ECONCEPT

ANÁLISIS ECONÓMICO INDEPENDIENTE

Reporte Mensual

Abr 15 2013 – May 14 2013

DE FRENTE CONTRA LA DESACELERACIÓN ECONÓMICA

Contenidos

El PIB crece más de lo esperado, aun así el Emisor reduce tasas.....2

Comienzo Desalentador de 2013….....8

Importancia del Sector Externo Minero-Energético al Cierre de 2012…….....13

Estados Unidos: ¿Hasta Cuándo la Expansión Cuantitativa?.....17

Qué moverá los Mercados……21

Mercado en Gráficas……22

Pronósticos……23

EConcept A.E.I

Calle 94 # 11A – 32, of 206

Tels: (571) 6358298

(571) 6358300

Andrés Escobar Arango

Presidente

Tel: (57) 310 819 1209

Verónica Navas Ospina

Tel : (57) 310 321 3259

RESUMEN EJECUTIVO

La economía colombiana creció 4% en 2012, un resultado por encima de lo esperado por el mercado (3.8%). Por otro lado, se revisaron hacia arriba los resultados de crecimiento del PIB en 2011 (de 5.9% a 6.6%) y en T3 de 2012 (de 2.1% a 2.7%). Por su parte, el resultado del consumo de los hogares (4% en T4 y 4.3% en 2012) va en contra de cualquier inquietud sobre un fuerte enfriamiento de la demanda privada. Por lo tanto, consideramos excesiva la reducción en la tasa de intervención por parte del Emisor de 3.75% a 3.25%.

Los indicadores líderes para el primer trimestre de 2013 indican un comienzo desalentador para el año. La producción industrial se contrajo 1.7% mientras que el comercio al por menor creció tan sólo 1.3% en enero. Aunque el enfriamiento de la demanda privada ha afectado algunos sectores de la industria, no se puede considerar como el factor determinante de este pobre desempeño. Altos costos laborales y la imposibilidad de sustituir al mercado de Venezuela han sido más relevantes. Se espera que el consumo privado se recupere en el segundo semestre del año cuando se sienta el impacto de las reducciones en la tasa de intervención del Emisor y la creación de empleo comience nuevamente a tomar impulso.

Los ingresos que recibe el país gracias al sector petrolero cada vez son más importantes. De hecho, el valor de las exportaciones petroleras, como % del PIB, se duplicó desde comienzos de 2000, al pasa der 4.8% a 8.5%. Sin embargo, contrario a lo que comúnmente se cree, la IED petrolera y minera no superó el 50% del total que recibió el país por este concepto el año pasado.

En marzo, en Estados Unidos, sólo se crearon 88 mil empleos, la cifra más baja desde junio de 2012. Este resultado es la primera consecuencia palpable del recorte automático de 8% del gasto público. Aunque la expansión monetaria cuantitativa ha ayudado, es incierta la magnitud de la desestabilización que resulte de la eliminación – gradual – de la política. Por lo tanto, un peso demasiado elevado de la política monetaria en la estrategia de recuperación económica de EEUU puede ser sumamente peligroso.

EL PIB CRECE MÁS DE LO ESPERADO, AÚN ASÍ EL EMISOR REDUCE TASAS

RESUMEN DE LOS HECHOS

La economía colombiana creció 4% en 2012, un resultado por encima de lo esperado por el mercado (3.8%). Por otro lado, se revisaron hacia arriba los resultados de crecimiento del PIB en 2011 (de 5.9% a 6.6%) y en T3 de 2012 (de 2.1% a 2.7%). Por el lado de la demanda, el consumo de los hogares se expandió saludablemente al 4% y la inversión creció en sólo 2% en 2012. Finalmente, en la última reunión de la Junta Directiva, el Banco de la República redujo la tasa de intervención en 50 puntos básicos, de 3.75% a 3.25%.

NUESTRA OPINIÓN

La economía colombiana viene creciendo a un ritmo más acelerado desde T4-2010, y, aunque se desaceleró en T3-2012, el crecimiento rebotó al final de 2012. Esta recuperación durante el último trimestre del año se debe a los resultados en minería y construcción. Aunque la industria se contrajo 0.7% en 2012, un análisis de los resultados por sectores sugiere que la apreciación del peso no es el principal culpable de este desempeño mediocre. Por su parte, el resultado del consumo de los hogares va en contra de cualquier inquietud sobre un fuerte enfriamiento de la demanda privada. Por lo tanto, la reducción en la tasa de intervención por parte del Emisor es excesiva, ya que, con la inflación esperada para el año en 2.55%, la tasa de intervención real se ubica en 0.7%, un nivel muy por debajo de la tasa neutral para una economía que está creciendo levemente por debajo de su nivel potencial.

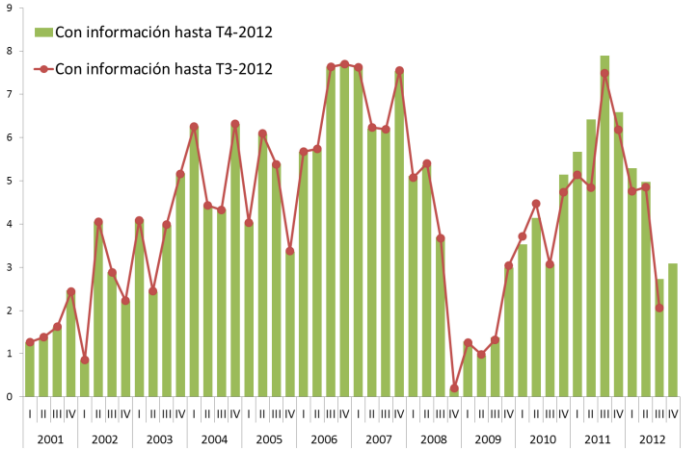
El crecimiento del PIB real al final del año pasado fue mayor al esperado, según las cifras oficiales publicadas el 21 de marzo por el DANE. El mercado esperaba un crecimiento menor a 3.5% en el cuarto trimestre de 2012 y una expansión por debajo de 3.8% para el año completo; los resultados oficiales fueron 3.1% y 4.0%, respectivamente. El resultado de T4 ayuda a disipar las inquietudes sobre un recrudecimiento de la desaceleración económica observada en T3, así como las preocupaciones del Banco de la República sobre el consumo d elos hogares y el estado general de la economía.

Además del resultado para 2012, se deben mencionar otras dos sorpresas positivas. Por un lado, el crecimiento del 2011 se revisó al alza pasando de 5.9% a 6.6%, siendo probablemente la revisión más grande jamás hecha al crecimiento anual del PIB. Por el otro lado, el resultado provisional de 2.1% para el crecimiento de T3-2012 publicado en diciembre, también se revisó al alza pasando a 2.7%.

Por ende, la nueva información publicada por el DANE se puede resumir de la siguiente manera: la economía colombiana viene creciendo a un ritmo más acelerado desde T4-2010, y, aunque se desaceleró en T3-2012, el crecimiento rebotó al final de 2012. La Gráfica 1 compara la trayectoria del PIB utilizando la información publicada por el DANE en diciembre pasado con los resultados revisados y publicados en marzo de 2013.

