerando que la posición de política monetaria es aún muy acomodaticia. Como consecuencia, nuestra previsión adopta un sesgo hacia una mayor probabilidad de subidas anticipadas. El momento en que se producirá el primer aumento depende de la necesidad percibida de reaccionar ante los riesgos potenciales de los efectos de la segunda ronda. El enfoque alcista del BCE consiste en evitar cualquier riesgo mediante la adopción de una actitud preventiva (y de ahí su primera subida en abril), y no parece dispuesto a considerar que el aumento actual de la inflación esté relacionado con un aumento temporal del precio del petróleo. Por otra parte, la Fed, más centrada en la falta de sostenibilidad de la recuperación, prefiere esperar y actuar sólo si los riesgos se materializan. Entre estos dos enfoques, las economías emergentes parecen abiertas a subidas más adelantadas y rápidas, si fuera necesario, aunque con el objetivo también de no fomentar en exceso las entradas de capitales y la apreciación del tipo de cambio.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB global y contribuciones



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2  
Cambios en los tipos de interés oficiales  
previstos a final de año respecto a febrero de 2011



Fuente: BBVA Research

### Las tensiones financieras en los países europeos periféricos seguirán siendo elevadas dada la falta de medidas contundentes para afrontar las preocupaciones sobre la solvencia fiscal

En Europa, los acuerdos alcanzados durante las cumbres de marzo son útiles a medio plazo, tanto en términos de reformas económicas como para ayudar a prevenir crisis futuras. Además, los cambios introducidos en el EFSF/ESM son positivos para afrontar las preocupaciones sobre la liquidez. No obstante, las tensiones financieras en los tres países periféricos con apoyo internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) continuarán siempre que persistan las dudas acerca de la solvencia de algunos países y, por tanto, el riesgo de reestructuraciones de deuda que incluyan a los inversores privados. Estas dudas persistentes continuarán perjudicando la financiación de estas economías y sosteniendo altos diferenciales soberanos, lo que podría extenderse a otros países, incluso a aquellos con altas credenciales de solvencia. Por tanto, un enfoque exhaustivo hacia la resolución de la deuda en caso de insolvencia es necesario de forma urgente, pero debe considerar que la aplicación de una dura reestructuración de deuda que incluya recortes para los inversores privados conlleva un riesgo de contagio muy alto para el resto de Europa, de modo que deberá diseñarse con cuidado.

Por su parte, España ha sido capaz de diferenciarse frente a estos tres países periféricos, dados los avances en la consolidación fiscal y las reformas económica, incluyendo, en particular, aquellas dirigidas al sector financiero y al mercado laboral. No obstante, el mantenimiento de ese desacoplamiento y una reducción significativa en los diferenciales soberanos dependerán fundamentalmente de la finalización satisfactoria de la recapitalización del sistema financiero

-con una entrada inmediata del capital privado-, del cumplimiento continuado de los objetivos de consolidación fiscal -incluyendo a los gobiernos regionales- y de continuar avanzando en las reformas, especialmente en el mercado laboral

### **En EE.UU., es probable que se logre la consolidación fiscal, aunque después de un periodo prolongado de intensa negociación política**

En EE.UU., el proceso político para alcanzar una senda sostenible para la deuda pública implica negociaciones difíciles entre dos enfoques contrarios para reducir el déficit. Al final, la consolidación fiscal deberá ser consecuencia de una reducción de gastos sociales o unos mayores ingresos fiscales. En nuestra opinión, ambas partes alcanzarán un acuerdo que generará un menor déficit y un cambio sostenible para la deuda, aunque las acaloradas negociaciones políticas hasta que se alcance el acuerdo añadirán más incertidumbre en los mercados, especialmente teniendo en cuenta que la discusión sobre el techo de deuda aporta oportunidades para endurecer las negociaciones.

