

Proyecciones económicas 2013-2014: No tan rápido!

Octubre 2013

Andrés Pardo Amézquita
Gerente Investigaciones Económicas
+57-1-353 8787 ext. 6165
andres.pardo@corficolombiana.com



1. Contexto internacional

2. Actividad económica local
3. Inflación y política monetaria
4. Tasa de cambio

Los países industrializados liderarán el repunte del crecimiento económico global en 2014, a pesar de que la actividad seguirá siendo débil. Las economías emergentes también contribuirán al repunte, pero de forma más moderada.

Pronósticos PIB 2013-2014 realizados por el FMI en oct-2013 (variación anual, %)

Región	2012	2013p	2014p
Mundo	3.2	2.9	3.6
Economías desarrolladas	1.5	1.2	2.0
Estados Unidos	2.8	1.6	2.6
Zona Euro	-0.6	-0.4	1.0
Japón	2.0	2.0	1.2
Economías emergentes y en desarrollo	4.9	4.5	5.1
Asia Emergente	6.4	6.3	6.5
China	7.7	7.6	7.3
India	3.2	3.8	5.1
América Latina	2.9	2.7	3.1
Brasil	0.9	2.5	2.5
México	3.6	1.2	3.0

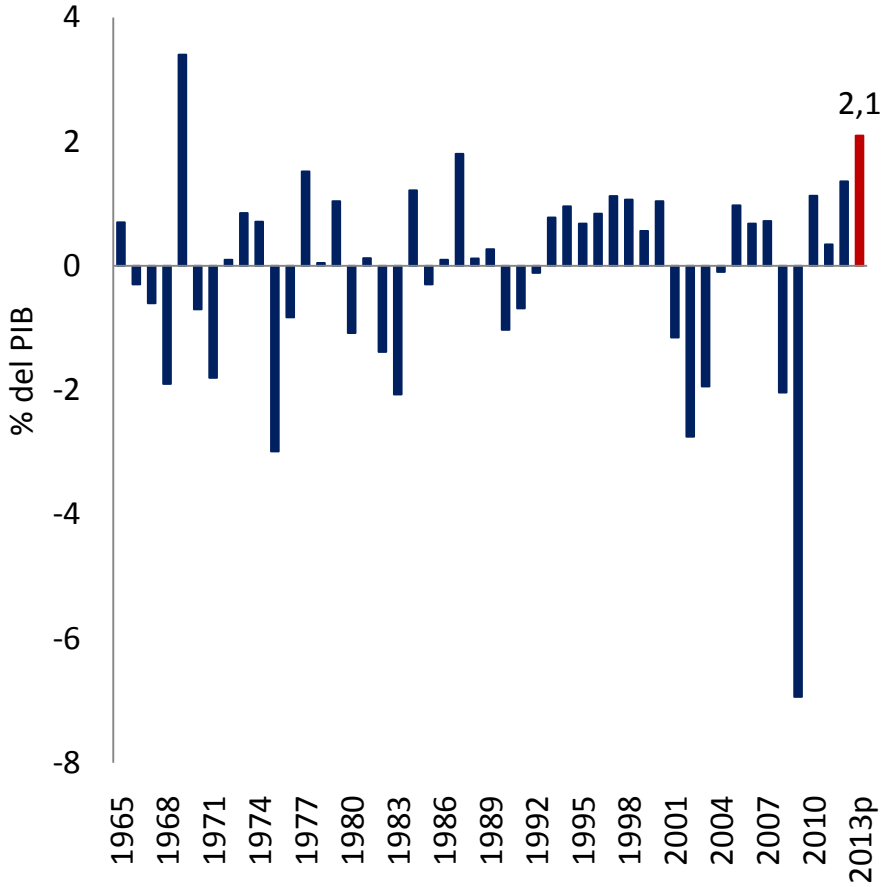
EEUU: su crecimiento seguirá siendo lento, pero muy superior al de 2013, impulsado por el sector inmobiliario y con una contracción fiscal sustancialmente menor que la de 2013.

Europa: saldrá de la recesión, pero el proceso de recuperación será lento y prolongado. Las condiciones financieras se han aliviado en su gran mayoría, el efecto de contracción fiscal se sigue reduciendo, y la actividad ya ha vuelto a terreno positivo.

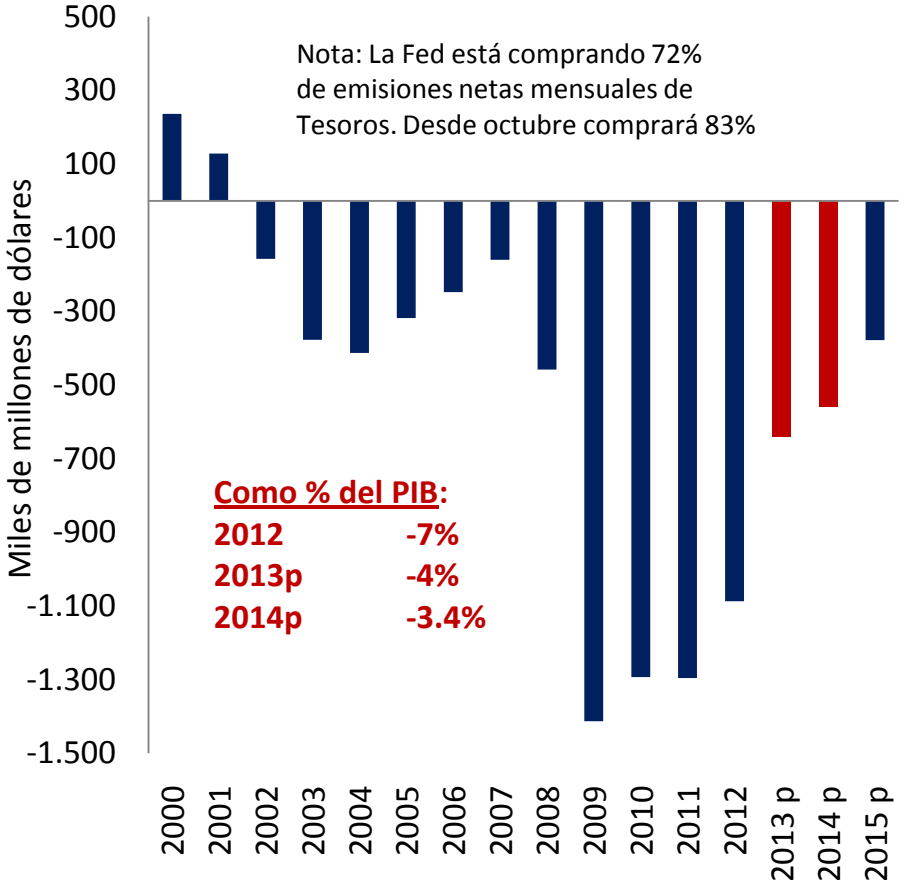
Economías emergentes: han sentido el peso de los anuncios de normalización monetaria en los países desarrollados, por lo cual no esperamos un repunte significativo en su crecimiento, sino estabilización.

La economía de EEUU tuvo que enfrentar un enorme ajuste fiscal en 2013, que le costó 1-1.5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. El ajuste en 2014 es sustancialmente menor, lo cual permitirá un repunte importante en el ritmo de expansión.

Ajuste fiscal anual observado en EEUU

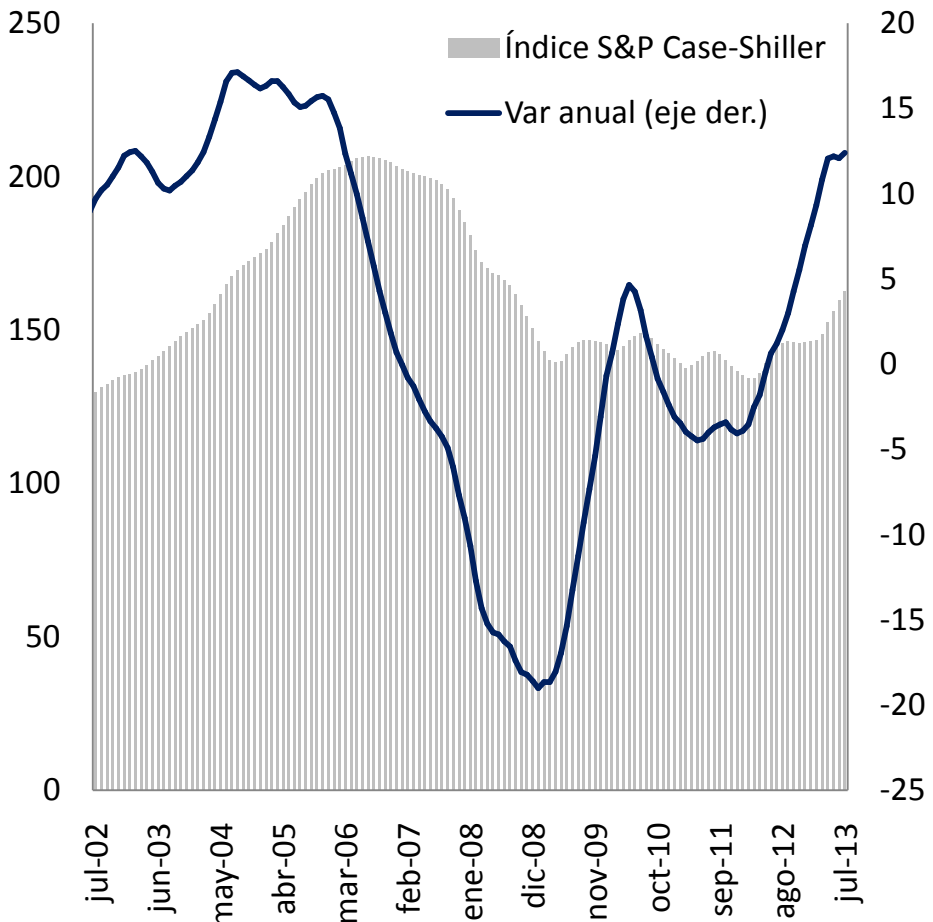


Balance fiscal de EEUU

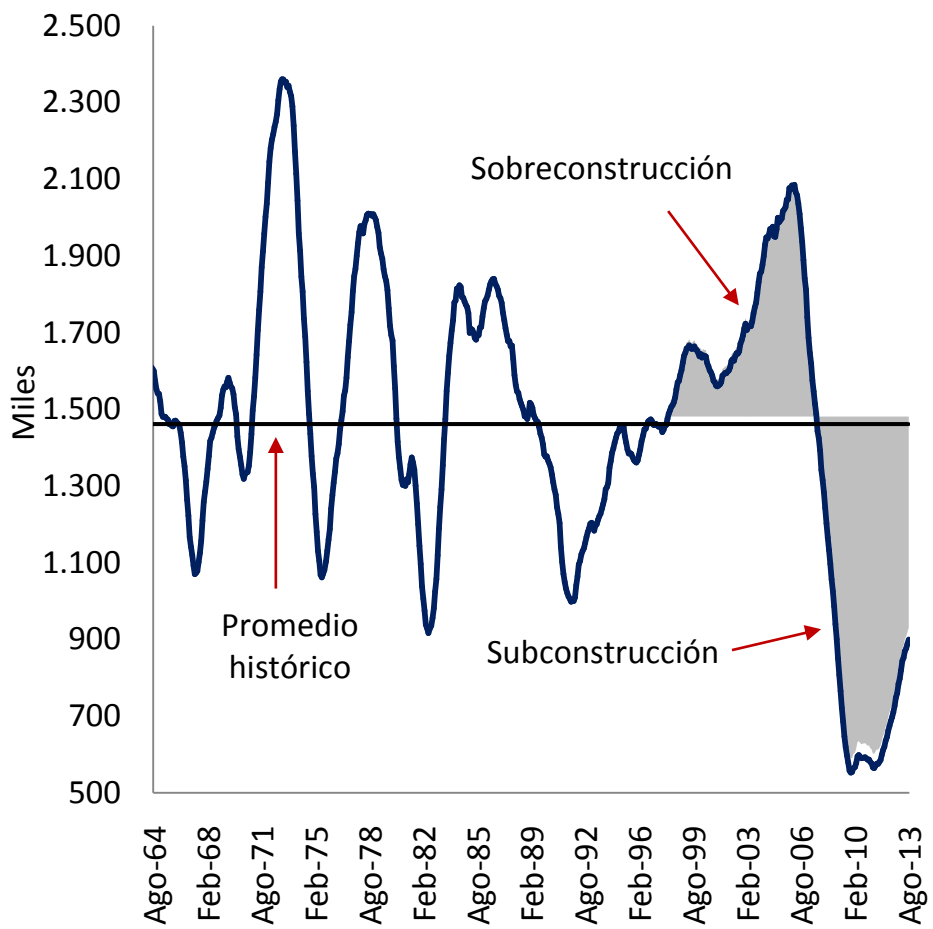


El mercado inmobiliario ya completa un año de alto crecimiento y su recuperación tiene unas bases relativamente sólidas. Además, el QE3 incluye compras de títulos hipotecarios, que serán desmontadas más lentamente. Este sector liderará el crecimiento de EEUU en 2014.

Índice precios de vivienda en EEUU



Inicios de construcción de vivienda en EEUU (Promedio móvil 12 meses)



La normalización de la política monetaria en EEUU será más lenta de lo que se creía. Desde hace tiempo esperábamos que el desmonte del QE3 comenzara más tarde de lo que estimaba el mercado (diciembre vs. septiembre), que ese proceso tarde de 9 a 12 meses (termina en octubre o diciembre de 2014), y que la tasa objetivo de la FED no aumente sino hasta el 2do semestre de 2015.



El desmonte del QE3 comenzará más tarde de lo que se pensaba porque la Fed tenía una perspectiva de recuperación muy optimista. El Comité dijo que el QE3 podía moderarse “más tarde este año” y terminar hacia mediados de 2014, siempre y cuando se cumplieran sus pronósticos. Éramos escépticos y las nuevas proyecciones nos dieron la razón.

Proyección 2013 era muy optimista: Se requería crecimiento de 3.4% en 2º semestre

Crecimiento 2014 también se revisó sustancialmente a la baja

Proyecciones económicas de los miembros del Comité de la Reserva Federal (Septiembre 2013)

Indicador	Rangos de pronósticos (tendencia central)			
	2013	2014	2015	Largo plazo
Crecimiento del PIB (%) Proyección en Junio 2013	2.0 - 2.3	2.9 - 3.1	3.0 - 3.5	2.2 - 2.5
	2.3 - 2.6	3.0 - 3.5	2.9 - 3.6	2.3 - 2.5
Tasa de desempleo (%) Proyección en Junio 2013	7.1 - 7.3	6.4 - 6.8	5.9 - 6.2	5.2 - 5.8
	7.2 - 7.3	6.5 - 6.8	5.8 - 6.2	5.2 - 6.0
Inflación PCE núcleo (%) Proyección en Junio 2013	1.2 - 1.3	1.5 - 1.7	1.7 - 2.0	2.0
	1.2 - 1.3	1.5 - 1.8	1.7 - 2.0	2.0

Fuente: Reserva Federal

No se hicieron revisiones y se estima seguirá muy por debajo de la meta de 2%

Moderada revisión a la baja en desempleo

La revisión al alza del PIB de 2T13 incluyó una revisión a la baja en la demanda interna y desaceleración del consumo frente a 1T13, mientras que la fuerte revisión al alza en las exportaciones netas no es sostenible en el corto plazo (fue ajustado levemente a la baja en el último reporte). Los ajustes fiscales se sienten.

Componentes del PIB (crecimiento trimestral anualizado, %) y contribuciones en 2T13 (p.p.)

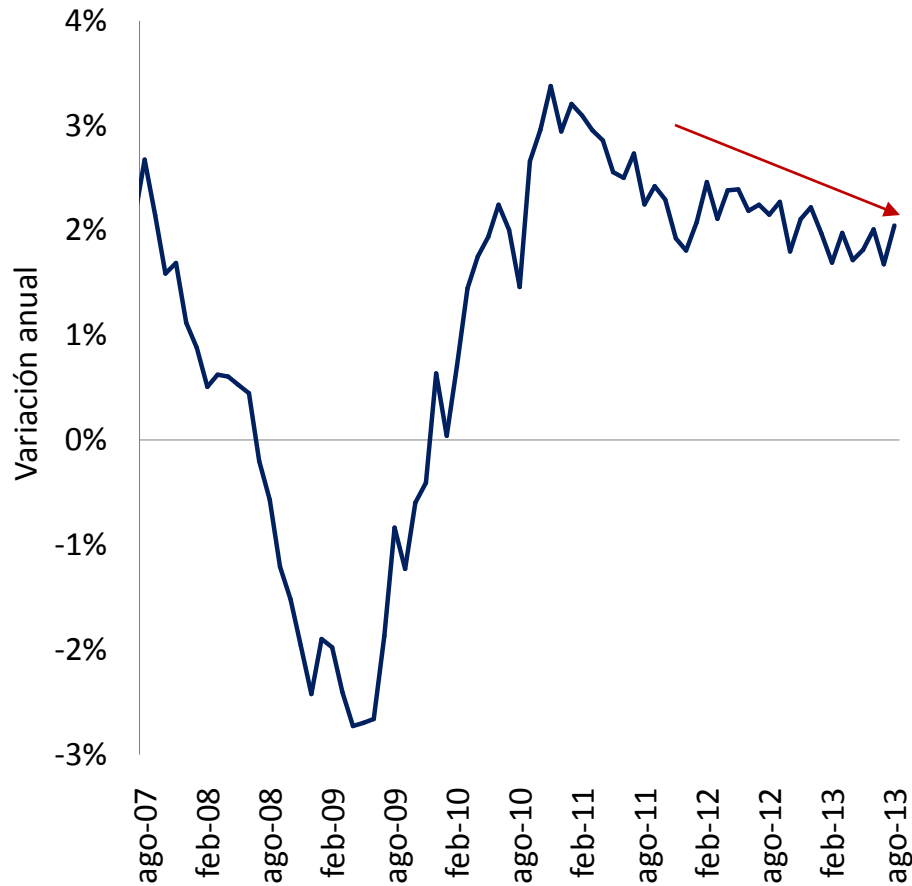
	4T12	1T13	2T13*	Contribución*	
PIB	0.1	1.1	2.5	2.5	← PIB: Revisado de 1.7% a 2.5%
Consumo Personal	1.7	2.3	1.8	1.2	← Consumo: Desaceleración vs 1T13
Bienes	3.7	3.7	3.1	0.7	
Bienes durables	10.5	5.8	6.2	0.5	
Bienes no durables	0.6	2.7	1.6	0.3	
Servicios	0.6	1.5	1.2	0.5	
Inversión privada	-2.4	4.7	9.2	1.4	
Inversión fija	11.6	-1.5	6.5	1.0	
No residencial	9.8	-4.6	4.7	0.6	
Estructuras	17.6	-25.7	17.6	0.4	
Equipo e informática	8.9	1.6	3.3	0.2	
Residencial	19.8	12.5	14.2	0.4	
Inventarios	0.4	
Exportaciones netas de bienes y servicios	-0.1	← Exp. netas: Revisado de -0.8 pp a -0.1 pp
Exportaciones	1.1	-1.3	8.0	1.0	
Bienes	-3.0	-2.8	9.4	0.8	
Servicios	11.3	2.2	4.8	0.2	
Importaciones	-3.1	0.6	6.9	-1.1	
Bienes	-3.5	-0.2	7.5	-1.0	
Servicios	-1.0	5.0	4.0	-0.1	
Consumo e inversión pública	-6.5	-4.2	-0.4	-0.1	
Federal	-13.9	-8.4	-1.6	-0.1	
Estatal y local	-1.0	-1.3	0.4	0.0	

Fuente: US Department of Commerce – BEA

* Tercera estimación – Contribución en P.P

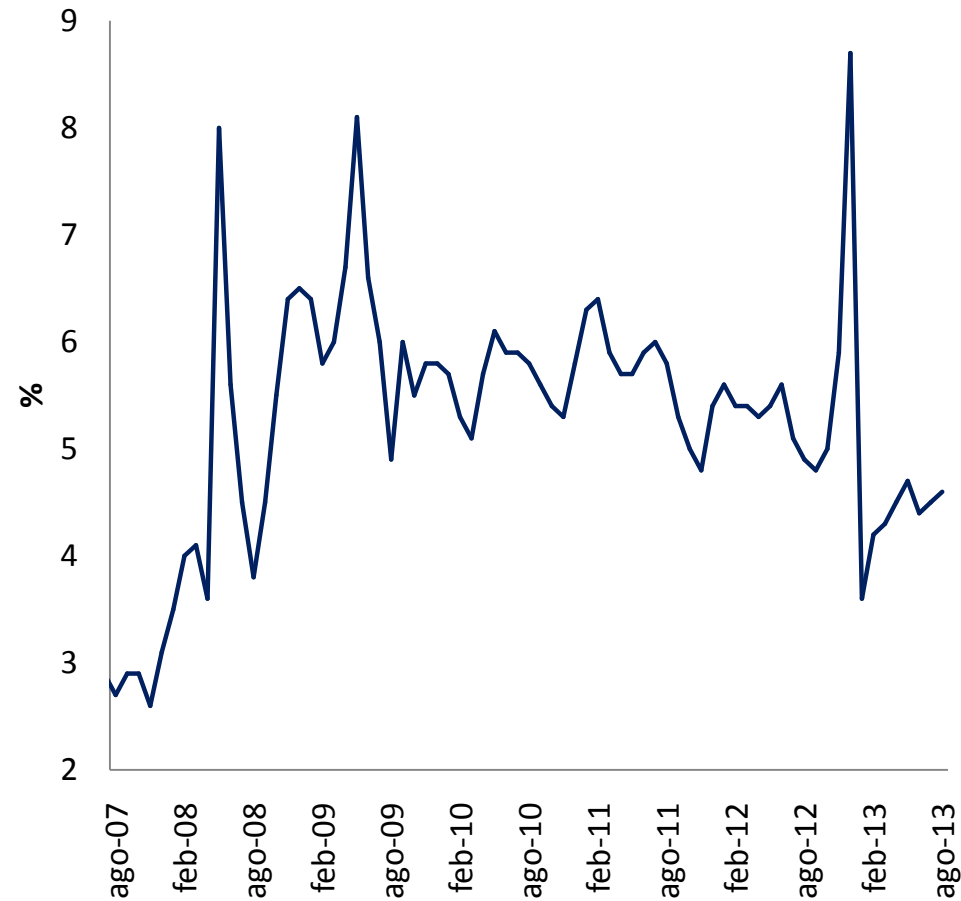
El gasto en consumo personal continúa desacelerándose y está creciendo a la tasa anual más baja en 3 años, con el agravante de que la tasa de ahorro (el “colchón” de gasto de los hogares) está en uno de los niveles más bajos en 5 años y los salarios reales no crecen. En consecuencia, la recuperación del gasto de los hogares será lenta en 2014.