Gráfica 1. Crecimiento del PIB Total - *Trayectorias publicadas en diciembre de 2012 y en marzo de 2013*

(Trim vs mismo Trim del año anterior, %)



Fuente: DANE

La Tabla 1 muestra la evolución del PIB por sectores durante 2012. El cierre positivo de la economía el año pasado se puede explicar por dos razones. Una explicación se debe al desempeño del petróleo y de la minería. La producción de petróleo y gas natural, luego de crecer 11.9% en T1, 4.4% en T2, y 2.5% en T3, rebotó y creció 3.6% en T4. La producción de carbón sufrió un proceso similar, creciendo más de 14% tanto en T1 como en T2, luego contrayéndose 8.8% en T3, para terminar el año contrayéndose pero a una menor tasa (-2.4%). Sin embargo, la minería como sector creció a una pobre tasa de 1.5% en T4, lo cual es un resultado decepcionante teniendo en cuenta que se supone que este sector es una de las locomotoras de la actividad económica según el Gobierno. La segunda explicación es la construcción, un sector impredecible y de los principales culpables del pobre desempeño de la economía en T3 de 2012. De hecho, la construcción se contrajo 2.3% en T3 de 2012 como resultado de un desempeño aceptable de las obras civiles (5.8%) y uno decepcionante de edificaciones (-10.8%). En el último trimestre del año, hubo un intercambio de papeles ya que las obras civiles se contrajeron 0.5% y el PIB de edificaciones creció inesperadamente 11.8%, impulsando el crecimiento de la construcción como un todo a 5%. El resultado de edificaciones fue totalmente sorpresivo y es inconsistente con la venta y producción de cemento gris durante T4 de 2012 (Gráfica 3). Así mismo, la expansión de las licencias de construcción, que no tienen un impacto contemporáneo sino rezagado sobre el PIB de la construcción, se ha desacelerado o contraído desde hace algún tiempo. Ahora, el estancamiento en obras civiles es preocupante y se refleja sobre el crecimiento moderado de la inversión (subió 3% en T4). Lo anterior genera dudas sobre la habilidad del Gobierno para ejecutar de manera adecuada un presupuesto de inversión históricamente abundante.

Tabla 1. Crecimiento del PIB por Sectores - Oferta (%)

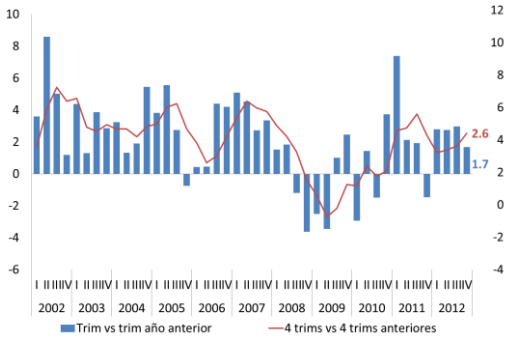
	Crecimiento Anual (%)									
	2011-I	2011-II	2011-III	2011-IV	2011	2012-I	2012-II	2012-III	2012-IV	2012
Agricultura	7.4	2.1	1.9	-1.5	2.4	2.8	2.8	3.0	1.7	2.6
Minería	9.1	11.0	19.0	18.3	14.4	13.8	8.6	0.7	1.5	5.9
Industria	5.4	3.8	6.6	4.3	5.0	1.1	-0.1	-0.8	-3.1	-0.7
Electricidad, gas y agua	0.6	2.6	4.5	3.8	2.9	4.0	3.7	3.2	3.1	3.5
Construcción	3.8	8.5	16.9	11.1	10.0	-0.5	12.2	-2.3	5.0	3.6
Comercio	5.7	6.8	6.3	5.3	6.0	5.0	5.0	3.4	3.0	4.1
Transporte	6.0	6.5	7.3	4.9	6.2	6.5	3.6	3.2	2.9	4.0
Establecimientos financieros	5.7	7.0	7.5	7.6	7.0	7.2	5.4	4.5	5.1	5.5
Servicios sociales	2.2	2.7	3.5	3.2	2.9	3.8	4.2	5.5	5.9	4.9
PIB	**5.9**	**6.4**	**7.9**	**6.6**	**6.6**	**5.3**	**5.0**	**2.7**	**3.2**	**4.0**

Fuente: DANE, Cálculos EConcept

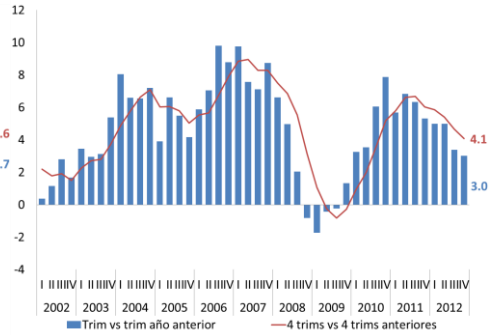
Gráfica 2. Principales Sectores del PIB - Oferta

(Variación Anual %)

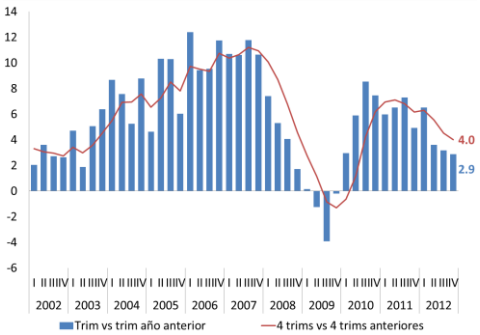
Agricultura



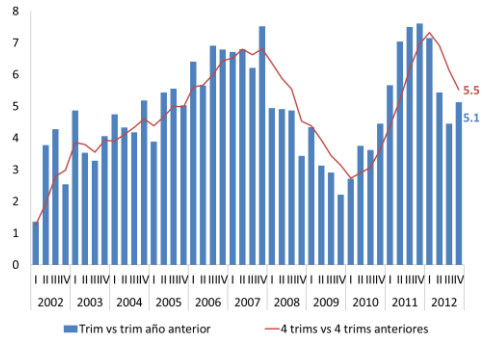
Comercio



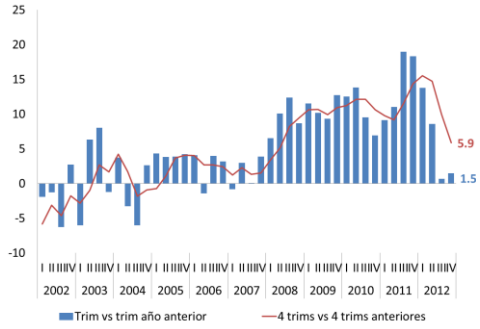
Transporte



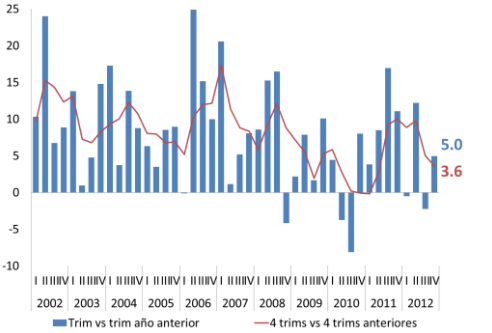
Establecimientos Financieros



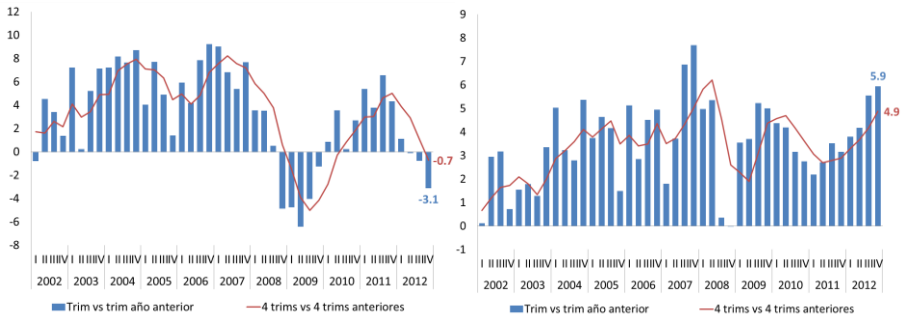
Minería



Construcción



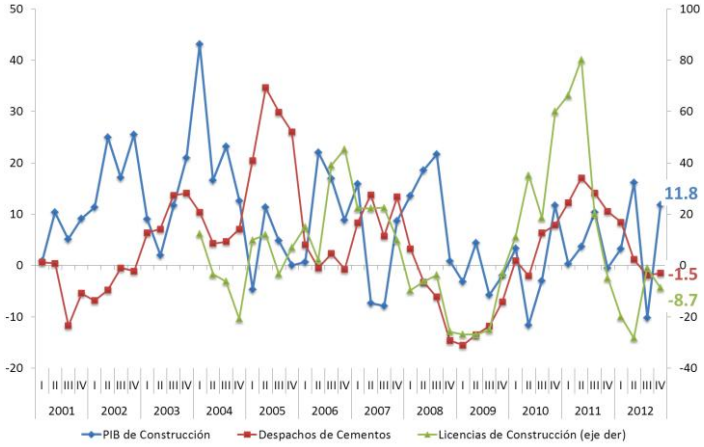
Industria *Servicios Sociales*



Fuente: DANE

Gráfica 3. PIB de Edificaciones vs Indicadores líderes

(Crecimiento Anual %)