### **El riesgo de recalentamiento persiste en las economías emergentes, aunque en el futuro, puede agravarse en Sudamérica, dado el impulso adicional derivado de un incremento de precio de las materias primas**

Las economías emergentes continúan mostrando riesgos de recalentamiento, aunque con una marcada heterogeneidad. Algunos países están comenzando a afrontar estos riesgos mediante una política monetaria más restrictiva y, en algunos casos, también con endurecimiento fiscal, por ejemplo, en los importantes casos de China y Brasil. Creemos que los riesgos de recalentamiento son manejables, pero, en el futuro, pasarán a ser más pronunciados en Sudamérica, en la medida que un aumento en el precio de las materias primas representa un impulso adicional para Sudamérica pero induciría cierta ralentización en Asia emergente. Además, la posibilidad de que el efecto del terremoto en Japón sobre la actividad en ese país sea mayor a la esperada abre un escenario en el que se podría ralentizar más la actividad económica en la mayor parte de Asia, dados los amplios vínculos comerciales y las cadenas de producción integradas internacionalmente. Además, los superávits por cuenta corriente en gran parte de Asia son una protección mucho mayor para los países en la región, en comparación con Sudamérica.

## **2. La actividad económica mantiene dinamismo gracias a la demanda interna**

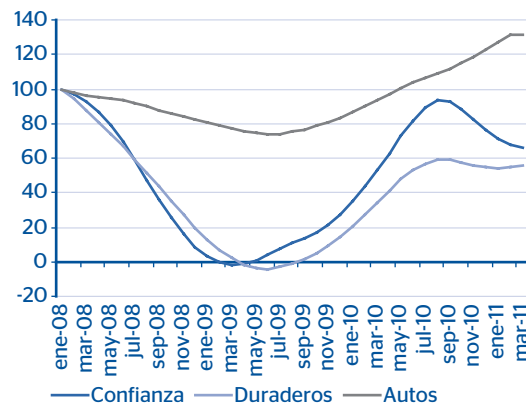
Durante lo corrido de 2011, así como en 2010, el crecimiento económico estuvo liderado por el comportamiento de la demanda interna. En particular, el consumo de los hogares ha sido impulsado por el dinamismo de los bienes durables y el fuerte incremento de las ventas de automóviles -las cuales al 1T11 presentaron una variación de 58% a/a-, al tiempo que se evidencia un mejor desempeño en los rubros con mayor peso en la canasta de consumo como servicios y turismo. Adicionalmente, los consumidores han aumentado su disposición para gastar ante las mejores condiciones del mercado laboral, en donde se ha presentado un moderado repunte en el empleo asalariado y una continua reducción en la tasa de desempleo, y el efecto de las bajas tasas de interés sobre la carga financiera de los hogares.

### **Indicadores líderes de inversión anticipan un buen desempeño en 2011**

Asimismo, el incremento sostenido en el uso de la capacidad instalada que viene experimentando la economía desde finales de 2009, hasta niveles cercanos a su promedio histórico, viene jalonando el gasto en bienes de capital, el cual continúa en niveles históricamente altos de acuerdo con los datos recientes de las importaciones de bienes de capital y crédito comercial, los cuales crecieron en febrero a tasas interanuales de 32,4% y 22,2%, respectivamente. Finalmente, la inversión en edificaciones aceleró su recuperación en el 2S10, consolidando su crecimiento en la primera parte de este año basada en un fuerte incremento en la construcción de vivienda de interés social y a la recuperación del dinamismo de la vivienda de mayor valor.

Gráfico 3

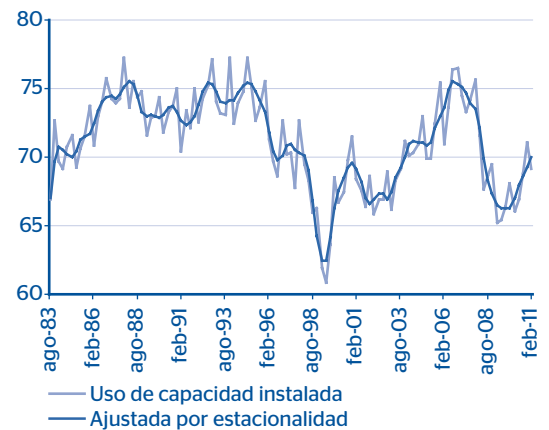
**Indicadores de consumo: confianza, compra de bienes durables y venta de automóviles (Series ajustadas por estacionalidad)**