Gasto en consumo personal en valores constantes



Fuente: BEA

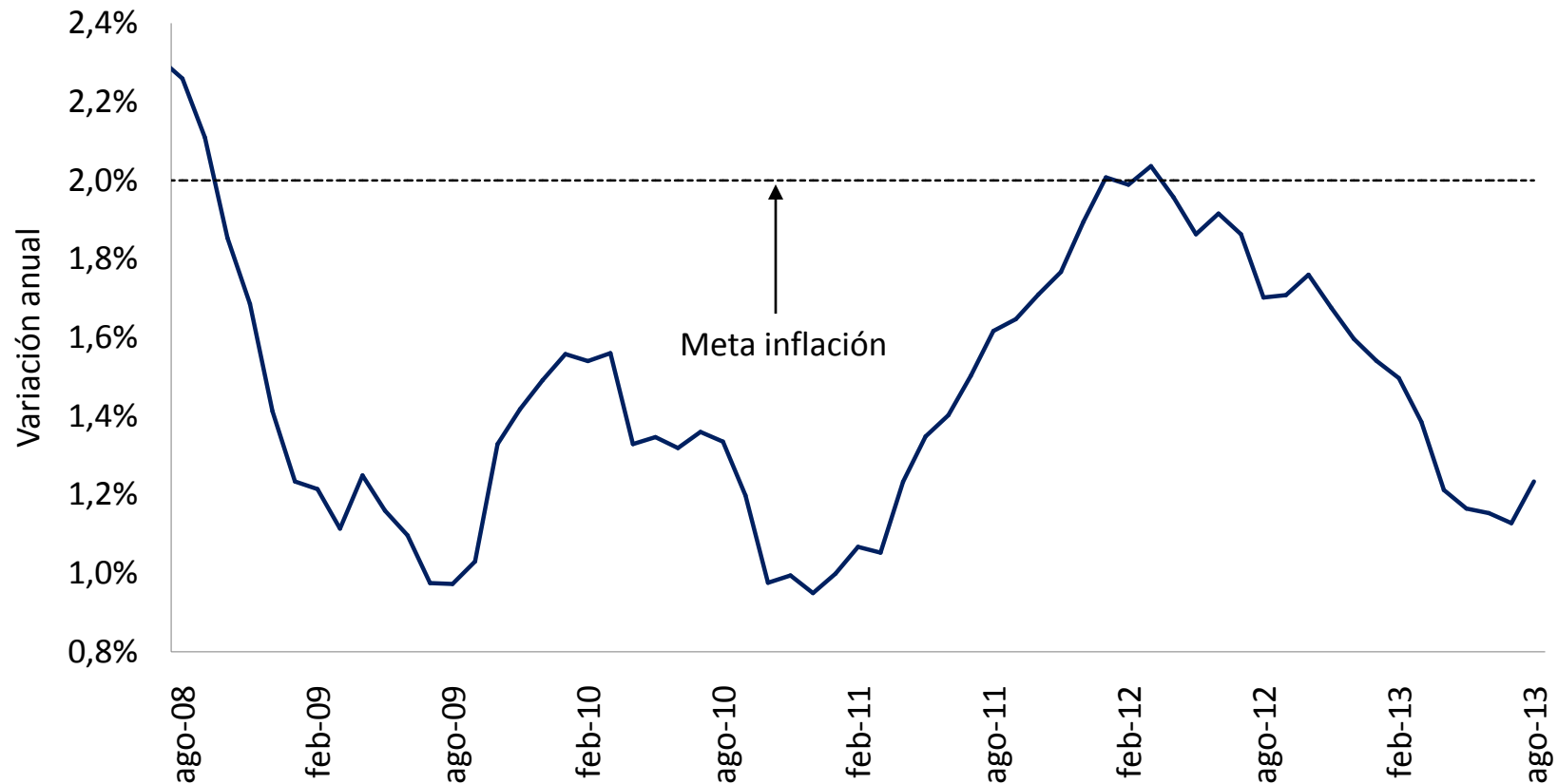
Tasa de ahorro como proporción del ingreso disponible



Fuente: Bloomberg

La medida preferida de inflación núcleo de la FED continúa deprimida. En julio llegó al nivel más bajo en 2 años y cerca a los mínimos históricos de 1% (Ago-09, Dic-10, y 1963!). En las cifras de frecuencia trimestral, la inflación núcleo sólo aumentó 0.6% anualizado en 2T13 (el tercero más bajo desde 1960!). El lento repunte del consumo sugiere que la inflación continuará por debajo de la meta en 2014.

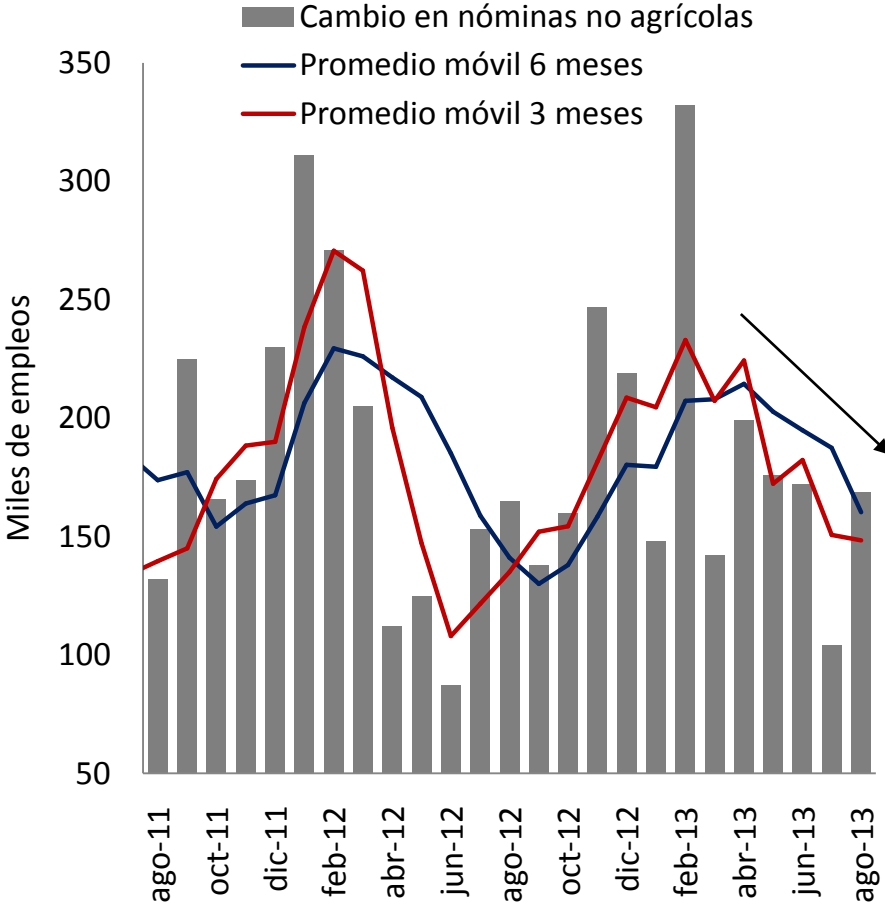
Índice de precios de consumo personal (PCE) excluyendo alimentos y energía



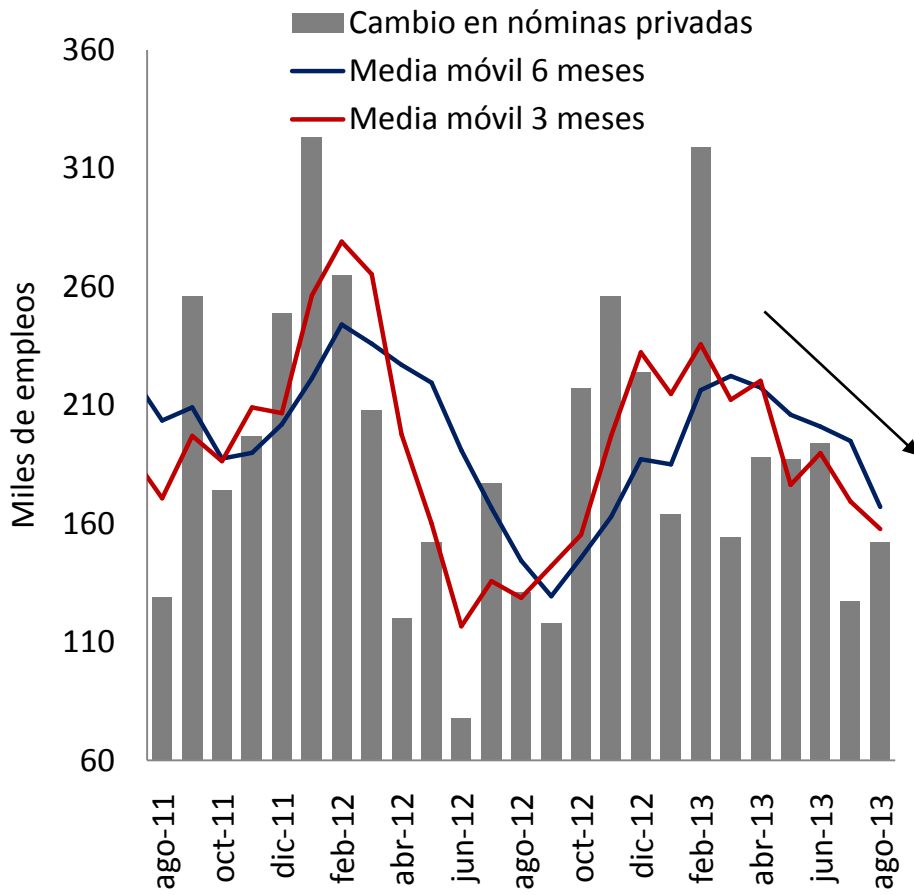
Fuente: BEA

La generación de empleo se ha desacelerado en los últimos meses, lo que postergó el desmonte del QE3 y va a demorar la normalización de la política monetaria. Los ajustes fiscales de comienzos de año aún están pesando sobre la recuperación económica en EEUU.

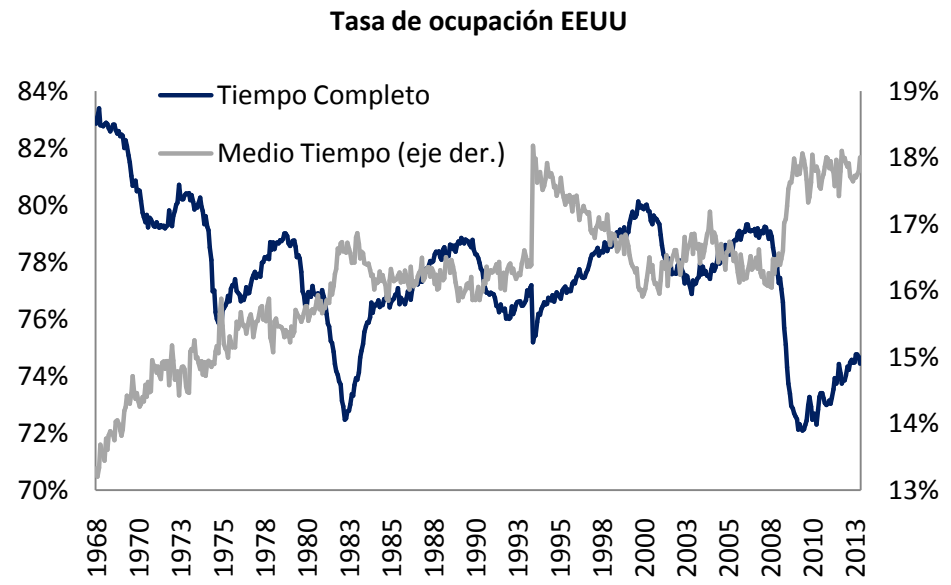
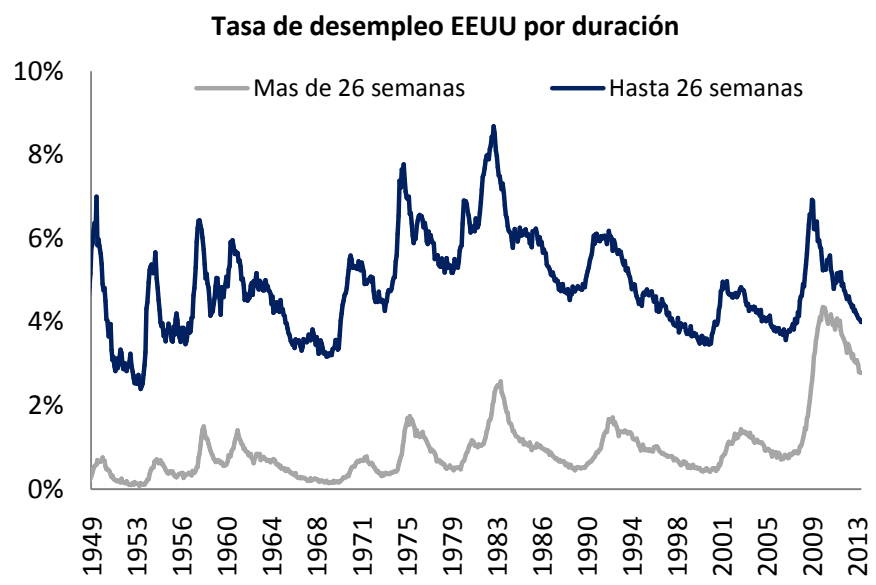
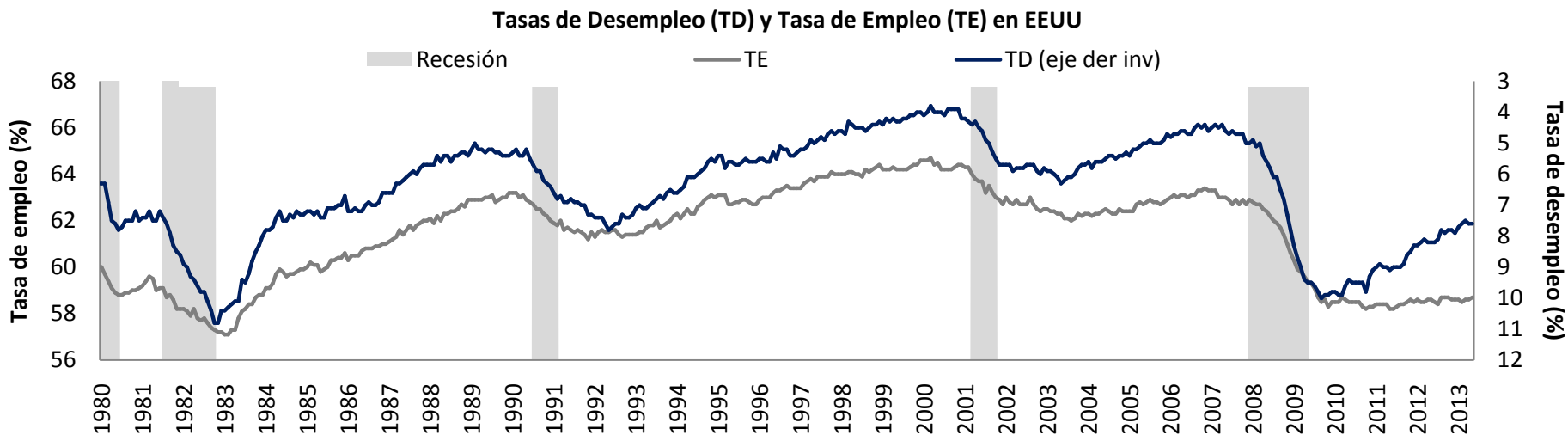
Cambios en nóminas no agrícolas



Cambios en nóminas privadas

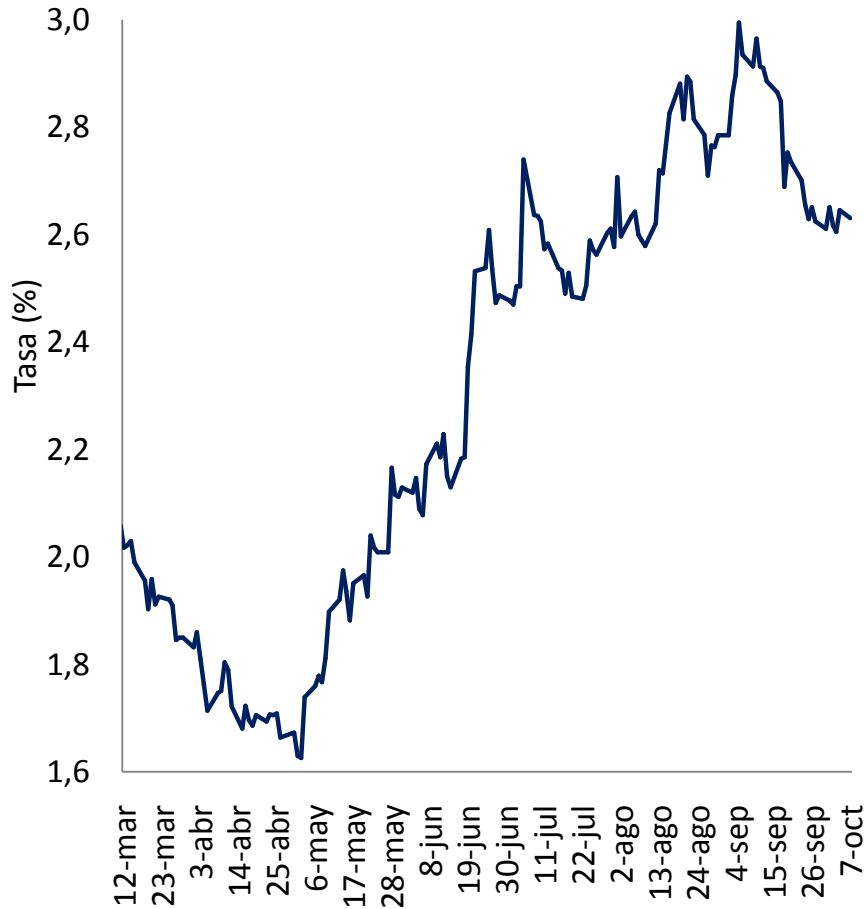


La recuperación del mercado laboral ha sido mejor de lo esperado, pero tiene debilidades que pueden volverse estructurales y que seguirán afectando el repunte del consumo en 2014. La tasa de desempleo, por sí sola, oculta información relevante.



La incertidumbre en torno a la continuidad del QE3 se ha reflejado en un fuerte aumento en las tasas de interés de los Bonos del Tesoro, de la deuda corporativa y de las hipotecas. Esto equivale a un endurecimiento en las condiciones financieras, lo cual genera un mayor riesgo a la baja en el crecimiento económico para 2013 y 2014.

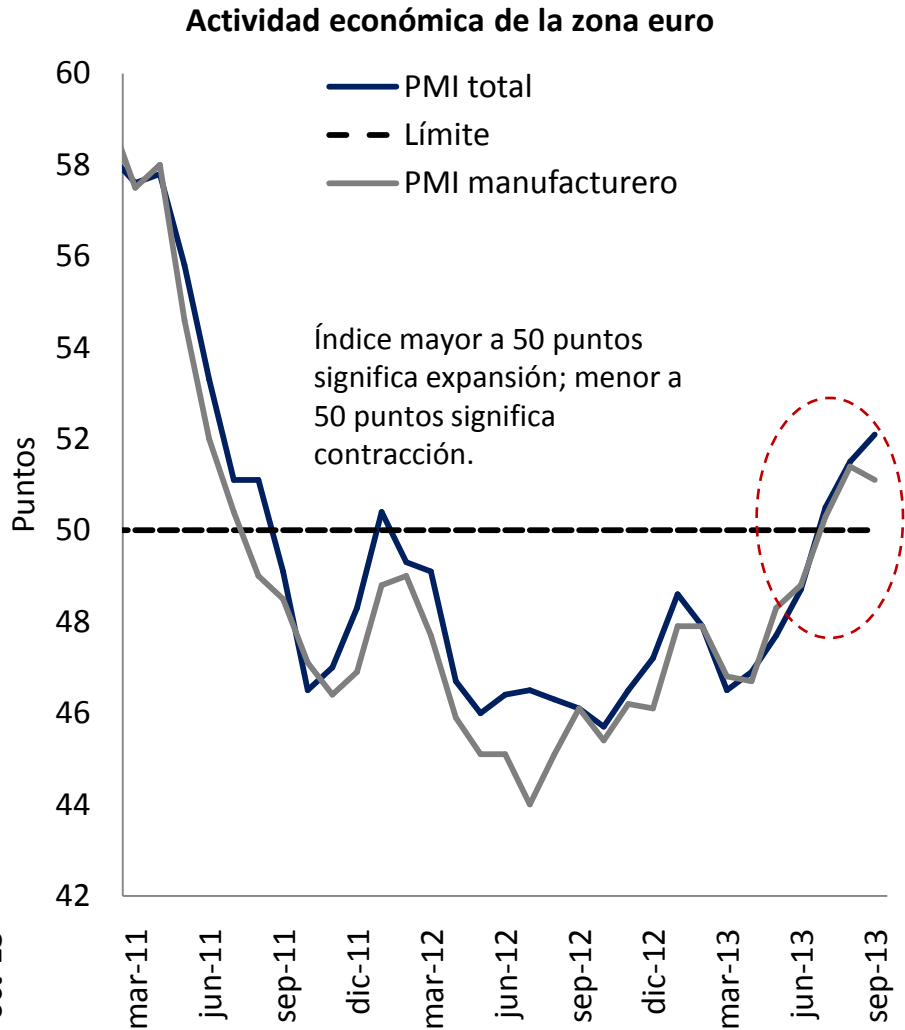
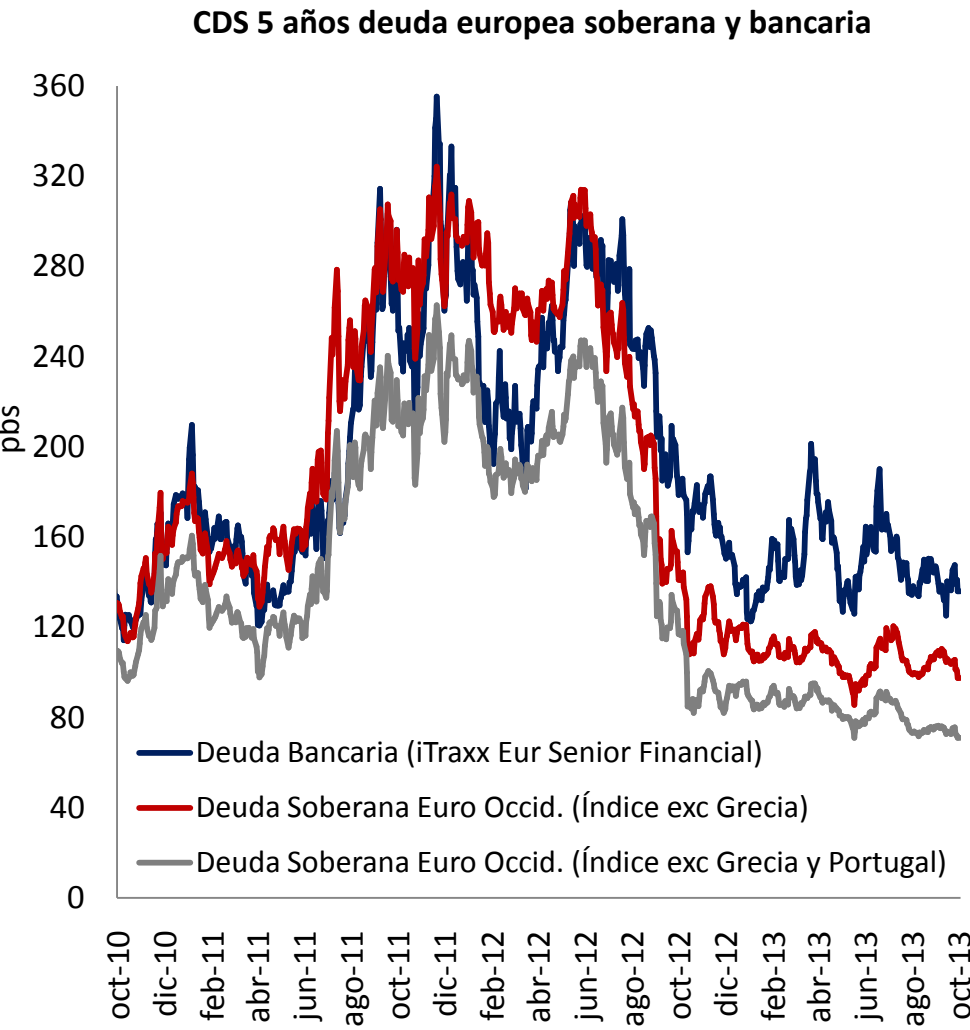
Bonos del Tesoro a 10 años



Tasa de interés hipotecaria fija a 30 años



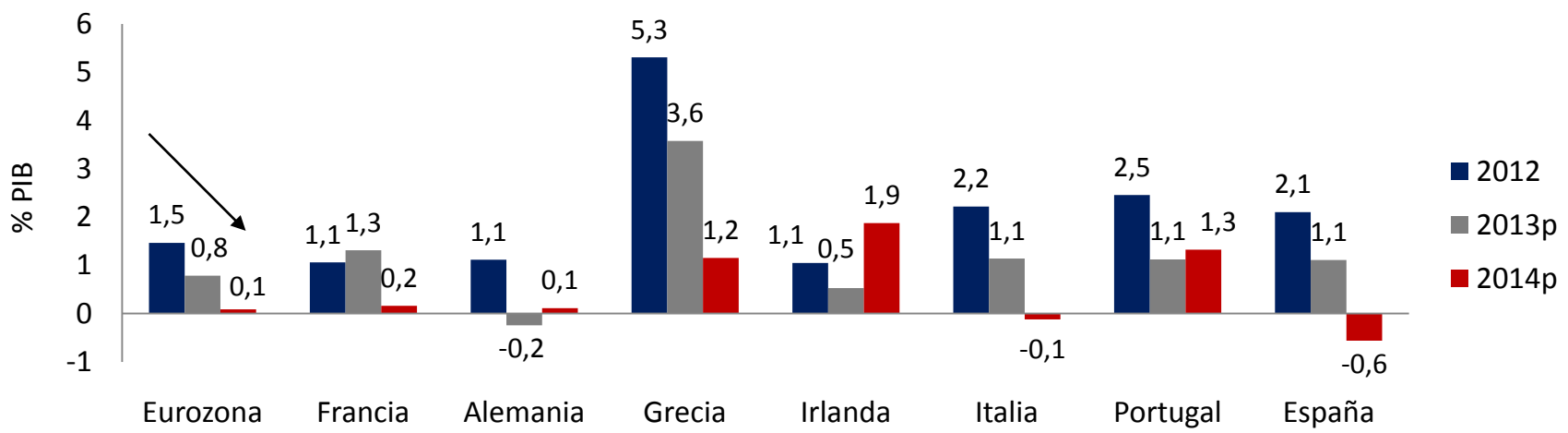
Las condiciones financieras en la zona euro se han recuperado y estabilizado en niveles de pre-crisis (bajo estrés bancario). La actividad económica comenzó a repuntar en los últimos meses y finalmente entró a terreno positivo por primera vez en 2 años.