Fuente: DANE, Cálculos EConcept

En los otros sectores de la economía no hubo ninguna sorpresa: los rezagados, como se esperaba, fueron la industria y la agricultura. No obstante, a pesar del pobre crecimiento de la producción de café y de las restricciones de oferta de caña de azúcar, la agricultura aceleró su ritmo de expansión con respecto a 2011. Por su parte, el pobre desempeño de la industria se había anticipado por los resultados de la Muestra Mensual manufacturera publicada por el DANE. Sin embargo, no todos los sectores de la industria tuvieron un mal desempeño. Las actividades industriales relacionadas a los alimentos y a las bebidas mostraron resultados satisfactorios (la industria de productos lácteos creció 7%, por ejemplo). Es la producción de las actividades de vestidos y textiles la que está sufriendo, al igual que maquinaria y aparatos eléctricos. La producción de las refinerías de petróleo también tuvo un desempeño pobre el año pasado, pero este resultado se explica por un debilitamiento en la producción de petróleo. Po lo tanto, no es claro que la contracción de la industria manufacturera se deba completamente a la apreciación de la tasa de cambio. No obstante, lo más probable es que el ministro Cárdenas continúe solicitando al Banco de la República una disminución en la tasa de

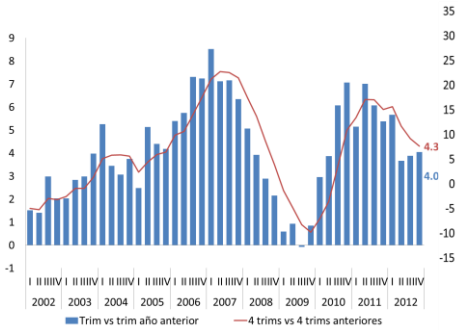
intervención o una intensificación del plan de compras diarias de dólares en el mercado cambiario.

Por el lado de la demanda, el consumo de los hogares creció 4% en el último trimestre del año pasado, lo que significa un crecimiento de 4.3% durante todo 2012. Lo anterior indica que los hogares están en un mejor situación de lo que los pesimistas, incluyendo el Banco de la República, esperaban. Este resultado debe calmar las preocupaciones sobre un fuerte debilitamiento de la demanda interna. El consumo de los hogares en bienes durables creció 15.6% en T4; en semidurables, 5.1%; en servicios, 3.9%; y, en no durables, 1.9%. Aunque esta última cifra es pobre, la situación general de los hogares al final de 2012 lleva a preguntar si la expansión de la política monetaria ha sido exagerada, particularmente teniendo en cuenta que el Banco de la República decidió recortar la tasa de intervención en unos 50 puntos básicos adicionales el mes pasado.

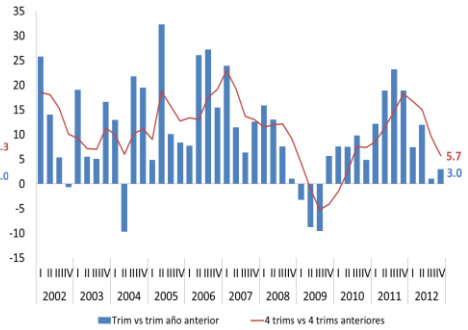
Gráfica 4. PIB – Por el lado de la Demanda

(Variación Anual %)

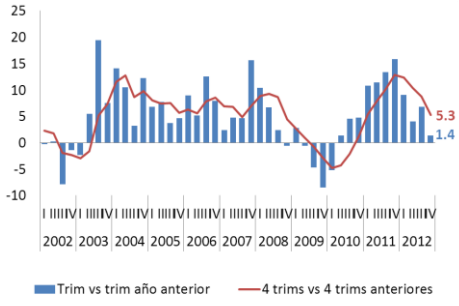
Consumo de los Hogares



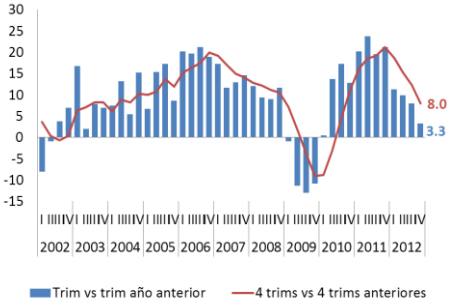
Inversión



Exportaciones



Importaciones



Fuente: DANE, Cálculos EConcept

Un menor nivel de tasas de interés harán poco por la construcción, la minería, e incluso por la industria, teniendo en cuenta que la raíz del pobre desempeño de estos sectores no se debe a factores de demanda. Sin embargo, esta reducción de tasas puede por el contrario resultar en un incremento abrupto de las mismas más adelante en el año, cuando el Emisor se dé cuenta que el estímulo monetario es excesivo para una economía creciendo levemente por debajo de

su crecimiento potencial. Y si la motivación para la política monetaria expansiva es frenar la apreciación de la tasa de cambio, el Emisor también podría resultar decepcionado con el limitado impacto que un peso más débil probablemente pueda tener sobre la industria manufacturera.

Dado lo anterior, y a pesar de lo mismo, mantenemos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB para 2013 entre 4.0%-4.3%.

COMIENZO DESALENTADOR DE 2013

RESUMEN DE LOS HECHOS

La producción industrial cayó 1.7% en enero y 0.3% en los últimos 12 meses. Por su parte, el comercio creció tan sólo 1.3%, debido principalmente a las menores ventas de vehículos, que se contrajeron 6.5%.

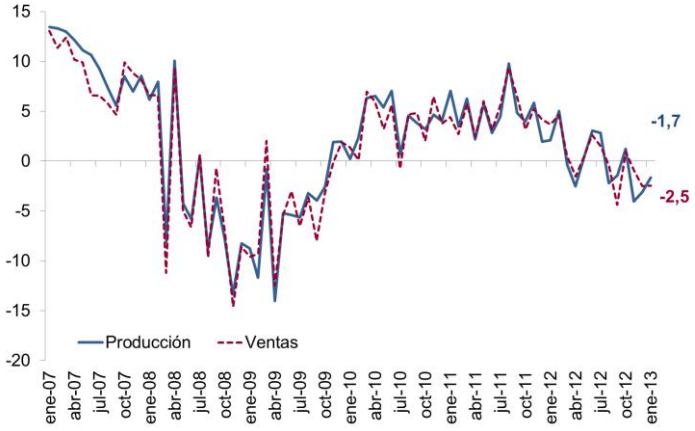
NUESTRA OPINIÓN

Aunque el enfriamiento de la demanda ha afectado algunos sectores de la industria, no es el factor más importante detrás de un desempeño mediocre. Altos costos laborales, que reducen la competitividad de los sectores frente a las importaciones, y el mal momento de la construcción explican el deterioro de la actividad industrial. El comercio, aunque en menor medida, también se encuentra en una época difícil. Sin embargo, en el segundo semestre, las ventas se deben impulsar gracias a histórico nivel bajo de las tasas de interés y a una aceleración en la creación de empleo.

El crecimiento de la producción industrial se ha desacelerado desde el último trimestre de 2011, y se ha contraído a una tasa promedio mensual de 1.8% durante los últimos 6 meses. En enero, la producción industrial cayó 1.7% con respecto a lo observado en enero de 2012, lo cual es un resultado pobre teniendo en cuenta que el año pasado la producción había crecido apenas 2%. En los últimos doce meses hasta enero del año en curso, la industria se contrajo 0.3%. En consecuencia, no resultan sorprendentes las preocupaciones del Gobierno sobre el mediocre desempeño del sector como tampoco el lanzamiento de un “plan de choque” (lanzado el día de hoy) para reactivar a la industria, ademas de la disminución en las tasas de interés y a las compras diarias de dólares del Banco de la República, para impulsar la actividad económica del sector.

