

FORECAST

**INFORME ECONÓMICO DE
COLOMBIA**

Julio, 2011

INDICE

1. ALGUNOS INDICADORES ECONÓMICOS Y DE DESARROLLO.....	3
2. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA Y PERSPECTIVAS	5
2.1. Actividad Económica	5
2.1.1. Demanda Agregada	7
2.1.1.1. Consumo Privado.....	8
2.1.1.2. Inversión	8
2.1.1.3. Consumo e Inversión del Sector Público	9
2.1.1.4. Demanda Externa	10
2.1.2. Sectores Productivos	11
2.2. Finanzas Públicas.....	12
2.3. Mercado Laboral	14
2.4. Cuentas Externas.....	15
2.4.1. Cuenta Corriente.....	17
2.4.2. Cuenta de Capitales	17
2.5. Mercado Cambiario.....	17
2.6. Inflación y Política Monetaria	18
2.7. Proyecciones Macroeconómicas y Principales Riesgos.....	20
3. SECTOR CONSTRUCCIÓN.....	21
3.1. Sector Inmobiliario	22
3.1.1. Demanda.....	22
3.1.1.1. Evolución Reciente	22
3.1.1.2. Determinantes de la Demanda por Viviendas.....	23
3.1.2. Oferta	26
3.1.2.1. Evolución Reciente	26
3.1.2.2. Determinantes de la Oferta de Viviendas	28
3.1.3. Precio de las Viviendas.....	29
3.1.4. Perspectivas del Sector Inmobiliario.....	31
3.2. Infraestructura.....	31
3.2.1. Inversión en el Sector de Infraestructura de Transporte.....	31
3.2.2. Cartera de Principales Proyectos de Inversión en Infraestructura de Transporte.....	32
3.2.3. Proyectos de Inversión en Otros Sectores Económicos	34

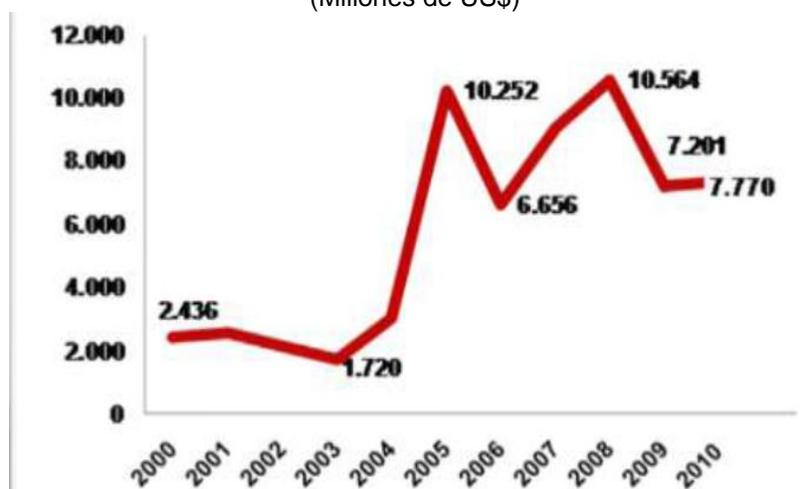
1. ALGUNOS INDICADORES ECONÓMICOS Y DE DESARROLLO

Los progresos que ha realizado la economía colombiana durante los últimos años han sido verdaderamente notables. En este sentido, en esta primera sección presentamos un conjunto de indicadores que dejan en evidencia dichos avances.

- **Inversión Directa Extranjera**

La economía colombiana definitivamente se proyecta como un destino relevante para los flujos de inversión extranjera directa. Desde el punto de vista de los países exportadores de capital, los mayores flujos provinieron fundamentalmente de Estados Unidos (31%), Inglaterra (12,2%) y España (7,2%).

Gráfico N° 1: Inversión Extranjera Directa
(Millones de US\$)



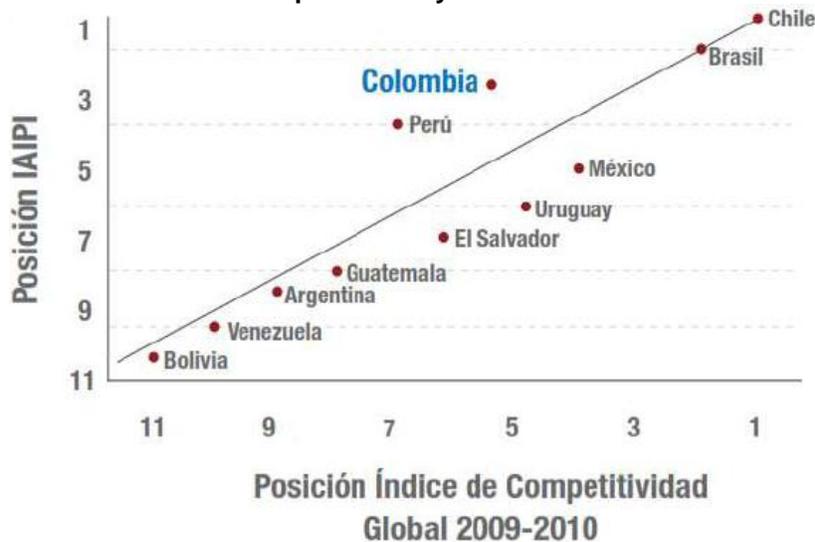
Fuente: Banco de la República de Colombia

- **Competitividad**

De acuerdo al Foro Económico Mundial “Reporte de Competitividad Global 2009 – 2010” y del Informe “Benchmarking National Attractiveness for Private Investment in Latin American Infrastructure”, el índice de competitividad global de la economía colombiana se encuentra rankeado en quinto lugar entre todas las economías de América Latina. En tanto, el Índice de Atracción para la Inversión Privada en Infraestructura (IAIPI) es uno de los más altos de la región, encontrándose sólo por debajo de Chile y Brasil (ver Gráfico N°2).

Por su parte, de acuerdo a un estudio del Banco Mundial, la economía colombiana es la tercera más “amigable” para hacer negocios en América Latina. En la misma dirección, el informe “Doing Business 2011” señala que Colombia es el tercer país con mejor entorno para hacer negocios en la región y el quinto a nivel mundial que más protege a los inversionistas.

Gráfico N° 2: Competitividad y Atracción de Inversiones

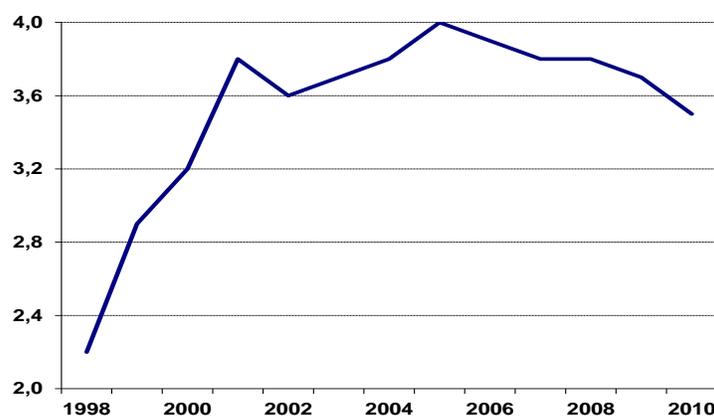


Fuente: "Reporte de Competitividad Global 2009 – 2010"

- **Combate a la Corrupción**

De acuerdo a Transparencia Internacional, el índice de percepción de la corrupción se ha ido reduciendo sistemáticamente desde el año 2005, como consecuencia del fortalecimiento de la institucionalidad colombiana y una intensificación de la lucha en contra de la corrupción.

Gráfico N° 3: Evolución del Índice de Percepción de la Corrupción



Rango de calificación: 0 a 10. Una mayor calificación implica menor percepción de corrupción.
Fuente: Transparencia Internacional.

- **Seguridad Interna**

Sin perjuicio de todo lo anterior, los mayores avances de la economía colombiana provinieron sin duda de los indicadores de seguridad interna. De esta forma, el número de homicidios comunes se ha ido reduciendo sostenidamente desde principios de la década pasada. De esta forma, al comparar el promedio diario apreciado en el primer trimestre de 2011 con el observado en el 2002, se aprecia una caída de un 50%.

Gráfico N° 4: Evolución del Número de Homicidios Comunes



Fuente: Ministerio de Defensa Nacional

En la misma línea, el número de secuestros ha experimentado una significativa caída en los últimos 10 años, apreciándose una reducción de un 86% en el promedio diario.

Gráfico N° 5: Evolución del Número de Secuestros Totales



Fuente: Ministerio de Defensa Nacional

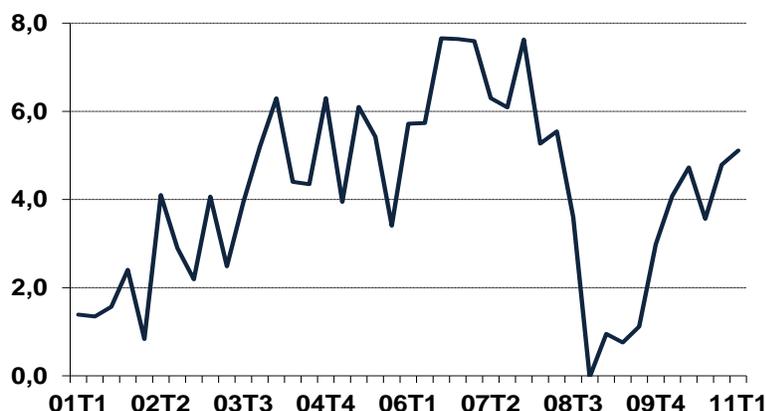
2. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA Y PERSPECTIVAS

2.1. Actividad Económica

Como consecuencia de la intensa crisis económica y financiera a escala internacional durante el 2008 y gran parte de 2009, la economía colombiana experimentó en similar período ritmos de crecimiento relativamente bajos. Sin embargo, como consecuencia de políticas económicas (monetaria y fiscal) expansivas, la estabilización en las condiciones financieras internacionales, la gradual recuperación de la economía mundial y precios de las exportaciones colombianas más elevados, la producción agregada se expandió en el 2010 a una tasa cercana a su promedio

histórico. De esta forma, de acuerdo a las cifras oficiales, el Producto Interno Bruto (PIB) creció el año pasado un 4,3% respecto al PIB del año 2009.

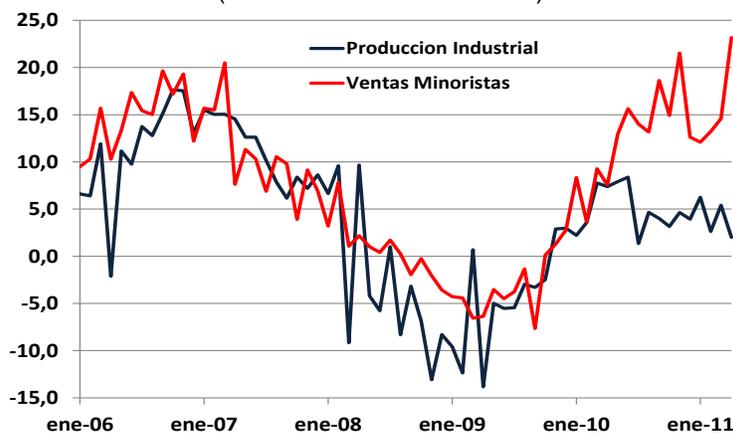
Gráfico N° 6: Producto Interno Bruto Trimestral
(Tasa de crecimiento anual)



Fuente: Banco de la República de Colombia (BANREP)

Sin perjuicio de lo anterior, es interesante notar que la evolución de la economía a lo largo del año estuvo lejos de ser homogénea. En efecto, durante el primer semestre la economía se expandió a una tasa promedio de 4,5% anual, impulsada en buena medida por significativas expansiones del consumo del Gobierno y de la inversión en obras civiles. Posteriormente, la velocidad de crecimiento se moderó significativamente durante el tercer trimestre, en parte producto del impacto de la fuerte temporada invernal sobre la producción agrícola, ganadera y minera, así como el transporte de mercancías destinadas al comercio internacional. Por su parte, a medida que dicho shock se disipaba en la última parte del año, la economía comenzó a ganar tracción, tendencia que se prolongó hacia los primeros meses de 2011. Así, según información reciente, el PIB colombiano registró una expansión anual de 5,1% en el primer trimestre del presente año, anotando con ello su mejor resultado desde principios de 2008. Por su parte, al comparar el PIB corregido por factores estacionales correspondiente al primer trimestre con el PIB de los últimos tres meses de 2010, la tasa de crecimiento anualizada resultante fue de un robusto 7,8%, cifra que deja claramente en evidencia el gran dinamismo de la economía.