Fuente: Fedesarrollo, Econometría Ltda y BBVA Research

Gráfico 4

**Utilización de la capacidad instalada**



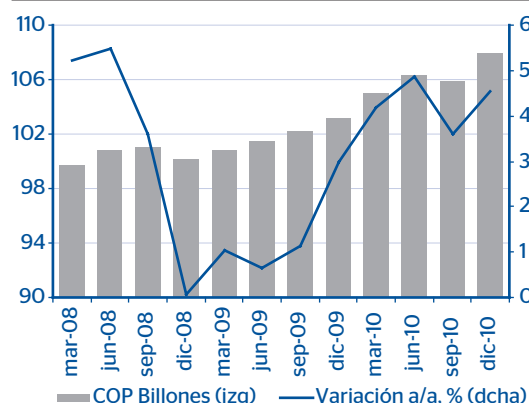
Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

### La producción industrial mantiene dinamismo pero aún tiene espacio para crecer

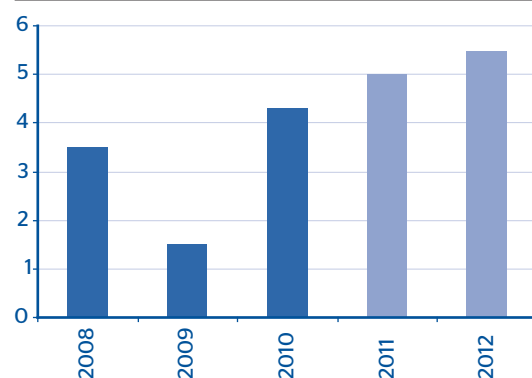
Los datos sectoriales de la primera parte de 2011 también confirman la tendencia positiva de la economía. La producción industrial a febrero creció cerca de 4,0% a/a ae (ajustado por estacionalidad), impulsada por el mejor comportamiento de las exportaciones manufactureras hacia nuevos destinos en Centroamérica, Brasil, Chile y Perú, lo cual coincidió con un balance más positivo en la confianza empresarial del sector. Igualmente, las ventas minoristas presentaron una expansión de 13,0% a/a ae, confirmando las expectativas de los consumidores y comerciantes que se mantienen en niveles máximos al inicio de 2011. Esto se correspondió, además, con un aumento del recaudo tributario de 11,2% a/a durante el 1T11, explicado por el mayor pago de impuestos por concepto de aduanas, principalmente.

### Colombia crecería cerca del 5% en 2011 y 5,5% en 2012

En línea con estos indicadores para lo corrido de 2011 y el cierre de 2010, BBVA Research mantiene su perspectiva de crecimiento para 2011 y 2012 en 5,0% y 5,5%, respectivamente. La inversión en construcción será decisiva para el logro de este resultado, tanto en edificaciones como en obras civiles, ésta última impulsada por la inversión en hidrocarburos y minería, el plan de reconstrucción de la infraestructura afectada por el invierno y por el mayor gasto esperado en el último año de los Gobiernos regionales y locales. Respecto a la inversión en hidrocarburos y minería se espera que esta siga impulsada por la inversión extranjera directa. Adicionalmente, se espera una continuidad en la recuperación de las exportaciones industriales basada en una mayor penetración en los mercados de LatAm y el incremento paulatino en la demanda global.

Gráfico 5  
Producto interno bruto

Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 6  
Crecimiento del PIB (a/a, %)

Fuente: DANE y BBVA Research

En esta línea, nos mantenemos optimistas acerca de una mejora en el desempeño industrial en los próximos meses de tal forma que los positivos indicadores adelantados de inversión y consumo de energía, entre otros, realmente se reflejen en los datos del sector. La industria representa el 13% del PIB y no ha logrado retomar el dinamismo que observamos unos años atrás con el efecto que esto tiene sobre el empleo y los encadenamientos sectoriales.

Una recuperación del dinamismo en la industria y por tanto de la inversión relacionada con este sector permitirán un mejor desempeño de la economía colombiana en 2012 frente a lo que prevemos para 2011. El consumo de bienes no durables y servicios también aportarán a ese mejor desempeño.

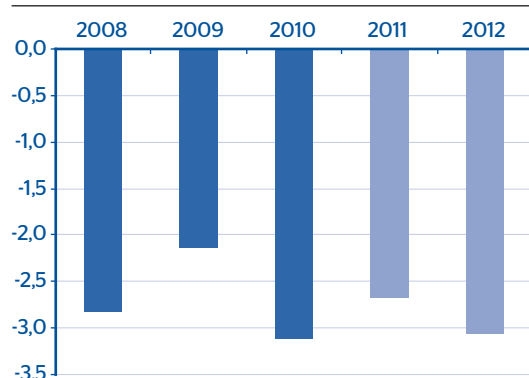
### Desequilibrio externo financiado holgadamente por inversión extranjera