Gráfica 5. Industria Manufacturera – Producción y Ventas

Variación Anual (%)



Fuente: DANE

¿Qué le está pasando a la industria? En primer lugar, es evidente que el sector no se ha podido recuperar completamente de la pérdida del mercado venezolano, lo que explica porqué

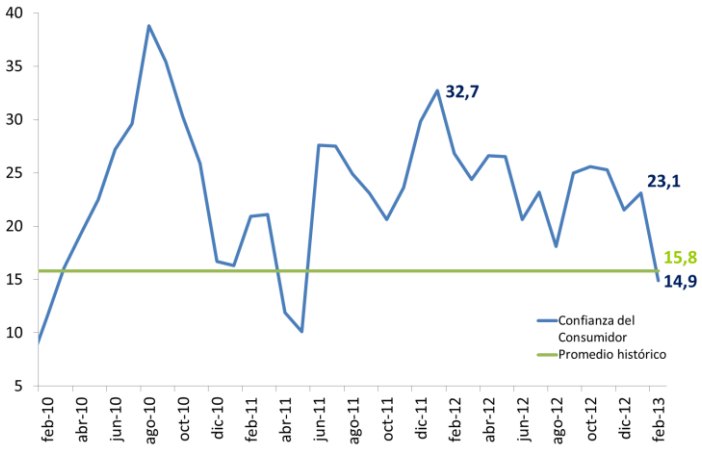
la producción industrial no volvió a alcanzar los niveles observados en 2007. Dado que no se ha encontrado una fuente de demanda que sustituya a Venezuela, difícilmente se podrá recuperar por la producción indistrual hasta que no se restablezcan por completo las relaciones comerciales entre Colombia y Venezuela. Esto es improbable en el corto plazo. En segundo lugar, no todos los sectores industriales se están contrayendo. De hecho, se observan tasas de crecimiento positivas para la producción de alimentos, bebidas, productos lácteos, y otros productos químicos (13.5%, 8.2%, 9.5%, y 3.6%, respectivamente) contribuyendo de esta manera con 1.7 puntos porcentuales (pp) al crecimiento total de la industria. Los sectores mencionados, salvo por otros productos químicos y agregando la industria de confecciones, crecieron durante los últimos doce meses hasta enero de 2013. Los lastres de la industria manufacturera han sido la producción de productos de plástico (-6.5%), refinación de petróleo (-5.1%), maquinaria y equipamiento (-10.2%), otros productos químicos (-2%), hilaturas y textiles (-9.8%) y minerales no metálicos (-1.9%), que tuvieron el peor desempeño durante los últimos 12 meses.

Los resultados de enero revelan un empeoramiento en el desempeño de la producción de confecciones, cayendo 18.1%, así como para textiles (-28.7%). De manera similar, la producción de minerales no metálicos, hierro y acero, papel y cartón, carne y pescado, y productos de plásticos se contrajeron, y, conjuntamente, redujeron en 2.8 pp el crecimiento total de la industria.

El pobre desempeño de la industria tiene varias explicaciones. Naturalmente, el enfriamiento de la demanda privada ha afectado el crecimiento de sectores como carne y pescado, y el consumo de bienes durables. El desempleo, prácticamente, se ha estancado y el número de personas entrando al mercado laboral ha caído de manera importante. Lo anterior afecta la demanda y aumenta el pesimismo de los consumidores, lo cual se puede observar en el índice de confianza del consumidor.

Sin embargo, este enfriamiento de la demanda no se puede considerar, en ningún momento como el determinante más importante detrás de la parálisis de la industria. Por un lado, hay unos sectores que por diferentes razones han dejado de ser competitivos, y, por ende, están en desventaja para competir con las importaciones. Este es el caso de textiles, confecciones y productos químicos; sectores que aparentemente enfrentan altos costos laborales que les dificulta competir en precios.

Gráfica 6. Índice de Confianza del Consumidor



Fuente: Fedesarrollo

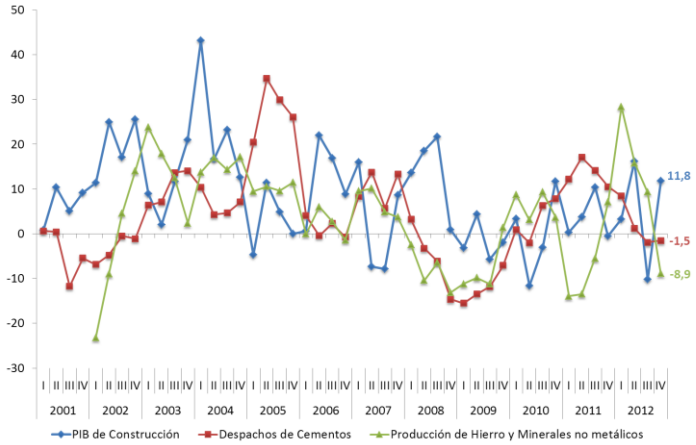
También está el caso del ensamblaje de vehículos y autopartes; sector que ha sufrido de un choque permanente con el incremento en el número de vehículos importados desde México, como resultado de la reducción a cero de los aranceles. En este caso la escala de producción mexicana resulta en un diferencial de precios con respecto a los vehículos ensamblados en Colombia que simplemente no es posible disminuir. Este es el resultado de una elección en materia de política económica orientada a la firma de numerosos tratados de libre comercio. Si esta decisión es buena o mala es irrelevante, pero lo que si no puede suceder es que el Gobierno se sorprenda cuando estas industrias, que no están preparadas para competir, fracasan. Esto es algo que debía haberse pensado desde antes de haber puesto en marcha la estrategia comercial del Gobierno.

En otros casos, como otros productos alimenticios, es evidente que las exportaciones están creciendo por encima de la producción. Esto sugiere que los productores han decidido importar bienes para luego exportarlos. De ser este el caso, este fenómeno puede estar relacionado con una tasa de cambio más fuerte y/o la falta de competitividad local. Sin embargo, este crecimiento en la actividad comercial no es se observa directamente en los datos de ventas al por menor, las cuales, como se verá más adelante, están crecimiento por menos de lo deseado.

Otro factor relevante detrás de la contracción de la industria es el pobre desempeño de la construcción. Dado que las obras civiles aún no arrancan y que la construcción de vivienda se ha visto perjudicada por la regulación en Bogotá, se ha desplomado el crecimiento de sectores industriales que son insumos del sector de la construcción, como es el caso de minerales no metálicos (por ejemplo, cemento), y, hierro y acero.

Gráfica 7. PIB de Construcción, Ventas de Cemento, Producción de Hierro y Minerales no Metálicos

(Variación Anual %)



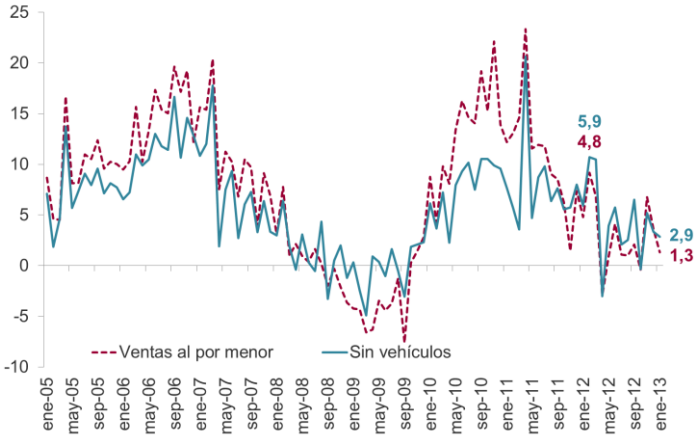
Fuente: DANE, Cálculos EConcept

Lo anterior sugiere que el "Plan de Choque" anunciado por el Gobierno no es necesariamente la solución adecuada. El Gobierno haría mucho más, simplemente, ejecutando su plan de inversión en infraestructura e impulsando la construcción de obras civiles. La falta de gerencia en esta materia ha resultado muy dañina para la industria y la economía en general.

El comercio, según la muestra mensual de comercio al por menor del DANE, también se encuentra atravesando un momento difícil, al crecer únicamente 1.3% en enero (Gráfica 8). Sin embargo, la situación de este sector no es comparable con lo que está sucediendo en la industria.