Gráfico N° 7: Indicadores Parciales de Actividad
(Tasa de crecimiento anual)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)

Las cifras parciales correspondientes al inicio del segundo trimestre del presente año sorprendieron favorablemente al mercado, sugiriendo que el mencionado dinamismo se habría mantenido en dicho período. En particular, fue notable la velocidad de crecimiento de las ventas del comercio minorista, reflejo del muy buen desempeño del consumo privado. A partir de ello se estima que la economía se habría expandido a un ritmo anual cercano al 5,0% durante el segundo trimestre. Es interesante notar que estos resultados se dieron aún cuando la situación económica internacional se ha deteriorado desde principios de año, por cuanto el crecimiento global se ha desacelerado con mayor fuerza de lo esperado, mientras que la crisis financiera en los países de la periferia de la Zona Euro se ha acentuado significativamente.

2.1.1. Demanda Agregada

Desde el punto de vista de los componentes de la demanda agregada, el crecimiento del PIB durante el 2010 estuvo fundamentalmente sustentado en la demanda interna y, en particular, en el gasto privado. Ello permitió más que compensar una contribución más moderada del gasto público, reflejo, a su vez, del retiro gradual de la política de estímulo fiscal que se había implementado en la última parte de 2008 y sobre todo en el 2009. En otras palabras, durante 2010 la expansión de la economía colombiana contrastó con la observada en 2009 cuando, en el marco de la política fiscal expansiva, las mayores contribuciones al crecimiento del PIB provinieron del consumo público y de la inversión en obras civiles. Dicha tendencia incluso se acentuó al inicio de 2011, apreciándose en dicho período una aceleración en el crecimiento de la demanda privada y una contracción en el gasto público, incluyendo inversión del Gobierno. Por el lado de la demanda externa, la contribución al crecimiento de las exportaciones netas se fue reduciendo en los últimos trimestres, llegando incluso a ser negativa. Ello fue resultado de un crecimiento moderado en las exportaciones y una gran recuperación en las importaciones.

Tabla Nº 1: PIB Por Tipo de Gasto
(Tasa de crecimiento anual)

	Pond.	2009	2010				2011	
		2009	Año	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Año
	(%)							
Demanda Privada	81,8	-0,7	3,8	3,7	6,4	8,6	5,6	8,8
Consumo Hogares	65,3	0,9	4,2	4,5	5,2	6,2	5,1	6,3
FBCF Privada	16,4	-6,5	2,6	0,5	10,0	18,3	7,7	18,7
Existencias (% PIB)	0,1	-0,1	-0,3	0,2	2,4	1,1	0,9	0,8
Demanda Pública	23,5	6,9	11,5	10,4	-0,3	3,6	6,2	-3,3
Consumo Gobierno	15,7	3,5	5,0	5,7	4,1	3,8	4,6	1,4
FBCF Pública (O. Civiles)	7,8	15,5	26,8	20,3	-9,5	3,4	9,7	-12,5
Demanda Final Interna	105,3	1,0	5,5	5,2	4,9	7,5	5,7	6,1
Demanda Externa Neta	5,3	-20,2	35,3	73,2	90,6	33,2	55,4	44,9
Exportaciones	16,7	-2,2	-4,9	2,4	2,1	9,1	2,0	11,5
Importaciones	22,0	-7,3	4,2	16,7	23,1	16,2	14,9	21,4
PIB	100	1,5	4,1	4,7	3,6	4,8	4,3	5,1

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)

2.1.1.1. Consumo Privado

La recuperación del consumo privado ha sido verdaderamente notable desde fines de 2009, convirtiéndose en uno de los principales pilares del crecimiento. Así, tras el marcado debilitamiento que se apreció durante la segunda mitad de 2008 y gran parte de 2009, el gasto de los hogares retornó a tasas de crecimiento elevadas en el 2010 y a principios de 2011. La mencionada aceleración en el gasto de los hogares se explicó por el mantenimiento de las condiciones económicas y financieras favorables, entre las que destacaron:

- Recuperación moderada del nivel de ocupación.
- Inflación baja y expectativas de inflación controladas.
- Política monetaria expansiva, reflejada en una reducción de las tasas de interés de mercado.
- Políticas crediticias más flexibles, de forma tal que el sistema financiero tuvo la capacidad de satisfacer la demanda de crédito por parte de los hogares.

Gráfico N° 8: Consumo Privado
(Tasa de crecimiento anual)



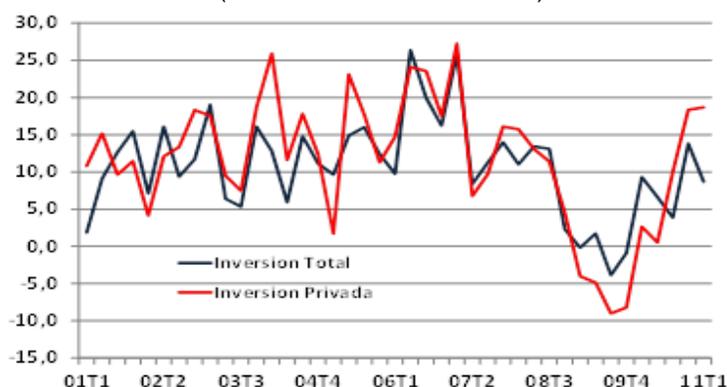
Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)

2.1.1.2. Inversión

La formación bruta de capital fijo tuvo una recuperación significativa durante el 2010, luego del pobre desempeño registrado en el 2009, convirtiéndose con ello en la segunda fuente de crecimiento, después del gasto de los hogares. El desempeño de la inversión fue consecuencia de la recuperación de la inversión destinada a la industria, esencialmente en compras de maquinaria y equipo de transporte. Durante todo el 2010, y particularmente en el segundo semestre, se apreció un mayor optimismo en las firmas del sector industrial, quienes comenzaron a reponer sus activos y a incrementar su capacidad productiva.

Sin embargo, el crecimiento de la inversión en capital fijo se vio contenido, sobre todo en los últimos trimestres, por un crecimiento más moderado de la inversión en obras civiles y por la caída en la construcción de edificaciones. En el primer caso, ello fue consecuencia del retiro gradual del estímulo fiscal, mientras que, en el segundo, ello responde al impacto rezagado del deterioro en la actividad durante gran parte de 2009, lo que tendió a postergar el inicio de proyectos de construcción. Sin embargo, al inicio de 2011 se apreció una recuperación en la construcción de edificaciones, sustentada en la mejoría de sus fundamentales. En tanto, la inversión en obras civiles mostró una nueva caída en el período.

Gráfico N° 9: Inversión en Capital Fijo
(Tasa de crecimiento anual)



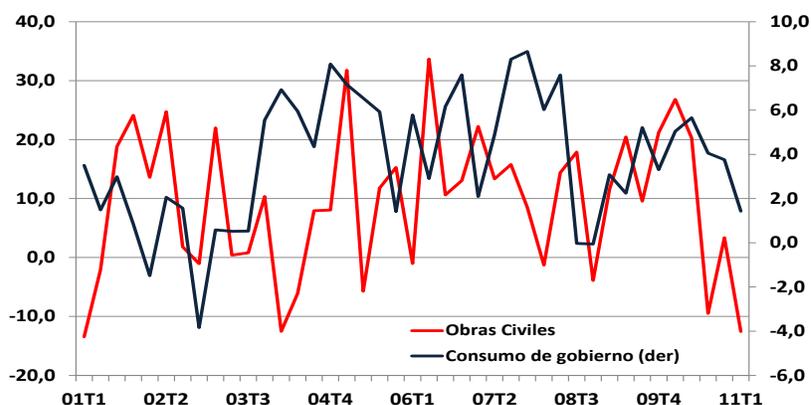
Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)

A su vez, desde mediados de 2010 las firmas colombianas comenzaron a reponer inventarios, luego de la liquidación de existencias que se apreció durante el 2008 y 2009, en un contexto de intensificación de la incertidumbre. De acuerdo a un estudio del Banco Central de Colombia, la reciente acumulación de inventarios ubicó su nivel en valores que podrían considerarse como adecuados de acuerdo con la historia de esta serie. Ello implica que dicho desempeño de los inventarios fue deseado, por lo que no pone en riesgo la producción de los próximos trimestres.

2.1.1.3. Consumo e Inversión del Sector Público

La demanda del sector público (consumo y obras civiles) continuó creciendo durante la primera mitad de 2010, sustentado en el impacto rezagado de la política de expansión fiscal. Sin embargo, su velocidad se moderó significativamente en el segundo semestre de 2010 y en los primeros tres meses de 2011, como consecuencia de una reversión de la política fiscal. Ello, como es natural, impactó con mayor fuerza al componente de inversión, cuya tasa de variación anual pasó de cifras en torno al 23% en el primer semestre del año a un -12,5% en los primeros tres meses de 2011. Por su parte, el consumo del sector público también moderó su expansión a lo largo de 2010 y principios de 2011, en línea con la decisión del Gobierno de retirar el estímulo.

Gráfico N° 10: Consumo e Inversión Pública
(Tasa de crecimiento anual)

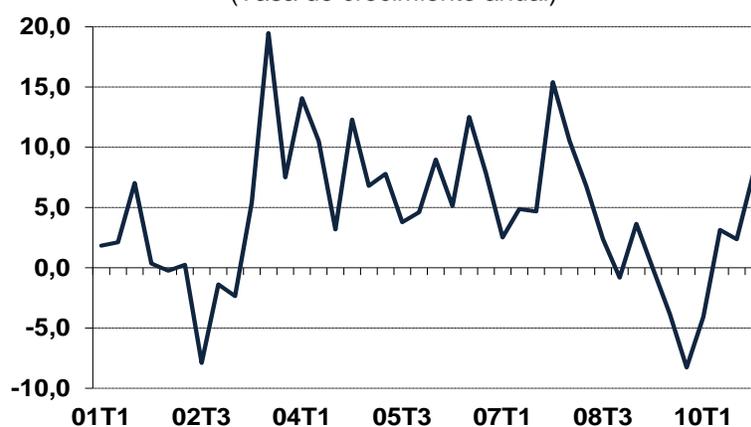


Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)

2.1.1.4. Demanda Externa

Tras la violenta caída que se apreció durante la última parte de 2008 y gran parte de 2009, el volumen de exportaciones comenzó a repuntar gradual y sostenidamente desde principios de 2010, en línea con la recuperación de la economía global y la normalización de las condiciones financieras internacionales. En el 2010 se registró un buen desempeño de las ventas de productos tradicionales, en particular del sector minero (con excepción de las de carbón, que mostraron un crecimiento bajo), mientras que las de productos no tradicionales cayeron levemente. Los temporales de finales de 2010 golpearon las exportaciones debido a los cierres de vías que obstaculizaron la comunicación entre los centros de producción y distribución y los principales puertos.

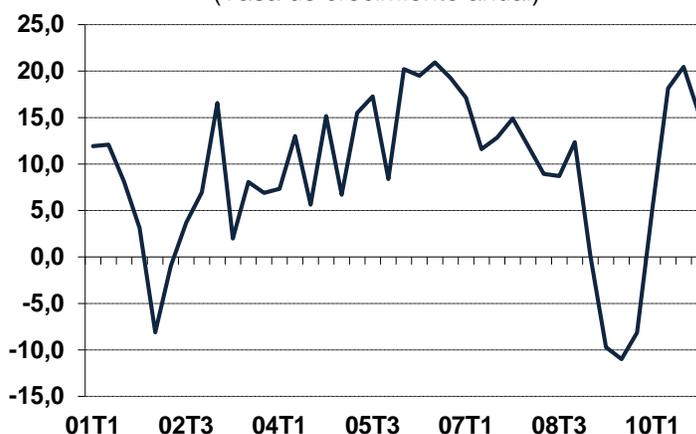
Gráfico N° 11: Exportaciones de Bienes y Servicios
(Tasa de crecimiento anual)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)

Con respecto al volumen de importaciones, ya desde principios de 2010 se observó una sostenida aceleración en su velocidad de crecimiento, sustentada, por un lado, en la fuerte recuperación de la demanda interna y, por otro, en la caída del tipo de cambio, que redujo el precio relativo de las importaciones en términos de moneda local. A nivel de los principales componentes, destacó la dinámica en la adquisición de bienes de consumo duradero, materias primas y bienes de capital.

Gráfico N° 12: Importaciones de Bienes y Servicios
(Tasa de crecimiento anual)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)

Como consecuencia de las tendencias anteriores, el déficit comercial, medido a precios constantes, se amplió durante el 2010 y principios de 2011. De esta forma, en el neto, el comercio internacional contribuyó negativamente al crecimiento del PIB colombiano.