Los elevados precios internacionales esperados para los productos básicos exportados por Colombia, en particular el petróleo, permitirán que la economía mantenga un superávit comercial durante los próximos años a pesar de la mayor demanda por importaciones resultante de la fortaleza de la demanda interna. Sin embargo, se espera un ligero incremento en el déficit en la cuenta corriente en el mediano plazo en la medida que algunos productores de petróleo, diferentes a Ecopetrol, ganen participación en las exportaciones del país y aumenten el monto de los envíos de dividendos al exterior, así como otras empresas del sector real de capital extranjero que vayan consolidando su desempeño en Colombia. De esta forma el déficit en cuenta corriente se mantendría en niveles cercanos al 3% del PIB en 2011 y 2012.

Estos niveles de déficit en cuenta corriente serán financiados con holgura por los flujos esperados de inversión extranjera directa que mantendrán su dinamismo durante lo que resta de 2011 y en el mediano plazo y un aumento de los flujos de endeudamiento externo privado, como se ha observado recientemente. En esa línea, consideramos que el país seguirá recibiendo recursos de inversión extranjera directa dirigidos principalmente al sector de petróleos y minería gracias a los precios internacionales de los mismos y a las mejores condiciones para la exploración local. Más aún vemos con optimismo que durante estos años se puede dar una reactivación de la llegada de este tipo de recursos a inversiones en el sector de comercio minorista, turismo y construcción.

Gráfico 7

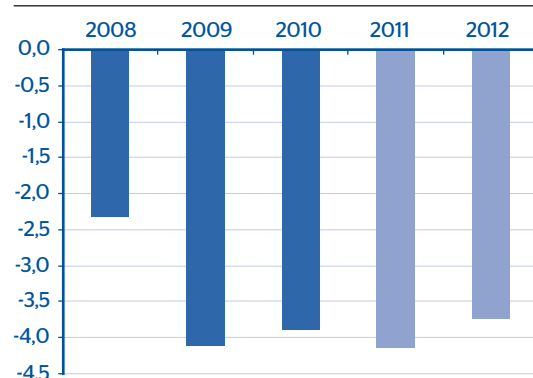
Déficit en cuenta corriente (% de PIB)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 8

Déficit fiscal del GNC (% de PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

### Desastres de la ola invernal le imponen retos a las cuentas fiscales

Los desastres de la ola invernal y sus efectos sobre la población y la infraestructura seguirán imponiéndole retos a las cuentas fiscales durante este y el año siguiente. Para 2011, el mayor gasto esperado por la ola invernal de finales de 2010 será compensado por el aumento en el recaudo que se dará como consecuencia de los cambios en los impuestos al patrimonio y a las transacciones financieras y a una actividad económica más dinámica de la inicialmente prevista por el ejecutivo, entre otros. En efecto, ya se ha materializado el mayor recaudo con el sobre-cumplimiento de la meta a marzo (104,8%). Sin embargo, aún es pronto para estimar el gasto esperado adicional por los efectos de la ola invernal de marzo y abril de 2011 y los esperados para el resto del segundo trimestre. En esa línea, mantenemos nuestra proyección de déficit del Gobierno Nacional Central equivalente al 4,1% del PIB para 2011.

Se espera que este nivel de déficit fiscal comience a ceder en los próximos años de tal forma que se ajuste gradualmente a las condiciones de la regla fiscal en proceso de aprobación en el Congreso Colombiano en la actualidad. Mejora que se sustentaría en una consolidación de un mayor recaudo tributario y en la disminución de algunos rubros de gasto estructural, así como en la disminución coyuntural de las presiones por la catástrofe invernal. Con una mirada de mediano plazo, para que se de el ajuste fiscal es importante que las grandes reformas relacionadas con este tema, la regla fiscal y la reforma a las regalías, sean aprobadas con celeridad y además se consoliden en propuestas concretas los anuncios que han hecho miembros del ejecutivo sobre las reformas al sistema tributario y pensional.

Las perspectivas favorables de estos ajustes y reformas así como el desempeño reciente del país llevó a Standard and Poor's a mejorar la calificación de la deuda soberana del país hasta una nota de grado de inversión (BBB-) y se espera que en el muy corto plazo por lo menos una segunda calificadora replique esta decisión.