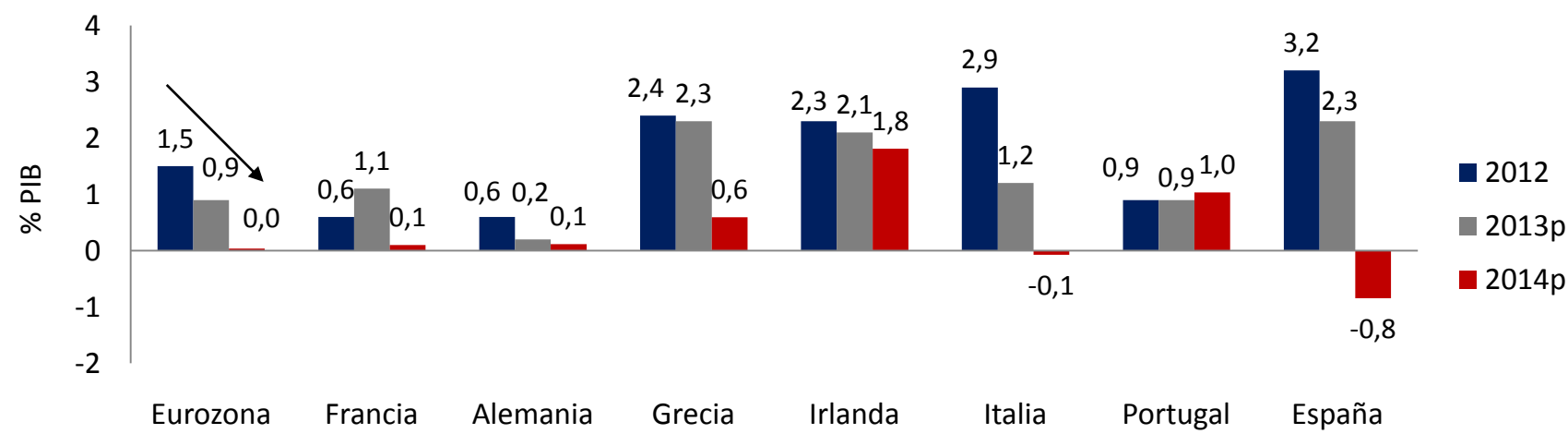
Fuente: Eurostat, Bloomberg

El ajuste fiscal en Europa llegó a su pico en 2012. En 2014, la contracción fiscal ya no será un impedimento significativo sobre el crecimiento económico de la región.

Ajuste fiscal estructural en la zona euro (Ajustado por ciclo)

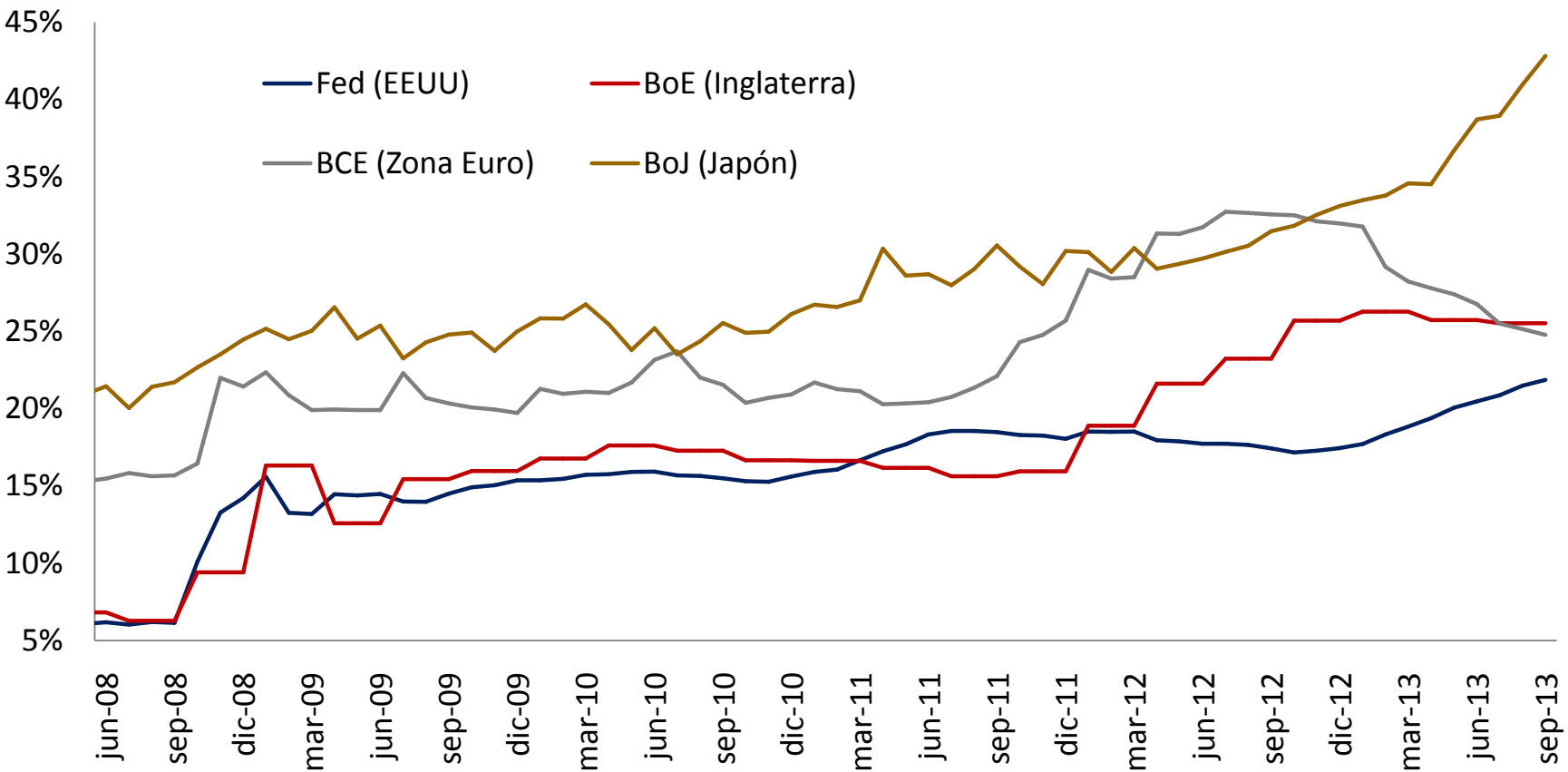


Ajuste fiscal primario estructural en la zona euro (Ajustado por ciclo)



Los principales bancos centrales seguirán otorgando amplia liquidez en los próximos años. EEUU inyectará dólares durante casi todo 2014 y tasas no subirán sino hasta la 2da mitad de 2015; Japón inyectará 70 mil millones de dólares mensuales en todo 2014; Inglaterra no subirá tasas sino hasta mediados de 2016; y Europa no las subirá sino hasta 2017 (y balance del BCE no se contraerá más).

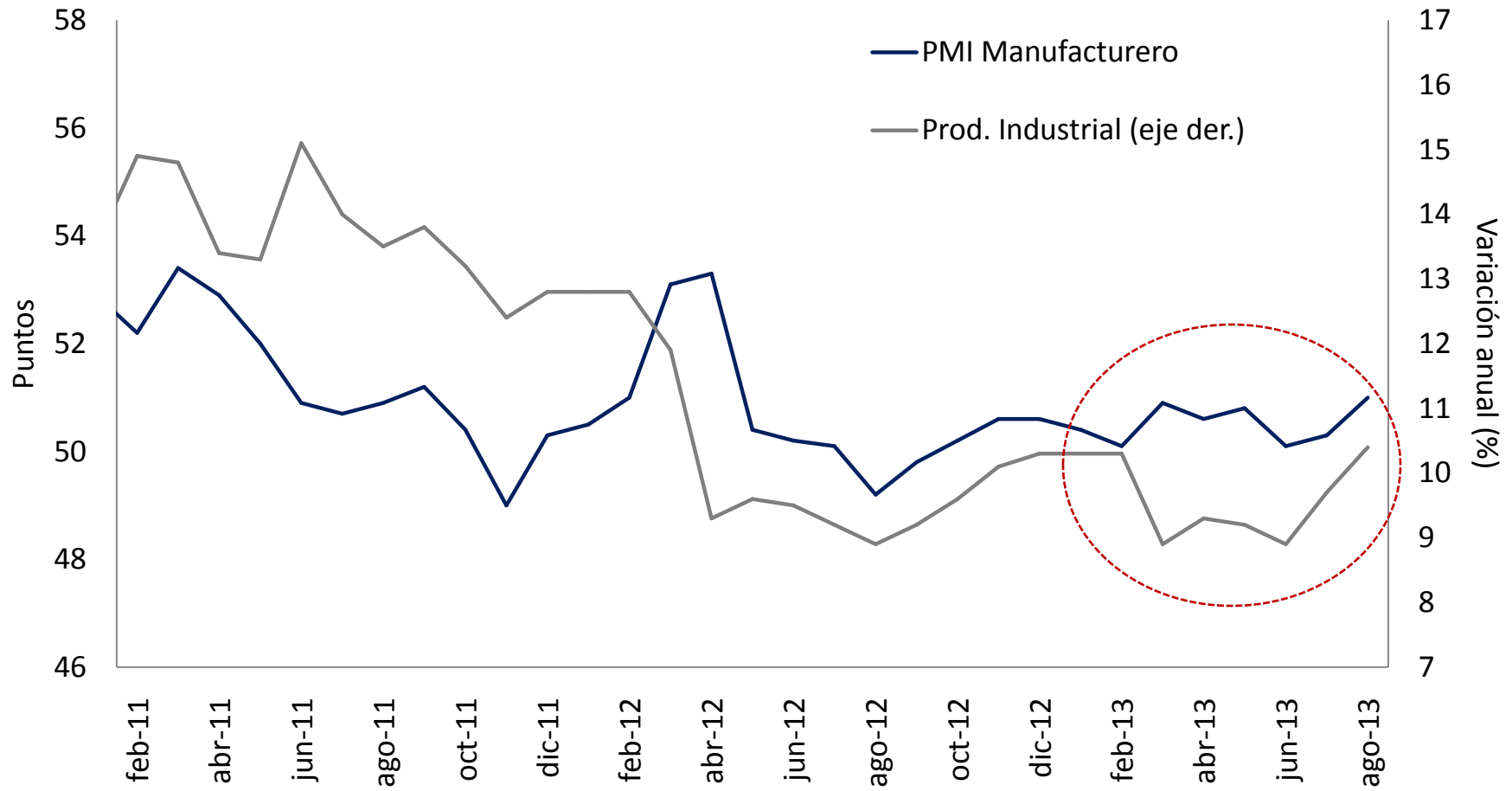
Valor total de los activos de los 4 grandes bancos centrales del mundo (% del PIB)



Fuente: Bloomberg, EuroStat, BoE

La actividad económica en China se ha estabilizado y los datos están mejorando. Los últimos datos han sorprendido al alza y la política de proteger la meta de crecimiento de 7.5% debería otorgar soporte al resto de economías emergentes.

Índice PMI manufacturero y producción industrial en China



1. Contexto internacional

2. Actividad económica local

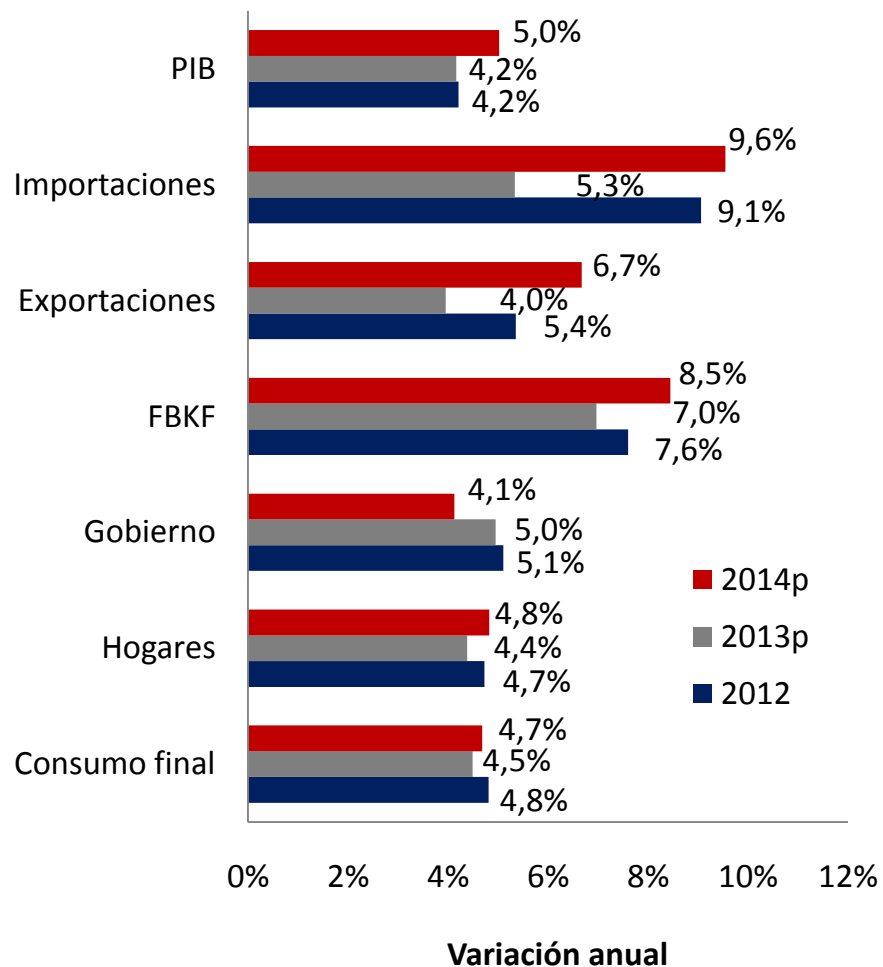
3. Inflación y política monetaria

4. Tasa de cambio

La demanda interna privada liderará el crecimiento en 2014. Las exportaciones netas contribuirán negativamente al crecimiento, debido a un repunte de las importaciones (consumo y bienes de capital) mayor al de las exportaciones, que reflejarán la mejor dinámica de la economía global.

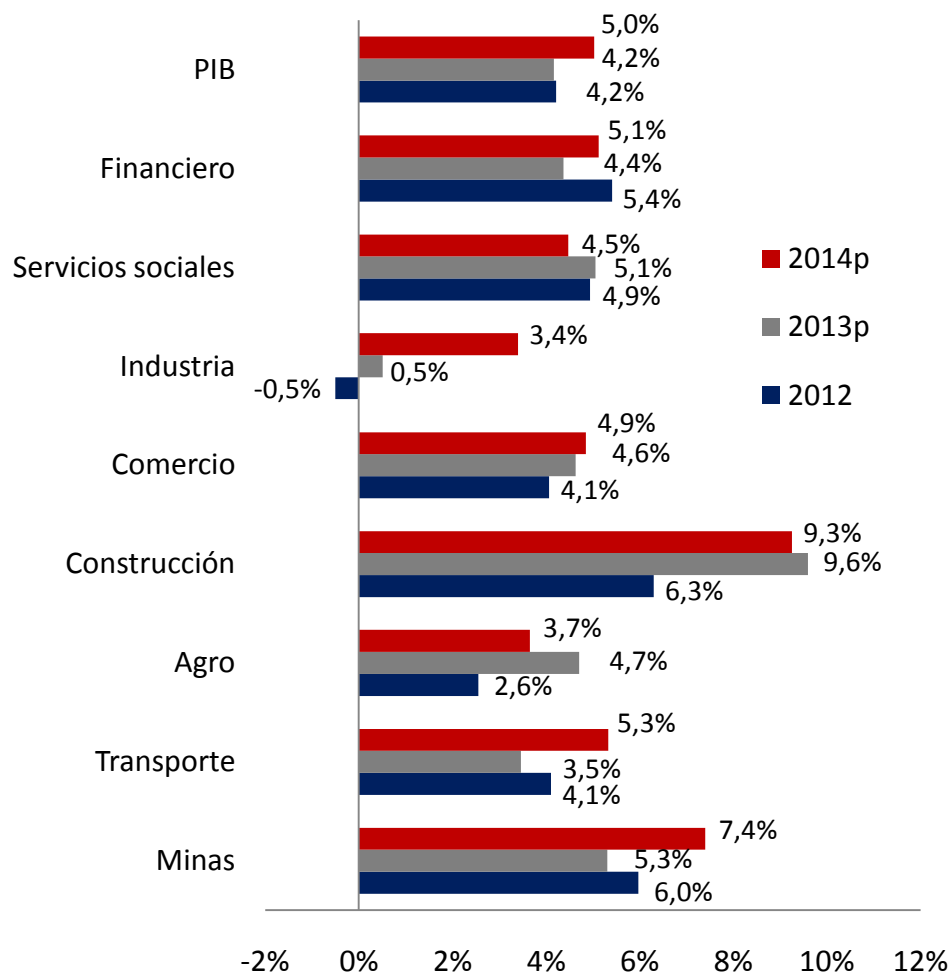
- La demanda interna privada seguirá siendo el motor de crecimiento en 2014, mientras que la pública podría perder algo del impulso de 2013.
- Esperamos una recuperación del comercio externo en 2014, en medio del repunte de la demanda proveniente de economías desarrolladas y en menor medida, de las emergentes, y por mayores efectos de TLCs.
- El consumo privado habrá incorporado totalmente los efectos de la política monetaria expansiva de 2013. El mercado laboral seguirá apoyando un buen comportamiento del gasto de los hogares.
- La inversión fija privada también reflejará plenamente el estímulo monetario otorgado durante todo 2013 y parte de 2014. Obras civiles continuará con el repunte de 2013, favorecido por mayor ejecución de recursos de regalías y por incremento en el presupuesto de inversión en infraestructura (proyectos 4G entraron a licitación desde agosto 2013).

Proyecciones PIB - Componentes de la demanda



La construcción se mantendrá como el sector de mejor desempeño en 2014. El sector minero-energético repuntará, luego de los paros y huelgas que afectaron la producción de carbón en 2013. Comercio y servicios crecerán por encima de lo observado en 2013, reflejando el buen comportamiento del consumo privado.

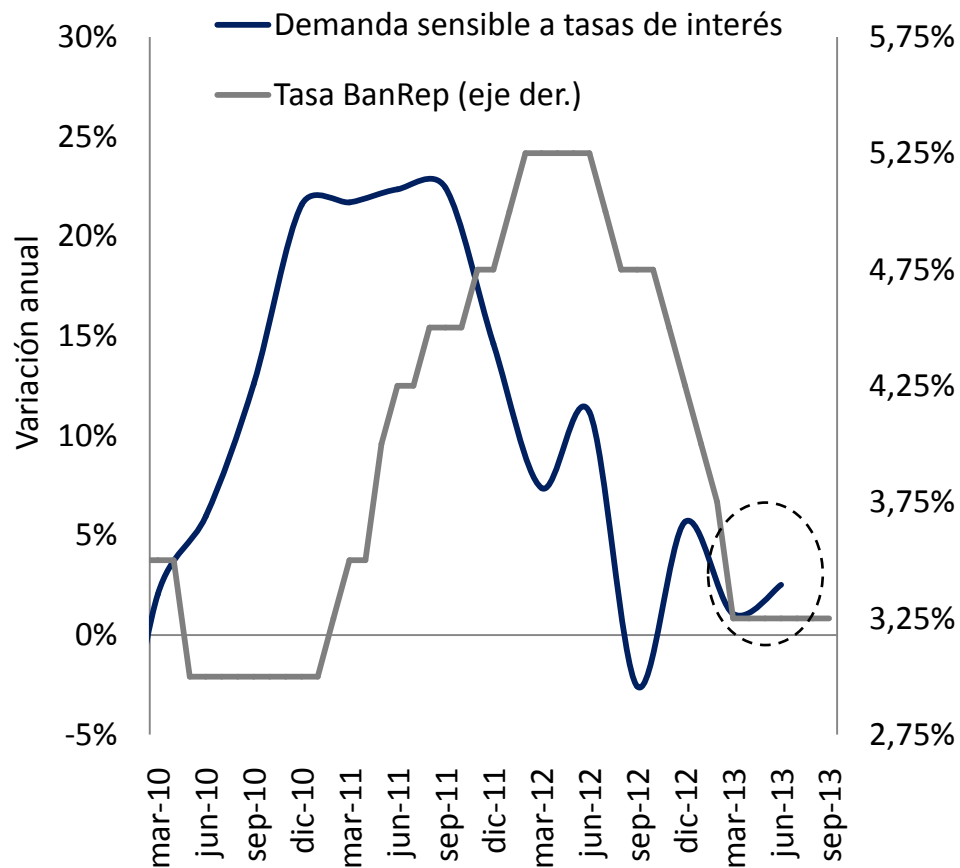
Proyecciones PIB - Componentes de la oferta



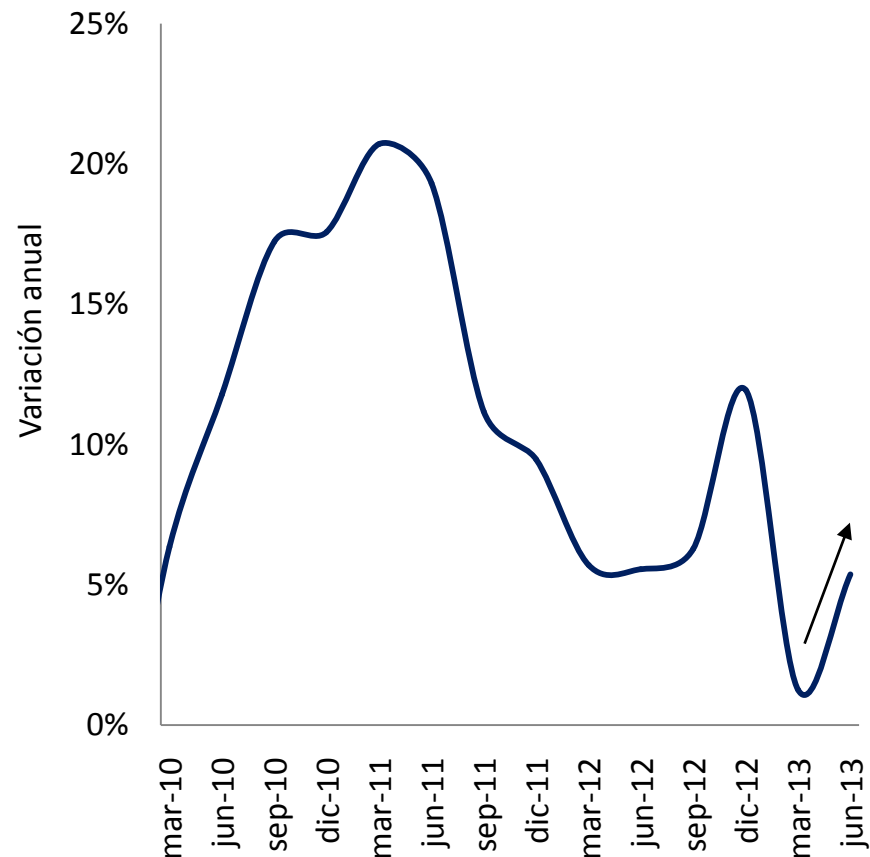
- Esperamos que la **construcción** mantenga el impulso al crecimiento de la economía, al incorporar políticas a favor de la vivienda (PIPE) e importantes recursos para obras civiles.
- La **minería** acelerará su crecimiento, tras verse afectada en 2013 por paros y huelgas que perjudicaron al sector carbonífero (la IED hacia el sector seguirá en niveles elevados).
- El sector de **transporte** crecerá más que en 2013, ante el mejor desempeño del comercio externo.
- El sector **financiero** tendrá una dinámica positiva, debido a un repunte moderado y saludable en el crecimiento del crédito.
- La **industria** seguirá rezagada frente al resto de sectores, pero repuntaría debido al impulso fiscal y monetario de las autoridades.
- El **comercio** continuará reflejando el buen impulso del gasto privado, y podría favorecerse por la baja base estadística de la venta de vehículos.