2.1.2. Sectores Productivos

Desde el punto de vista de la evolución de los principales sectores productivos, la información recopilada da cuenta de las siguientes apreciaciones:

- El sector minero se consolidó como uno de los principales pilares de crecimiento de la economía, desempeño explicado principalmente por el continuo aumento de la producción petrolera, que siguió beneficiándose de las grandes inversiones efectuadas en el sector. Es interesante notar que este buen desempeño continuó a fines de 2010, aún cuando la ola de intensas lluvias redujo la producción de carbón y otros minerales no metálicos.

Tabla Nº 2: PIB Por Clase Actividad Económica
(Tasa de crecimiento anual)

	Pond	2009	2010				2011	
			2009	Año	I Trim	II Trim		III Trim
	(%)							
Agricultura, Silvicultura, Pesca	6,8	-1,1	-3,1	0,4	-2,5	3,5	-0,4	7,8
Explotación de Minas y Canteras	6,7	11,4	13,4	15,8	9,9	5,7	11,0	9,4
Industria Manufacturera	13,1	-3,9	4,2	6,8	3,3	3,8	4,5	5,1
Electricidad, Gas y Agua	3,8	2,9	8,3	3,5	-1,2	-1,3	2,2	-1,3
Construcción	6,7	8,4	8,5	-0,5	-7,5	7,0	1,7	-4,5
Edificación	3,2	-1,7	0,9	-14,9	-6,6	9,1	-3,3	4,1
Obras Civiles	3,5	20,1	15,6	12,4	-9,2	4,1	5,4	-11,5
Comercio, Restaurantes, Hoteles	11,9	-0,3	3,9	4,6	7,0	8,4	6,0	6,7
Transporte	7,4	0,4	2,4	4,1	7,0	5,3	4,7	5,2
Establecimientos Financieros	19,3	1,8	1,3	3,3	3,6	4,4	3,1	4,8
Servicios Sociales	15,4	2,7	4,5	5,3	3,2	2,5	3,8	1,8
Subtotal Valor Agregado	91,1	1,9	4,1	4,7	3,3	4,4	4,1	4,3
Impuestos Menos Subsidios	8,9	-3,1	2,9	6,1	6,4	9,8	6,3	14,5
PIB	100	1,5	4,1	4,7	3,6	4,8	4,3	5,1

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)

- El sector comercio cerró el 2010 con una expansión de 6,0%, apreciándose una aceleración sostenida a lo largo del año. En tanto, en el primer trimestre de 2011 dicho dinamismo persistió, observándose en dicho período un aumento de 6,7%, en términos anuales. El buen desempeño del sector se debió en buena parte al segmento minorista, que reflejó el dinamismo del consumo de los hogares. A su vez, en este segmento destacó la compra de automóviles y electrodomésticos. La recuperación del mercado laboral, la mayor disponibilidad de crédito y la apreciación de la moneda, incentivó la compra de bienes durables importados.
- La industria también aportó al crecimiento de la economía en el 2010, al cerrar dicho período con un aumento de 4,5%. Sin embargo, a lo largo del año la industria fue de más a menos, observándose altos crecimientos al inicio de año, en buena medida por una base

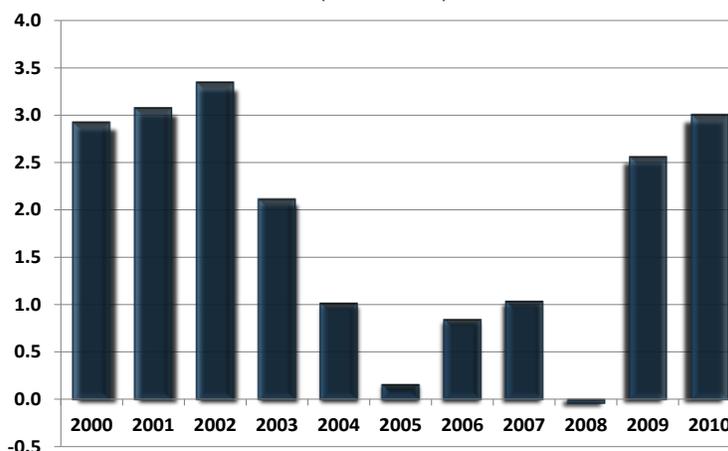
de comparación baja, y una moderación en la segunda mitad. Esto último probablemente reflejando la dificultad de consolidar un proceso de sustitución del mercado venezolano luego del colapso del comercio entre ambas naciones.

- En contraste, los sectores con un pobre desempeño en el 2010 fueron la construcción y el agropecuario. En el primer caso, su comportamiento obedeció a la caída en la construcción de edificaciones y la moderación de las obras civiles. Sin embargo, durante el primer trimestre de 2011 se apreció una recuperación en el PIB de edificaciones y una fuerte contracción en obras civiles. En lo que respecta al sector agropecuario, el estancamiento de su producción obedeció, en gran medida, a la contracción registrada por las actividades agrícolas sin café. Entre ellas se destacan las asociadas con cultivos transitorios como los de cereales, tabaco, legumbres y tubérculos, los cuales se vieron afectados sobre todo al finalizar el año por el comienzo de las fuertes lluvias. Si embargo, una vez que se dispó dicho shock, el sector experimentó una sólida recuperación (7,8% de crecimiento en el primer trimestre).

2.2. Finanzas Públicas

Al cierre de 2010, el Sector Público Consolidado (SPC), que incluye entre otras reparticiones al Gobierno Nacional Central (GNC), Seguridad Social, Empresas Públicas y Banco Central, registró un déficit de US\$ 8,4 billones, equivalente a 3,0% del PIB, tres décimas por sobre el resultado fiscal consolidado del año 2009.

Gráfico N° 13: Déficit Sector Público Consolidado
(% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda

El GNC registró un déficit equivalente a 3,7% del PIB en el 2010, cinco décimas por debajo del déficit de 2009, mientras que el sector público descentralizado contabilizó un superávit de 0,8% del PIB, que se originó en los fondos públicos de pensiones, incluidos en el sector de la seguridad social. Cabe notar que este último valor se ubicó cuatro décimas por debajo del superávit registrado en el 2009 (Tabla N° 3).

Tabla Nº 3: Sector Público Consolidado
(Balance Fiscal 2009 y 2010)

Concepto	Millones de dólares		Porcentaje del PIB	
	2009	2010	2009	2010
A. Total Sector Público No Financiero (SPNF) (1+2)	-5.891	-8.443	-2,5	-2,9
1. Gobierno Nacional	-9.620	-10.264	-4,1	-3,7
2. Subtotal sector descentralizado	3.646	2.181	1,5	0,8
Seguridad Social	2.996	2.416	1,3	0,8
Empresas Nacionales	465	-262	0,2	-0,1
Empresas Locales	-177	-472	-0,1	-0,2
Regiones Locales	362	500	0,2	0,2
B. Balance Cuasi fiscal del Banco de la República	278	117	0,1	0,0
C. Balance de Fogafin	430	488	0,2	0,2
D. Costos de la Reestructuración Financiera	-519	-178	-0,2	-0,1
E. Costos de la Emergencia Invernal	0	-447	0,0	-0,2
F. Ajustes	-574	-155	-0,2	-0,1
G. Total Sector Público Consolidado (A+B+C+D+E+F)	-6.276	-8.616	-2,7	-3,0

Fuente: Banco de la República

Por su parte, los ingresos y los gastos del GNC registraron en el año una caída de 2,8%. Los ingresos tributarios crecieron un 2,4%, resultado sustentado en un aumento de 12,7% en los impuestos externos, reflejo del fuerte aumento de las importaciones. El impuesto a la renta y el IVA sobre la actividad económica interna registraron en conjunto un leve crecimiento de 0,2%, a pesar de la sostenida recuperación económica. La aparente paradoja tiene su explicación en los menores ingresos provenientes del sector petrolero. Adicionalmente, los recursos de capital mostraron una caída de 37,4%, en gran parte, por los menores dividendos transferidos por Ecopetrol, los cuales se vieron afectados por el comportamiento del precio internacional del petróleo en 2009.

Por el lado de los gastos totales del GNC, éstos registraron una contracción de 2,8% en el 2010, resultado atribuible al comportamiento en el pago de los intereses de la deuda, los gastos de funcionamiento y la inversión, que disminuyeron 2,5%, 2,0% y 9,2%, respectivamente. Respecto a este último componente, los gastos de inversión sumaron US\$ 5,5 billones, los cuales se asignaron principalmente a programas sociales y a proyectos de infraestructura. En tanto, la caída respecto a 2009 refleja la decisión del gobierno anterior de retirar gradualmente el estímulo fiscal implementado para atenuar los efectos de la crisis financiera internacional.

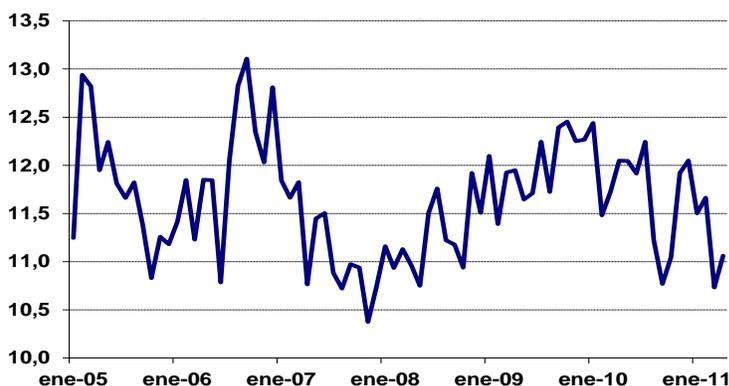
Sin perjuicio de todo lo anterior, el Gobierno de Santos ha realizado importantes progresos hacia un ajuste de mediano plazo en las finanzas públicas. En particular, el Gobierno ha obtenido apoyo en el Congreso para reformar el sistema de regalías, elevar a rango constitucional el principio de la sostenibilidad fiscal y reformas impositivas para mejorar la competitividad. El mercado definitivamente recibió con beneplácito el avance en la agenda de reformas, lo cual quedó de manifiesto en una fuerte caída en las distintas medidas de riesgo crediticio.

2.3. Mercado Laboral

Una de las principales características del mercado laboral colombiano es que la tasa de desempleo es estructuralmente elevada, lo que refleja un conjunto de distorsiones que enfrenta dicho mercado y que impiden una reducción del desempleo. Entre dichas restricciones que impiden un ajuste más eficiente del mercado laboral se encuentran los altos costos diferentes del salario (contribuciones a la seguridad social e impuestos a la nómina) y la rigidez real del salario mínimo. En relación con esto último, en 1999 la Corte Constitucional determinó que en Colombia el salario mínimo no puede ser incrementado por una tasa inferior a la inflación, eliminando con ello la posibilidad de observar una reducción en términos reales, lo que lo ha llevado a ser uno de los más altos de América Latina.

Sin perjuicio de lo anterior, aunque con grandes fluctuaciones, la tendencia en la tasa de desempleo a nivel nacional ha sido declinante, observándose una caída desde niveles en torno a 12,5% a fines de 2009 a un 11,0% en abril de 2011. Ello, a partir de cifras corregidas por factores estacionales.

Gráfico N° 14: Tasa de Desempleo
(%; corregida por factores estacionales)

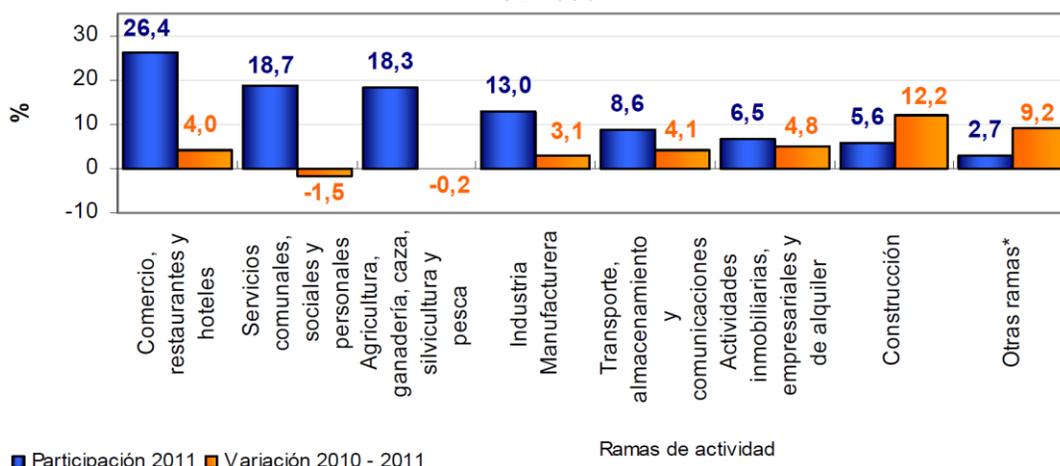


Fuente: Elaboración Propia en base a datos del Banco de la República de Colombia (BANREP)

A su vez, la caída en la tasa de desempleo fue consecuencia de una mayor capacidad de la economía en crear puestos de trabajo, en un contexto de gradual recuperación en la actividad agregada. De esta forma, las cifras oficiales muestran que la economía creó 494 mil puestos de trabajo, al comparar el nivel de ocupación de febrero – abril de 2011 con el correspondiente a similar período de 2010. Lo anterior, implica un crecimiento anual en el empleo total de 2,6% en dicho período.