Gráfica 8. Ventas al por menor, con y sin vehículos

Variación Anual (%)



Fuente: DANE

Las ventas al por menor también se han visto afectadas por el pesimismo reciente de los consumidores, inducido por un bajo crecimiento del empleo. Sin embargo, el principal culpable del desempeño menos que auspicioso del sector sigue siendo las ventas de vehículos, las cuales han sido incapaces de sobrepasar los números observados en 2011. Por lo tanto, en enero, las ventas de vehículos cayeron 6.5% mientras que las ventas de autopartes y lubricantes cayeron 0.6% y 4.8%, respectivamente. La mayor parte del comercio sigue creciendo, aunque a tasas más moderadas (Gráfica 9). Las ventas de alimentos y bebidas contribuyeron con 0.7 pp al crecimiento total del sector, seguido por las ventas de equipos de informática para el hogar. El consumo de semidurables, como ropa y zapatos, está creciendo a un ritmo moderado al igual que los bienes durables como los aparatos de uso doméstico.

Gráfica 9.Ventas al por menor por Sector – Enero

Variación Anual (%)

Fuente: DANE

Por lo tanto, aunque los resultados del comercio al por menor en enero no fueron buenos, deberían mejorar en los próximos meses teniendo en cuenta que el consumo de bienes durables y semidurables se verá impulsado por tasas de interés bajas, y que el empleo debe recuperar su ritmo crecimiento durante el segundo semestre del año.

IMPORTANCIA DEL SECTOR EXTERNO MINERO-ENERGÉTICO AL CIERRE DE 2012

RESUMEN DE LOS HECHOS

Las exportaciones de petróleo y sus derivados, entre 2000 y 2012, pasaron de ser igual al 4.8% del PIB a equivaler el 8.5% del PIB. Entre 2003 y el año pasado, las exportaciones de crudo de las empresas petroleras distintas a Ecopetrol perdieron participación dentro de las exportaciones totales de crudo (de 69% a 35%). Por último, la IED Minera y Petrolera comúnmente ha oscilado entre el 40% y el 60% de la IED total salvo en 2009 y 2010 cuando, debido a la crisis económica mundial, alcanzó a 76% y 67% de la IED total, respectivamente.

NUESTRA OPINIÓN

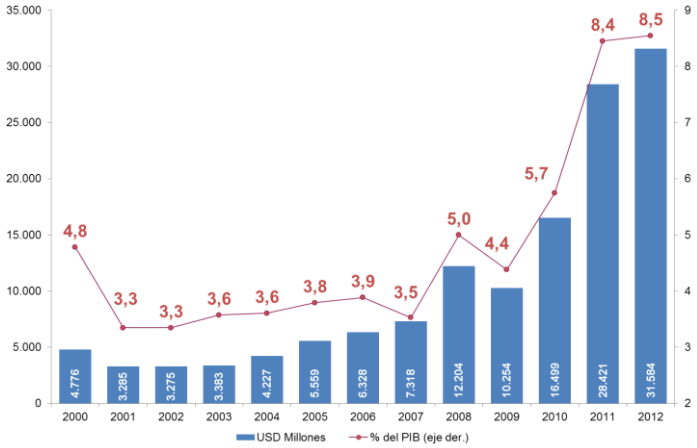
Aunque la denominada commoditización del sector externo colombiano es evidente en la cuenta corriente de la balanza de pagos, no puede decirse lo mismo acerca de la composición de la inversión extranjera directa. La re-diversificación de la IED en los últimos años es una tendencia positiva para el país, en la medida en que reduce la vulnerabilidad de la financiación de su déficit en cuenta corriente, que cerró el año pasado en 3.1%.

El Banco de la República publicó recientemente la información de balanza de pagos para 2012, con base en la metodología de causación. Esta información es bastante útil, en la medida en que los números del sector externo que publica regularmente el Emisor en la balanza cambiaria, basados en movimientos de caja, hacen prácticamente imposible desagregar de manera inteligible la información de la cuenta corriente y de la cuenta de capital. En particular, con el objetivo de entender, a cierre de 2012, la evolución reciente de la dependencia del sector externo de la producción del sector minero-energético, esta sección se concentra en el comportamiento de los ingresos provenientes de las ventas que hacen la minería y la producción de petróleo en el exterior, así como en la composición de la inversión extranjera directa que llegó a estos sectores frente a los demás receptores de estos recursos en la economía el año pasado.

El Gráfico 10 muestra, para el periodo 2000-2012, el comportamiento de los ingresos provenientes de la exportación de petróleo y sus derivados. Para el periodo 2000-2005, éstos no llegaron a los USD 6 mil millones anuales, pero lograron cruzar ese umbral en 2006 y 2007. En 2008 y 2009 superaron los USD 10 mil millones anuales, para luego crecer de manera radical en 2010 y superar la barrera de los USD 16 mil millones, la de los USD 28 mil millones en 2011 y, finalmente, la de USD 31 mil millones en 2012. Como porcentaje del PIB, los ingresos externos del petróleo y sus derivados pasaron de ser inferiores al 4% durante la mayor parte de la década pasada a representar, en 2011 y 2012, alrededor del 8.5%. Por otra parte, los ingresos provenientes de las exportaciones de carbón y ferroníquel (que no se muestran en el Gráfico 10) han oscilado entre el 2% y el 3% del PIB desde 2004. Con corte a 2012, los recursos externos generados por la venta de petróleo, sus derivados, carbón y ferroníquel ascendieron en 2012 a casi 11% del PIB.

Gráfico 10. Exportaciones de Petróleo y sus Derivados

Valor y % del PIB

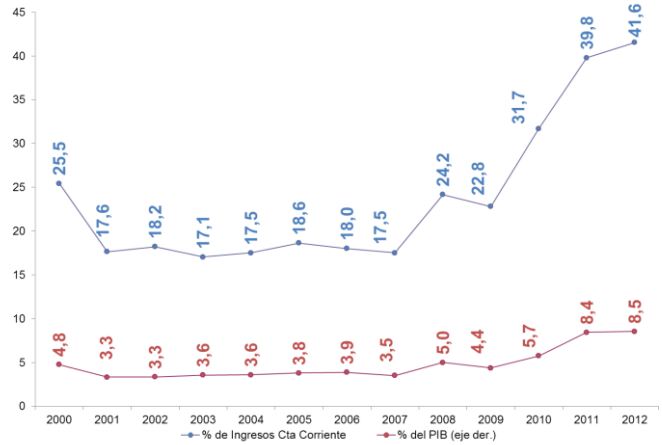


Fuente: Banco de la República, Dane, cálculos EConcept

La importancia de las exportaciones de petróleo y sus derivados, en términos de aporte a los ingresos de la cuenta corriente, se muestra en el Gráfico 11. Hasta el año 2006, la venta de crudo y sus derivados no superó el 20% de todos los ingresos reportados en la cuenta corriente de Colombia. Sin embargo, en 2010 superó el 30% y en 2012 el 40%. Las exportaciones de carbón y ferroníquel, por su parte, se encuentran alrededor del 11% de los ingresos totales de la cuenta corriente (no se muestran en el Gráfico 11). Así las cosas, petróleo, sus derivados, carbón y ferroníquel representaron en conjunto el 53% de los ingresos de la cuenta corriente en 2012.