Los rubros de la demanda más sensibles a las tasas de interés lideraron el repunte del PIB en 2T13, lo que evidencia un mayor impacto de la política monetaria expansiva. Esperamos que esta dinámica continúe en 2S13 y 1S14, en un contexto de bajas tasas de interés, y de niveles históricamente bajos en inflación y desempleo.

Demanda sensible a tasas de interés*

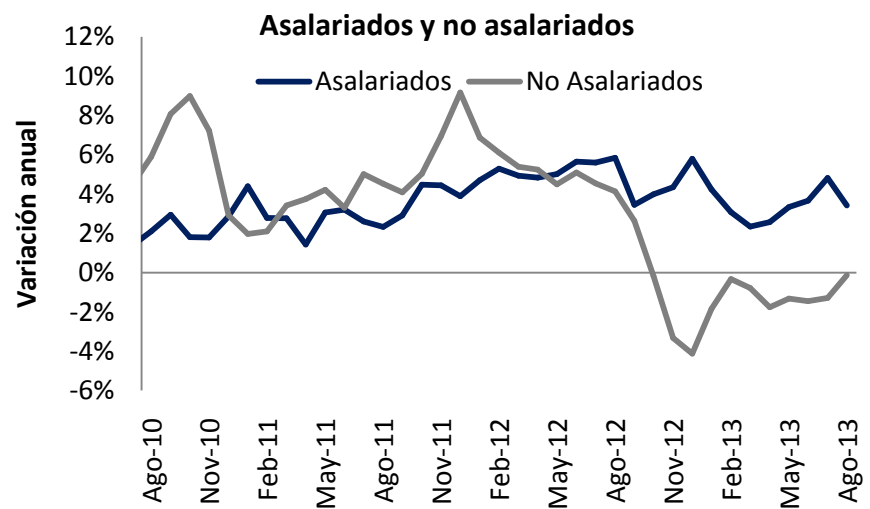
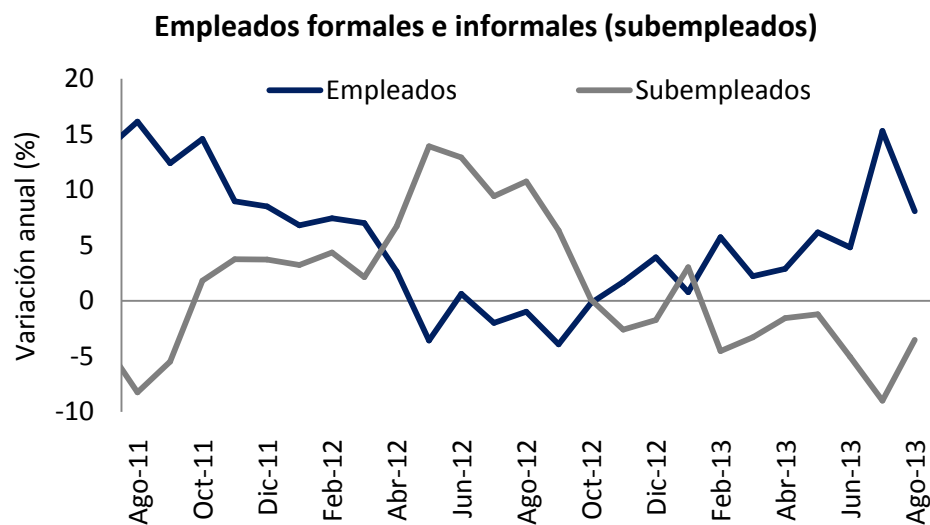
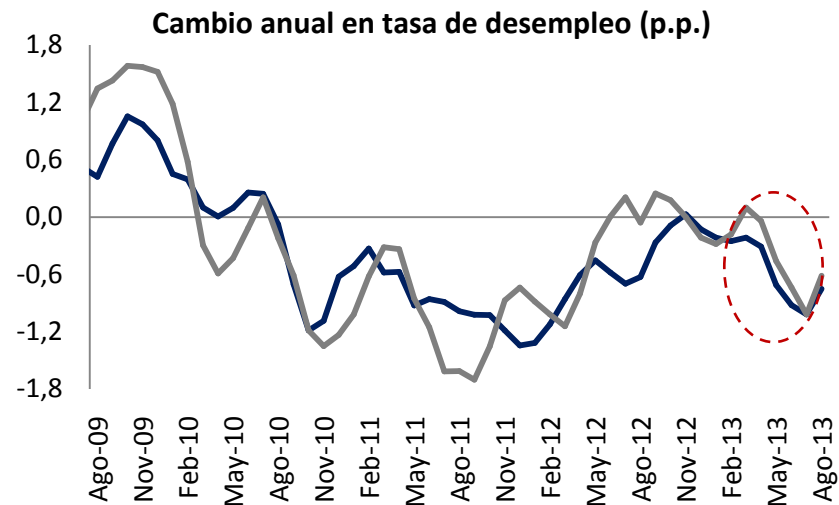
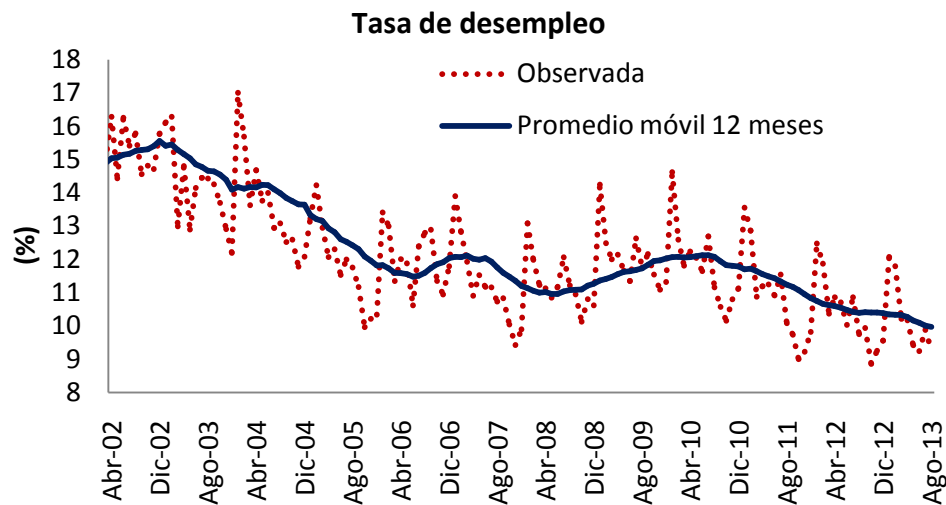


Consumo de bienes durables y semidurables



Fuente: DANE. Cálculos de Corficolombiana. *Suma de consumo de bienes durables e inversión en equipo de transporte, maquinaria y equipo y construcción de edificaciones.

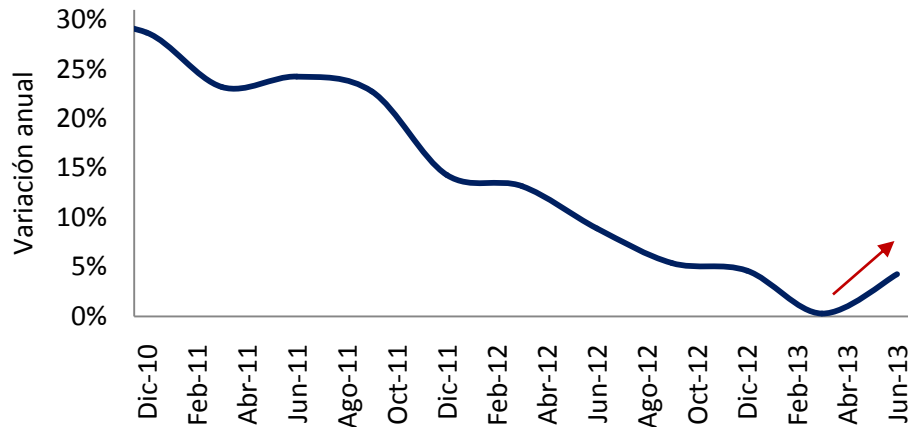
Los indicadores del mercado laboral sugieren un muy buen comportamiento del gasto de los hogares en 2S13 y 2014. Esperamos que la brecha negativa del producto se cierre a lo largo de 2014, con lo cual el mercado laboral seguirá fortaleciéndose y apoyando un buen crecimiento del consumo privado.



Fuente: DANE. Cálculos de Corfic Colombiana.

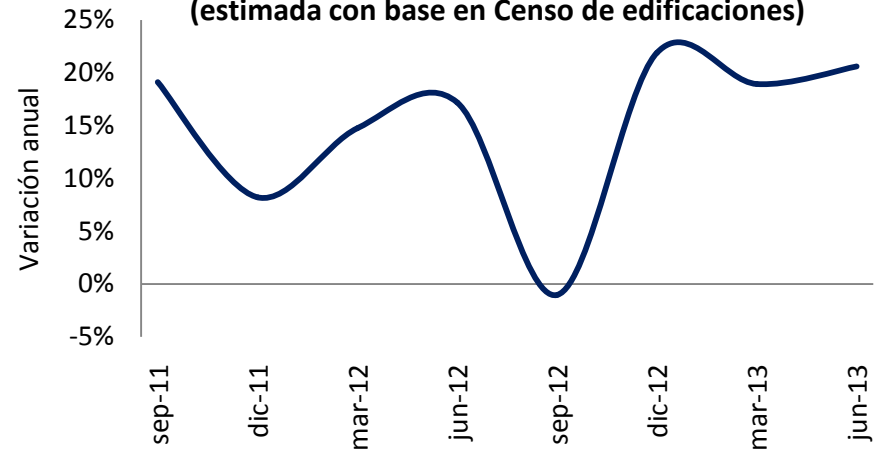
Los indicadores de inversión privada también empezaron a incorporar las políticas monetaria y fiscal expansivas, especialmente los componentes de “maquinaria y equipo” y de “construcción y edificaciones”. Las iniciaciones han repuntado en 1S13, sugiriendo un buen comportamiento del sector edificador en 2S13 y 1S14.

Inversión en maquinaria y equipo

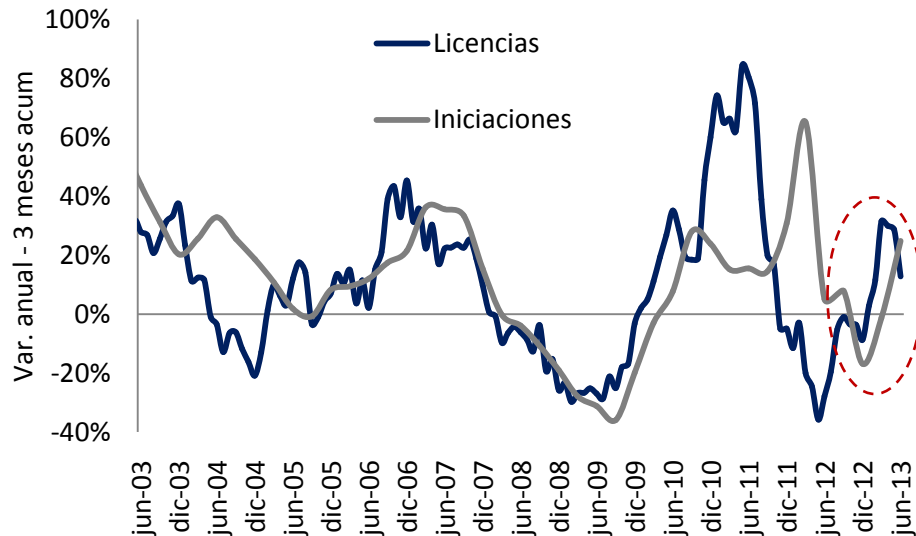


Área causada

(estimada con base en Censo de edificaciones)

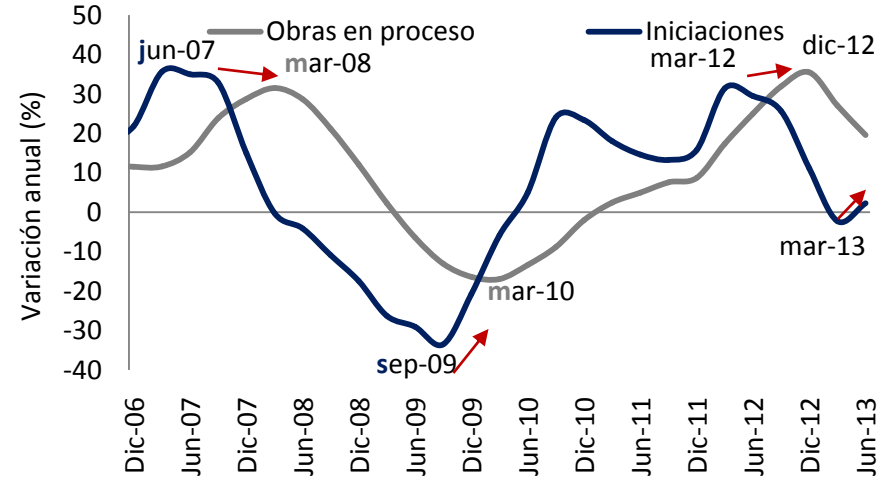


Indicadores adelantados de edificaciones



Área iniciada vs. área de obras en proceso

(4 trimestres acumulados)



El Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE) hace parte del impulso fiscal que esperábamos en 2013. Su mayor efecto será sobre la construcción de vivienda, pero también anticipamos efectos favorables sobre la industria (en particular, los subsectores ligados a la construcción).

Recursos para el Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE)

	Miles de millones de pesos	Sectores beneficiados
Eliminación de aranceles (3094 partidas)	1.23	Industria, comercio, otros
Invías (Reprogramaciones y adiciones)	0.46	Transporte, otros
Apoyo a la vivienda prioritaria (VIP)	1.50	Construcción, industria
Apoyo a la vivienda media	0.43	Construcción, industria
Apoyo a la vivienda rural	0.20	Construcción, industria
Chatarrización	0.10	Transporte, otros
Red terciaria	0.12	Transporte, otros
Planes de empleo - Mantenimiento manual	0.05	Industria, comercio, otros
Electrificación rural	0.86	Construcción, industria
Sector lácteos	0.10	Agrícola
Créditos blandos sector agrícola	0.10	Agrícola
Coberturas cambiarias FINAGRO	0.65	Agrícola, industria
Censo Nacional Agropecuario	0.28	Agrícola
Recursos de crédito (Bancóldex)	0.06	Industria, comercio, otros
Innovación y emprendimiento (Impulsa)	0.04	General
2500 policías adicionales	0.19	General
Plan anticontrabando	0.04	General
TOTAL	5.0	

El PIPE está impulsando la construcción de 100 mil viviendas urbanas y rurales para estratos bajos, y 50 mil viviendas para estratos medios. Esperamos que la mayor parte de este impacto se sienta en 2S13 y a lo largo de 2014.

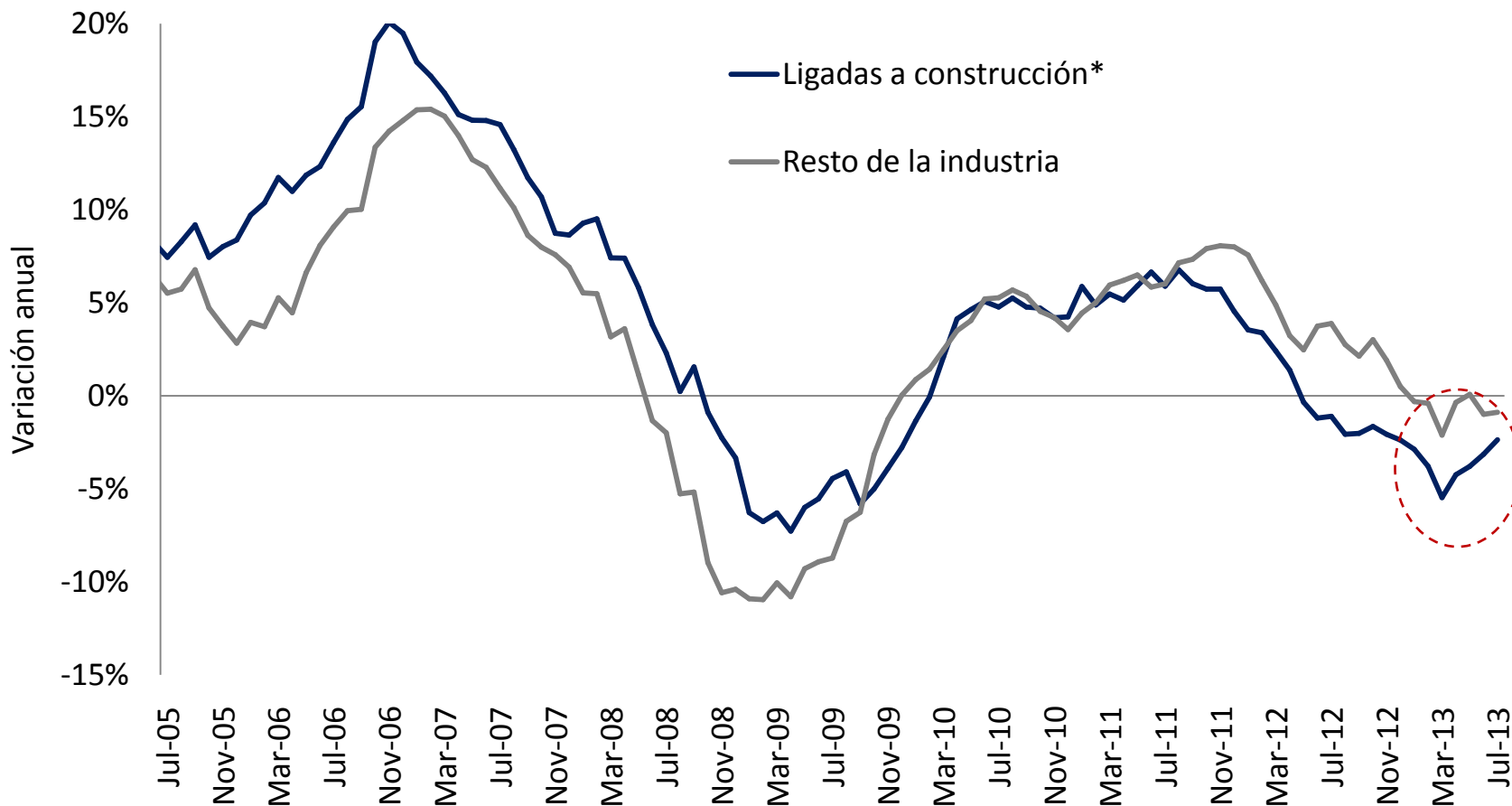
Esquema de estímulo para 86 mil viviendas VIP

Beneficiario	De 1 a 1.5 SMMLV	De 1.5 a 2 SMMLV
Ingreso	736.875(1.25 SMMLV)	1'031.625 (1.25 SMMLV)
Valor VIP (70 SMMLV)	41,265,000	41,265,000
Recursos propios (5% VIP)	2,063,250	2,063,250
Subsidio directo	14'737.500 (25 SMMLV)	12'969.000 (22 SMMLV)
Desembolsos crédito	24,464,250	26,232,750
Cobertura FRECH	7,620,215	8,456,246
Garantía FNG (6.65 crédito)	1,614,641	1,731,362
Cuota deudor	221,063	309,488
LTV	59%	64%
Cuota deudor/ingresos	30%	30%

- El PIPE destina 1.5 billones de pesos en subsidios directos y a las tasas de interés de créditos hipotecarios, para la construcción de 86 mil viviendas cuyos beneficiarios tengan ingresos mensuales menores a dos salarios mínimos: Aporte de 30%-35% del valor de la vivienda (41 millones de pesos), y cubrimiento de 5 puntos porcentuales en la tasa de interés del crédito a través del FRECH.
- Un subsidio similar por 200 mil millones de pesos fue destinado para la construcción de 14 mil viviendas rurales.
- 50 mil viviendas para estratos medios serán subsidiadas a través de 4-5 puntos de reducción en tasas de los créditos hipotecarios. El impacto de esta medida se sentirá principalmente en 2014.

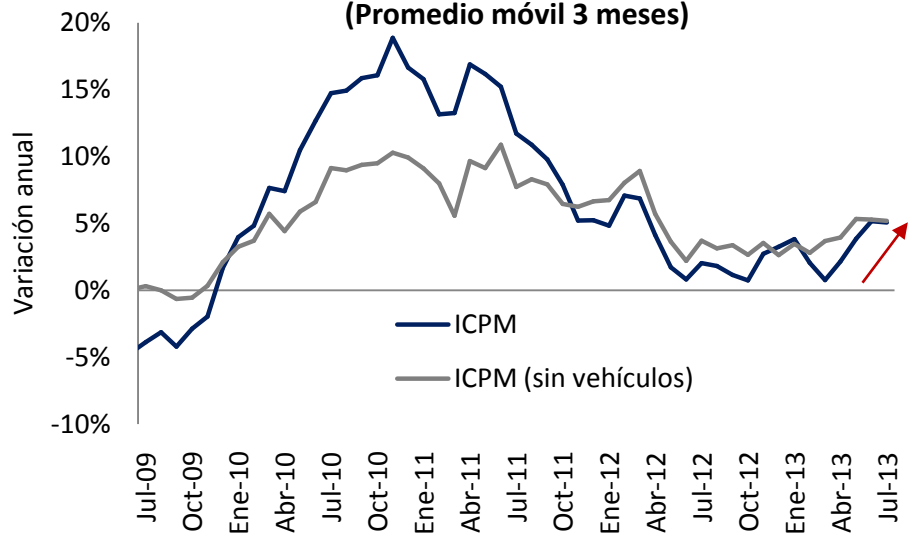
Los subsectores de la industria ligados a la construcción ya han empezado a dar señales de reactivación y contribuirán a la recuperación del sector manufacturero en 2S13 y a lo largo de 2014.

Industrias manufactureras según vínculos con sector de la construcción (Promedio móvil 6 meses)

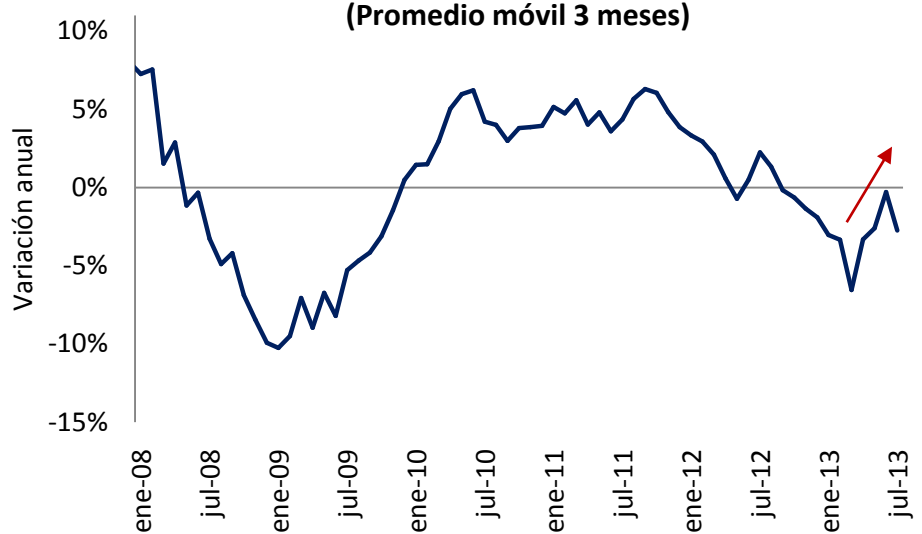


Algunos indicadores sectoriales: comercio, industria, minería y hoteles.