A nivel sectorial, destacó el dinamismo del nivel de ocupación en el sector de la construcción, el cual registró un crecimiento de algo más de 12,0% durante el trimestre terminado en abril, con lo cual su participación respecto al empleo total llegó a un 5,6%. En tanto, el crecimiento anual de “Otras Ramas”, que incluye explotación de minas y canteras, suministro de electricidad, gas y agua e intermediación financiera, llegó a un 9,2% en similar período.

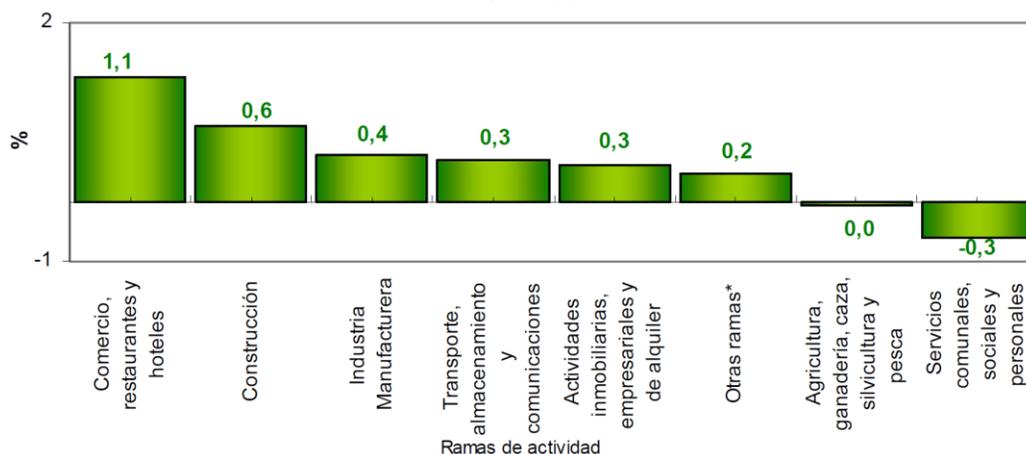
Gráfico N° 15: Participación y Variación de la Población Ocupada, Según Ramas de Actividad



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)

Considerando la tasa de crecimiento anual del nivel de ocupación de acuerdo a las ramas de actividad y la participación de cada una de éstas en el empleo total, se ha estimado la contribución al crecimiento del empleo total a nivel nacional. Dicho ejercicio permite apreciar que los sectores comercio y construcción explican más del 65% de la tasa de crecimiento del empleo.

Gráfico N° 16: Contribución a la Variación de la Población Ocupada de las Ramas de Actividad



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)

2.4. Cuentas Externas

En el 2010, la balanza de pagos cerró con un saldo superavitario de US\$ 3.136 millones, más que duplicando el excedente registrado el 2009. Ello, aún cuando el déficit en cuenta corriente experimentó un significativo aumento, pasando desde US\$ 5.181 millones en el 2009 a US\$ 8.944 millones en el 2010. De esta forma, la recuperación de la economía internacional, el incremento de los precios internacionales de las materias primas, el buen desempeño de la economía y la mayor confianza mundial en los mercados de la región, permitieron la entrada de capitales que

financiaron el mayor déficit en cuenta corriente, principalmente a través de mayores flujos de inversión y desembolsos de deuda externa.

**Tabla Nº 4: Balanza de Pagos
(US\$ millones)**

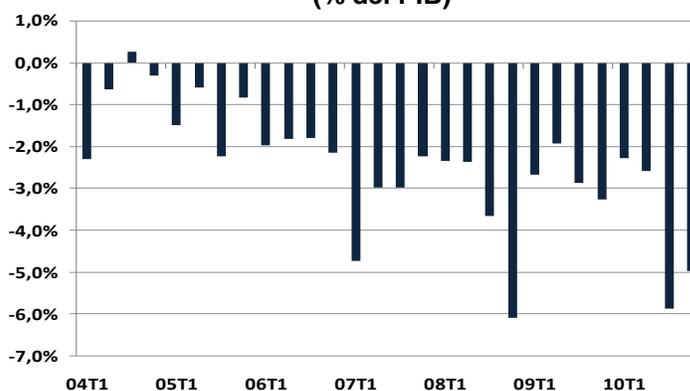
	2009	2010	2010.II	2010.III	2010.IV
I. Cuenta Corriente	-5.141	-8.944	-1.446	-3.446	-2.806
A. Balanza Comercial	2.546	2.136	1.233	-394	209
B. Servicios No Financieros	-2806	-3465	-807	-939	-1.082
C. Servicios Financieros	-9.492	-12.096	-2.989	-3.229	-3.236
D. Transferencias Corrientes	4.614	4.481	1.116	1.116	1.303
II. Cuenta de Capitales y Financiera	6.254	11.879	2.610	3.715	4.400
A. Flujos Financieros de Largo Plazo	12.598	6.741	2.382	2.153	1.201
A.1 Activos	3.079	6.502	518	4.708	1.189
A.1.1 Inversión en el extranjero	3.088	6.504	519	4.708	1.190
A.1.2 Otros Activos	-9	-2	-1	0	-1
A.2 Pasivos	15.678	13.243	2.900	6.861	2.391
A.2.1 Inversión extranjera directa	11.959	7.673	2.660	2.876	1.083
A.2.2 Cartera	4.822	913	712	829	-77
A.2.3 Préstamos	1.781	5.509	178	3.841	1.504
A.2.4 Otros Pasivos	-8	-8	0	0	-8
B. Flujos Financieros de Corto Plazo	-6.344	5.138	228	1.562	3.199
B.1 Activos	4.518	1.478	992	68	136
B.1.1 Cartera	2.802	1.768	604	314	813
B.1.2 Préstamos	712	-718	70	-415	-454
B.1.3 Otros Activos	1.004	428	319	168	-223
B.2 Pasivos	-1.826	6.616	1.220	1.630	3.335
B.2.1 Cartera	-154	2.352	343	685	1.344
B.2.2 Préstamos	-1.713	4.157	861	923	1.986
B.2.3 Otros Pasivos	41	108	16	22	4
III. Activos de Reserva	-1.347	-3.136	-1.143	-439	-1.207
IV. Errores y Omisiones	234	201	-21	170	-387
SALDO BALANZA DE PAGOS	1.347	3.136	1.143	439	1.207

Fuente: Banco de la República de Colombia (BANREP)

2.4.1. Cuenta Corriente

El déficit en cuenta corriente durante el 2010 fue superior en US\$ 3.803 millones respecto al registrado en el 2009. Dicho deterioro fue consecuencia de un menor superávit en balanza comercial, lo que, a su vez, fue resultado de un fuerte crecimiento en las importaciones (22,8%) que no pudo ser compensado por el también gran dinamismo de las exportaciones (19,0%). Por su parte, en el 2010 se apreció un significativo aumento en los egresos proveniente de pagos a los servicios financieros, reflejo de las mayores remesas de utilidades y dividendos de las empresas extranjeras radicadas en Colombia que exportaron Petróleo, Carbón y Ferroníquel.

Gráfico N° 17: Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)



Fuente: Banco de la República de Colombia (BANREP)

2.4.2. Cuenta de Capitales

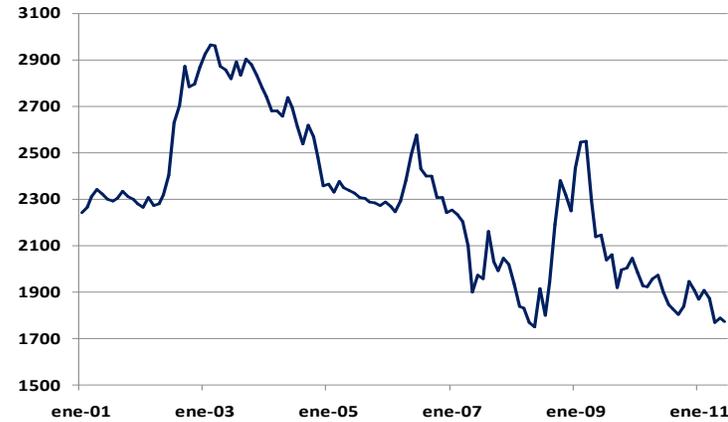
En contraposición a lo observado en la cuenta corriente, la cuenta de capitales cerró el 2010 con un ingreso neto de casi US\$ 12.000 millones, cifra que casi duplicó el excedente registrado el año 2009. Las entradas netas de capitales en este período fueron el resultado, principalmente, de un mayor endeudamiento externo neto de corto y largo plazo, como resultado de condiciones financieras externas más benignas, y de una importante recuperación en los flujos de inversión extranjera de cartera. Ello, reflejando la menor aversión al riesgo y la consiguiente mayor demanda por activos colombianos. Por otra parte, a pesar de apreciarse un menor flujo en el 2010, la inversión directa extranjera superó los US\$ 7.000 millones, de lo cuales el 72% se dirigió a la actividad petrolera y minera, mientras que el restante se capitalizó en la actividad financiera, la industria manufacturera, el comercio y la construcción.

2.5. Mercado Cambiario

La tendencia hacia la apreciación del peso colombiano en relación con el dólar siguió imperando durante gran parte de 2010, aunque con algunos episodios de mayor volatilidad. De esta forma, la paridad local cerró el período con un fortalecimiento de 6,4%. Este comportamiento en el mercado cambiario colombiano estuvo asociado principalmente con la disminución en la aversión al riesgo internacional, ingresos de divisas por inversión extranjera directa e inversión de portafolio, el aumento en los precios de las principales exportaciones y el debilitamiento del dólar a escala global. Adicionalmente a ello se sumaron como fuerzas bajistas sobre la paridad, las mejores perspectivas económicas locales y la creciente probabilidad asignada por el mercado a un posible aumento en el rating crediticio de la deuda de Colombia en moneda extranjera por parte de las

agencias S&P y Moody's. Ello, luego de que éstas aumentaron sus perspectivas de la clasificación desde "estables" a "positivas".

Gráfico N° 18: Tipo de Cambio
(\$Col/US\$)



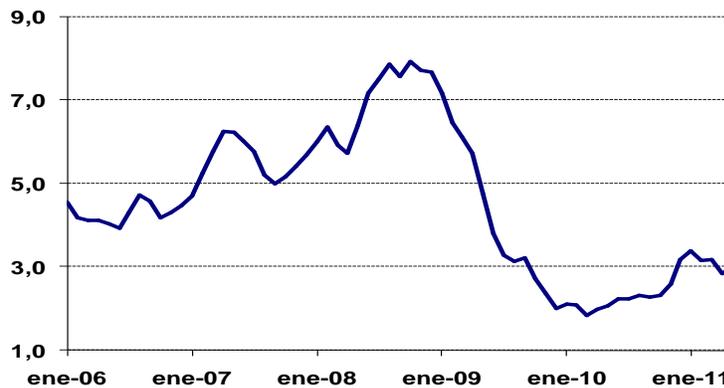
Fuente: Bloomberg

Con el objetivo de atenuar la presión bajista sobre el tipo de cambio, el Banco Central decidió intervenir el mercado cambiario. De esa forma, entre el 3 de marzo y el 30 de junio, el Banco Central acumuló reservas internacionales mediante la compra diaria de divisas por US\$ 20 millones por medio del mecanismo de subastas competitivas. En la primera parte de este período el tipo de cambio aumentó, tendencia que, sin embargo se revirtió a partir de abril. Posteriormente, a partir del 15 de septiembre el Banco Central reanudó el programa de acumulación de reservas internacionales (de por lo menos US\$ 20 millones diarios, mínimo por cuatro meses) lo que llevó a que el peso colombiano se debilitará. Esta tendencia se acentuó desde el 29 de octubre, cuando el Instituto emisor anunció la extensión del plan de acumulación de reservas hasta por lo menos el 15 de marzo de 2011, junto con el anuncio del gobierno de una serie de medidas fiscales. En el ámbito externo, durante ese período se identificaron varios factores que contribuyeron al incremento de la paridad, destacando la intensificación de la crisis financiera en los países de la periferia de la Zona Euro. Finalmente, durante el primer trimestre de 2011 se apreció un alto grado de volatilidad, determinada fundamentalmente por los acontecimientos internacionales, en torno a una tendencia bajista.