### 3. Retiro gradual del estímulo monetario continuará en 2011 y 2012 en un escenario de fortaleza del peso

Pese al fuerte repunte de la inflación a comienzos del año debido a los efectos de la ola invernal, en los meses siguientes se ha observado una moderación en las presiones inflacionarias, de tal modo que la variación del IPC entre diciembre y marzo se ubicó en 1,79%, muy cerca de la inflación registrada en el mismo periodo de 2010 (1,77%). Este comportamiento favorable de la inflación fue el resultado de correcciones temporales en los precios de los alimentos, debido a una mejora transitoria en las condiciones climáticas, así como de presiones acotadas por el lado de la demanda, lo cual permitió observar una relativa estabilidad en la inflación básica.



Pese a este resultado menor al previsto, consideramos que el escenario de inflación para el resto del año presenta importantes riesgos al alza. En este periodo la inflación estará impulsada por los efectos de las elevadas cotizaciones internacionales de productos básicos, incluyendo los alimentos y los combustibles, los cuales serán compensados sólo parcialmente por la apreciación cambiaria. Asimismo, el dinamismo de la demanda interna ejercerá mayores presiones, especialmente ante el cierre de la brecha del producto previsto para el segundo semestre de 2011. Sumado a lo anterior, no son descartables presiones adicionales sobre los precios de los alimentos debido a los daños ocasionados por la temporada invernal, situación que podría durar hasta mediados de junio según los recientes pronósticos del clima.

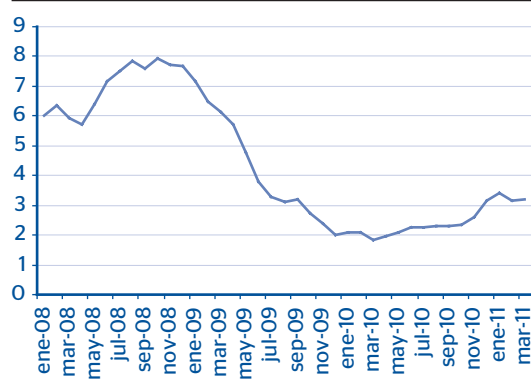
En este escenario, consideramos que la inflación alcanzará una tasa de 3,5% al cierre de 2011. Esta proyección incorpora una leve revisión positiva de 0,1pp con respecto a la previsión anterior, debido al menor dato del IPC en el primer trimestre que se compensa con incrementos más fuertes en precios de los combustibles. Cabe notar que la trayectoria de la inflación estará afectada por la base de comparación, la cual determinará una aceleración de la inflación en el tercer trimestre, dado un desempeño favorable de los precios durante este mismo periodo del año anterior, y una moderación al cierre 2011, debido al choque climático a finales de 2010.

### Banco Central mantendrá el retiro gradual del estímulo monetario para evitar incrementos acentuados posteriormente

En este contexto, prevemos que los incrementos graduales en la tasa de interés de referencia continuarán en los próximos meses, en línea con el inicio del ciclo de alzas de la tasa de referencia desde febrero, el cual se presentó como respuesta al rápido incremento de la inflación (al pasar de 2,3% a/a en octubre de 2010 a 3,4% a/a en enero de 2011), la consecuente desviación en ese momento de las expectativas inflacionarias de corto y largo plazo con respecto a la meta, y las perspectivas de cierre de la brecha del producto en el segundo semestre de 2011.

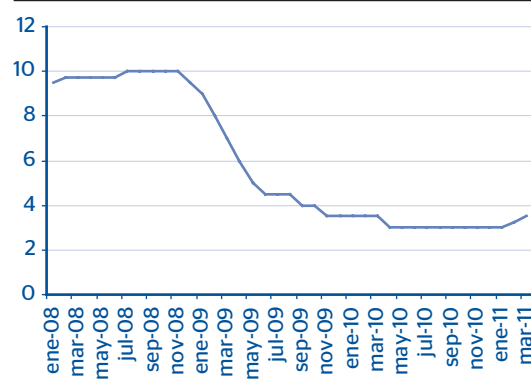
Consideramos que la continuidad en el proceso de incrementos de tasa de referencia será necesaria en la medida que los datos de actividad reciente sugieren un balance de riesgos sesgado hacia un mayor crecimiento de la demanda doméstica más que hacia una debilidad en las fuentes de crecimiento. Asimismo, el movimiento de tasas seguirá favoreciendo el control oportuno de las expectativas inflacionarias, reduciendo la probabilidad de ajustes más acentuados posteriormente, en caso de presentarse un mayor deterioro en la inflación. No obstante, consideramos que el nivel de la tasa de referencia se mantendrá por debajo del nivel de equilibrio durante 2011 (alrededor del 6% nominal), de modo que seguirá apoyando el crecimiento económico en un entorno que aún presenta vulnerabilidades, como el bajo crecimiento de las exportaciones no tradicionales, la lenta recuperación de la industria y las debilidades aún presentes en el entorno externo.