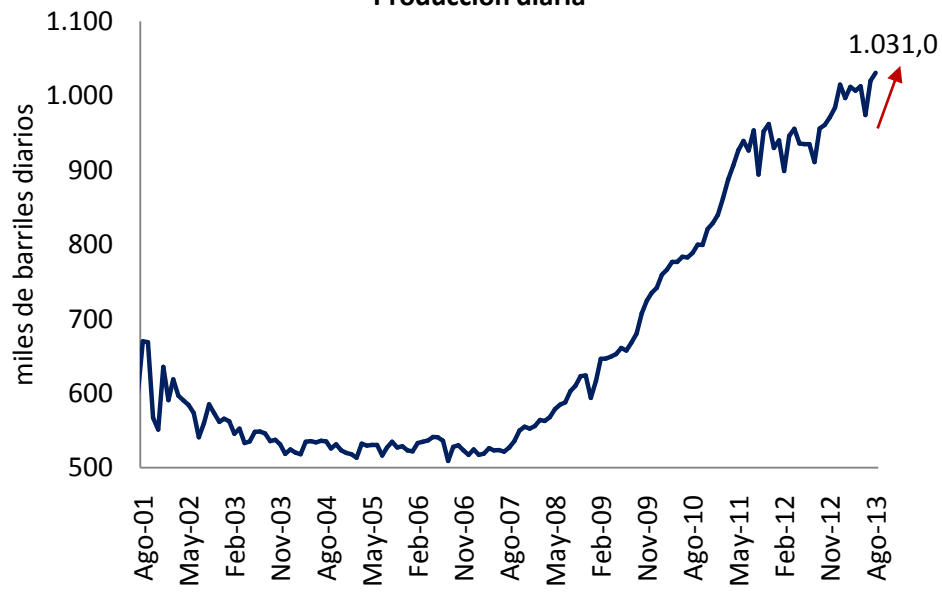
Índice de comercio al por menor (ICPM)
(Promedio móvil 3 meses)



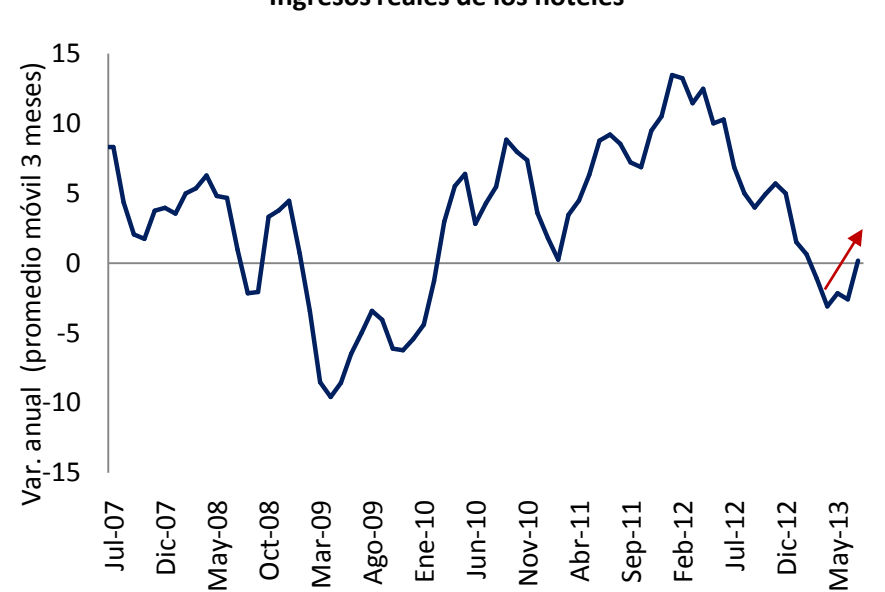
Índice de Producción Industrial
(Promedio móvil 3 meses)



Producción diaria

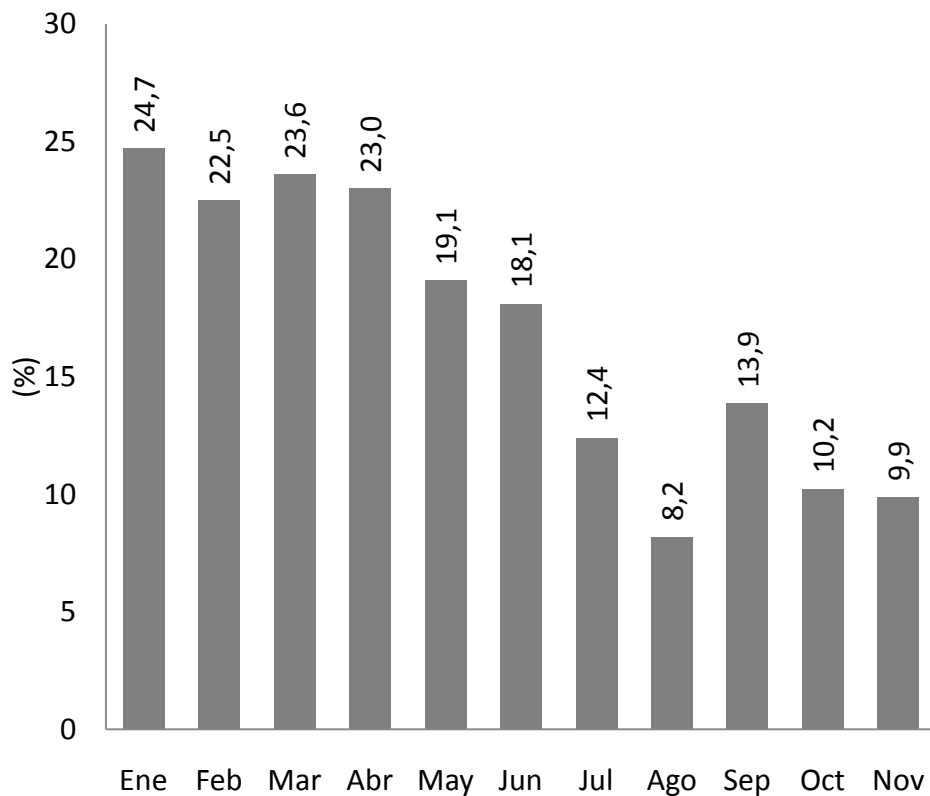


Ingresos reales de los hoteles

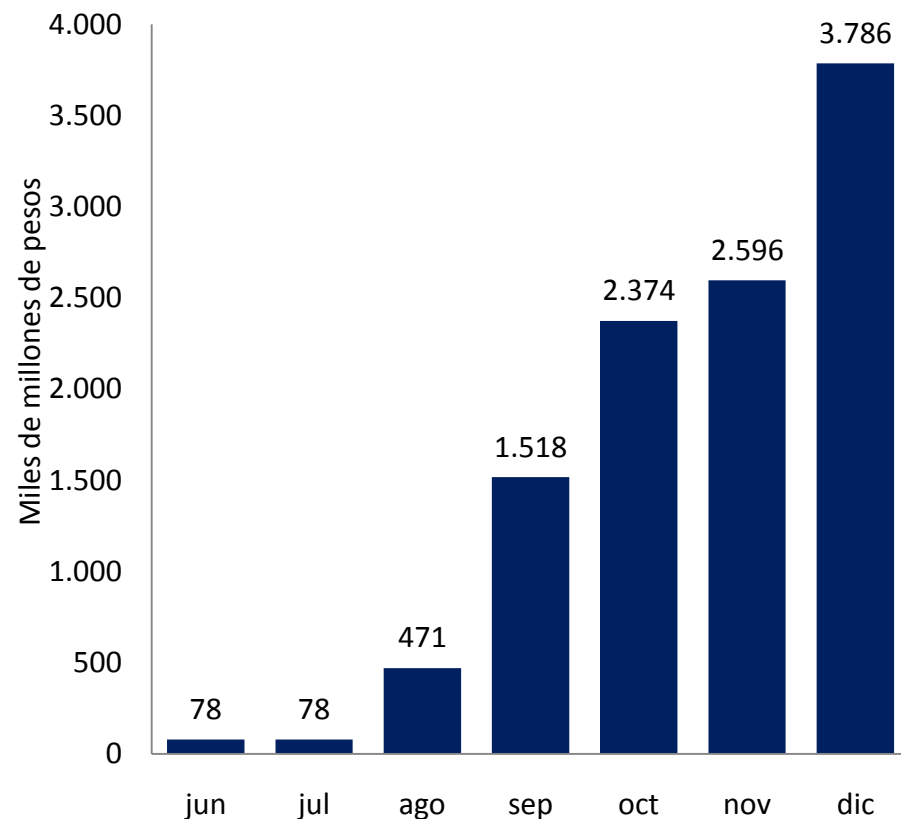


El lento ritmo de aprobación de licencias ambientales y de los recursos de regalías en 2012, afectaron el crecimiento del PIB a través de obras civiles. Los retrasos por licencias se han moderado y este año se aprobaron 10bn de pesos por regalías hasta 3T13.

Participación de los pozos pendientes por demoras en licencias ambientales sobre el total programado en 2012



Valor aprobado de proyectos en el Sistema General de Regalías (cifras año corrido sobre los 6.1 billones de pesos de la vigencia 2012)

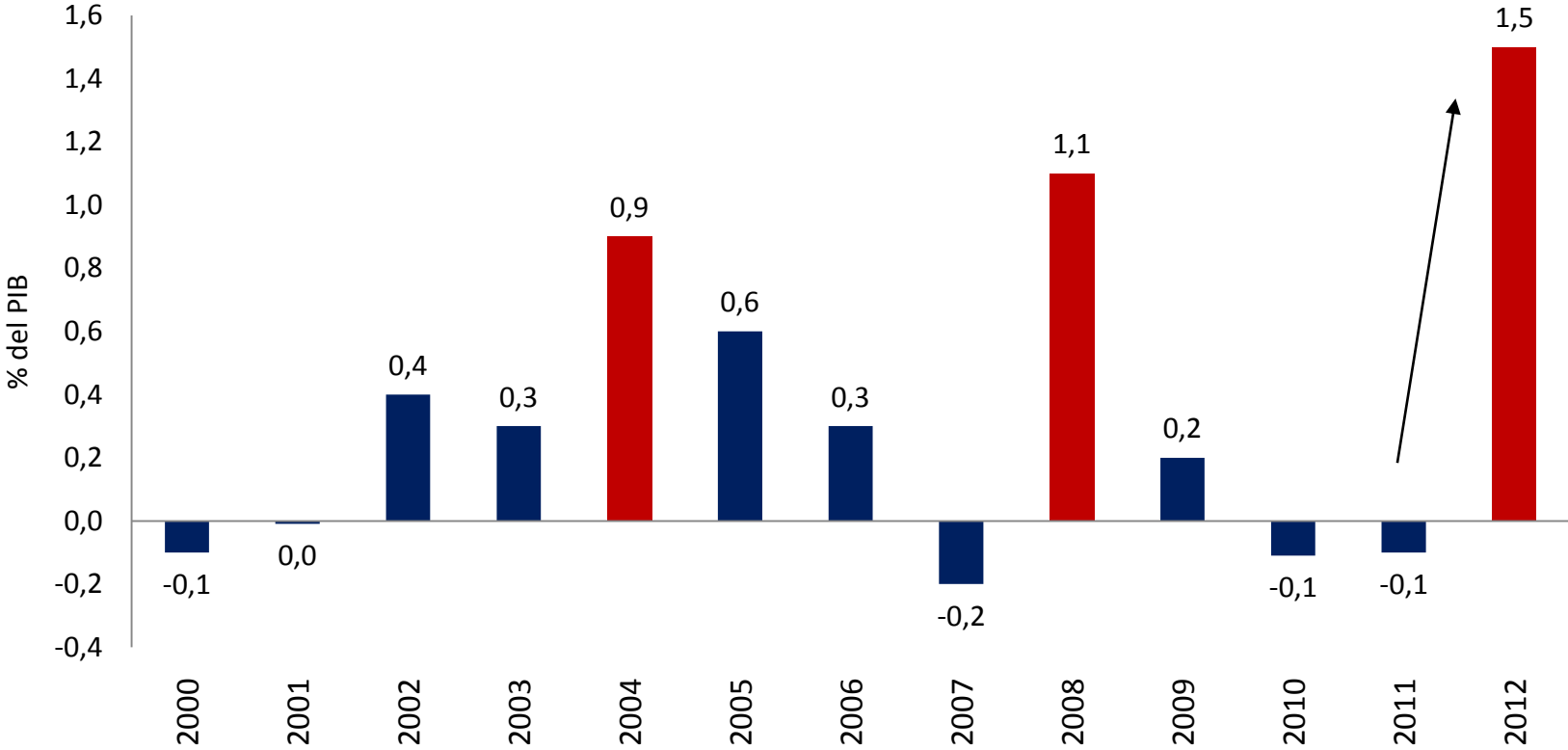


Fuente: ANH

Fuente: DNP, cálculos Corficolombiana

El ciclo político también afectó la ejecución presupuestal en 2012, pues fue el año de nuevos gobiernos regionales y municipales. Típicamente en esos años se presenta una baja ejecución (barras en rojo). 2013 debería mostrar un repunte en este aspecto, al igual que por el inicio de la campaña presidencial.

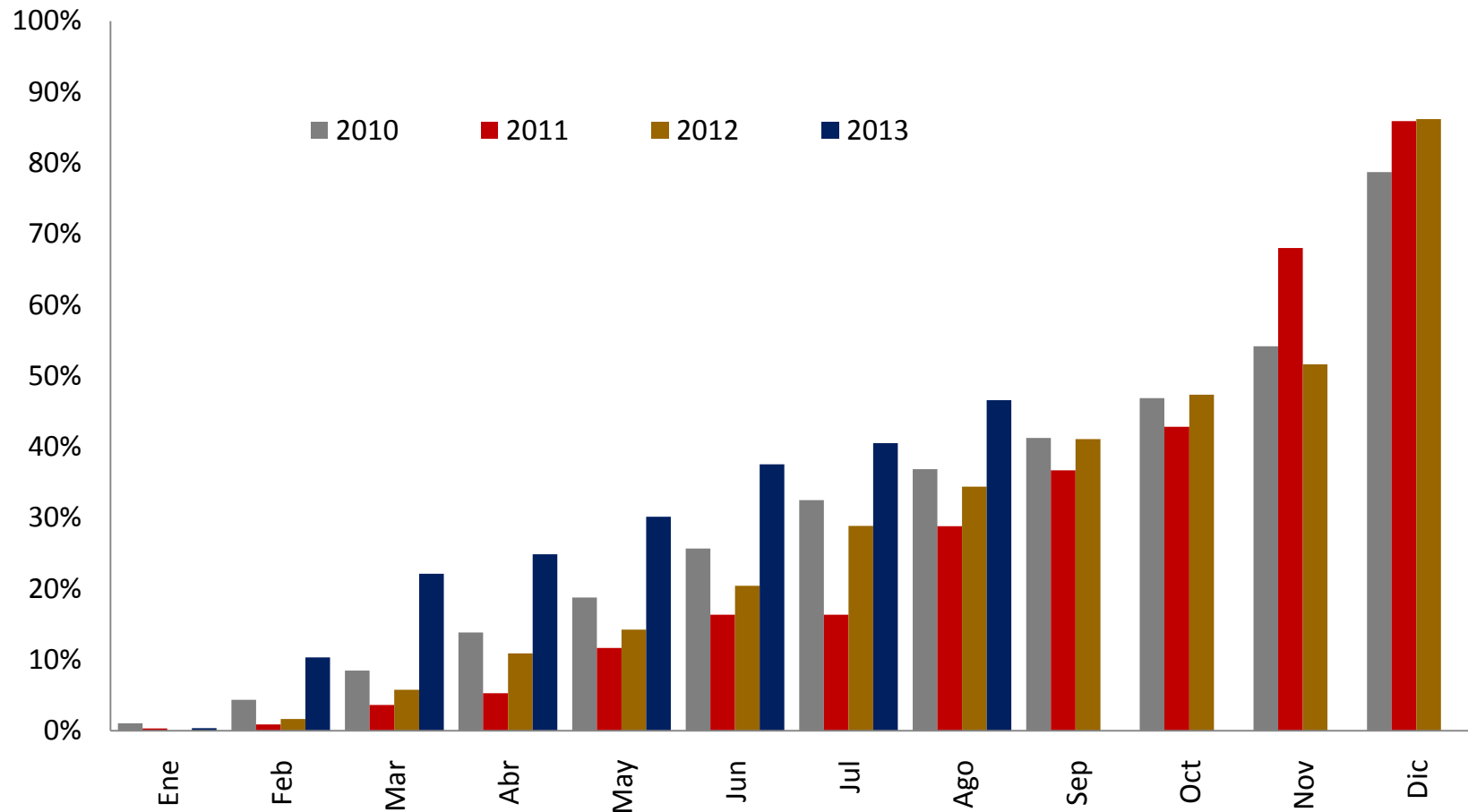
Balance fiscal del Gobierno Regional y Local



Fuente: DGPM - Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Banco de la República.

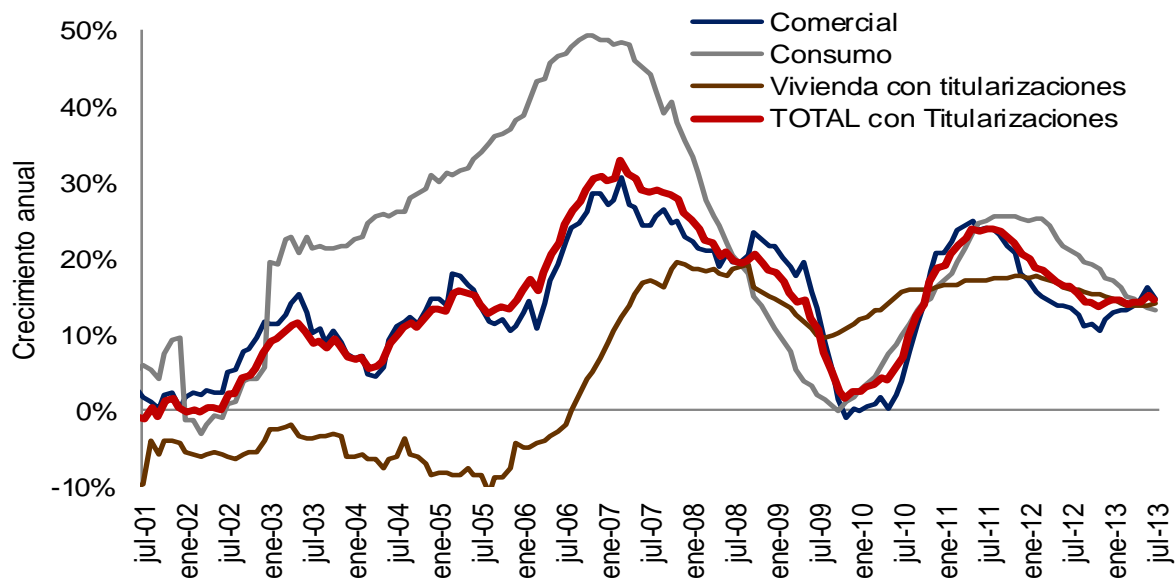
La ejecución del presupuesto de inversión del GNC en agosto fue de 46.6%, sustancialmente por encima del promedio de los últimos cinco años (38.1%).

Ejecución presupuestal de inversión del Gobierno Central en lo corrido del año
(Obligaciones/Apropiaciones)



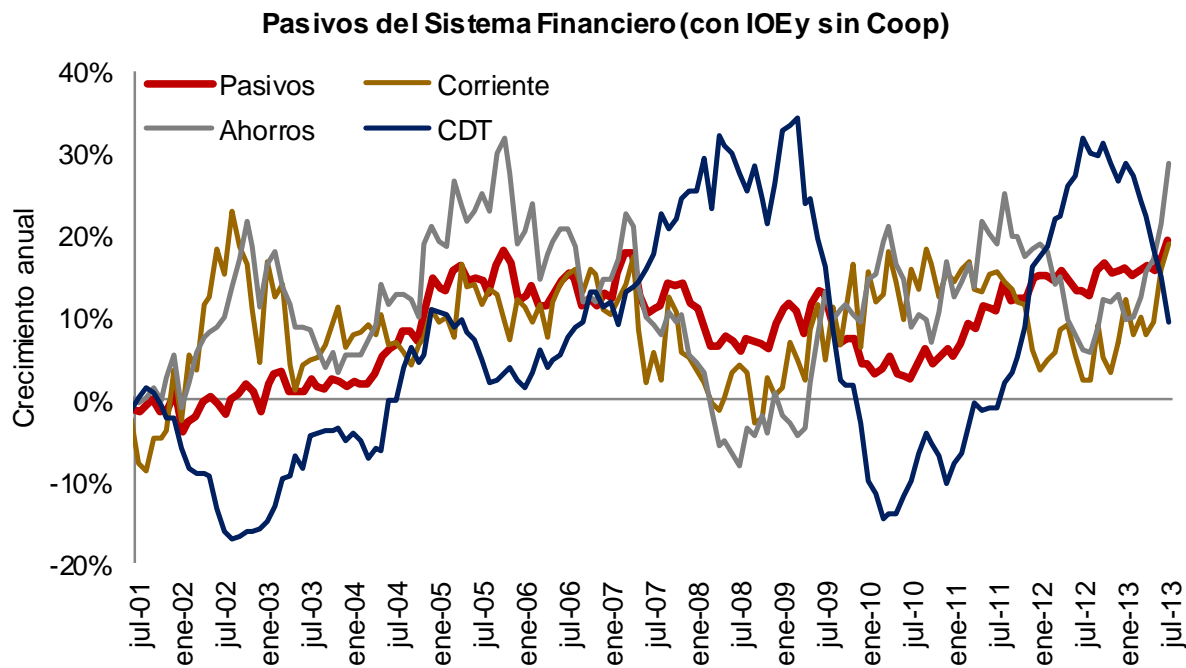
CARTERA DE CRÉDITO: Esperamos una aceleración en la segunda mitad de 2013 y a lo largo de 2014, impulsada por el crédito comercial.

Crédito del Sistema Financiero (con IEO y sin Coop)



	Reales				Nominales			
	2012	jun-13	2013py	2014py	2012	jun-13	2013py	2014py
Total CON titularizaciones	11.5%	12.7%	13.2%	15.1%	14.2%	15.1%	16.3%	18.7%
Comercial	9.4%	13.6%	13.6%	16.0%	12.1%	16.1%	16.8%	19.7%
Consumo	14.7%	11.0%	12.1%	13.4%	17.5%	13.4%	15.2%	17.0%
Hipotecaria + TIT	12.2%	11.5%	11.9%	13.8%	14.9%	13.9%	15.0%	17.5%
EXCLUYENDO TITULARIZACIONES								
Total SIN titularizaciones	12.2%	13.7%	14.0%	15.4%	14.9%	16.1%	17.1%	19.1%
Hipotecaria	21.3%	22.8%	21.3%	17.2%	24.2%	25.4%	24.7%	20.9%

DEPÓSITOS BANCARIOS: Esperamos una desaceleración en el crecimiento de los depósitos líquidos y una aceleración en los depósitos a término en 2014, en la medida que las tasas de corto plazo aumenten a lo largo del año.