2.6. Inflación y Política Monetaria

Como consecuencia de la crisis internacional, el debilitamiento de la actividad colombiana, menores precios de los commodities y el fortalecimiento del peso, la tasa de inflación anual se desaceleró de forma fuerte y sostenida durante gran parte del 2009, cerrando dicho período en un 2,0%, igualando con ello el límite inferior del rango meta definido por la autoridad monetaria. Sin embargo, dicha tendencia se revirtió durante el 2010, apreciándose en dicho período una moderada tendencia alcista, determinada por la recuperación en la demanda interna, precios de los commodities más elevados y un shock de oferta inesperado sobre los precios de los alimentos. En todo caso, las presiones provenientes de los factores anteriores estuvieron contenidas por la presencia de holguras de capacidad y por la apreciación del tipo de cambio. Con todo, la tasa de inflación anual finalizó el 2010 en un 3,2%. Por su parte, en lo que va del 2011 las presiones inflacionarias continuaron plenamente contenidas, apreciándose en la primera mitad del año fluctuaciones en torno al 3,0%.

Gráfico N° 19: Tasa de Inflación Anual



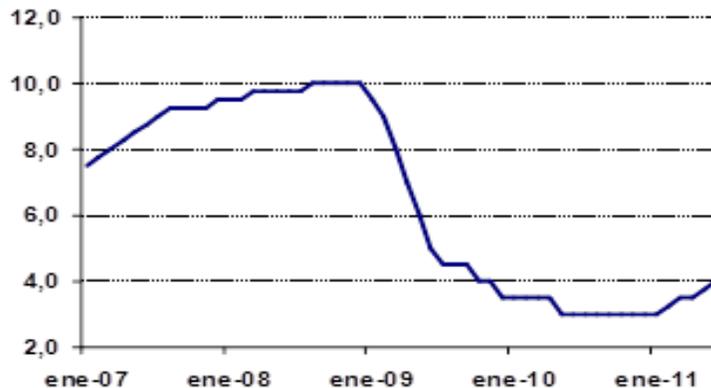
Fuente: Banco de la República de Colombia (BANREP)

En el ámbito monetario, durante el 2010 el Banco Central mantuvo la postura expansiva de su política monetaria. De hecho, la tasa de interés de referencia, que se situaba en 3,5% al comienzo de 2010, fue reducida en 50 pb en el mes de abril, manteniéndose baja y estable el resto del año, quedando en diciembre en un nivel de 3%. Esta decisión fue tomada en un contexto donde, aunque la economía se venía recuperando, la brecha del producto se mantenía negativa, lo que, sumado al buen comportamiento de la inflación y de las expectativas, permitía una política monetaria aún más expansiva sin comprometer la meta de inflación y la estabilidad macroeconómica.

El sesgo expansivo de la política monetaria manifestado en un nivel bajo de la tasa rectora, llevó a que las demás tasas también alcanzaran niveles históricamente bajos, lo que se reflejó en el comportamiento positivo de las carteras comercial, de consumo e hipotecaria del sistema financiero y, a su vez, incidió favorablemente en la recuperación de la demanda interna observada el año pasado.

En lo que va de 2011, como consecuencia de una consolidación en el proceso de recuperación en la demanda interna, un gran dinamismo del crédito y expectativas de inflación de mediano y largo plazo levemente por sobre la meta, el Banco Central decidió incrementar en 25 pb la tasa de interés de referencia en cuatro oportunidades (febrero, marzo, mayo y junio), situándola en 4,0%. A pesar de ello, cabe notar que el nivel actual de la tasa rectora sigue siendo expansivo, por cuanto se sitúa por debajo de las distintas estimaciones de tasa neutral.

Gráfico N° 20: Tasa de Política Monetaria



Fuente: Banco de la República de Colombia (BANREP)

2.7. Proyecciones Macroeconómicas y Principales Riesgos

En el transcurso del presente estudio, hemos identificado un conjunto de factores positivos, que nos llevan a mantener un tono de mayor optimismo respecto a la trayectoria futura de la economía colombiana. En particular, los indicadores recientes de actividad sugieren que la economía está creciendo a un buen ritmo; la inflación permanece baja y las presiones sobre los precios contenidas, a pesar de las severas tormentas e inundaciones que afectaron a la nación; el Banco Central ha iniciado el proceso de normalización de la política monetaria, aunque a un ritmo moderado; el Gobierno ha obtenido apoyo en el Congreso para la implementación de varias reformas de consolidación fiscal. Como resultado de todo ello, durante el mes de junio, la agencia clasificadora de riesgo Moody's mejoró el rating crediticio de la deuda soberana en moneda extranjera en una nota, hasta "Baa3", llevándola a "grado de inversión". La decisión de Moody's vino dos semanas después de la revisión por parte de Standard & Poor's y esperamos que Fitch siga esta tendencia en el corto plazo. Los principales argumentos para la mejoría en el ranking crediticio provienen de 1) mayor capacidad de la economía en absorber shocks externos e internos y 2) sostenida mejoría en las condiciones de seguridad de la ciudadanía.

Tabla Nº 5: Proyecciones Económicas

	2009	2010	2011	2012
ACTIVIDAD				
PIB Nominal (US\$ billones)	235,7	287,0	328,3	368,9
PIB Per Cápita (US\$ de cada año)	5.241	6.307	7.100	8.005
PIB Real (Var % anual)	1,5	4,3	4,8	4,5
• Consumo Privado (Var % anual)	0,9	5,1	5,3	4,8
• Inversión Total (Var % anual)	-3,0	8,8	10,1	8,3
Tasa de Desempleo (% a fin de año)	12,3	11,3	10,9	10,4
PRECIOS Y TASAS DE INTERÉS				
Inflación (% a fin de año)	2,0	3,2	3,0	3,4
Tipo de cambio (COP\$/US\$; a fin de año)	2.043	1.910	1.740	1.780
Tasa de Política Monetaria (% a fin de año)	3,5	3,0	5,5	5,5
CUENTAS FISCALES				
Resultado Primario Sector Público Consolidado (% del PIB)	0,5	0,0	0,1	-0,1
Saldo Final Sector Público Consolidado (% del PIB)	-2,7	-3,0	-2,9	-2,5
Saldo Final Gobierno Nacional (% del PIB)	-4,1	-3,7	-3,6	-3,3
CUENTAS EXTERNAS				
Exportaciones (% del PIB)	16,2	15,8	16,1	15,9
Importaciones (% del PIB)	16,3	16,2	17,0	17,1
Cuenta Corriente (US\$ billones)	-5,1	-8,9	-11,2	-12,9

Fuente: FMI, Banco Mundial y varios bancos de inversión.

A partir de lo anterior, y considerando un escenario global más benigno en la segunda mitad de 2011 y durante el 2012, pensamos que el escenario más probable para la economía colombiana es el siguiente:

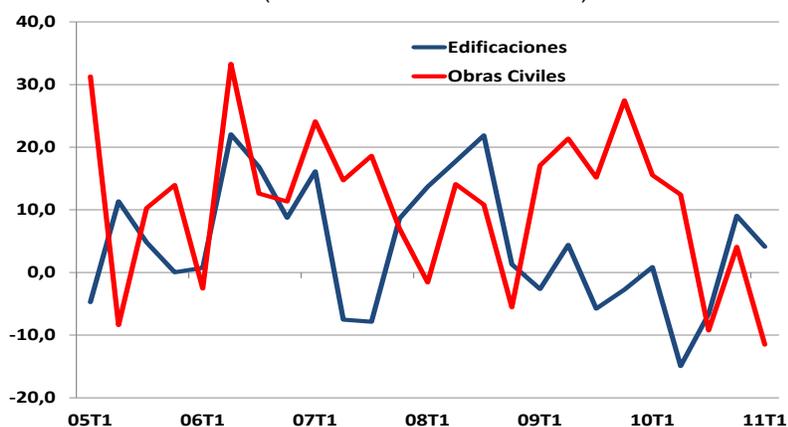
- La actividad agregada continuará con un crecimiento levemente por sobre el potencial, cerrando el 2011 en un 4,8% y el 2012 en un 4,5%.
- En particular, por tipo de gasto se prevé que sea el consumo de los hogares el rubro que más contribuya a la expansión de la economía.
- Por otro lado, en relación con el comportamiento de las ramas de actividad, los motores del crecimiento de 2011 vendrán dados por la construcción, el comercio y, al igual que en los tres años anteriores, la minería. En el caso de la construcción, se espera un importante repunte tanto por la reactivación de la generación de valor agregado por parte de la construcción de edificaciones como por el dinamismo que aportarán las obras de infraestructura luego de la efectos de los temporales.
- Frente a ello, el Banco Central seguiría normalizando las condiciones monetarias, llevando la tasa rectora a un 5,5% hacia fines del presente año, nivel que sería coherente con su valor neutral.
- El cierre de las brechas continuará ejerciendo una presión alcista moderada sobre los precios, sin embargo contenida por las condiciones monetarias más normales y por la caída en el tipo de cambio.
- En este contexto favorable, la presión bajista sobre el tipo de cambio continuará en lo que resta de 2011, lo que llevará a las autoridades a seguir implementando medidas para atenuar dicha presión.

Por el lado de los riesgos a la baja, los principales están relacionados con la recuperación de la economía mundial. Entre ellos la tensión que aún persiste en los mercados financieros, el incierto desarrollo de la crisis de deuda soberana en algunos países europeos y la reacción de las economías ante el eventual retiro de los impulsos monetarios. Lo anterior sugiere la presencia de cierto grado de incertidumbre en las estimaciones respecto a la evolución de la demanda externa.

3. SECTOR CONSTRUCCIÓN

El PIB del sector de la construcción, constituido por edificación y obras civiles, tuvo un pobre desempeño durante el 2010, al registrar un crecimiento de sólo 1,7%. Sin perjuicio de ello, se aprecia un comportamiento heterogéneo entre los principales componentes del sector de la construcción. De esta forma, durante la primera parte del año el sector de obras civiles continuó creciendo con mucha fuerza, impulsado por los rezagos de la política fiscal expansiva. En contraste, la actividad en edificaciones siguió deprimida, acentuando, de hecho, la tendencia que se observó durante gran parte del 2009.

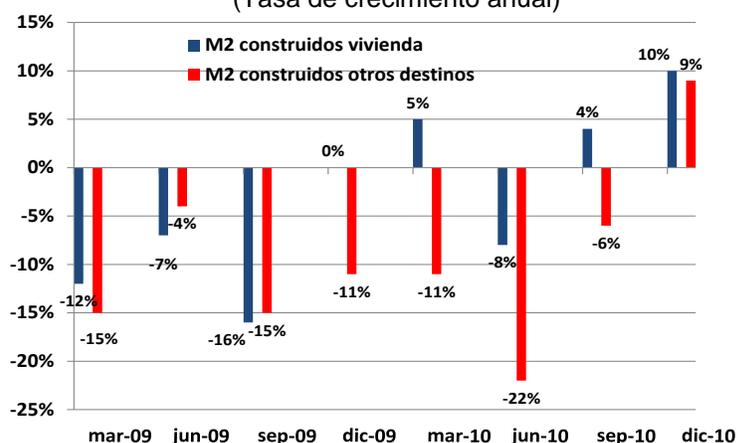
Gráfico N° 21: PIB Construcción
(Tasa de crecimiento anual)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)

Sin embargo, el sector de edificaciones en Colombia inició hacia mediados de 2010 su recuperación, sustentada en la evolución positiva de la vivienda de interés social, consolidada por el inicio de diez macroproyectos de construcción impulsados por el Gobierno anterior en zonas de bajos ingresos de las principales ciudades. Siguiendo esta tendencia, los resultados del PIB de edificaciones en los últimos tres meses de 2010 fueron bastante positivos, apreciándose un crecimiento anual de 9,3% en dicho período. Al comparar la dinámica de edificaciones con los crecimientos de los metros cuadrados construidos, se observa que el crecimiento del último trimestre de 2010 fue sustentado por un mejor desempeño en los metros construidos tanto en la edificación de vivienda como en el segmento de los destinos no residenciales. En el segmento no habitacional a partir del segundo trimestre de 2010 se observó una tendencia positiva, explicada por la dinámica de las edificaciones para el comercio y la hotelería. En cuanto a las bodegas y otras facilidades industriales aún se observa una dinámica negativa. En las edificaciones diferentes a las comerciales e industriales, como los establecimientos educativos, hospitalarios y otros, los resultados en 2010 estuvieron marcados por una recuperación sostenida.

Gráfico N° 22: Total Metros Cuadrados Construidos
(Tasa de crecimiento anual)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) y Cámara Colombiana de la Construcción.

3.1. Sector Inmobiliario

Tal como se señaló en las secciones anteriores, en el transcurso del 2010 los principales indicadores de actividad económica de Colombia experimentaron marcadas recuperaciones, confirmando con ello la finalización del ciclo contractivo que comenzó a principios de 2008. Aunque con rezago, el sector inmobiliario fue de poco a poco ganando protagonismo en la fase de expansión, apreciándose en los meses recientes claras señales de recuperación.