Gráfico 11. Exportaciones de Petróleo y sus Derivados

% del PIB y Participación en los Ingresos de la Cuenta Corriente (%)



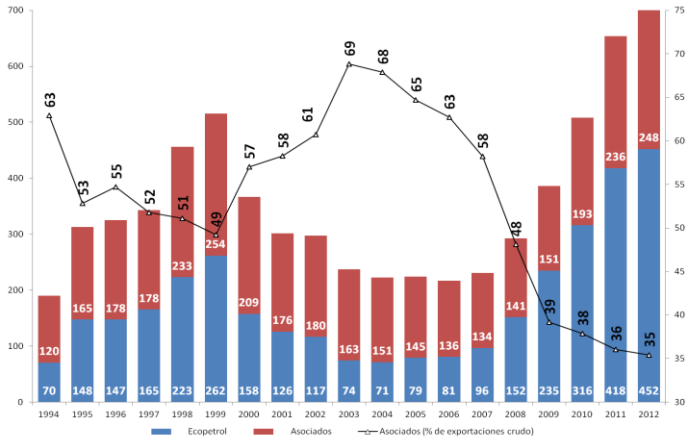
Fuente: Banco de la República, Dane, cálculos EConcept

En el frente de la exportación de crudo, es importante resaltar la importancia creciente de Ecopetrol frente a los denominados asociados en el proceso descrito arriba. El Gráfico 12 descompone el volumen exportado de crudo desde el año 2000 entre lo que ha estado en

cabeza de Ecopetrol y lo que ha sido producto de la operación de las demás empresas que operan en el país. Entre 1999 y 2003, los asociados ganaron rápidamente participación, al pasar de representar el 49% al 69% del volumen exportado de crudo. Sin embargo, a partir de 2004, Ecopetrol ha acelerado de manera sustancial su producción y venta de petróleo en el exterior, logrando que los asociados pierdan participación; en efecto, con corte a 2012, éstos ya sólo representaban el 35% del volumen exportado del hidrocarburo.

Gráfico 12. Volumen Exportado de Petróleo

Ecopetrol vs. Asociados (MBD)



Fuente: Banco de la República, Dane, cálculos propios

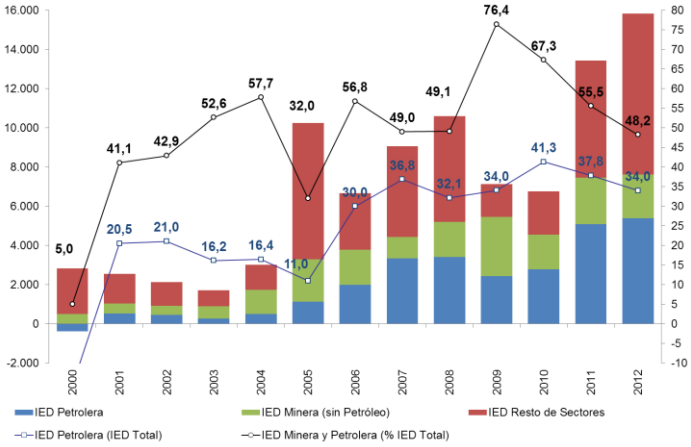
De la información presentada arriba, es evidente la forma en que la producción de bienes primarios no renovables ha adquirido importancia para el sector externo colombiano durante la última década. Por supuesto, en la medida en que las exportaciones a Venezuela no han podido recuperar los volúmenes y valores anteriores al cierre de la frontera binacional en 2008, esta ganancia en participación se ha facilitado aún más.

En el frente de los recursos de capital de la balanza de pagos, la importancia de los sectores minero y petrolero también es evidente, pero no ha seguido la misma tendencia que se mostró arriba para la cuenta corriente. Aunque la inversión extranjera directa neta (IED) total pasó de valores inferiores a los USD 3 mil millones anuales entre 2000 y 2004, a valores que se aceraron a los USD 16 millones al cierre del año pasado (Gráfico 13), su composición no difiere de manera sustancial en 2012 de la que se registró a comienzos de la década pasada. En efecto, la inversión extranjera minera y petrolera estuvo cercana al 50% de la IED total entre 2003 y 2004, pasó a representar más del 75% en 2009 y, al cierre de 2012, había retornado a cifras cercanas al 50%. El pico de 2009 se debe a la crisis internacional, en virtud de la cual la IED no minera ni petrolera bajó de cerca de USD 5.300 millones en 2008 a menos de USD 2 mil millones en 2009. Posteriormente, la recuperación paulatina del entorno internacional ha generado un nuevo dinamismo en el frente no minero ni petrolero, de forma tal que, ya para

2012, la IED neta que llegó a sectores diferentes al minero y petrolero ya superaba los USD 8 mil millones y, en conjunto, representaba nuevamente más del 50% de la IED que llegó al país.

Gráfico 13. Inversión Extranjera Directa

USD Millones y %



Fuente: Banco de la República, Dane, cálculos propios

En suma, aunque la denominada *commoditización* del sector externo colombiano es evidente en la cuenta corriente de la balanza de pagos, no puede decirse lo mismo acerca de la composición de la inversión extranjera directa. La re-diversificación de la IED en los últimos años es una tendencia positiva para el país, en la medida en que reduce la vulnerabilidad de la financiación de su déficit en cuenta corriente, que cerró el año pasado en 3.1%.

ESTADOS UNIDOS: ¿HASTA CUÁNDO LA EXPANSIÓN CUANTITATIVA?

RESUMEN DE LOS HECHOS

En marzo, se crearon tan sólo 88 mil empleos en Estados Unidos; un resultado inferior a lo esperado por los analistas, y el nivel más bajo desde junio de 2012 (87 mil empleos). El recorte generalizado del gasto fiscal este año ha sido del 8%, lo que representa un menor gasto en USD 85 mil millones entre ese momento y el mes de septiembre.

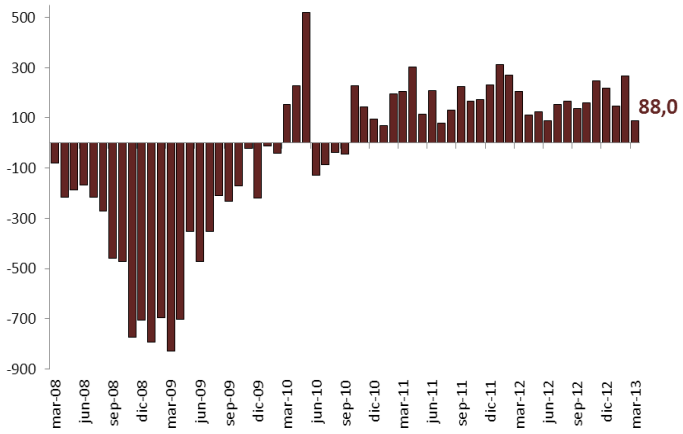
NUESTRA OPINIÓN

Aunque la postura súper-expansiva de la política monetaria en EEUU ha logrado disminuir las tasas de interés, restablecer el crédito y calmar a los mercados financieros, aún no se conocen las posibles consecuencias de la "estrategia de salida". Por lo tanto, no es recomendable basar la recuperación de la economía estadounidense únicamente en la política monetaria; se debe considerar realizar un giro a la política fiscal.

La economía norteamericana se viene recuperando a un ritmo modesto, sin embargo el incremento en los impuestos a la renta y a la nómina (un aumento de 2% a todos los empleados), sumados a los recortes de gasto que comenzaron a hacerse efectivos el pasado mes de marzo amenazan con frenar a la economía. Los mercados han interpretado como una primera señal de esto los malos resultados de empleo para marzo, cuando la economía estadounidense creo tan sólo 88 mil empleos; menos de la mitad de lo esperado por los analistas, y el nivel más bajo desde junio de 2012 (87 mil empleos). Los empleadores privados crearon tan sólo 95 mil empleos, mientras que en el mes de febrero esta cifra alcanzó 254 mil empleos y en el sector público el balance fue negativo en 7 mil empleos. Ahora, esta podría ser tan sólo la cuota inicial del debilitamiento en el empleo, que se espera se agudice en el tercer y cuarto trimestre como resultado del ajuste fiscal.

