

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Cuarto Trimestre 2007



- El 2007 ha sido un buen año para el crecimiento económico. Para 2008 se prevé una desaceleración moderada.
- La turbulencia financiera internacional, el déficit en cuenta corriente y la inflación de bienes no transables serán los determinantes de la política monetaria para 2008.
- Las medidas de política monetaria se han empezado a reflejar en el crecimiento del crédito.
- No se esperan cambios en la postura de la política monetaria para lo que resta del año.

Indice

Fecha de cierre: Octubre 18 de 2007

Editorial	2
1. Perspectiva internacional*	4
Recuadro 1. Los riesgos del crédito subprime	7
2. Actividad económica	10
Recuadro 2. Dinámica Inmobiliaria: ¿un margen para crecer?	16
Recuadro 3. Política fiscal: ¿balance o transferencia del déficit?	20
3. Inflación	23
4. Política monetaria y cambiaria	24
5. Mercados Financieros	27
Previsiones globales del Servicio de Estudios Económicos de BBVA	32

Han elaborado esta publicación:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Colombia

Juana Téllez
Economista jefe

juana.tellez@bbva.com.co

Carlos Edison Díaz
Luís Lorente
Francis Paola Mosquera
Mario Nigrinis (Editor)
Carolina Romero
Alberto Santaella

carlosedison.diaz@bbva.com.co
luis.lorete@bbva.com.co
francis.mosquera@bbva.com.co
mario.nigrinis@bbva.com.co
carolina.romero@bbva.com.co
alberto.santaella@bbva.com.co

Esta publicación puede ser consultada en la página del Servicio de Estudios BBVA Colombia:

<http://serviciodeestudios.bbva.com>
www.bbva.com.co

*Sección elaborada por el SEE del Grupo BBVA

Editorial

Perspectivas de la economía colombiana ante la turbulencia mundial

La economía global cambió desde el verano al incrementarse los niveles de aversión al riesgo ante las dudas sobre la arquitectura financiera mundial que se materializaron inicialmente en los problemas del mercado hipotecario sup-prime de Estados Unidos. Este nuevo panorama generó problemas de liquidez, alta incertidumbre y una reestimación a la baja de las proyecciones de crecimiento de algunos países industrializados para 2007 y 2008, en particular Estados Unidos y la Unión Europea.

Después de más de dos meses de iniciada la crisis es importante preguntarse como será el desenlace final de la misma y los efectos que pueda tener sobre las economías industrializadas, los países emergentes y en particular sobre Colombia. Los niveles de incertidumbre por incapacidad de valoración real de la magnitud de la crisis nos plantean dos escenarios posibles: una crisis de liquidez con efectos acotados sobre la economía real que se resuelven en 2008 o una crisis de crédito con efectos mayores sobre la actividad real y que afecta el desempeño global más allá de 2008.

La valoración que hemos realizado en el Servicio de Estudios Económicos del Grupo BBVA nos permite concluir que nuestro escenario central de análisis es el de una crisis de liquidez. Sin embargo la evolución de las condiciones de financiación a corto plazo y del crédito durante las últimas semanas han elevado la preocupación mundial ante los efectos de las tensiones de liquidez sobre el mercado de crédito y nos permite dejar abierta una probabilidad no despreciable de que la actual crisis de liquidez se traduzca en un contracción de crédito con efectos sobre la economía real en nuestro escenario de riesgo.

Hasta el momento, los problemas de liquidez global han producido una inyección artificial de liquidez y una revaloración a la baja en las expectativas de política monetaria de los bancos centrales industrializados. Revalorización que se ha visto materializada por la reducción de los tipos oficiales de la FED y el cambio hacia una postura más expansionista del Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra, entre otros.