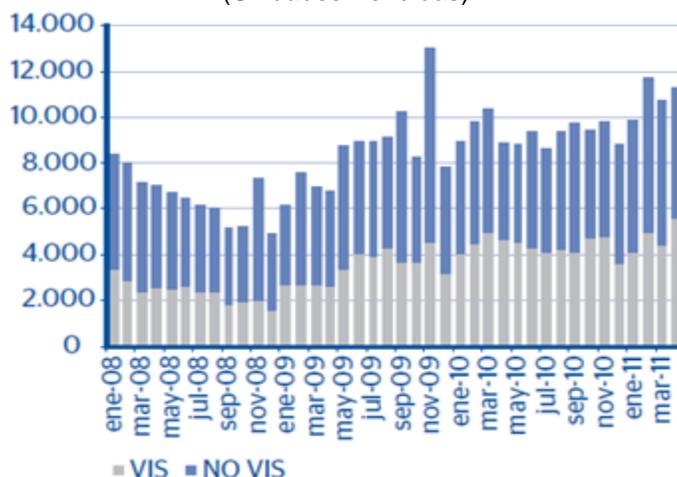
3.1.1. Demanda

3.1.1.1. Evolución Reciente

En el sector inmobiliario residencial colombiano coexisten dos tipos de mercados. En primer lugar, el denominado Vivienda de Interés Social (VIS), cuya característica principal responde al hecho que son viviendas dirigidas a las personas menos favorecidas económicamente y su valor es menor a 135 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV), equivalente a US\$ 41.013. Por su parte, el mercado de No VIS, corresponde a viviendas cuyo valor supera los 135 SMMLV.

Tal como se aprecia en el Gráfico N° 23, durante el 2009 y 2010 el flujo de ventas de viviendas en las principales ciudades, medido en unidades, registró un crecimiento cercano al 20%, en parte impulsadas por las fuertes ventas en el rango de interés social, las cuales se expandieron a un ritmo cercano al 50% en el 2009 y próximo al 20% en el 2010. En el primer cuatrimestre del año dicha tendencia se revirtió, apreciándose una aceleración en las ventas de viviendas No VIS (23%) y una moderación en el segmento VIS (5,0%). Este cambio en la composición respondió a las mejores condiciones económicas y del mercado laboral, que influenciaron en la disposición de compra de vivienda de los hogares en los rangos altos de precios de las viviendas.

Gráfico N° 23: Ventas de Viviendas VIS y No VIS
(Unidades Vendidas)



Fuente: Coordinada Urbana y BBVA.

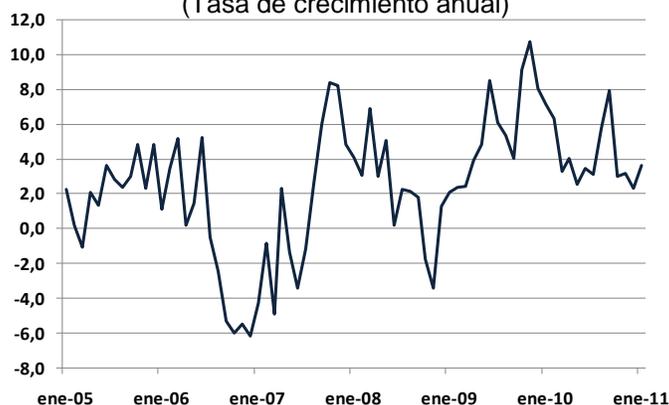
3.1.1.2. Determinantes de la Demanda por Viviendas

A partir de una revisión de los antecedentes del mercado inmobiliario colombiano, identificamos que los principales fundamentos de las decisiones de compra están determinados por la evolución de los ingresos y expectativas de estos, empleo, acceso al financiamiento, tasas de interés y políticas del Gobierno orientadas a estimular la demanda por viviendas.

- **Empleo**

La sostenida recuperación de la economía durante el 2010 y la primera parte de 2011, vino también de la mano de una recuperación en el mercado laboral. De esta forma, aunque con grandes fluctuaciones, la tendencia en la tasa de desempleo a nivel nacional ha sido declinante, observándose una caída desde niveles en torno a 12,5% a fines de 2009 a un 11,0% en abril de 2011. Ello, a su vez, fue consecuencia de una mayor capacidad de la economía en crear puestos de trabajo.

Gráfico N° 24: Nivel de Ocupación
(Tasa de crecimiento anual)

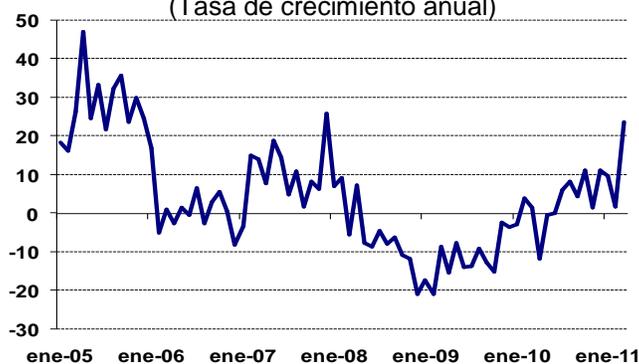


Fuente: Banco de la República de Colombia (BANREP)

- **Ingreso**

El buen desempeño de la economía colombiana durante el 2010 y el inicio de 2011, permitió mejorar las condiciones del mercado laboral, reflejándose éstas en un alza en los salarios reales. Ello, en conjunto con la recuperación de nivel de ocupación, explicó un alza de casi 6,0% en el ingreso de la masa laboral. Como resultado de lo anterior, el índice de accesibilidad a la vivienda nueva (ratio entre el precio medio de la vivienda/ingreso disponible) se redujo durante el 2010.

Gráfico N° 25: Salario Real
(Tasa de crecimiento anual)

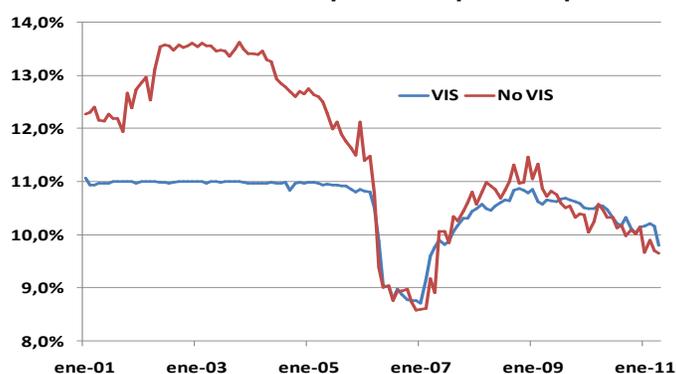


Fuente: Banco de la República de Colombia (BANREP)

- **Tasas de Interés**

Tal como se aprecia en el Gráfico N° 26, las tasas de interés de créditos hipotecarios para los segmentos VIS y No VIS mostraron una tendencia declinante desde principios de 2009. Ello fue consecuencia de la política monetaria expansiva, reflejada en una fuerte reducción en la tasa de interés de referencia, caídas en las tasas de interés de largo plazo, desaceleración de la inflación y moderación en las expectativas de inflación. La caída en las tasas de interés de créditos hipotecarios, las cuales de hecho bordearon sus niveles históricos más bajos, en un contexto de recuperación en la actividad agregada, tuvo un impacto positivo sobre la demanda por viviendas.

Gráfico N° 26: Tasa de Interés Real Hipotecaria para Adquisición de Vivienda

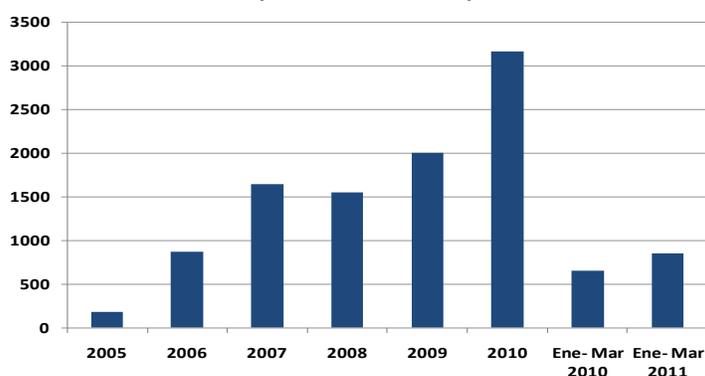


Fuente: Cámara Colombiana de la Construcción (CAMACOL)

- **Financiamiento**

El incremento en las ventas de vivienda estuvo acompañado de una aceleración en la cartera hipotecaria, la cual pasó de significar el 3,7% del PIB en marzo de 2009 a 4,2% del PIB. El 67% de estos recursos fue destinado a la compra de vivienda No VIS y creció 15,6% en términos anuales durante el 2010, mientras que el saldo de créditos VIS (33% del total) experimentó un aumento de 8,5%, también en términos anuales. El mencionado crecimiento en el stock de créditos hipotecarios fue consecuencia de la mayor demanda, resultante de mejores condiciones laborales, tasas de interés más bajas y mejores perspectivas de ingresos, así como de políticas crediticias más flexibles por parte del sistema financiero colombiano.

Gráfico N° 27: Desembolsos Totales de Créditos Hipotecarios (Millones de US\$)



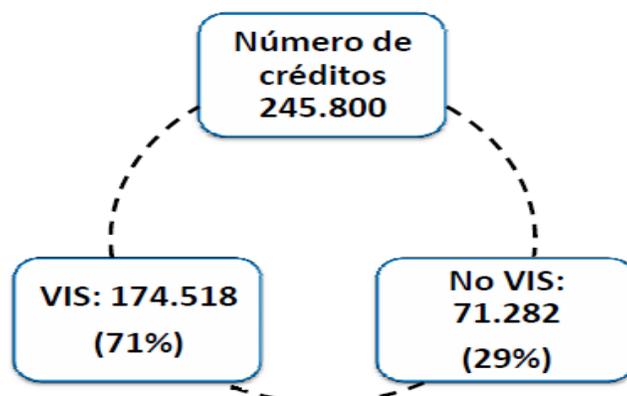
Fuente: Cámara Colombiana de la Construcción (CAMACOL)

- **Medidas de Estímulo a la Demanda**

Durante mucho tiempo el Gobierno de Colombia ha intervenido directamente, tanto en el mercado de créditos hipotecarios, como en el sector de viviendas. De hecho, siguiendo esa trayectoria, a principios de 2009, una vez que se hizo evidente que la economía colombiana no era inmune a la crisis global, las autoridades diseñaron e implementaron un programa para subsidiar las tasas de interés de los nuevos créditos hipotecarios. En particular, el subsidio cubría hasta 5 puntos porcentuales de la tasa de interés acordada durante un período de 7 años. Inicialmente este subsidio fue implementado como parte de una política contra cíclica, con el objetivo de impulsar al sector de la construcción durante el período recesivo. Sin embargo, dicha política ha continuado en el tiempo y, de hecho, recientemente el Gobierno anunció nuevos recursos para este programa durante el 2011. Según el estudio de Hofstetter (2010), el programa de cobertura de tasas

generó un aumento en la demanda por vivienda VIS de 36% y en la No VIS de 38% desde el inicio del programa a principios de 2009.

Gráfico N° 28: Créditos Otorgados Bajo el esquema de Subsidio a las Tasas



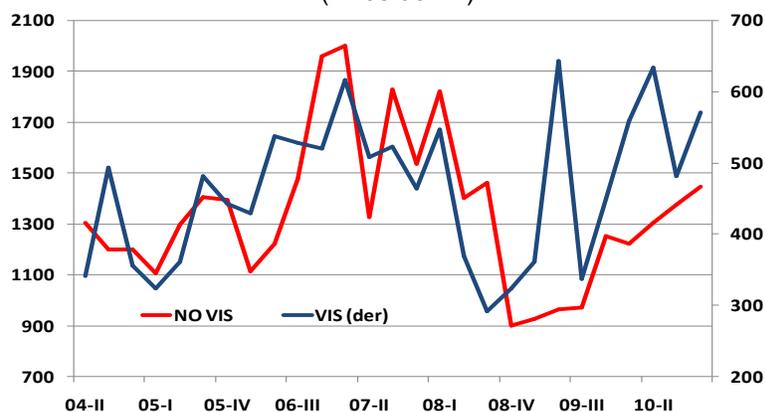
Fuente: Ministerio de Vivienda

3.1.2. Oferta

3.1.2.1. Evolución Reciente

Durante gran parte de 2007 la actividad en el sector inmobiliario mostró un gran dinamismo, tendencia que se prolongó hacia la primera parte de 2008, siendo ello consecuencia de la aún sólida evolución de la demanda agregada. Sin embargo, la intensificación de la crisis financiera internacional y su impacto negativo sobre la economía colombiana, gatilló un retroceso en las decisiones de inversión a nivel agregado y, en particular, en el sector inmobiliario. De esta forma, tal como se aprecia en el Gráfico N° 29, la edificación iniciada sufrió un verdadero desplome durante gran parte de 2008, estabilizándose en niveles bajos en el 2009. Sin embargo, la rápida recuperación de la economía, tasas de interés bajas, un sistema financiero sólido y políticas económicas dirigidas a reactivar el sector inmobiliario (por el lado de la oferta y la demanda), permitieron, primero, una recuperación en la demanda por viviendas y, segundo, una reactivación de los proyectos del sector. Así, desde principios de 2010, la edificación iniciada comenzó a ganar tracción, sustentada por los dos segmentos VIS y No VIS.