Gráfica 14. Creación Mensual de Empleos - EEUU

(miles de empleos)



Fuente: Reserva Federal St. Louis

La falta de acuerdo entre Republicanos y Demócratas frente a la política fiscal de EEUU ha resultado en un recorte generalizado del gasto de 8% este año, comenzando en el mes de

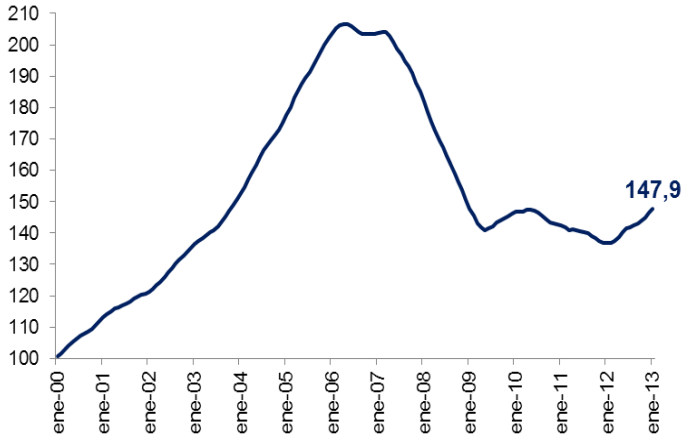
marzo, y representa un menor gasto en USD 85 mil millones entre ese momento y el mes de septiembre. Sólo hasta que se publicaron los resultados de empleo del mes de marzo se obtuvo un primer indicio de lo que este menor impulso fiscal le puede hacer a la ya de por si debilitada economía estadounidense.

La pregunta entonces es si dada la menor contribución de la política fiscal a la actividad económica y la persistencia en el desempleo, sea necesario compensar manteniendo por más tiempo una política monetaria que ya de por sí es agresiva. Desde hace ya un tiempo los mercados han comenzado a anticipar lo que sería "la estrategia de salida" de la FED, mediante la cual esta abandonaría de manera paulatina su política de expansión cuantitativa. No obstante, los pobres resultados en materia de desempleo, sumados a la nueva estrategia del Banco Central Japonés mediante la cual realizará una expansión monetaria sin precedentes, pueden cambiar este panorama.

La aparente adicción de la economía estadounidense a una política monetaria super-expansiva mediante la cual la FED ha mantenido las tasas en niveles históricamente bajos por ya casi 4 años, no está exenta de riesgos. Las bajísimas tasas han vuelto a promover el endeudamiento de los hogares (como era el propósito) y están alimentando nuevos incrementos en los precios de la vivienda, que en términos reales comienzan a alejarse de su promedio histórico. De otra parte la Reserva Federal ha ampliado su hoja de balance mediante una acumulación sin precedentes de deuda pública, lo que genera preocupación sobre lo que pueda suceder con el precio de estos bonos una vez la FED comience a venderlos.

Gráfica 15. Índice Precios de Vivienda en EEUU

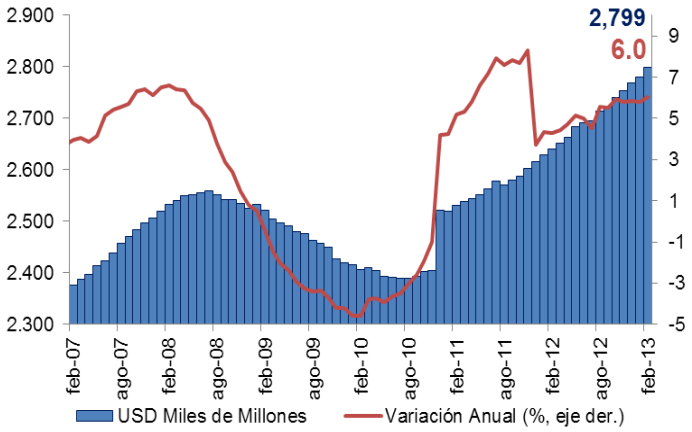
(100= ene 2000, Case Shiller)



Fuente: Reserva federal St. Louis

Gráfica 16. Cartera Bruta de Crédito de Consumo - EEUU

(USD miles de millones y variación anual %)

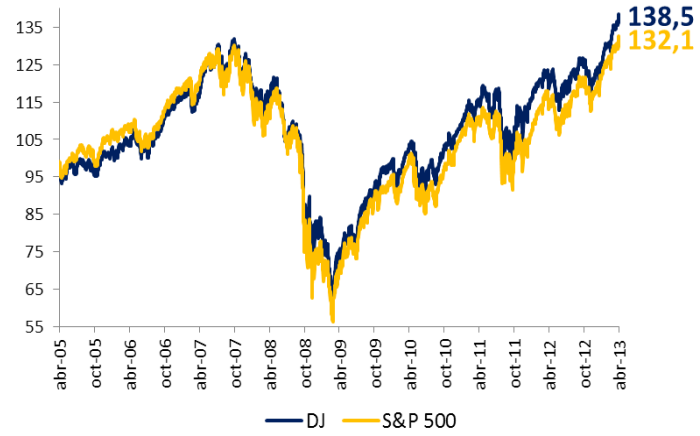


Fuente: Reserva Federal St. Louis

De otra parte, existen crecientes dudas sobre la capacidad, en el margen, de la política monetaria expansiva de EEUU para impulsar la actividad económica. Esto debido al debilitamiento de los canales de transmisión de la política monetaria, de un menor efecto sobre la tasa de cambio en la medida en que otras economías imitan la política – como es el caso actualmente – y de la potencial inflación del precio de los activos. Adicionalmente, las distorsiones sobre precios y flujos de capital en el mercado financiero mundial, derivadas de una política monetaria tan poco convencional definitivamente tendrán efectos nocivos en el largo plazo.

Gráfica 17. Índices del Dow Jones y S&P 500

(100=01 ene 2005)



Fuente: Reserva Federal St. Louis

Por lo tanto, no parece una buena idea que se deje enteramente en manos de la FED darle la vuelta a la situación económica de EEUU. El ajuste fiscal automático en este país tiene el potencial de causar mucho daño a una economía apenas recuperándose de la crisis más

prolongada de la historia (ya el FMI redujo su expectativa de crecimiento para EEUU de 2% a 1.7% en 2013). Y la dependencia excesiva en herramientas monetarias cuyas implicaciones en el largo plazo aún son desconocidas parece peligrosa. Sin embargo, en el corto plazo nadie parece darse cuenta de esto, porque la sola expectativa de una mayor prolongación de la política de expansión monetaria cuantitativa (QE) le ha dado un nuevo impulso al mercado accionario estadounidense, que, sorprendentemente, y a pesar de la debilidad de la economía, ya superó el pico alcanzado antes de que se desatara la crisis.

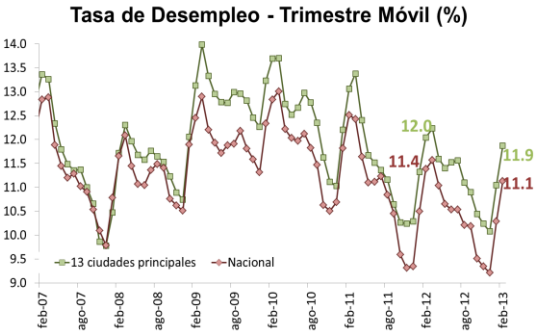
Qué Moverá a Los Mercados

- Actividad Legislativa – Salud y otros: El Ministro del Interior anunció que radicaría ante el Congreso un mensaje de urgencia para tramitar la Reforma de Salud, la ley estatutaria de fuero penal militar y la ratificación de la Alianza Pacífico. Esta decisión se tomó en el Consejo de Ministros. En cuanto a la Reforma Pensional, se aseguró que se dejará que siga su trámite normal, i.e. concertación y socialización, y que no será prioridad para el Gobierno. Los mercados estarán atentos a las discusiones legislativas, en particular, sobre la reforma a la salud.

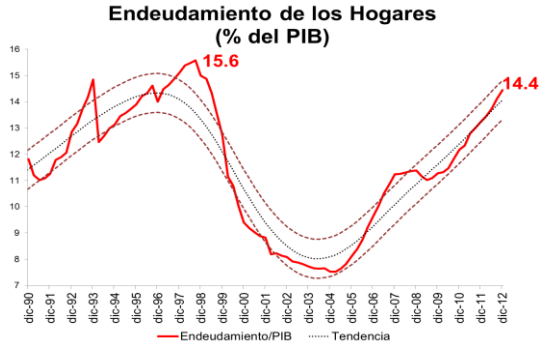
- Elecciones en Venezuela: El Consejo Nacional Electoral oficializó la victoria de Nicolás Maduro, con un 50.6% de los votos, frente a Henrique Capriles, con un 49.0% de los votos, en las elecciones presidenciales. Sin embargo, dado el estrecho margen y algunas denuncias sobre posible fraude, el candidato de la oposición ha decidido no reconocer la victoria del oficialismo hasta que no haya un recuento completo de cada uno de los votos. En consecuencia, los mercados estarán atentos al desenlace de estas elecciones que podrían significar el fin de la época chavista en Venezuela. Sin embargo, mientras se realiza el recuento, serán unos días con una gran inestabilidad política y social.