Los países emergentes y en particular los de América Latina han respondido de una manera muy positiva a la turbulencia global. En las primeras semanas, ante la incertidumbre y la búsqueda de inversiones seguras por parte de los inversionistas las monedas de los países emergentes se depreciaron y se produjo una valorización de los títulos públicos de los países industrializados. En la segunda etapa de la turbulencia y ante información mixta sobre el desempeño de la economía de Estados Unidos y la disminución en las tasas oficiales de la FED se incrementó el apetito por rentabilidades de emergentes y se produjo una depreciación generalizada del dólar.

Colombia y el peso colombiano han respondido de acuerdo con la mayoría de sus vecinos latinoamericanos aunque en algunos casos magnificando los efectos de los movimientos cambiarios. Con la devaluación de agosto, el peso colombiano rewertió cerca del 50% de la apreciación del primer semestre del año pero ya en la primera semana de octubre había regresado a una tasa cercana a la de julio de 2007.

La economía colombiana ha enfrentado esta turbulencia con mejores fundamentales que en otros episodios de crisis internacionales. Tanto el dinámico crecimiento, los bajos y sostenidos niveles de inflación de los últimos años, y los elevados niveles de reservas internacionales han contribuido a una respuesta más favorable. Sin embargo, la economía colombiana mantiene vulnerabilidades importantes que la pueden hacer más frágil a episodios más violentos de turbulencia mundial. En particular, Colombia es uno de los pocos países de la región que aún presenta déficit en sus cuentas públicas y en su cuenta corriente.

En el campo de las cuentas públicas, a pesar de las mejoras importantes en las mismas durante los últimos años, persiste un déficit considerable en las cuentas del sector público consolidado y del Gobierno Nacional Central. Esto a pesar de la dinámica de la economía que ha permitido recaudos superiores a los presupuestados durante los últimos meses. Esta vulnerabilidad se puede afianzar en los años por venir ante la desaceleración gradual que esperamos de la economía colombiana.

En cuanto a la cuenta corriente, aunque las exportaciones crecen dinámicamente lo hacen a un ritmo inferior a las importaciones, generando un déficit en la balanza comercial que se está ampliando rápidamente. Este desbalance se refleja en un creciente déficit de la cuenta corriente que nos muestra a su vez las necesidades crecientes de ahorro externo que esta generando la economía colombiana. Proyecciones del déficit en cuenta corriente nos muestran la persistencia de la presión de la demanda interna y la profundización del mismo.

En cuanto a la balanza comercial el patrón de nuestra oferta exportadora sigue siendo muy vulnerable al desempeño de nuestros pocos socios comerciales y al precio de ciertos productos básicos. Por ejemplo, el aumento reciente de nuestras exportaciones no tradicionales se ha concentrado en Venezuela intensificando nuestra vulnerabilidad al desempeño de la demanda de ese país.

Estas vulnerabilidades de la economía colombiana nos hacen mirar el resto del año 2007 y el 2008 con cautela ante nuestros desempeños y los de los mercados internacionales. En particular, el incremento reciente en el déficit en cuenta corriente ha sido financiado con creces por el ingreso de capitales del exterior, condición que puede cambiar durante el próximo año. El patrón de ingreso de capitales no será tan favorable como el que hemos observado en 2007. El establecimiento de un depósito del 40% al ingreso de flujos de endeudamiento y portafolio en mayo de 2007 ha frenado el ingreso de este tipo de capitales concentrando la financiación externa en inversión extranjera directa, principalmente. Para 2008, se han anunciado pocas privatizaciones y ventas de empresas a capital foráneo comparadas con 2005 y 2006 lo que convertirá nuestra capacidad de atraer IED en un determinante clave de la financiación de déficit en cuenta corriente y es aquí donde las vulnerabilidades fiscales pueden afectar las decisiones de inversión. Tanto para la profundización del mercado de capitales como para el ingreso de capital foráneo jugará un papel sin antecedentes en la historia reciente del país la capitalización de Ecopetrol iniciada en octubre de 2007. Durante el 2008, el proceso de capitalización se profundizará con las siguientes rondas previstas de venta de acciones y con el ingreso de la acción de la petrolera en el mercado primario y secundario de valores desde diciembre.