Gráfico 9  
Tasa de inflación (a/a, %)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 10  
Tasa de interés de intervención (E.A., %)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

## Las presiones a la apreciación del peso continuarán impulsadas por la amplia liquidez internacional y los elevados precios de los productos básicos

Como en otros países de la región, Colombia enfrenta los retos asociados a la mayor afluencia de capital extranjero, incentivada por el diferencial de rendimientos con relación a los países desarrollados, el aumento de la liquidez internacional y el incremento en los precios internacionales de las materias primas, lo cual ha favorecido las inversiones directas en los países productores. En lo corrido del año, las cifras de la balanza cambiaria revelan que los mayores flujos de capitales se han concentrado en inversión extranjera directa y endeudamiento externo. Consideramos que pese a los compromisos del Gobierno por evitar la monetización de recursos durante 2011, las presiones sobre la apreciación se mantendrán a lo largo del año. Esto impone un reto a las autoridades económicas que deberán, de una parte, contrarrestar las presiones sobre el tipo de cambio para evitar efectos fuertes sobre los sectores transables y, de otra, mantener controladas las expectativas inflacionarias para garantizar un crecimiento ordenado de la economía.

## Contexto de mayores presiones inflacionarias y apreciación cambiaria será enfrentado mediante estrategias coordinadas entre el Gobierno y el Banco Central

Para contrarrestar las presiones sobre el tipo de cambio, el Banco de la República acumuló cerca de US\$3.000 millones entre el 15 de septiembre de 2010 y el 29 de abril de 2011, una estrategia moderada si se le compara con las intervenciones realizadas en otras economías. Durante la mayor parte de este periodo, la moneda resistió efectivamente la tendencia revaluacionista impulsada por factores locales y externos, lo cual estuvo influenciado adicionalmente por la reducida liquidez en moneda extranjera de los intermediarios cambiarios. Sin embargo, en las últimas semanas, en medio de la mayor demanda de divisas para el pago de impuestos, y en un contexto de fuerte aumento en los flujos de capitales, el tipo de cambio ha retomado la tendencia a la apreciación.

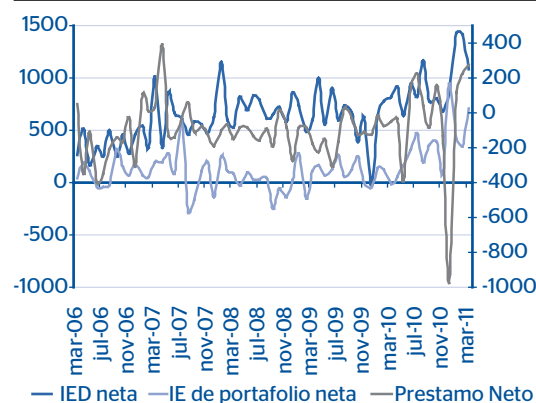
En este periodo el Gobierno ha venido apoyando la intervención a través de la acumulación de depósitos en el Banco Central, que alcanzó máximos históricos a finales de abril (alrededor de \$18 billones) después del primer pago de impuestos de grandes contribuyentes. No obstante, estos depósitos se verán reducidos a mediados de mayo por el elevado monto de vencimientos de títulos de deuda pública (TES) previsto para esa época (cerca de \$10 billones entre amortizaciones e intereses), lo cual implicará una ampliación de la liquidez del sistema financiero, imponiendo la necesidad de considerar mecanismos alternativos de esterilización cambiaria.