Los Mercados en Gráficas

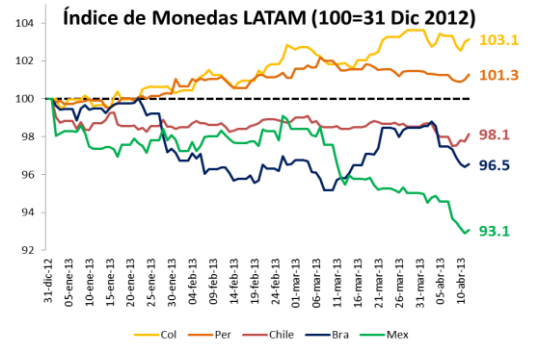
En marzo, la inflación mensual fue levemente menor a la esperada (0.21% vs 0.26%). Esta cifra implica una inflación anual de 1.9%, que aunque mayor a la inflación en febrero, todavía se encuentra por debajo del rango meta de inflación. La desaceleración de la inflación se debe, principalmente, a choques positivos en la oferta de alimentos, a un impacto transitorio de la reforma tributaria, y a reducciones en los precios de algunos servicios regulados como el gas natural y la energía eléctrica. Por eso, esperamos que la inflación se acelere y termine el año en 2.7%.



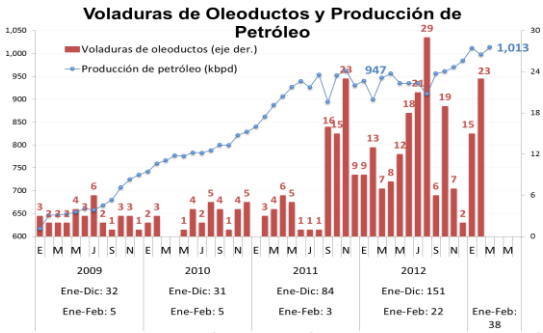
La tasa de desempleo nacional, trimestre móvil, cayó en febrero de 11.4% a 11.1% a nivel nacional, y de 12% a 11.9% en las 13 ciudades principales entre febrero 2012 y 2013. Desde enero del año pasado, las reducciones mensuales promedio, con respecto al mismo mes un año antes, de la tasa de desempleo han sido 0.5 pp a nivel nacional y 0.3 pp en las 13 ciudades principales mientras que las caídas observadas en febrero de 2013 fueron 0.3 pp y 0.2 pp, respectivamente. Por lo tanto, aunque el desempleo sigue cayendo, lo está haciendo a un menor ritmo.



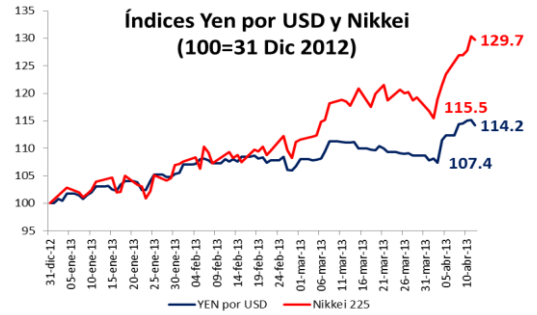
Aunque la tasa crecimiento real del endeudamiento de los hogares (total de créditos de consumo y de vivienda) siguió desacelerándose, de 16.3% a 14% entre junio y diciembre de 2012, este indicador, como % del PIB, se sigue acercando al pico histórico observado a finales de los noventa, dada la desaceleración económica. Sin embargo, a diferencia de esa época, la mayor parte de la deuda es de consumo y no hipotecaria (73.7% vs 26.3%), lo que reduce el riesgo por concentración (deudas más pequeñas y mayor número de deudores).



Con una tasa de cambio de 1,823.8 COP por USD el 12 de abril, el peso colombiano se ha depreciado (3.1%) durante 2013. Esto convierte al peso colombiano en la moneda de la región que más valor a perdido frente al dólar durante este periodo de tiempo. Lo anterior sugiere que la estrategia del Gobierno (Incremento en las compras diarias del Emisor, y el pago de obligaciones de deuda externa con recursos internos) ha sido efectiva por el momento. Aun así, no consideramos que en el mediano plazo, el esfuerzo sea suficiente para cambiar la tendencia y alcanzar el "dólar Cárdenas" (1,950 COP/USD).



En marzo, la producción de petróleo en Colombia superó el techo del millón de barriles diarios por segunda vez en el año (1,013 kbpd). Este resultado significa un crecimiento de 7% con respecto a lo observado en marzo de 2012. Adicionalmente, este incremento en la producción se da a pesar de que entre enero y febrero se han llevado a cabo 38 ataques terroristas contra la red de oleoductos en el país, siendo éste el mayor número, al menos, desde 2009.



El Banco Central de Japón decidió implementar una expansión monetaria cuantitativa para combatir la deflación y activar la actividad económica. El Banco compraría 78.6 miles de millones de dólares cada mes en bonos del gobierno japonés. Como la deuda se ubica por encima del 200% del PIB y el déficit fiscal cercano al 10%, al acelerar la inflación, estas cifras podrían pasar a un nivel insostenible. No obstante, tras esta decisión, el Nikkei se ha valorizado 12.4% y el Yen se ha depreciado 6.3%.

TABLA DE PRONÓSTICOS

		2011	2012p	2013p	2014p
Población	Millones	46,0	46,6	47,1	47,6
PIB real	Billones de pesos de 1994	450,2	468,2	487,9	509,8
	Cambio %	5,9	4,0	4,2	4,5
PIB nominal					
Pesos	Billones de pesos corrientes	615,8	655,2	700,4	752,9
	Cambio %	12,6	6,4	6,9	7,5
Dolares	Miles de millones de dólares corrientes	317,1	370,6	400,2	432,7
	Cambio %	15,4	16,9	8,0	8,1
Deflactor del PIB	Cambio %	6,3	2,3	2,6	2,9
Precios del consumidor (fin de periodo)	Cambio %	3,7	2,4	2,7	3,0
Tasa de cambio nominal (fin de periodo)	COP/USD	1.942	1.768	1.750	1.740
	Cambio %	-2,4	-9,0	-1,0	-0,6
Índice de tasa de cambio real (promedio)	1994 promedio = 100	98,6	96,0	97,6	94,8
	Cambio %	-8,6	-2,8	1,7	-2,8
Tasa de intervención	% (fin de periodo)	4,75	4,25	4,00	5,00
Tasa de interés nominal (DTF)	% (fin de periodo)	5,12	5,10	4,40	5,40
Balance de cuenta corriente	Miles de millones de dólares corrientes	-10,0	-11,5	-13,1	-11,4
	% del PIB	-3,1	-3,1	-3,3	-2,6
Balance de cuenta de capital	Miles de millones de dólares corrientes	13,7	16,9	14,8	16,0
	% del PIB	4,3	4,6	3,7	3,7
Exportaciones	Miles de millones de dólares corrientes	68,9	73,6	75,8	85,4
	Cambio %	32,2	6,9	2,9	12,7
Exportaciones (bienes y servicios)	Miles de millones de dólares corrientes	61,5	65,4	67,7	76,3
	Cambio %	36,1	6,3	3,5	12,6
Importaciones	Miles de millones de dólares corrientes	78,8	85,2	89,0	98,5
	Cambio %	29,4	8,0	4,6	10,6
Importaciones (bienes y servicios)	Miles de millones de dólares corrientes	61,4	66,2	70,2	77,6
	Cambio %	31,6	7,9	6,0	10,7
Balance fiscal consolidado	% del PIB	-2,0	0,5	-1,0	-0,5
Balance fiscal del Gobierno Nacional Central	% del PIB	-2,8	-2,3	-2,4	-2,1

Fuente: DNP, Ministerio de Hacienda, DANE y cálculos EConcept.