	Reales				Nominales			
	2012	jun-13	2013py	2014py	2012	jun-13	2013py	2014py
Pasivos Total	15.5%	17.4%	17.2%	15.5%	18.3%	19.9%	20.4%	19.1%
Cta Corriente	6.8%	15.9%	15.3%	12.3%	9.4%	18.4%	18.4%	15.9%
Cta Ahorros	12.6%	21.2%	25.2%	14.9%	15.3%	23.9%	28.7%	18.5%
CDTs	26.5%	14.8%	6.3%	18.0%	29.5%	17.3%	9.2%	21.8%

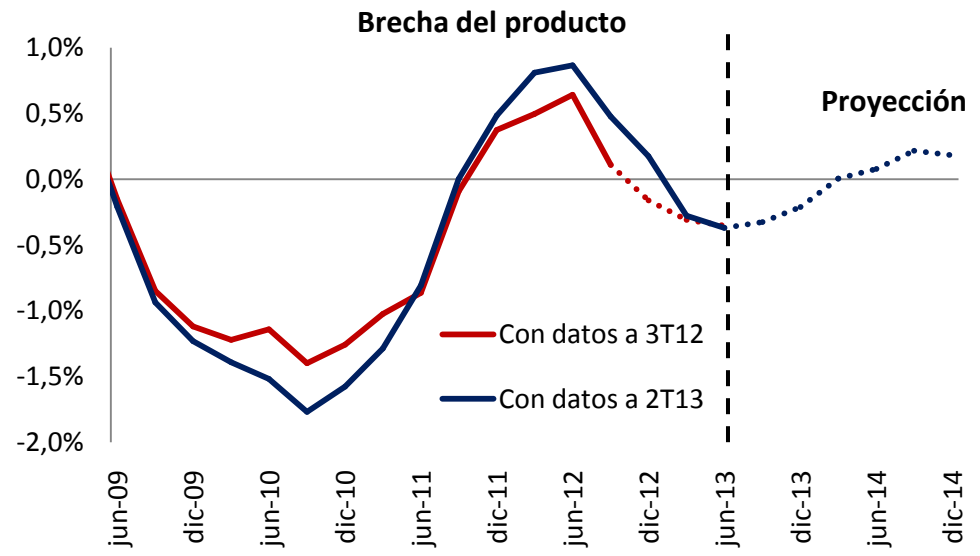
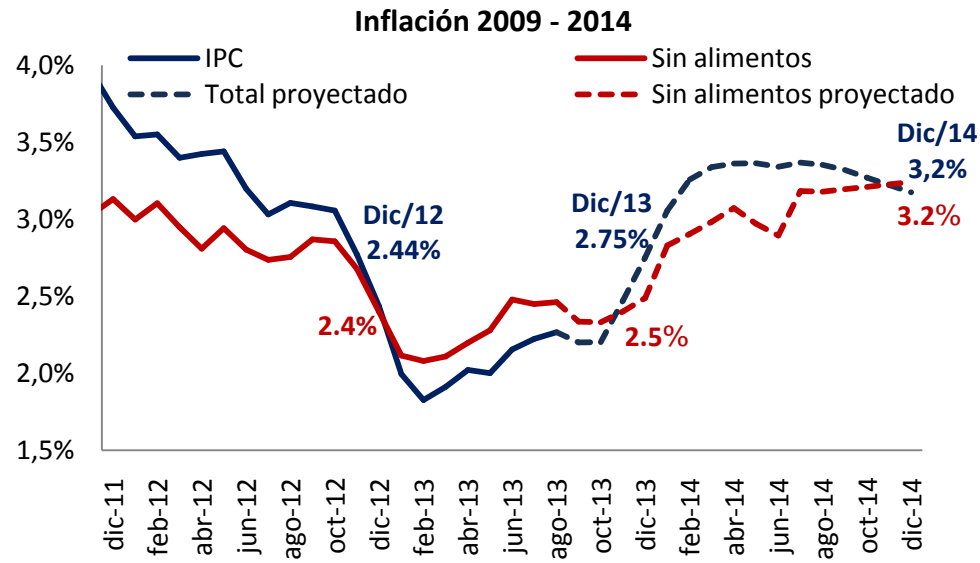
Contenido

1. Contexto internacional
2. Actividad económica local

3. Inflación y política monetaria

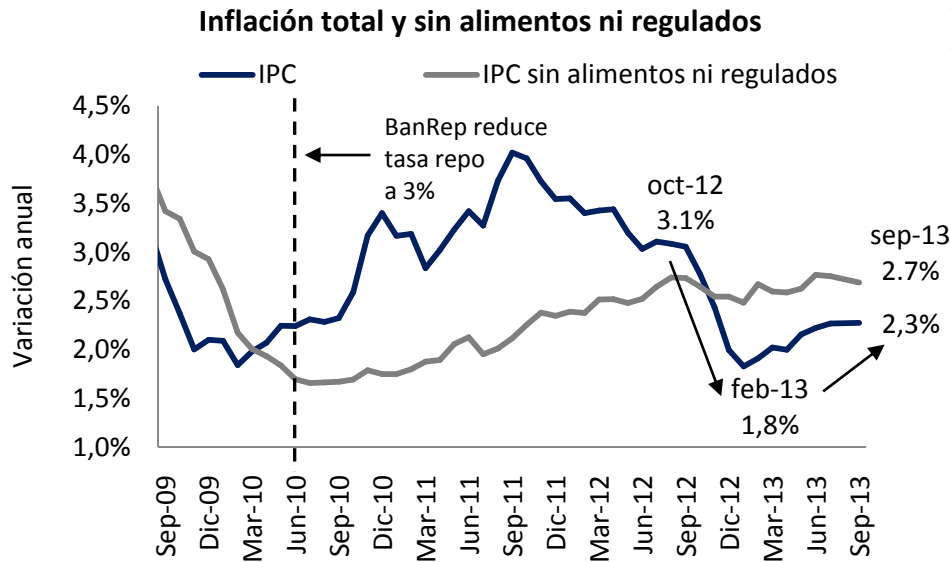
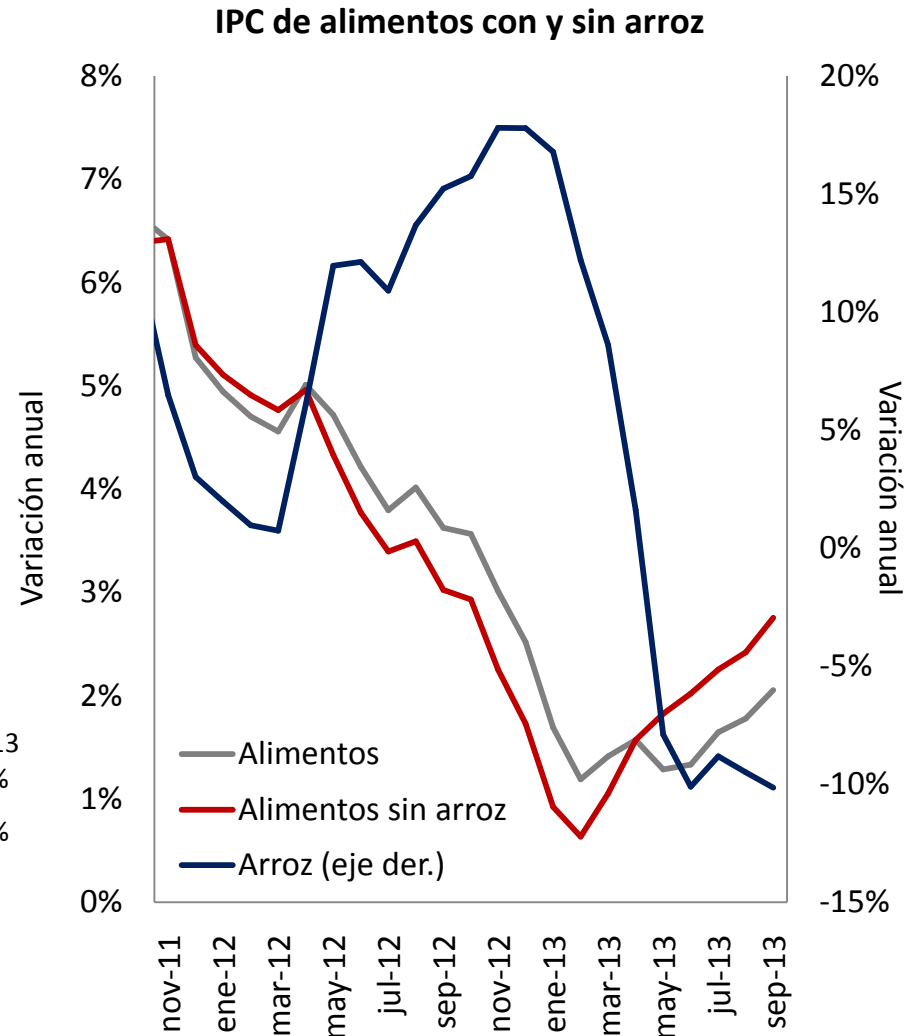
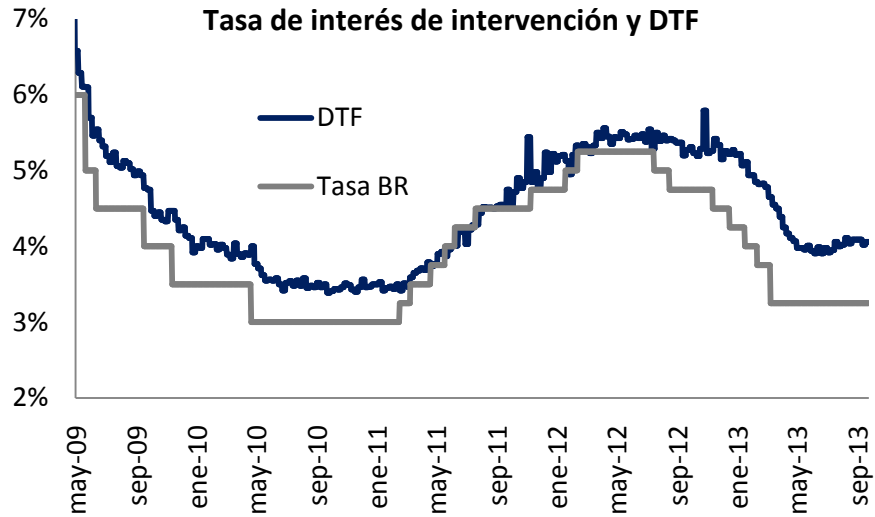
4. Tasa de cambio

La inflación repuntará en el último bimestre de 2013 (esperamos que cierre el año en 2.8%) y en el primero de 2014, aunque permanecerá dentro del rango meta. En 2S14 esperamos que se estabilice y termine el año en 3.2%.



- **2013:** En 1T13 finalizó el proceso de desaceleración económica 2012-2013. La **demanda interna** lideró la recuperación en 2T13, y aumentará lentamente las presiones al alza sobre la inflación en 2S13. En el último bimestre del año la inflación se acelerará de forma importante, debido a la baja base estadística de 2012, cuando factores de oferta impulsaron inflaciones atípicamente bajas.
- **2014:** El proceso de aumento de precios de finales de 2013 continuará en los primeros dos meses de 2014, pues se disipará el efecto desinflacionario de una vez que tuvo la reforma tributaria a comienzos de 2013. La **demanda interna** seguirá generando algunas presiones al alza sobre los precios, especialmente en 1S14. La brecha del producto de 2012-2013 fue menos negativa de lo que se pensaba inicialmente, tras la revisión de series de PIB recientes. El **PIB estará alrededor de su potencial y comenzará el proceso de normalización monetaria en la primera mitad del año**. En 2S14 esperamos que la inflación se estabilice levemente por encima del punto medio del rango meta de BanRep, cerrando el año en 3.2%, en un contexto de mejor demanda global y local, y de tasas de interés que seguirán en niveles expansivos durante la mayor parte del año.

El proceso desinflacionario de finales de 2012 y comienzos de 2013 se explicó principalmente por choques de oferta (alimentos y regulados) y en su momento consideramos que no ameritaba nuevos recortes en la tasa repo. En efecto, la inflación núcleo sólo disminuyeron levemente, y en agosto de 2013 había repuntado a niveles cercanos a sus máximos recientes.



La reforma tributaria acentuó las presiones desinflacionarias de alimentos y regulados a comienzos de 2013. Estimamos que la inflación anual disminuyó cerca de 0.25 p.p. en enero por este concepto. Desde comienzos de año hemos sostenido que este efecto se mantendría durante todo 2013 pero se disparará a comienzos de 2014.

Bienes y servicios en el IPC posiblemente afectados por reforma tributaria

Gasto básico	Ponderación en IPC (%)	Variación mensual (%)		Contribución mensual (pbs)		Diferencia (pbs)
		ene-12	ene-13	ene-12	ene-13	
Alimentos	28.2	1.3	0.5	36.4	13.4	-23.1
Comidas fuera del hogar	8.1	1.8	0.8	14.3	6.3	-8.0
Azucar	0.4	1.2	-0.5	0.5	-0.2	-0.7
Café	0.3	0.6	-0.1	0.2	0.0	-0.2
Pastas alimenticias	0.3	0.2	0.0	0.1	0.0	-0.1
Chocolate	0.3	0.7	-0.3	0.2	-0.1	-0.3
Harina de maiz y otras harinas	0.1	1.4	0.6	0.2	0.1	-0.1
Cereales preparados	0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	0.0
Otros cereales	0.1	1.5	0.1	0.1	0.0	-0.1
Transporte	15.2	2.1	0.4	32.4	6.7	-25.8
Combustible	2.9	0.8	-2.1	2.4	-6.2	-8.6
Bus	2.3	2.3	0.4	5.2	0.8	-4.4
Buseta	1.3	2.4	0.5	3.2	0.6	-2.6
Otros Transporte Urbano	0.6	2.4	0.5	1.6	0.3	-1.3
Otros Transporte Intermunicipal	0.3	1.0	0.1	0.3	0.0	-0.3
Otros Para Transporte	0.3	0.2	0.0	0.1	0.0	-0.1
Bus Intermunicipal	0.2	0.8	-1.2	0.2	-0.3	-0.5

0.09 p.p.

0.27 p.p.

0.18 p.p.

No estimamos más recortes en la tasa repo en 2013, además porque el nivel actual es suficientemente expansivo. Esperamos 150 pbs de aumentos en 2014, comenzando en 2T14.

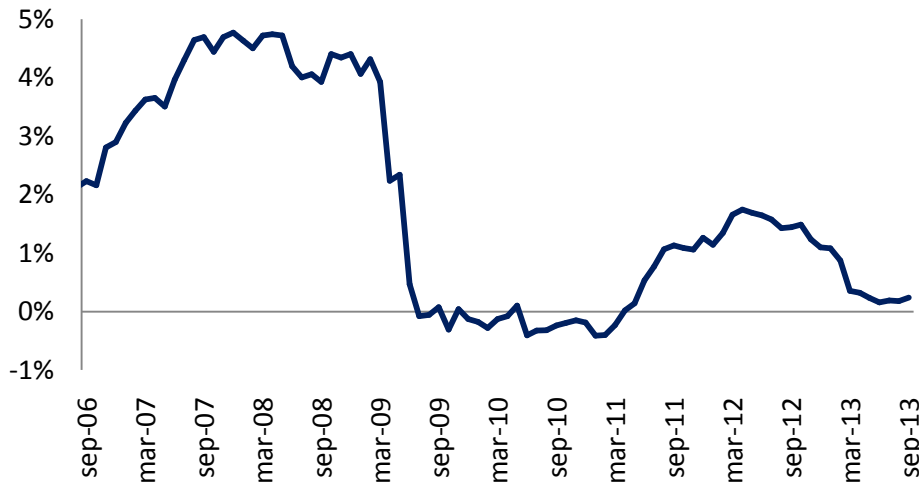
Tasa de intervención real *ex-post* (deflactada con inflación observada)



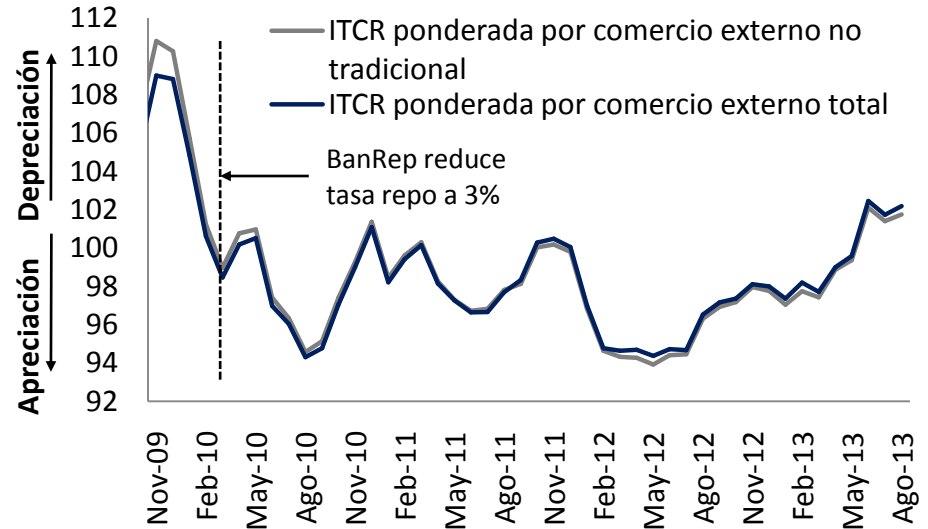
Tasa de intervención real *ex-post* (deflactada con inflación sin alimentos ni regulados)



Tasa de intervención real *ex-ante* (deflactada con inflación esperada)



Índice de Tipo de Cambio Real (ITCR), deflactada con IPP



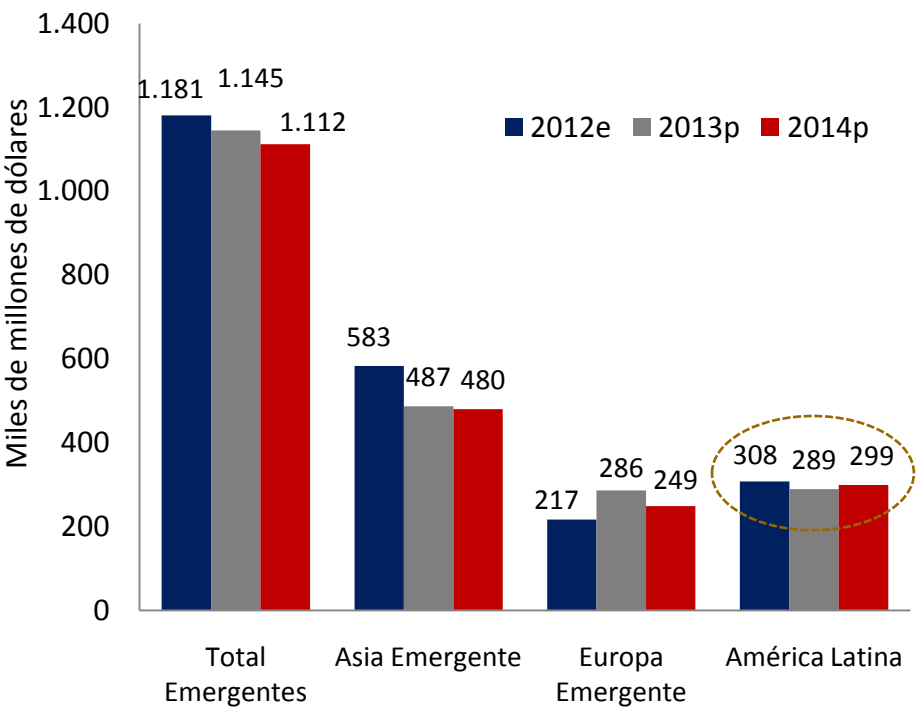
Contenido

1. Contexto internacional
2. Actividad económica local
3. Inflación y política monetaria

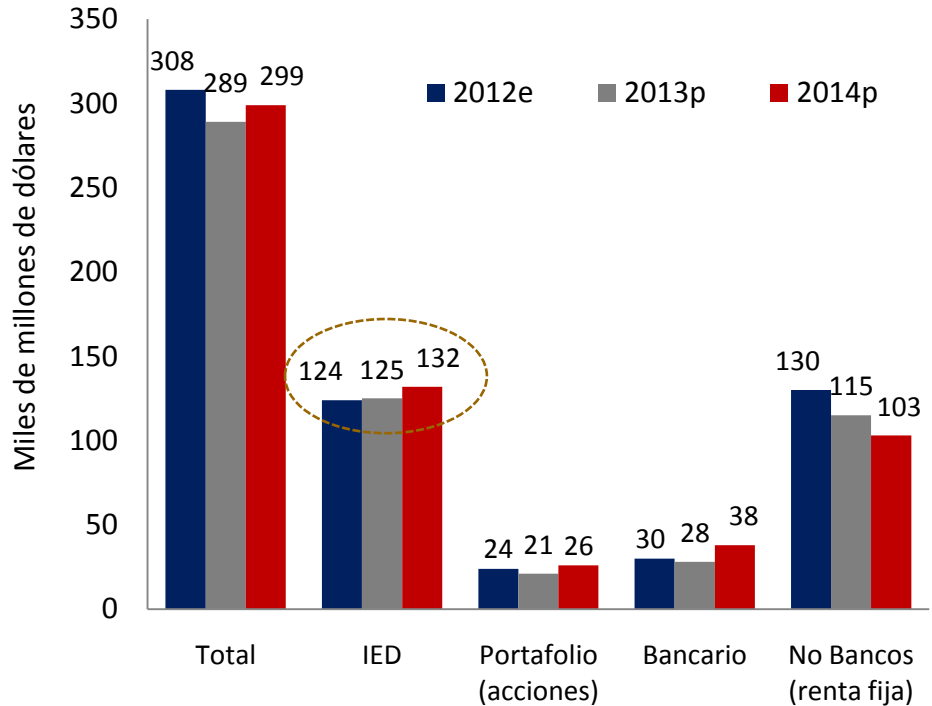
4. Tasa de cambio

Estimamos una tasa de cambio de 1875 COP/USD al cierre de 2014, con un promedio anual de 1915 COP/USD. Los flujos de capital hacia América Latina aumentarán ligeramente frente a 2013, especialmente los de inversión extranjera directa.

Flujos de capital privado a países emergentes



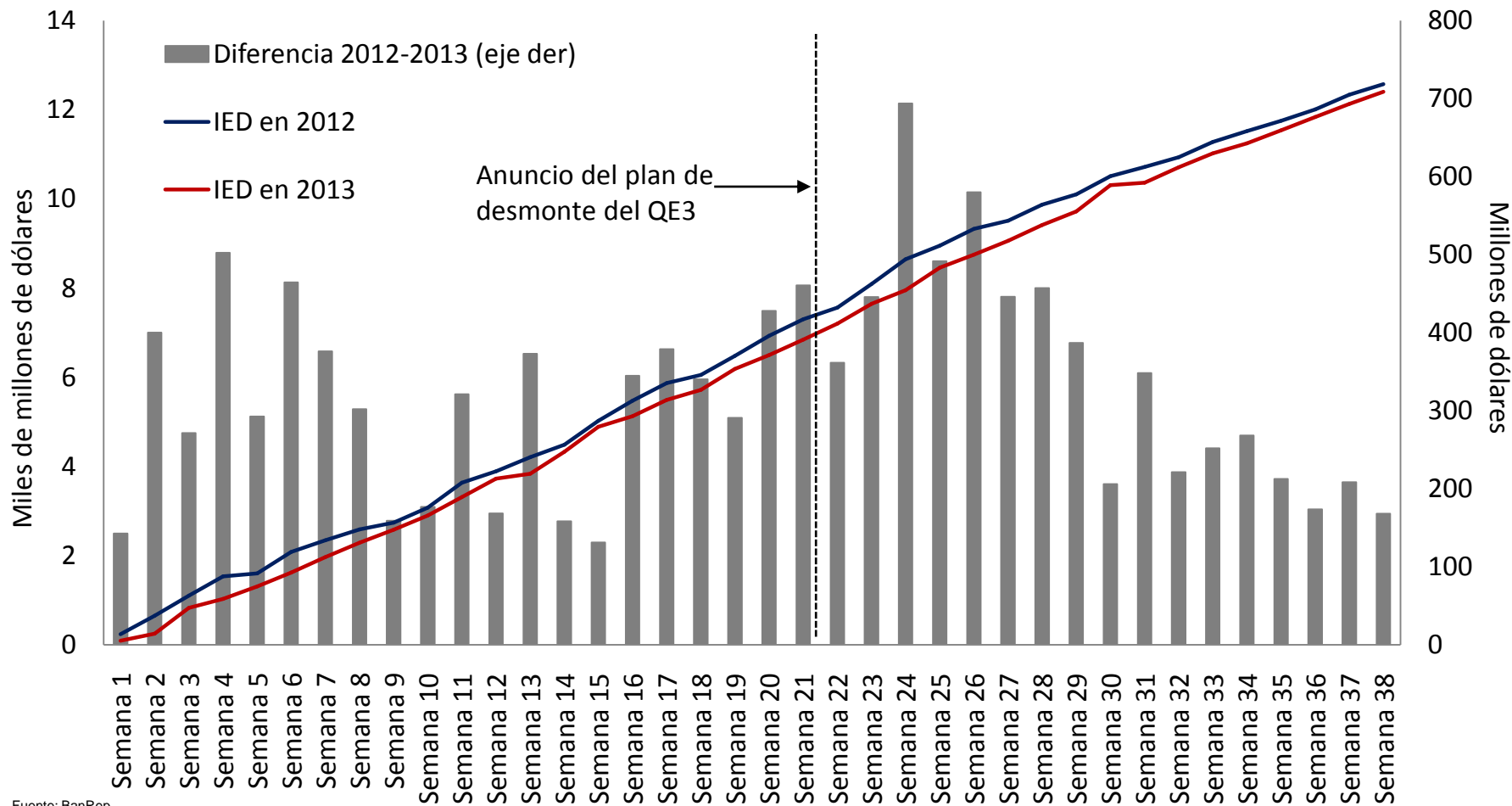
Flujos de capital privado a América Latina



- La amplia liquidez global, y el hecho de que el mercado ya ha incorporado en gran medida el desmonte del QE3 a lo largo de 2014, contribuirán a una buena dinámica (parcialmente retorno) de los flujos de capital hacia América Latina, especialmente en forma de inversión extranjera directa.
- Esperamos episodios de volatilidad importantes como consecuencia de las elecciones legislativas y presidenciales a nivel local en 2T14.

En efecto, la inversión extranjera directa (IED) hacia Colombia no se desaceleró luego de los anuncios del eventual desmonte del QE3 en mayo. Por el contrario, se ha fortalecido, lo cual nos hace ser optimistas frente a su comportamiento de 2014. Según la balanza de pago, la IED **AUMENTÓ 5.5% a/a** en el 1er semestre de 2013.