Gráfico 11  
Tipo de cambio (COP/USD)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 12  
Flujos de capital balanza cambiaria



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

En esta línea y en un ejercicio de coordinación macroeconómica, el Gobierno anunció a finales de abril la acumulación de dólares hasta por US\$1.200 millones en un fondo en el exterior para el pago de obligaciones externas a comienzos de 2012 y la disposición a evitar la monetización de recursos del exterior en lo que resta de 2011. Sin embargo, en un escenario de continuidad de la afluencia de capitales y de fortalecimiento adicional del peso, no es descartable que el Banco de

la República decida extender el programa de acumulación de reservas más allá de mediados de junio, como está previsto actualmente. Adelantándose a esta posibilidad, el Gobierno anunció la creación de un nuevo mecanismo para el control monetario consistente en emisiones de títulos por parte del Ministerio de Hacienda que podrán ser utilizados por el Banco de la República para operaciones de contracción, figura que evita una competencia en la oferta de títulos entre el banco central y el Ministerio de Hacienda. Se espera que en las siguientes semanas se anuncien los detalles de la operación de este mecanismo, tales como los plazos de las emisiones y las tasas a las cuales serán remunerados los recursos provenientes de dichas operaciones.

Por último, cabe anotar que en el caso de una eventual aceleración de la entrada de capitales y sostenida apreciación del peso por debajo de niveles coherentes con sus fundamentales, no descartamos la implementación de controles de capital como una medida prudencial para evitar posibles desequilibrios en el sistema financiero, tales como la generación de burbujas en los precios de los activos y un crecimiento acelerado del crédito.

En síntesis, nuestra previsión considera un escenario con aumento en las presiones inflacionarias durante 2011 y un proceso de ajuste gradual de la tasa de intervención (a 4,5% en junio y estable hasta el final del año) que lograría anclar las expectativas y mantener la inflación en línea con la meta. El incremento de la tasa de intervención se dará en un escenario de mayores entradas de capitales y un mayor fortalecimiento del peso (apreciación del 4% en 2011), factores que serían moderados por la prolongación de la estrategia de acumulación de reservas, probablemente acompañada de medidas de esterilización en la segunda parte del año. Finalmente, consideramos que las autoridades económicas recurrirían a posibles limitaciones a los flujos de capitales como último recurso y sólo bajo circunstancias excepcionales, lo cual es coherente con la política cambiaria seguida por las autoridades económicas en el último año.

## 4. Balance de riesgos: un mayor crecimiento de la economía colombiana aumentaría las presiones inflacionarias y anticiparía el ajuste monetario

Consideramos que esta necesidad de aumento anticipado de la tasa de referencia por parte del Banco Central es un riesgo latente para la economía colombiana en el contexto de un mejor desempeño de la misma inducido por factores locales. En efecto, consideramos que existe la probabilidad no descartable de una continuación del ciclo expansivo del consumo que hemos observado desde finales de 2010 pero combinada con una mejora mayor a la esperada en la inversión de bienes de capital.

Así mismo, existe la posibilidad de un aumento en la inversión pública por una ejecución mayor de la esperada durante el segundo semestre de 2011 y el primero de 2012 del plan de inversiones para la reconstrucción de los desastres causados por la ola invernal.

Con esto las presiones de demanda aumentarán más rápidamente, el cierre de la brecha se anticiparía y ante un aumento de las expectativas de inflación, el Banco Central incrementaría la tasa de referencia anticipadamente y a un ritmo mayor, hasta alcanzar la tasa de equilibrio a finales de 2011. En este escenario el comportamiento de la cartera de consumo y comercial, el aumento en los niveles de endeudamiento y el precio de la vivienda serán las variables que darán las señales a la autoridad monetaria para calibrar su reacción de política.

### **También existe el riesgo de una intensificación del conflicto en Oriente Medio que aumente el precio del petróleo y disminuya la dinámica de recuperación mundial**

A nivel internacional, la economía mundial sigue atenta al riesgo de un empeoramiento de la inestabilidad política en el Oriente Medio. Las protestas y conflictos en la región se han mantenido relativamente acotados hasta el momento pero no se puede descartar que en los próximos meses aumente el contagio y nuevos países se vean afectados por esta situación, provocando nuevas alzas en el precio del petróleo a niveles de USD 150/barril en lo que resta de 2011 y 2012. En nuestro análisis global le damos a este escenario de riesgo una probabilidad baja pero no descartable que en el caso de ocurrir tendría efectos sobre variables financieras y reales a nivel global.