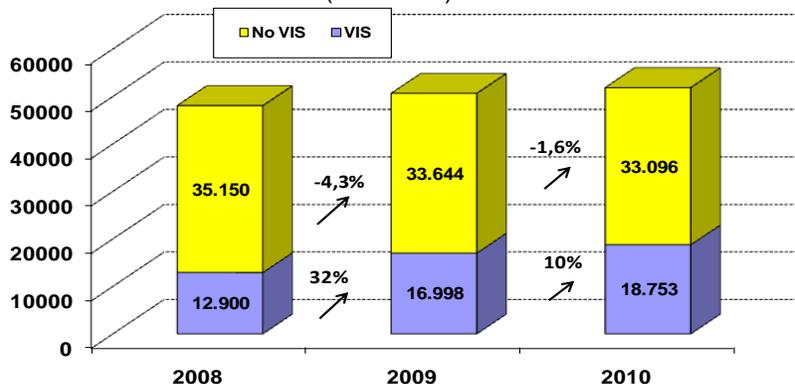
Gráfico N° 29: Edificación Iniciada de Viviendas
(Miles de m²)



Fuente: Cámara Colombiana de la Construcción (CAMACOL)

Sin perjuicio de ello, la Vivienda de Interés Social fue la gran protagonista a lo largo del año, siendo ello consecuencia del lanzamiento de etapas de algunos de los macroproyectos adoptados y los incentivos que dio el gobierno a este segmento de vivienda. Por su parte, la recuperación en la producción del segmento No VIS respondió fundamentalmente a la significativa mejoría en los determinantes del mercado, entre los que destacaron la recuperación en la demanda y en sus perspectivas, aumento en la velocidad de ventas, condiciones financieras benignas y una reducción en los costos de construcción. Como consecuencia de la evolución comentada en la demanda por viviendas y en la producción del sector inmobiliario, el mercado cerró el año 2010 con una oferta levemente superior a la de 2009.

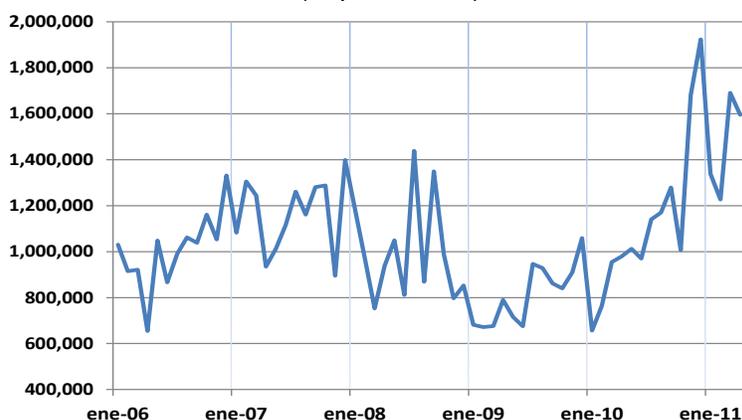
Gráfico N° 30: Oferta de Viviendas Nuevas
(Unidades)



Fuente: Cámara Colombiana de la Construcción (CAMACOL)

Por último, el principal indicador líder de la actividad inmobiliaria respondió al cambio en las condiciones económicas internas. De esta forma, los permisos de edificación de viviendas en términos de superficie (licencias aprobadas), experimentó una violenta recuperación desde mediados de 2010, llegando a fines de ese año a bordear los dos millones de m², representando esta cifra el registro más alto desde que se inició la publicación de la serie en enero de 1986. La mencionada recuperación fue consecuencia de un repunte en los permisos de edificación de viviendas VIS y, sobre todo, en las viviendas No VIS. Esto, reflejado la sustancial mejoría en los determinantes de este mercado. Dada la capacidad anticipatoria de dicho indicador, dicho repunte sugiere que la recuperación en la producción del sector prolongará su tendencia a lo menos durante lo que resta de 2011.

Gráfico N° 31: Permisos de Edificación Vivienda VIS y No VIS
(Superficie, m²)



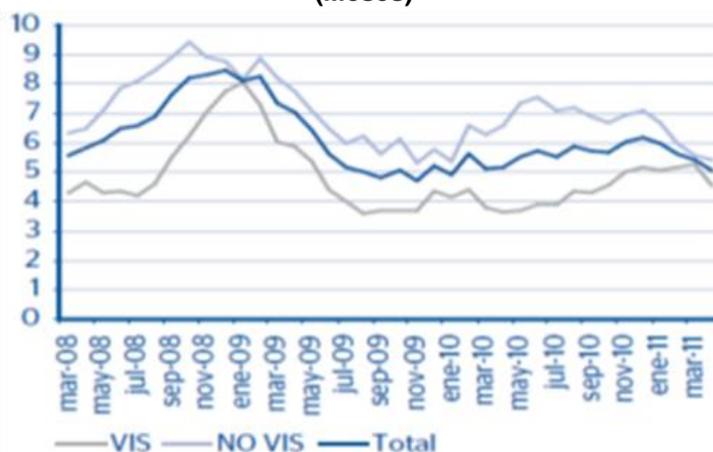
Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)

3.1.2.2. Determinantes de la Oferta de Viviendas

- **Velocidad de Ventas**

Tal como se aprecia en el Gráfico N° 32, los diferentes rezagos con los que reacciona la oferta y la demanda por viviendas, provocó un fuerte aumento en la relación de “meses para agotar stocks” (inverso de la velocidad de ventas), llegando a bordear los 9 meses hacia el tercer trimestre de 2008. Sin embargo, las menores unidades que ingresaron al mercado y la recuperación de ventas provocaron un rápido ajuste de dicha relación. Así, con el promedio de ventas observado en los primeros cuatro meses de 2011, la oferta disponible (en construcción y terminados) se vendería en menos de cinco meses. El mencionado incremento en la velocidad de ventas de los proyectos determinó un incremento en la iniciación de nuevas obras de construcción, las cuales crecieron en los últimos cuatro trimestres un 17,6%. No obstante, el inicio trimestral de obras aún no regresa a los niveles máximos observados en 2007. Lo señalado anteriormente permite concluir que el mercado inmobiliario no presenta saturación de la oferta y que las presiones bajistas sobre los precios, que se apreciaron durante el 2008 y parte de 2009, han virtualmente desaparecido.

Gráfico N° 32: Rotación de Inventarios por Rango de Precios (Meses)

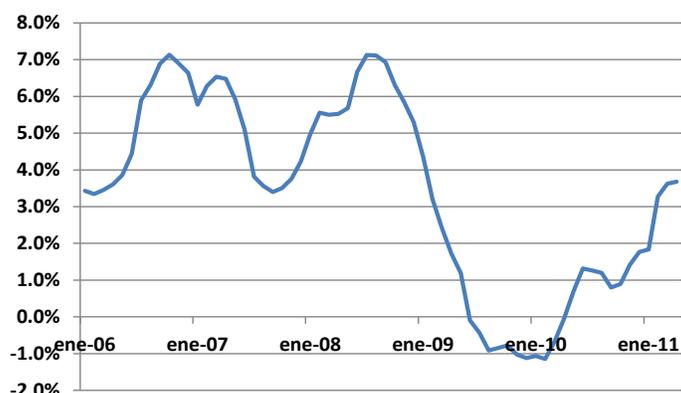


Fuente: Coordinada Urbana y BBVA.

- **Costos de Construcción**

Tal como se desprende del Gráfico N° 33, los costos de la construcción de vivienda han sufrido presiones bajistas durante la segunda parte de 2009 y la primera parte de 2010, tendencia explicada por una caída en el componente de materiales y maquinaria y equipos. Lo anterior, a su vez, como consecuencia de la caída en los precios internacionales de las materias primas, como hierro y metales, y el retroceso en los precios de las importaciones en términos de moneda local debido a la apreciación del peso colombiano. Adicionalmente, el deterioro en el mercado laboral que se apreció en el ciclo contractivo, gatilló una moderación en los salarios. Sin embargo, dichas tendencias se revirtieron con fuerza desde fines de 2010, como consecuencia de la reversión de la mayoría de los factores anteriores

Gráfico N° 33: Costos de Construcción



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)

- **Medidas de Estímulo de la Oferta**

En particular, las principales medidas de estímulo a la oferta que el Gobierno ha anunciado recientemente fueron:

- I. Fortalecimiento de la oferta de vivienda mediante la implementación de Macroproyectos de Interés Social Nacional (MISN). En relación con ello, actualmente hay 10 macroproyectos en vías de implementación y 22 en proceso de adopción.
- II. Optimización del trámite para la expedición de licencias.

3.1.3. Precio de las Viviendas

De acuerdo a la información del DANE, durante el ciclo recesivo los precios de las viviendas, tanto nuevas como usadas, experimentaron una moderación en sus ritmos de crecimiento. De esta forma, luego de registrar crecimientos incluso superiores al 15%, la tasa de variación anual se desaceleró hasta alcanzar un 5,4% en los últimos tres meses de 2009. Sin embargo, ya a partir de los primeros meses de 2010 se apreció una recuperación en los precios, tanto en su velocidad de alza, medida a partir del crecimiento trimestral anualizado, como de su tasa de variación anual. De acuerdo a la información recopilada y los estudios revisados, la rápida recuperación en los precios responde a los siguientes factores:

- Rápida recuperación en la demanda, sustentada inicialmente en un conjunto de incentivos fiscales, tales como el subsidio a las tasas de interés.
- Escasez de suelos en los centros urbanos. De acuerdo a La Galería Inmobiliaria, producto del aumento en el precio del suelo, su participación en el precio final de la vivienda se ha incrementado desde un 15% a cerca de un 23%.

Gráfico N° 34: Índice de Precio de las Viviendas Nuevas (Tasa de crecimiento anual)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE)

A su vez, en ciudades de la costa Caribe, como Barranquilla y Santa Marta, los precios se incrementaron fuertemente en los últimos años debido a la mayor demanda por segunda vivienda de habitantes de otras regiones del país, especialmente en Santa Marta.

Tabla N° 6: Precio de las Viviendas por Principales Ciudades (US\$/m²)

	Estrato 2	Estrato 3	Estrato 4	Estrato 5	Estrato 6
Antioquia	497	693	1.117	1.366	1.647
Bolívar	533	758	1.451	1.757	2.190
Boyacá	467	594	746	862	N.D
Caldas	578	670	936	882	1.056
Caribe	392	678	909	1.118	1.473
Cundinamarca	537	766	1.345	1.819	2.145
Huila	382	681	963	1.027	1.032
Nariño	704	684	862	1.035	N.D
Risaralda	509	556	608	857	1.099
Santander	678	805	1.184	1.417	1.890
Tolima	649	678	854	1.876	N.D
Valle	394	575	731	928	1.009

Fuente: Coordinada Urbana y Cámara de la Construcción de Colombia (CAMACOL)

3.1.4. Perspectivas del Sector Inmobiliario

Los indicadores recientes confirman el gran dinamismo del sector inmobiliario. Así, las ventas inmobiliarias continúan avanzando, mientras que la edificación iniciada y los permisos de construcción anticipan robustos crecimientos de la actividad en los próximos trimestres.

Por el lado de la demanda, la sostenida mejoría en sus determinantes permite pensar que el repunte en las ventas podría continuar en los próximos meses. En este sentido, destacan las mejores expectativas de los consumidores, el aumento del poder adquisitivo de los hogares, la recuperación en el mercado laboral y las medidas de estímulo implementadas por el Gobierno, en especial el plan de cobertura de tasas de interés hipotecarias. A ello se suma el menor costo de financiamiento y políticas crediticias más flexibles por parte de las instituciones financieras, en un escenario de menor incertidumbre interna.