Este escenario básico con sus vulnerabilidades se vería gravemente afectado por una profundización de la turbulencia global hacia un escenario de riesgo de crisis de crédito global. En este caso tanto el canal comercial como financiero afectaría el desempeño de la economía colombiana. En el primer caso, ante una crisis de crédito nuestros principales socios comerciales crecerían a tasas mucho más bajas disminuyendo la demanda por nuestras exportaciones. Simultáneamente, la caída en la demanda global de productos básicos provocaría una disminución de nuestras exportaciones por precios también. De esta forma se profundizaría el déficit comercial y ante el riesgo general se haría más difícil encontrar capitales foráneos para financiarlo. Todo esto disminuiría la absorción interna y por tanto el crecimiento de la economía.

Es pues un momento de incertidumbre que nos obliga a analizar nuestras vulnerabilidades y prepararnos para los desenlaces de la turbulencia que se inició en el verano. Nuestro escenario central es optimista pero nuestro análisis no nos permite descartar del todo un coletazo de la crisis sobre el crecimiento de la economía colombiana.

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

1. Perspectiva internacional

Un panorama económico con mayores incertidumbres...

Las perspectivas económicas se han tornado menos positivas en los últimos meses. La combinación de unas políticas monetarias laxas, un exceso de ahorro global y una fuerte innovación financiera crearon un caldo de cultivo que ha podido contribuir a la actual vulnerabilidad del sistema financiero, generando cierta incertidumbre en torno al panorama económico mundial. El detonante se encuentra en la crisis del segmento crediticio sub-prime en EE.UU., el de peor calidad crediticia del mercado hipotecario estadounidense, extendiéndose posteriormente a otros activos y áreas geográficas. Así, el punto álgido de la crisis se alcanzó a principios de agosto con la aparición de tensiones de liquidez en los principales mercados interbancarios, que todavía a día de hoy no se han normalizado.

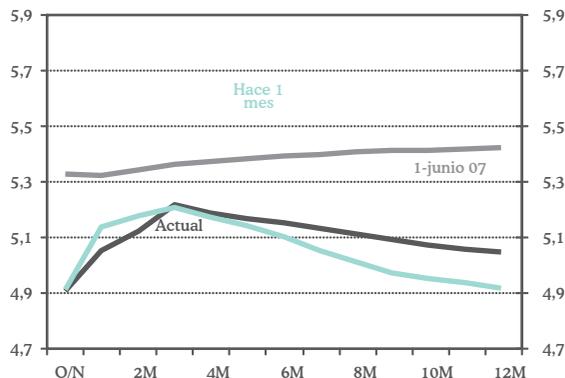
La persistencia de estos y otros interrogantes hace que resulte complejo evaluar con exactitud los impactos sobre la economía real, siendo la principal duda si nos encontramos ante una crisis de liquidez o ante el comienzo de una crisis de crédito. En este sentido, hay que tener en cuenta que la economía mundial presenta varios elementos de vulnerabilidad, entre los que destacan el elevado nivel de endeudamiento de las familias y el desconocimiento del verdadero alcance y magnitud de los actuales problemas. Sin embargo, los soportes parecen pesar más. No hay que olvidar que los tipos de interés permanecen estructuralmente bajos, en un entorno de expectativas de inflación ancladas, de solidez empresarial y de mayor fortaleza macroeconómica de los países emergentes. Todo ello, lleva a pensar que un escenario de crisis de liquidez tiene una mayor probabilidad que un escenario de *credit-crunch*.

No obstante, la probabilidad de que este último se materialice no es desdeñable. Así, en primer lugar, se está constatando que el actual choque de liquidez está siendo mayor y más persistente de lo esperado en un primer momento; en segundo lugar, recientemente ha quedado patente la falta de eficacia de las intervenciones de los bancos centrales a la hora de paliar la crisis de liquidez; en tercer lugar, se ha producido un aumento de la preferencia por la liquidez; y en cuarto y último lugar, se han empezando a observar las primeras señales de restricción de crédito, mientras se mantienen las dudas sobre la cobertura de las necesidades de financiación del sistema. A todo ello, se habría unido la evolución reciente de algunos indicadores de actividad, que muestran el aumento de los riesgos a la baja en crecimiento.