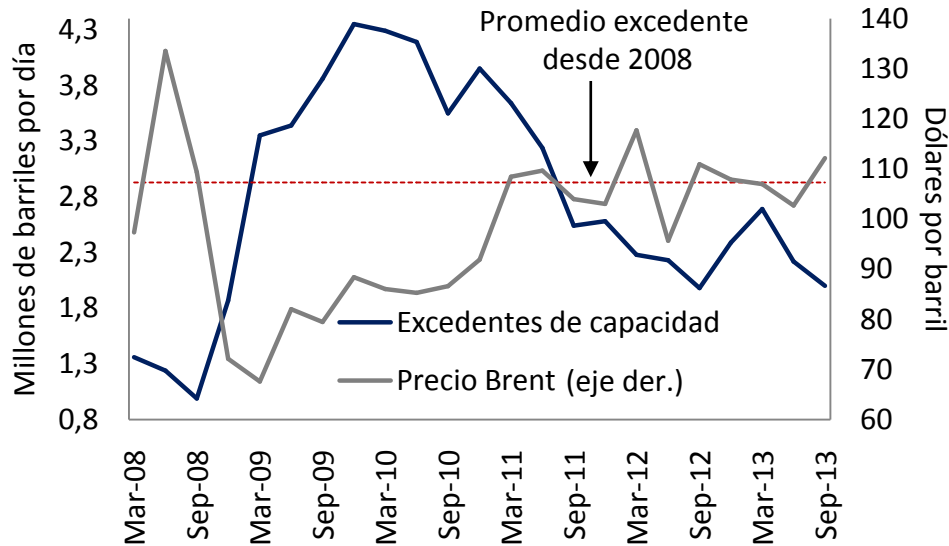
Comparación IED bruta acumulada semanal



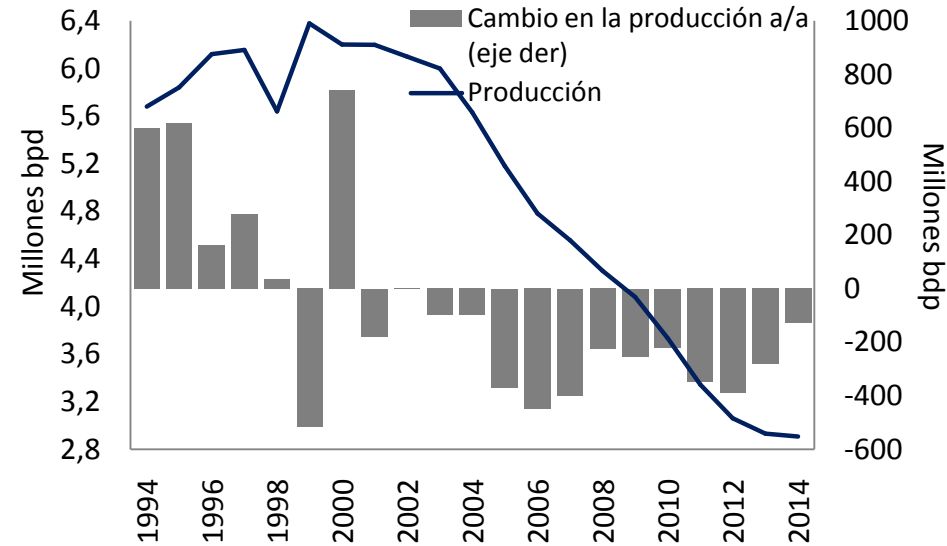
Fuente: BanRep

No anticipamos caídas permanentes en los precios del petróleo. Esperamos niveles similares a los de 2013 debido a la mejor demanda mundial, la estabilización del crecimiento en China y restricciones de oferta que siguen profundizándose.

Excedentes en capacidad de producción de la OPEP



Producción de crudo en el Mar del Norte*



Fuente: EIA - Corficolombiana

Fuente: Bloomberg, EIA * 2013 y 2014 son proyecciones de la EIA

- Excedentes en capacidad de producción de la OPEP se ubican en los mínimos desde 2008, cuando el WTI llegó a 150 dpb. Utilización de capacidad de producción se ubica en máximos de 98%. Los precios permanecerán vulnerables a choques de oferta.
- El mejor comportamiento de la demanda mundial, y la estabilización del crecimiento en China son soporte importante para los precios del petróleo.
- Problemas de suministros de petróleo: i) cuellos de botella por inversión; ii) mantenimiento o agotamiento (Mar del Norte); iii) costos han aumentado (precios más cerca al piso de costos, sugiriendo mayor riesgo de manipulación); y iv) preocupaciones de conflictos políticos (Irán, Siria, Libia, Yemen, Sudán, Irak).

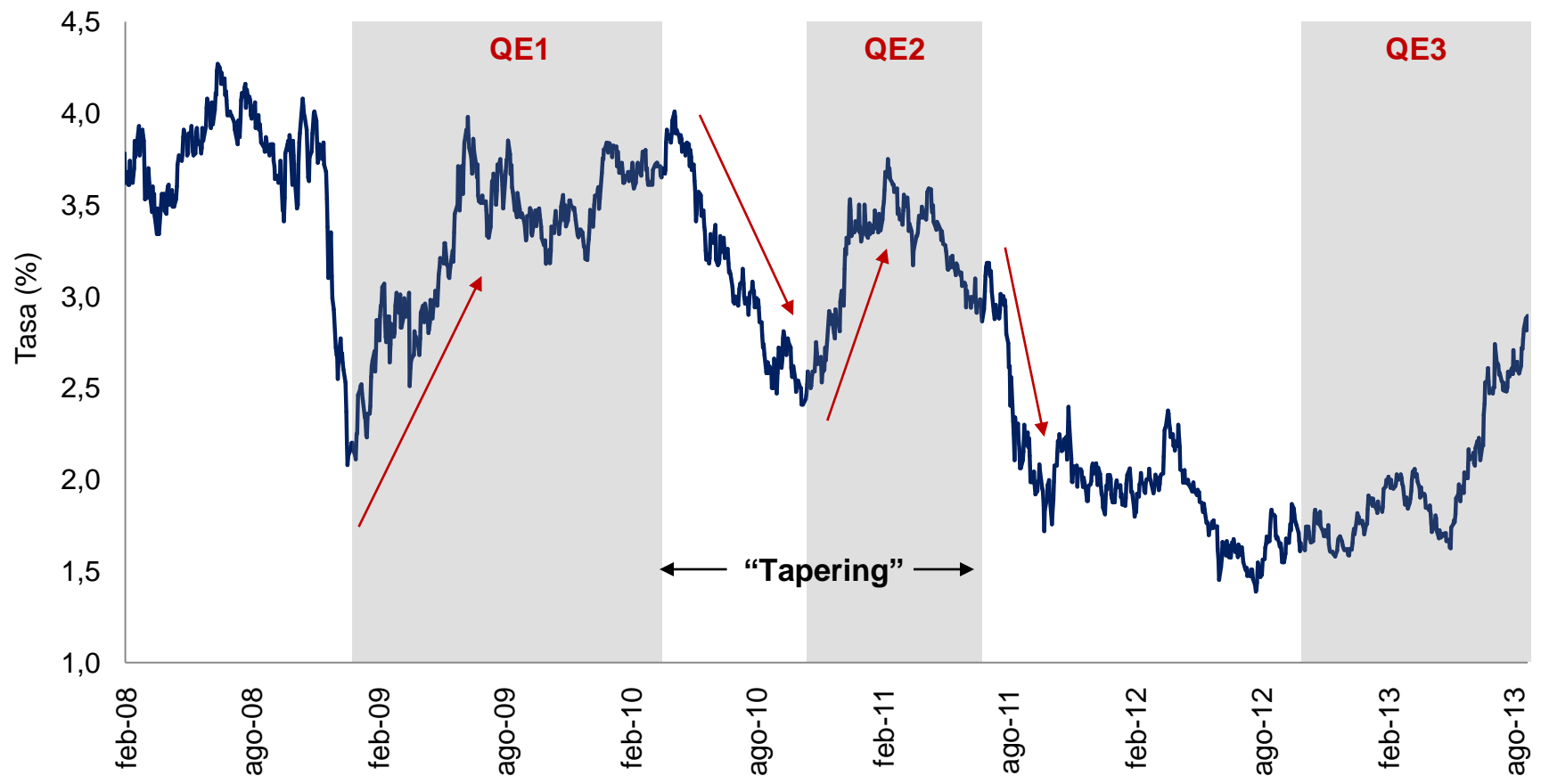
Resumen de proyecciones macroeconómicas

	2010	2011	2012	2013p	2014p
Actividad Económica					
PIB real (%)	4.0	6.6	4.2	4.2	5.0
Consumo Privado (%)	5.0	5.9	4.7	4.4	4.8
Consumo Público (%)	5.6	3.6	5.1	5.0	4.1
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	4.9	18.7	7.6	7.0	8.5
Exportaciones (%)	1.3	12.9	5.4	4.0	6.7
Importaciones (%)	10.8	21.2	9.1	5.3	9.6
Precios					
Inflación, fin de año (%)	3.2	3.7	2.4	2.8	3.2
Inflación, promedio anual (%)	2.3	3.4	3.2	2.2	3.3
Tasas de Interés					
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	3.00	4.75	4.25	3.25	4.75
DTF E.A., fin de año (%)	3.47	4.98	5.27	4.00	5.00
Finanzas Públicas					
Balance fiscal total GNC (% PIB)	-3.9	-2.9	-2.3	-2.4	-2.4
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	-1.1	-0.1	0.2	0.1	0.2
Deuda bruta GNC (% PIB)	38.6	36.4	34.6	34.8	35.0
Deuda bruta Sector Público no Financiero (% PIB)	46.3	42.9	40.6	41.5	41.6
Balance fiscal total Sector Público Consolidado (% PIB)	-3.3	-2.0	0.3	-1.0	-1.0
Sector Externo					
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	1914	1943	1768	1850	1875
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	1899	1848	1798	1875	1915
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-3.1	-2.9	-3.3	-3.4	-3.3
Inversión extranjera directa (% PIB)	2.4	4.1	4.2	4.2	4.2

Anexo. Mercados de TES y Bonos del Tesoro de EEUU

El comportamiento de los Tesoros depende no sólo de los flujos sino de las expectativas. Ambos factores han jugado un rol crucial en previos programas de relajamiento cuantitativo (antes de, al inicio, durante, y después de culminados) y el comportamiento de las tasas no es tan obvio como parece. Ya ha habido dos “taperings” antes (fin del QE1 y del QE2). No anticipamos nuevas alzas de tasas con el “tapering” del QE3.

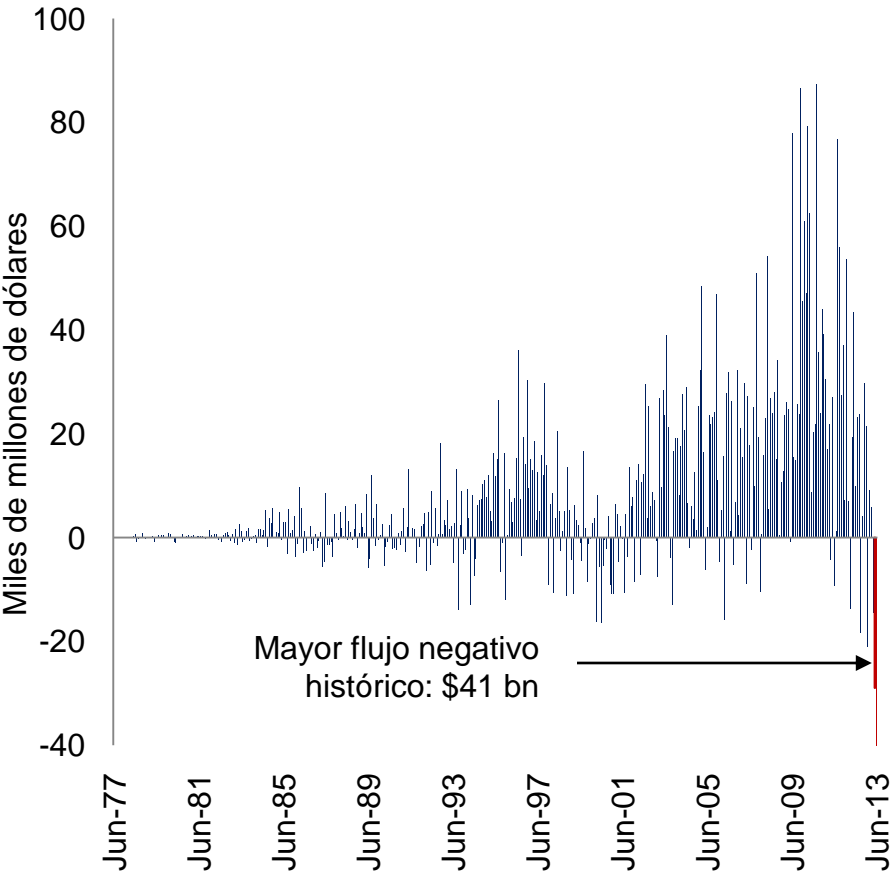
Bonos del Tesoro a 10 años



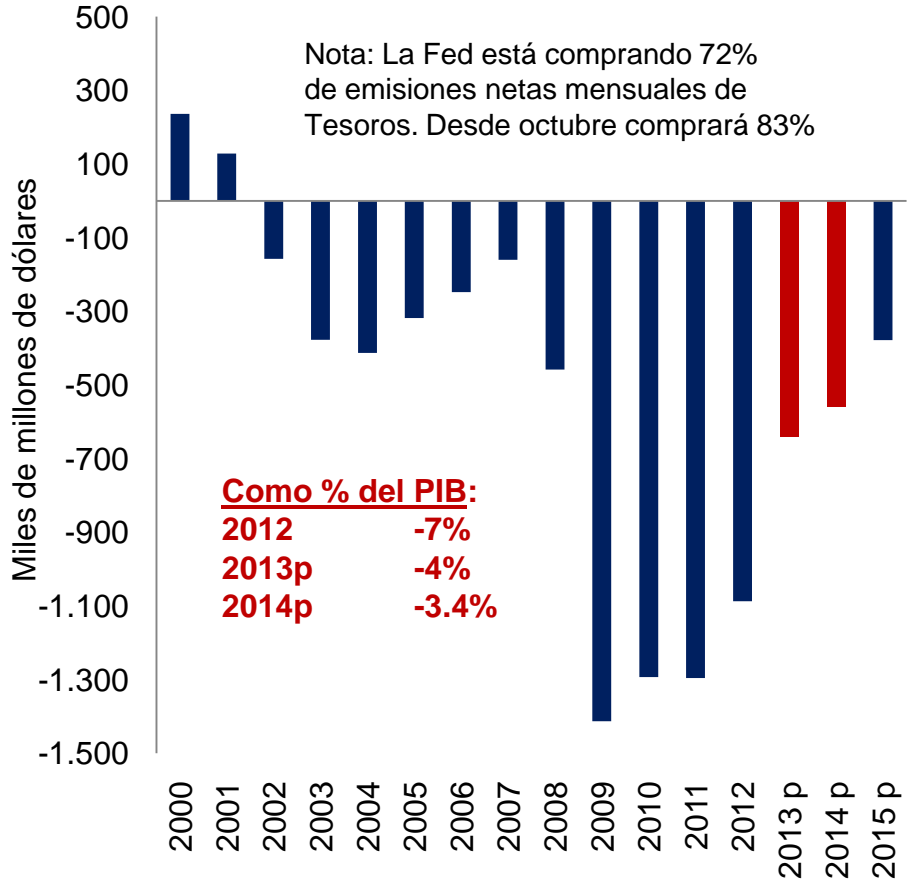
Fuente: Bloomberg

El aumento en la tasa de los Tesoros no sólo se explica por las expectativas del desmonte del QE3, sino también por ventas récord por parte de agentes foráneos, lo que sugiere que la reducción en exposición a Tesoros puede haberse agotado (en julio se registraron compras por US\$50bn). La reducción del déficit fiscal implica menos emisión de Tesoros y compensa menores compras de la Fed en los primeros meses del desmonte del QE.

Flujos netos mensuales de Notas y Bonos del Tesoro por parte de los mayores tenedores extranjeros



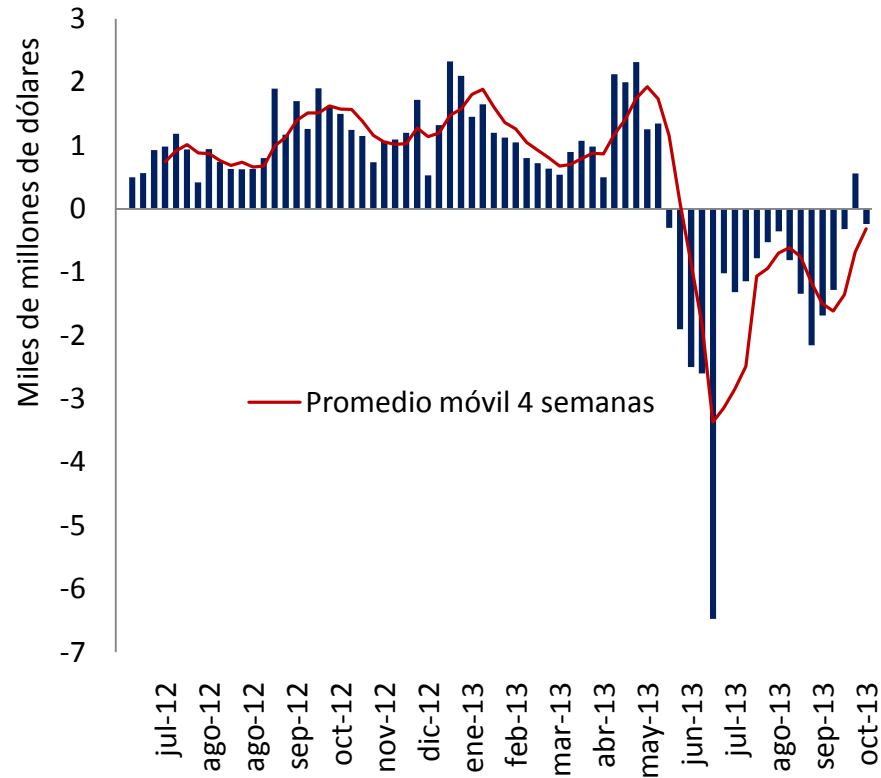
Balance fiscal de EEUU



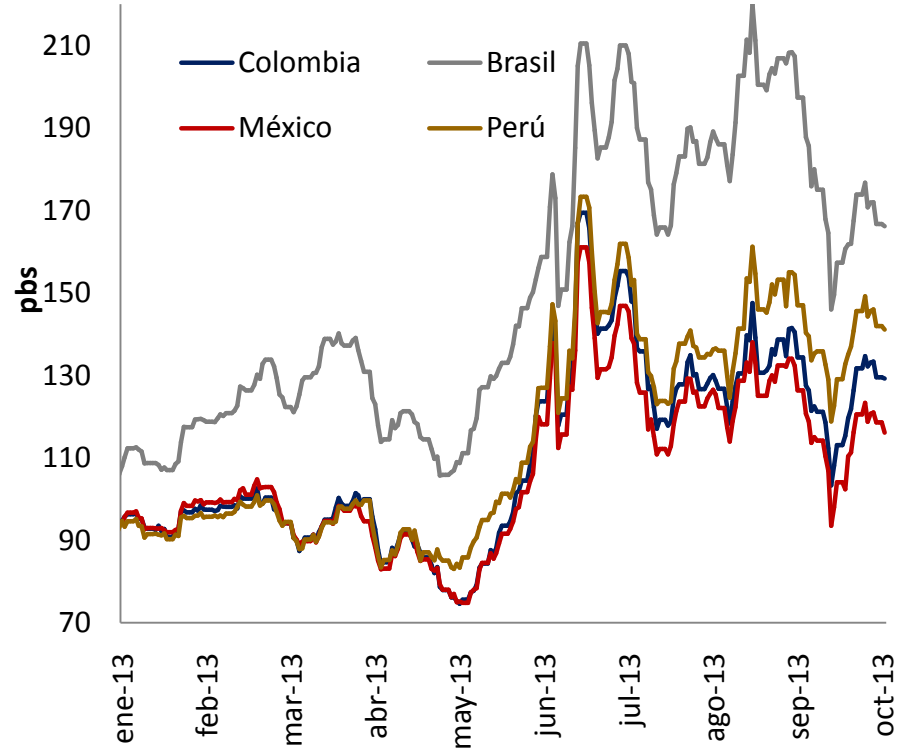
Fuente: Treasury International Capital, Congressional Budget Office.

La expectativa de disminución del QE3 también ha generado un agresivo reposicionamiento por parte de los inversionistas globales, con especial énfasis en retiros de bonos emergentes. Las primas de riesgo de los países emergentes han aumentado sustancialmente, lo que ha afectado sus mercados de deuda (local y externa) y cambiarios.

Flujos a bonos de economías emergentes

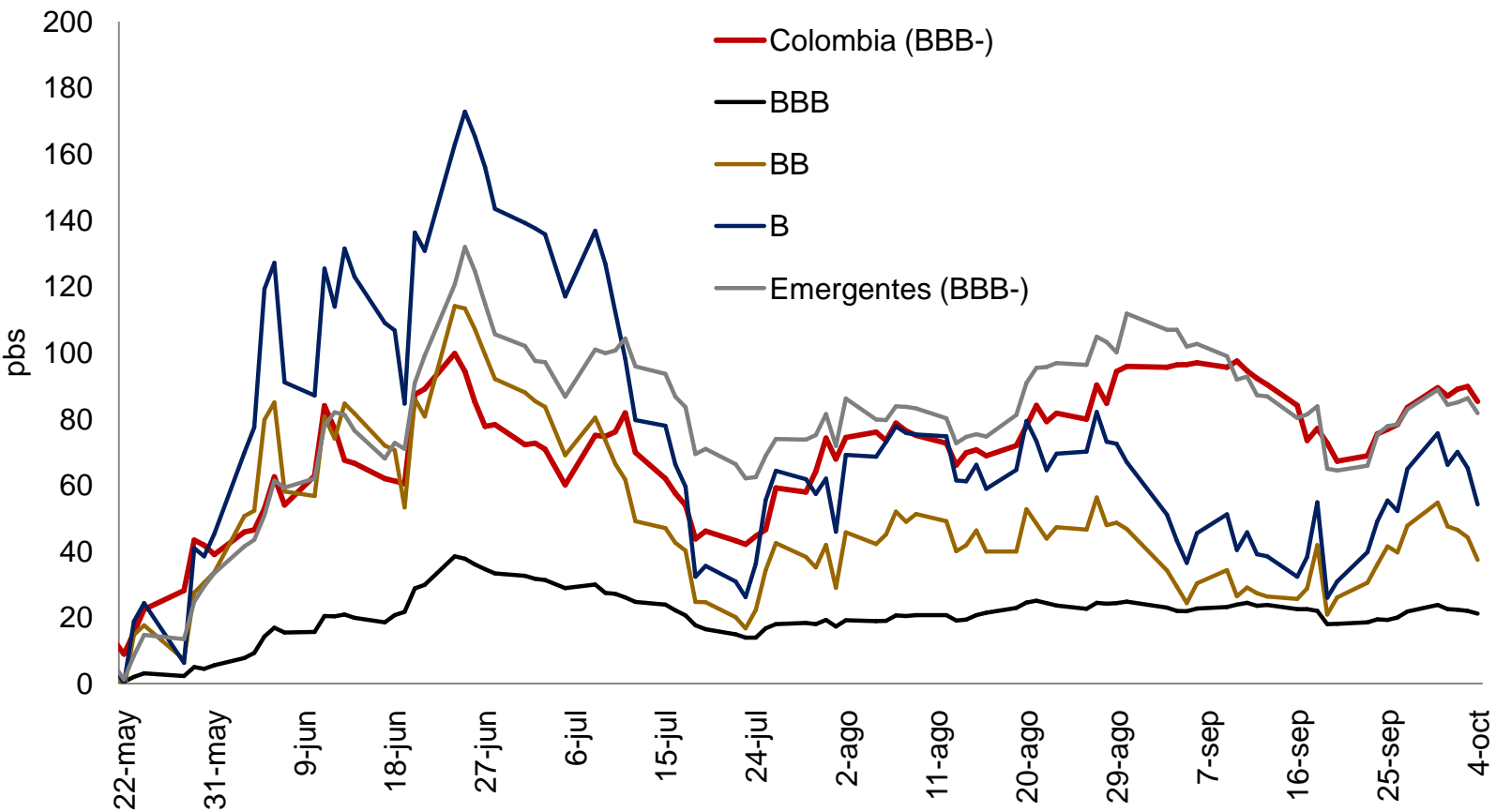


CDS a 5 años en América Latina



Sin embargo, el aumento de las primas de riesgo de bonos emergentes ha sido más pronunciado que el registrado en bonos no emergentes con calificaciones similares e incluso inferiores. Colombia ha salido especialmente mal librada de la turbulencia. La reacción en emergentes ha sido excesiva, así que el espacio de recuperación es amplio.