Respecto a la evolución esperada de la oferta, en general sus perspectivas siguen siendo bastante favorables. En este sentido, el aumento en los permisos de edificación, tanto en el segmento VIS como NO VIS, en buena medida por la recuperación en la demanda, la percepción de las firmas del sector respecto a la sostenibilidad de dicha recuperación y los incentivos del sector público a través de la implementación de los denominados macroproyectos, anticipa una mayor actividad en los próximos meses. En relación con ello, hemos identificado 10 macroproyectos actualmente en implementación y otros 22 en proceso de adopción. Ello, en definitiva, con el objetivo de construir un millón de viviendas sociales hasta el 2014. Con todo, esperamos que el sector de la construcción, en particular el inmobiliario, se consolide como una de las principales fuentes de crecimiento de la economía en lo que resta de 2011 y en el 2012.

3.2. Infraestructura

3.2.1. Inversión en el Sector de Infraestructura de Transporte

De acuerdo a las últimas presentaciones de altas autoridades colombianas, el Ministerio de Transporte estimó en US\$ 42,1 billones las necesidades de inversión en el sector de infraestructura de transporte para el período 2011 – 2018, enmarcados, además, en el Plan de Desarrollo 2010 – 2014, denominado “Prosperidad Para Todos”. Los principales retos en infraestructura definidos por las autoridades, y coherentes con los flujos de inversión definidos, son: quintuplicar los kilómetros de dobles calzadas; duplicar la capacidad de los Sistemas de Transporte Masivo; triplicar los kilómetros de red férrea, incrementar la capacidad de toneladas transferidas en puertos colombianos, desde 416 millones de Tons a 650 millones de Tons.

Tabla N° 7: Proyectos de Infraestructura de Transporte 2011 – 2018

AREAS	MONTO (US\$ Billones)	Porcentaje de Participación (%)
Vial	21,6	51,3%
Férrea	9,5	22,6%
Fluvial y Marítima	2,1	5,1%
Aeroportuaria	1,0	2,5%
Urbana	7,8	18,5%
TOTAL	42,1	100%

Fuente: Ministerio de Transporte República de Colombia.

3.2.2. Cartera de Principales Proyectos de Inversión en Infraestructura de Transporte

De acuerdo a la presentación Ministerio de Transporte realizada a principios del presente año, los principales proyectos de infraestructura de transporte a nivel sectorial son:

Tabla N° 8: Principales Proyectos a Nivel Sectorial

- Carreteras

PROYECTO	ETAPA	INVERSIÓN ESTIMADA (US\$ millones)
1. Corredor Doble Calzada Bogotá- Buenaventura (490 Km)	En estudio y diseños	615
2. Corredor Doble Calzada Bogotá- Cúcuta (529 Km)	En estudio y diseños	1.400
3. Corredor de la Antillanura: Puerto Gaitan- Puerto Carreño (670 Km)	En estudio	900
4. Autopistas de la Montaña (1.251 Km)	En estructuración y diseños	2.800

- Férreo

PROYECTO	ETAPA	INVERSIÓN ESTIMADA (US\$ millones)
1. Sistema Ferroviario Central (1.075 Km)	En Estructuración	670
2. Tren del Carare (454 Km)	En prospección (iniciativa privada)	1.160
3. Corredor Férreo del Pacífico: Buenaventura- Puerto Berrío (791 Km)	En prospección (iniciativa privada)	7.100

- **Fluvial**

PROYECTO	ETAPA	INVERSIÓN ESTIMADA (US\$ millones)
1. Recuperación Navegabilidad del Río Magdalena	En estudio	830
2. Canal del Dique	En estructuración y diseños	120
3. Región de la Mojana	En estructuración y diseños	600

- **Transporte Urbano**

PROYECTO	ETAPA	INVERSIÓN ESTIMADA (US\$ millones)
1. Sistemas Integrados de Transporte Masivo (Ciudades con más de un millón de habitantes)	---	2.360
2. Sistemas Estratégicos de Transporte Público (Ciudades hasta 600 mil habitantes)	---	650
3. Metro de Bogotá (Fase 1)	---	2.500

- **Aeropuertos**

PROYECTO	ETAPA	INVERSIÓN ESTIMADA (US\$ millones)
1. Aeropuerto Internacional de Barranquilla	En Estructuración	42

- **Puertos**

PROYECTO	ETAPA	INVERSIÓN ESTIMADA (US\$ millones)
1. Desarrollos Portuarios y mejoramiento de capacidad instalada (Santa Marta, Cartagena, Buenaventura, Barranquilla, Puerto Nuevo, Puerto Brisa)	En Estructuración	2.650
2. Canales de Acceso	En Estructuración	1.150

3.2.3. Proyectos de Inversión en Otros Sectores Económicos

Dada la relevancia para la economía colombiana de los sectores de Energía Eléctrica, Hidrocarburos y Minería, a continuación se presenta un resumen de los principales proyectos de inversión y de sus características en cada uno de estas agrupaciones económicas.

Tabla Nº 9: Grandes Projectores Sectores del Sector Eléctrico

Nombre	Descripción	Región	Inversión (Millones de Dolares)	Responsable
GECELCA III	Planta de Generación a Carbón Mineral con una capacidad instalada de 158 MW, un eficiencia de 10.500 Btu /KWh. Asignadas Obligaciones de Energía Firme de 1.116,9 GWh – año entre el 1 de diciembre de 2012 y el 30 de noviembre de 2013. Ubicado en Zona Franca. Entra en operación en diciembre de 2012.	Puerto Libertador (Córdoba)	236	GECELCA 3 S.A.S. ESP
TERMOCOL	Planta de generación térmica dual a gas y Diesel con una capacidad instalada de 251 MW. Tiene asignadas Obligaciones de Energía Firme 1677,71 GWh – año a partir de diciembre de 2012. Entra en operación en diciembre de 2012	Santa Marta (Magdalena)	125	Grupo POLIOBRAS S.A. ESP
CUCUANA	Planta de Generación Hidroeléctrica con una capacidad instalada de 60MW. Tiene asignadas obligaciones de Energía en firme de 50 GWh – año a partir de 2014. Entra en operación en diciembre de 2014.	Municipios de Roncesvalles, San Antonio, Rovira e Ibagué (Tolima)	110	EPSA S.A. ESP
AMOYÁ	Planta de Generación Hidroeléctrica con una capacidad instalada de 78 MW. Tiene asignadas obligaciones de Energía en firme de 214,27 GWh – año a partir de 2011. Entra en operación en Julio de 2011.	Cuenca media del río Amoyá, a la altura del municipio de Chaparral/ Tolima	196	ISAGEN S.A. ESP
ITUANGO	Planta de Generación Hidroeléctrica con una capacidad instalada de 1200 MW en su primera etapa con posibilidad de una segunda etapa en la que alcanzará los 2400 MW. Tiene asignadas obligaciones de Energía en firme de 1085 GWh – para el año 2018-2019. Entra en operación en julio de 2017.	Municipios de Ituango y Briceño (Antioquia)	2.298	Sociedad Hidroeléctrica Ituango S.A., ESP / Construcción y Operación por EPM
SOGAMOSO	Planta de Generación Hidroeléctrica con una capacidad instalada de 820 MW. Tiene asignadas obligaciones de Energía en firme de 7400 GWh entre el año 2014 y 2019. Entra en operación en noviembre de 2013.	Municipios de Girón, Betulia, Zapatoca, Los Santos y San Vicente de Chucurí (Santander)	1527	ISAGEN S.A. ESP
EL QUIMBO	Planta de Generación Hidroeléctrica con una capacidad instalada de 396 MW. Tiene asignadas obligaciones de Energía en firme de 6296 GWh entre el año 2014 y 2019. Entra en operación en diciembre de 2014.	Gigante y Garzón (Huila)	690	EMGESA S.A. ESP
MIEL II	Planta de Generación Hidroeléctrica con una capacidad instalada de 135,2 MW. Tiene asignadas obligaciones de Energía en firme de 184 GWh – año a partir de 2014. Entra en operación en enero de 2013.	Municipios de Samaná, Marquetalia y Victoria (Caldas)	193	Promotora Miel II S.A. ESP

Fuente: Plan Nacional de Desarrollo 2010 - 2014

Gráfico N° 35: Ubicación de los Proyectos de Energía Eléctrica



Fuente: Plan Nacional de Desarrollo 2010 - 2014

Tabla Nº 10: Grandes Proyectos Sectores del Sector Hidrocarburos y Derivados

Nombre del Proyecto	Descripción	Región	Inversión (Millones de dólares)	Responsable del Proyecto
PLAN MAESTRO DE LA REFINERÍA DE CARTAGENA-REFICAR	Ampliación y modernización de la refinería con el fin de satisfacer la demanda interna en Colombia, tomar ventaja de las oportunidades en el mercado de exportación y producir derivados con la mejor calidad, que cumplan las especificaciones actuales y futuras. Entrada en operación: diciembre de 2013.	Cartagena (Bolívar)	3.770	Ecopetrol -Filial Reficar S.A.
MODERNIZACIÓN DE LA REFINERÍA DE BARRANCABERMEJA	Adaptar la infraestructura de la refinería para procesar crudos pesados nacionales con una capacidad 150 KBPD y actualizar su configuración para llevarla de media a alta conversión. Entrada en operación: agosto de 2014.	Barrancabermeja (Santander)	2.940	Ecopetrol
OLEODUCTO BICENTENARIO DE COLOMBIA	Construcción de un nuevo oleoducto con capacidad de 450 KBPD para diciembre de 2012. Inicia en Casanare y termina en Coveñas.	Atraviesa los departamentos de: Casanare, Arauca, Norte de Santander, Cesar, Bolívar y Sucre	3768	Ecopetrol y terceros
SISTEMA SAN FERNANDO MONTERREY	Construcción de un oleoducto de 30" entre los Campos de Castilla y Monterrey con una capacidad de 390 KBPD para diciembre de 2012.	Atraviesa los departamentos: Meta, Casanare y Cundinamarca	745	Ecopetrol
PROYECTO: COVEÑAS	Incremento de capacidad de almacenamiento en 3.600 KBIs y construcción de una cuarta monoboya para diciembre 2012.	Sucre	383	Ecopetrol y terceros
POLIDUCTO SUTAMARCHÁN-APIAY (POLIDUCTO ANDINO)	Transportar 53 KBPD de diluyente de la estación Sebastopol hasta la estación Apiay.	Atraviesa los departamentos: Meta y Cundinamarca	305	Ecopetrol
EXPANSIÓN DEL GASODUCTO CUSIANA-VASCONIA-CALI	Construcción de estaciones compresoras, la adecuación y ampliación de las estaciones compresoras existentes y loops con el fin de ampliar la capacidad de 180 MPCD (desde 210 MPCD hasta una capacidad futura de 390 KBPD). El aumento se hará de manera escalonada de acuerdo con el incremento de producción de gas en el campo Cusiana.	Atraviesa los departamentos: Casanare, Boyacá, Caldas, Tolima, Risaralda, Quindío y Valle del Cauca	380	Transportadora de Gas- TGI S.A. ESP

Fuente: Plan Nacional de Desarrollo 2010 - 2014

Tabla Nº 11: Grandes Projectores Sectores del Sector Minero

Nombre del Proyecto	Descripción	Región	Inversión (Millones de dólares)	Responsable del Proyecto
GRAMALOTE	Proyecto minero de oro. Actualmente, se encuentra en exploración y aún no existe una fecha para la entrada de la fase de explotación.	Antioquia	Sin datos	B2Gold y AngloGold Ashanti Ltd
CAÑAVERAL	Proyecto para la exploración y explotación de carbón. Se encuentra en etapa de exploración y no hay fecha estimada de entrada la fase de explotación.	Guajira	Sin datos	MPX Colombia S.A.
LA COLOSA	Proyecto para la exploración y explotación de metales preciosos, especialmente oro. Se encuentra en etapa de exploración y aun no existe fecha estimada de entrada de la fase de explotación.	Tolima	Sin datos	Anglo Gold Ashanti
LA BODEGA	Proyecto para la exploración y explotación de metales preciosos. Se encuentra en etapa de exploración y aun no existe fecha estimada de entrada de la fase de explotación.	Santander	Sin datos	Ventana Gold Corporation
MARMATO	Proyecto en exploración para la explotación de metales preciosos. Se estima la explotación a finales del año 2014 o 2015.	Caldas	Sin datos	Medoro Resources
EL DESCANSO SUR (SIMILOA)	Proyecto para la exploración y explotación de carbón. Permitiría ampliar la producción de Carbón de Drummond.	Cesar	438,00	Drummond Ltd.
CERREJÓN ZONA SUR	Proyecto para la exploración y explotación de carbón. Permitiría ampliar la producción de Carbón de Cerrejón.	Guajira	17,05	Cerrejón Ltd.
SAN JORGE	Proyecto para la exploración y explotación de carbón. Pendiente la obtención de la Licencia Ambiental.	Córdoba	41,00	Cerromatoso S.A.

Fuente: Plan Nacional de Desarrollo 2010 - 2014