Estos aumentos de precios afectarían el crecimiento de los países desarrollados y emergentes no exportadores de petróleo, disminuyendo la demanda agregada y frenando la recuperación observada durante 2010 y comienzos de 2011. Esta desaceleración se daría en un escenario de aumento de los precios internos e impondría un dilema a las autoridades monetarias para intentar contener la inflación en un escenario de desaceleración.

### Pero en Colombia el efecto sería el inverso, aumentando el crecimiento y las presiones inflacionarias

América Latina no estaría ajena a la situación y experimentaría una desaceleración en su crecimiento y un aumento de las presiones inflacionarias. Sin embargo, exportadores de petróleo como Venezuela y Colombia se verían beneficiados por un choque positivo. En el caso de Colombia, el producto interno bruto podría crecer en promedio por encima del 6% en 2011-2012, incluyendo el efecto sobre las exportaciones no tradicionales de un peor desempeño de nuestros socios comerciales. Sin embargo, la presión sobre la inflación local se intensificaría tanto por el aumento de los precios de los combustibles como de mayores presiones de demanda. Condición que obligaría al Banco Central a realizar un retiro menos gradual del estímulo monetario y llevar la tasa de intervención a su nivel natural anticipadamente en 2011.

## 5. Tablas

Tabla 1

### Previsiones macroeconómicas anuales

|                                    | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------------------------|------|------|------|
| PBI (% a/a)                        | 4,3  | 5,0  | 5,5  |
| Inflación (% a/a, promedio)        | 2,3  | 3,5  | 3,7  |
| Tipo de cambio (vs. USD, promedio) | 1899 | 1819 | 1800 |
| Tasas de interés (% , promedio)    | 3,1  | 4,2  | 5,3  |
| Consumo Privado (% a/a)            | 4,3  | 5,0  | 5,5  |
| Consumo Público (% a/a)            | 4,7  | 5,1  | 2,9  |
| Inversión (% a/a)                  | 7,1  | 13,4 | 8,7  |
| Resultado Fiscal (% PIB)           | -3,9 | -4,1 | -3,7 |
| Cuenta Corriente (% PIB)           | -3,1 | -2,7 | -3,1 |

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

Tabla 2

### Previsiones macroeconómicas trimestrales

|       | PBI<br>(% a/a) | Inflación<br>(% a/a, promedio) | Tipo de cambio<br>(vs. USD, promedio) | Tasa de Interés<br>(% , promedio) |
|-------|----------------|--------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------|
| T1 10 | 4,2            | 2,0                            | 1947                                  | 3,50                              |
| T2 10 | 4,9            | 2,1                            | 1950                                  | 3,00                              |
| T3 10 | 3,6            | 2,3                            | 1833                                  | 3,00                              |
| T4 10 | 4,6            | 2,7                            | 1866                                  | 3,00                              |
| T1 11 | 4,8            | 3,3                            | 1878                                  | 3,50                              |
| T2 11 | 4,7            | 3,4                            | 1787                                  | 4,25                              |
| T3 11 | 5,7            | 3,6                            | 1796                                  | 4,50                              |
| T4 11 | 5,0            | 3,8                            | 1815                                  | 4,50                              |
| T1 12 | 4,8            | 3,6                            | 1783                                  | 5,00                              |
| T2 12 | 6,1            | 3,7                            | 1790                                  | 5,25                              |
| T3 12 | 4,9            | 3,7                            | 1805                                  | 5,50                              |
| T4 12 | 6,1            | 3,6                            | 1822                                  | 5,50                              |

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***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

*Estudiantes en práctica profesional:***Nathalia Giraldo**

nathalia.giraldo@bbva.com.co

**Viviana Marulanda**

viviana.marulanda@bbva.com.co

**Jose Felipe Rodríguez**

josefelipe.rodriguez@bbva.com.co

---

**BBVA Research**

---

*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:**Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

santiago.fernandez.delis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@grupobbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@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

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

**Daxue Wang**

daxue.wang@bbva.com.hk

India

**Sumedh Deorukhkar**

deorukhkar@grupobbva.com

Sudamérica

**Joaquín Vial**

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbvafrances.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

*Escenarios Económicos y Financieros :*

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

scastillo@grupobbva.com

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@grupobbva.com

*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

**Javier Serna**

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriguez@grupobbva.com

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

Carrera 9 No 72-21 Piso 10

Bogotá, Colombia

Tel: 3471600 ext 1408

E-mail: researchcolombia@bbva.com.co

Situación Colombia está disponible en inglés