Aumento de primas de riesgo de bonos denominados en moneda extranjera hasta hoy (ajustado por duración)



Fuente: Barclays Live

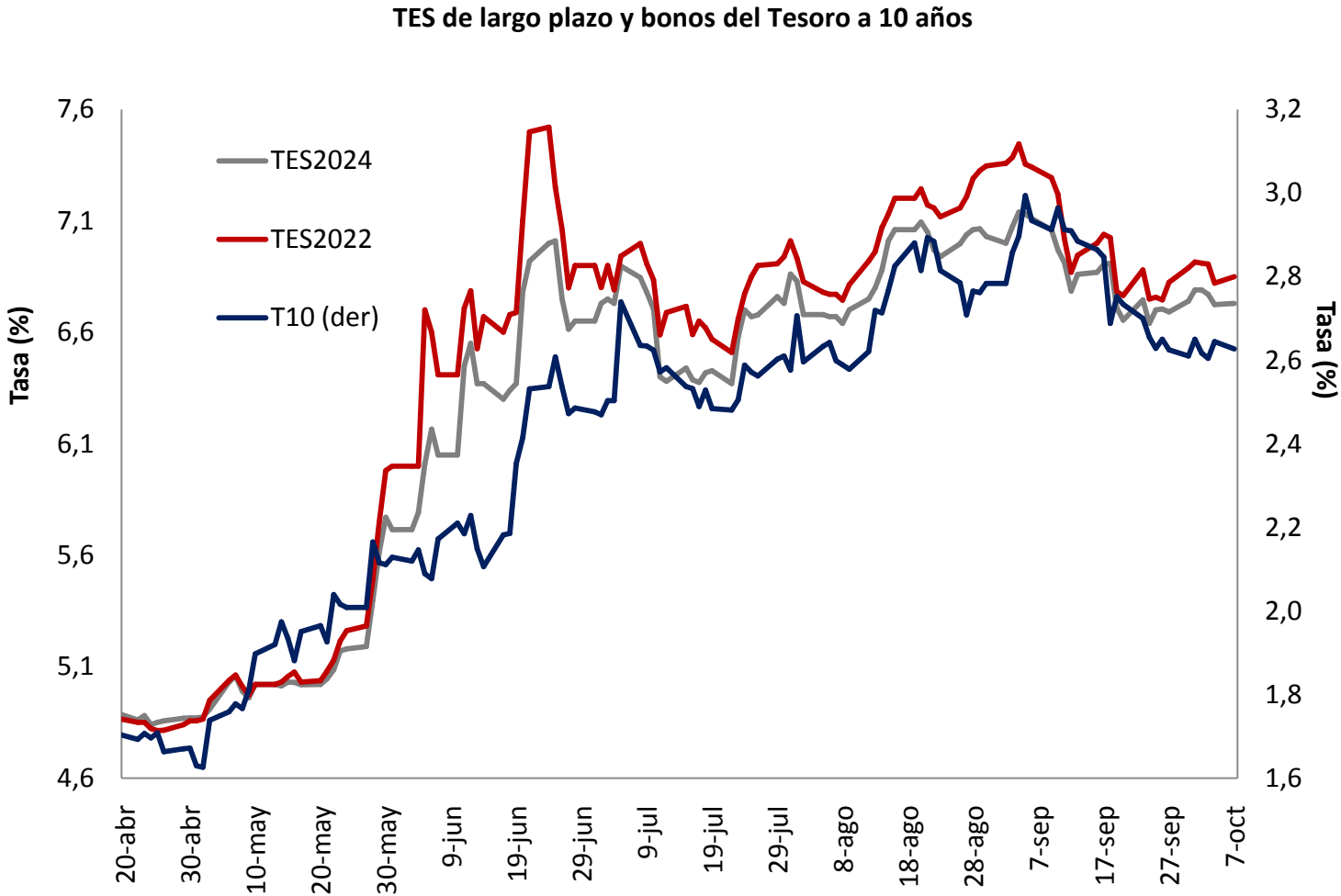
Seguimos estimando que el 1er anuncio de moderación del QE3 ocurrirá en diciembre. La compra de activos se reducirá a 70-75 mil millones de dólares mensuales a partir de enero de 2014 (bajando desde los 85 mil millones mensuales vigentes). Desmonte tomará 9 a 12 meses. Tasa Fed subirá sólo hasta 2S15 y el aumento será ultra-gradual.

- Una reducción en la compra de activos **no equivale a retirar el estímulo monetario**. Comprar 70-75 mil millones de dólares mensuales implicará seguir inyectando una gran liquidez al sistema financiero, sólo que a un ritmo más moderado, y se compensa con menor emisión de Tesoros.
- Compra de títulos e inyección de dólares durará hasta octubre o diciembre de 2014. Estimamos que **la FED imprimirá más dólares en 2014 (US\$350-450bn) que en 2012 (US\$150bn)!**
- La mayoría del Comité de la FED **no espera que la tasa de referencia comience a aumentar sino hasta 2015**. Sólo hasta ese momento se podrá hablar de “retiro de liquidez”.
- **Bancos Centrales Europeo y de Inglaterra emplearon un tono más bajista** desde comienzos de julio, lo que implica que la amplia liquidez en esas regiones no se reducirá antes de 2015 (sus tasas de referencias estarán bajas hasta 2016 y 2017, respectivamente).
- El **Banco Central de Japón duplicó en 2T13 su programa de relajamiento cuantitativo** y seguirá así en los próximos 2 años.
- Durante esta turbulencia, **los inversionistas han tenido que “parquear” sus recursos en fondos de mercado monetario y en cuentas de ahorro y corrientes, con tasas cercanas a 0%**. Los recursos tendrán que volver a buscar mejores retornos.

ESPERAMOS QUE LOS TESOROS DE 10 AÑOS SE UBIQUEN EN 2.50% ANTES DE FINALIZAR 2013

EN 2014, EN LA MEDIDA QUE LA ECONOMÍA VAYA MEJORANDO Y EL QE SE DESMONTE, ESPERAMOS QUE LOS BONOS DEL TESORO SE SITUEN EN NIVELES DE 3.25%-3.50%

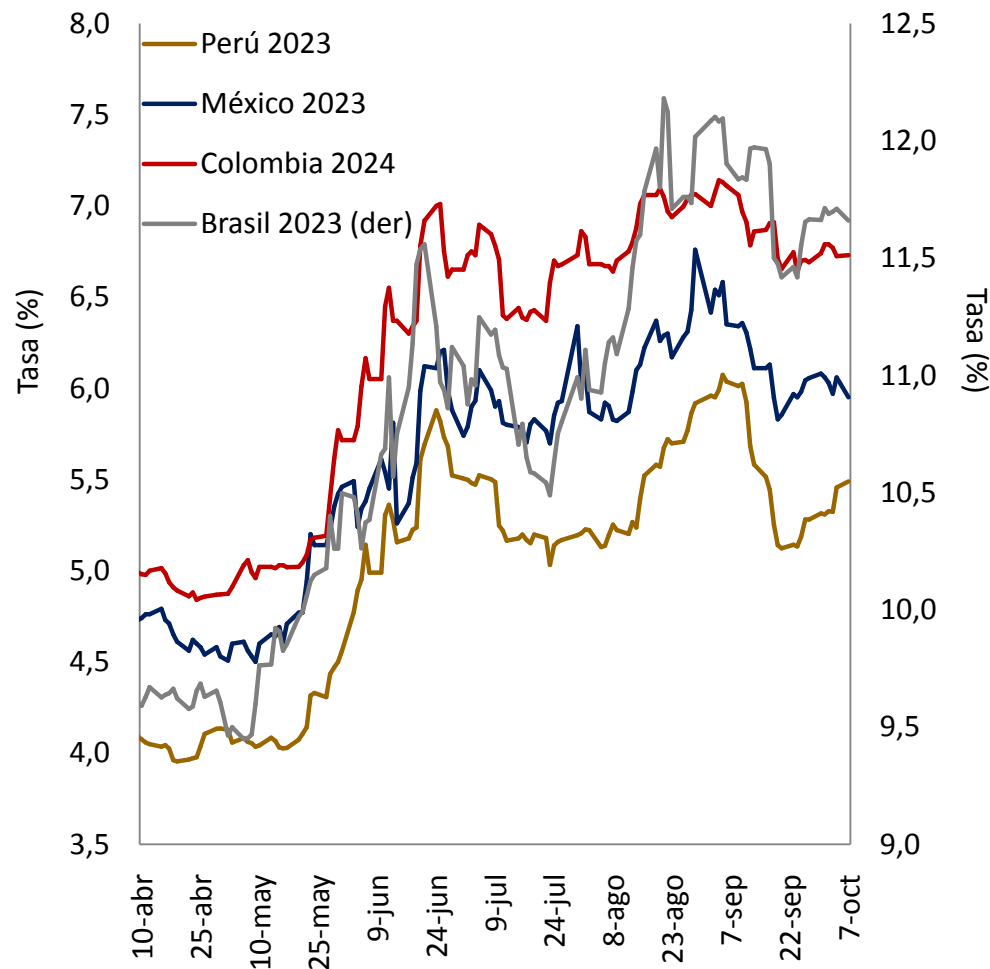
El aumento en la prima de riesgo se ha transmitido a las tasas de los TES, adicional al impacto alcista que ha generado el aumento en las tasas de los Bonos del Tesoro.



En los bajos niveles en que se encontraban los TES de largo plazo, su sensibilidad ante cambios en la tasa de los Tesoros había aumentado sustancialmente, según lo habíamos anticipado

El aumento en las tasas de los TES fue mucho más violento que el que se registró en las tasas de los títulos de deuda pública local en países comparables en América Latina.

Tasas de títulos de deuda pública local en América Latina



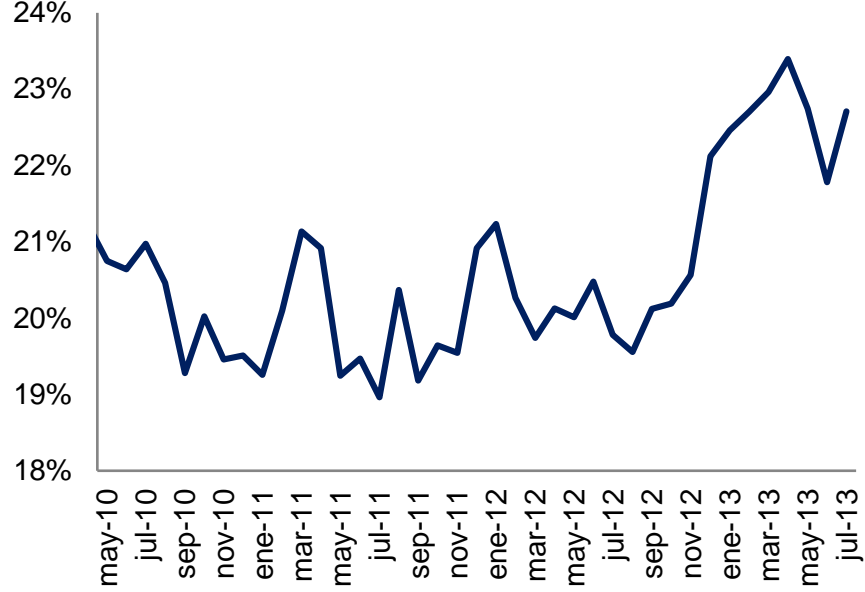
Curiosamente, la participación de los extranjeros en el mercado de TES es relativamente baja frente a la de los principales países en la región:

- En Colombia los extranjeros tienen en su poder menos del 5% del saldo de deuda pública local.
- En México es de 56%.
- En Perú es de 60%
- En Brasil es de 20%.

Lo anterior sugiere que hay factores técnicos adicionales que han jugado en contra de los TES durante este episodio de desvalorizaciones: i) fondos de pensiones; ii) bancos comerciales

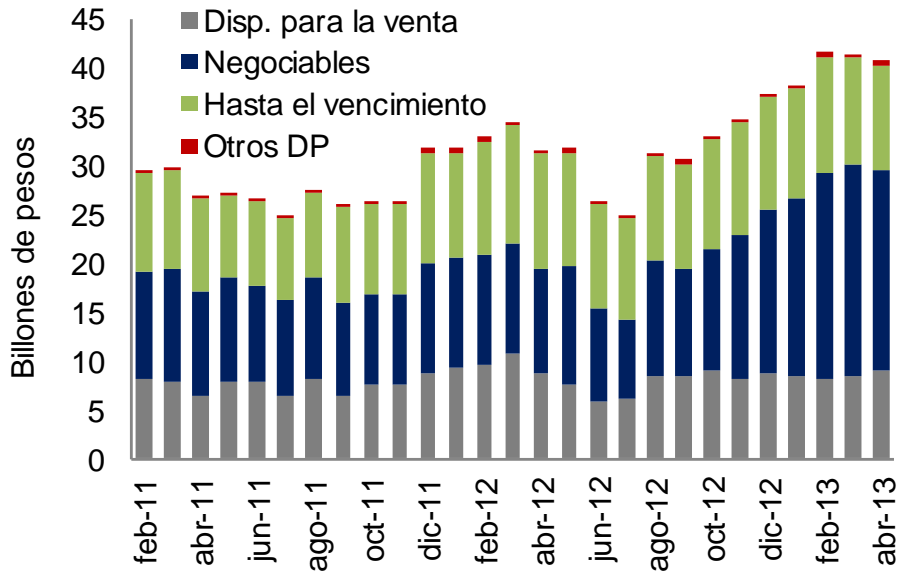
El fuerte aumento en la participación de los bancos locales sobre el saldo total de TES en los últimos 6 meses fue un importante factor de vulnerabilidad para el mercado local.

Participación en el saldo total de TES



Fuente: MinHacienda, cálculos Corficolombiana

Distribución de la deuda pública en el portafolio de los Bancos

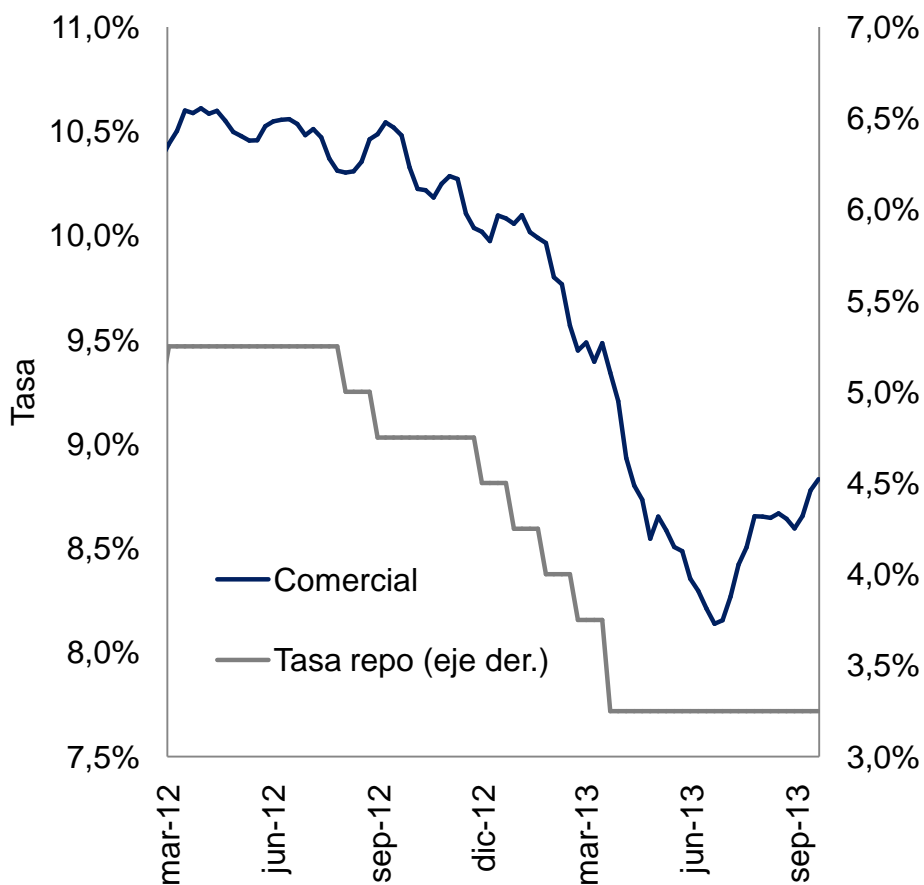


Fuente: Superfinanciera, cálculos Corficolombiana

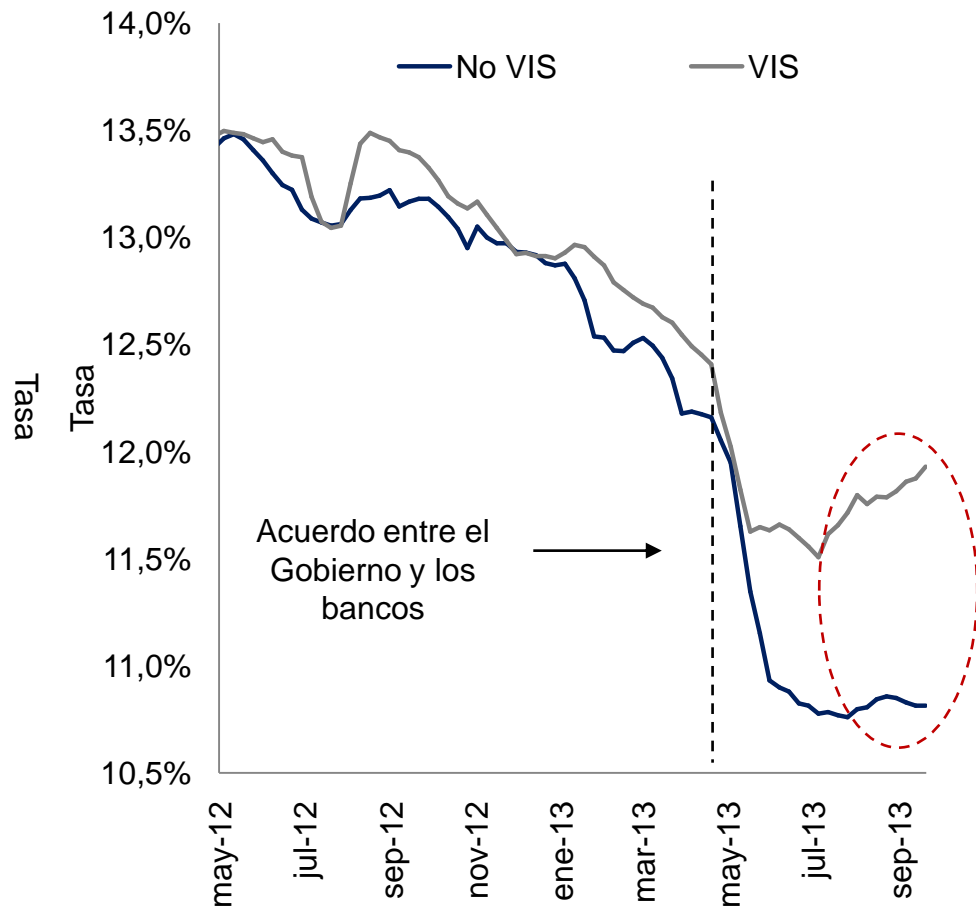
- Desde finales de 3T12, los bancos pasaron de tener 30.5 billones de pesos en TES a 40.7 billones en abril de 2013 (con máximo de 41.4 billones en marzo), un aumento de 10.2 billones de pesos (de los cuales 9.5 billones se clasificaron en “negociables”).
- La capacidad de compra adicional de los bancos ya era limitada antes de que comenzaran las desvalorizaciones, así que era poco probable que tuvieran margen de maniobra para “defender” el mercado de TES en un escenario como el actual.

El aumento en la tasa de los TES ha causado algún endurecimiento en las condiciones financieras a nivel local, lo cual genera riesgos a la baja en el crecimiento económico de corto plazo. La transmisión de la política se ha visto afectada, lo cual podría ameritar medidas de BanRep para ayudar a estabilizar el mercado de deuda pública

Tasa nominal del crédito comercial (PM 4 semanas) vs tasa repo de BanRep



Tasas nominales de adquisición de vivienda en pesos (PM 4 semanas)

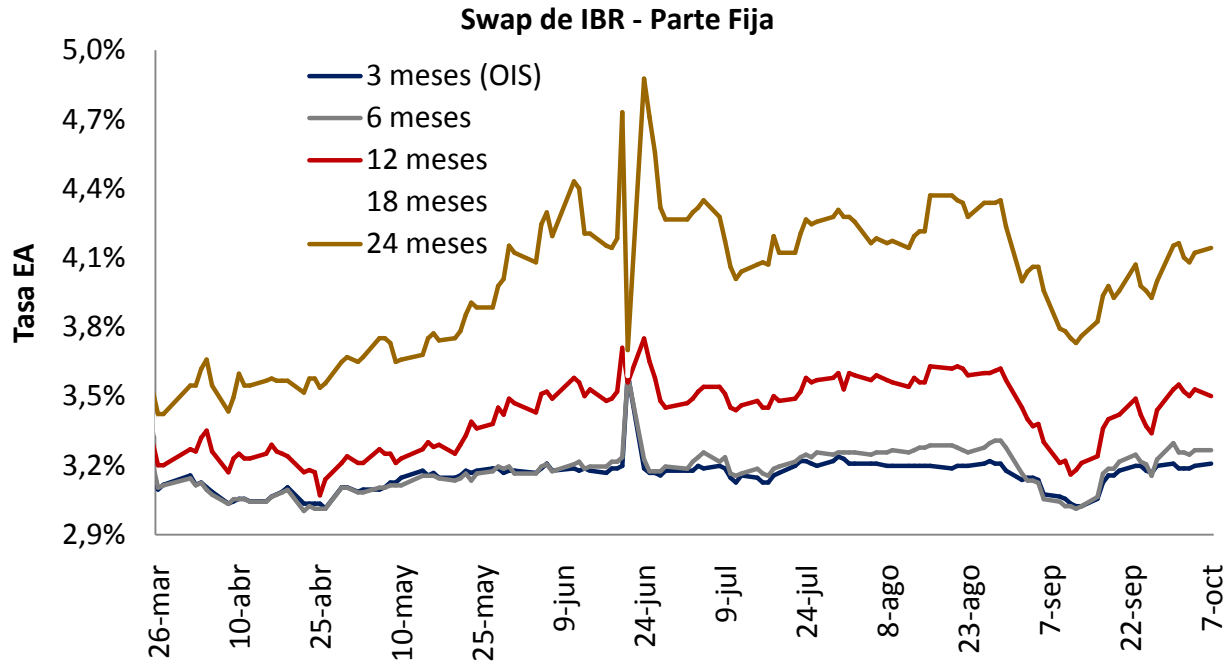


Fuente BanRep. Cálculos Corficolombiana.

Algunas medidas anunciadas por el Gobierno podrían contribuir a la dinámica de recuperación que anticipábamos luego de la reunión de septiembre de la Fed

- i. Subastas de TES se redujeron en 3 billones de pesos.
- ii. Subastas más flexibles en cuanto a montos por referencias
- iii. Subastas ahora incluyen nuevas referencias de menores plazos
- iv. Eventual publicación del decreto que aclara el impuesto de retención en la fuente para inversionistas extranjeros en el mercado de TES
- v. Compromiso de aumentar la oferta neta de TES de control monetario (TES-CM) en tan sólo 300 mil millones de pesos hasta finales del año.
- vi. Aplazar el proyecto que modifica el cálculo de la rentabilidad mínima para los Fondos de Pensiones Obligatorias

El reciente recorte que BanRep hizo a su pronóstico de crecimiento del PIB 2013, y el tono más bajista en su reunión de agosto, retrasa la expectativa del momento en el que comenzarán los aumentos de la tasa repo. **ESPERAMOS QUE LOS TES 2024 BAJEN A 6% ANTES DE FINALIZAR 2013 y EN 2014 ESPERAMOS UN CIERRE DE 6.60% CON LA NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA LOCAL.**



- El mercado estaba estimando que aumentos de tasa de repo iniciarían a finales de este año o muy temprano en 2014.
- Al empujar estas expectativas hacia el futuro y abrir las puertas para un nuevo recorte de tasas, también se genera una presión adicional a la baja en las tasas de los TES a lo largo de la curva.
- El fallo de la Corte Constitucional, que declaró inexecutable la facultad otorgada al Gobierno para regular el precio de los combustibles, congela el precio de la gasolina en lo que resta del año y reduce nuestras expectativas de inflación para fin de año