...aunque la economía mundial continuará creciendo a tasas elevadas

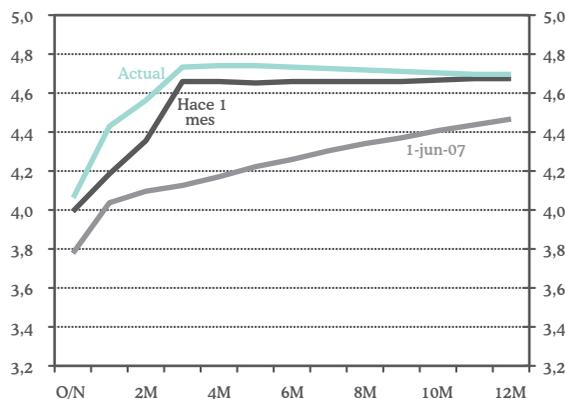
Todo ello lleva a plantear un escenario central en el que la economía mundial crecerá menos de lo contemplado hasta el momento. No obstante, el alcance de la revisión de las expectativas de crecimiento a la baja es limitado y asimétrico, dado que el mayor impacto se concentrará en la economía estadounidense. En este sentido, el ajuste

EE.UU.: Curva LIBOR



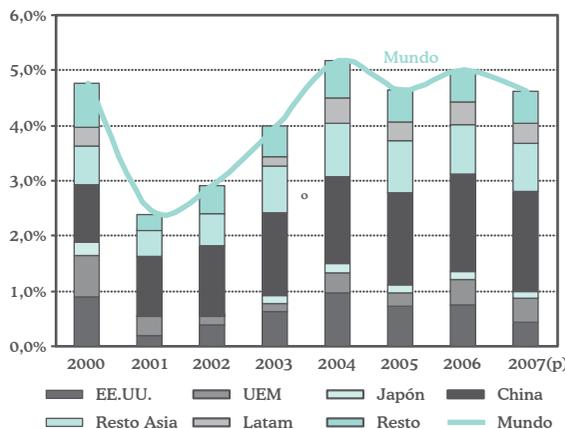
Fuente: SEE BBVA

UEM: Curva EURIBOR



Fuente: SEE

Crecimiento mundial y Contribución por áreas (%)



Fuente: FMI y BBVA

del sector inmobiliario se prolongará mas de lo esperado, hasta 2008, y llevando a la economía a crecer a tasas del 1,9% para este año y del 2,2% para el que viene. Por su parte, la economía europea, aunque con un impacto menor, habría dejado atrás su máximo cíclico y los indicadores de actividad apuntarían hacia una moderación del crecimiento algo más intensa de lo previsto, donde la fuerte apreciación del euro será un importante lastre. Así, su crecimiento se ubicará en el 2,5% este año y en el 2,0% el que viene.

Como contrapunto, la situación actual de los países emergentes ha mejorado sustancialmente respecto a crisis anteriores, por lo que el impacto será muy limitado. En este sentido, América Latina presenta unos soportes más sólidos que en episodios anteriores, y junto a los países asiáticos, especialmente China, continuarán expandiéndose, aunque a tasas levemente menores.

Como resultado, el crecimiento mundial se desacelerará, si bien todavía continuará creciendo a tasas superiores al 4%.

En términos de inflación, no se observan tensiones inflacionistas a nivel global, a lo que contribuirá la moderación económica prevista. Por países, en EE.UU., la inflación subyacente continuará su tendencia de moderación, y en Europa, aunque podría ubicarse por encima del 2% en la última parte del año por un efecto base, a partir de 2008 las presiones inflacionistas disminuirán.

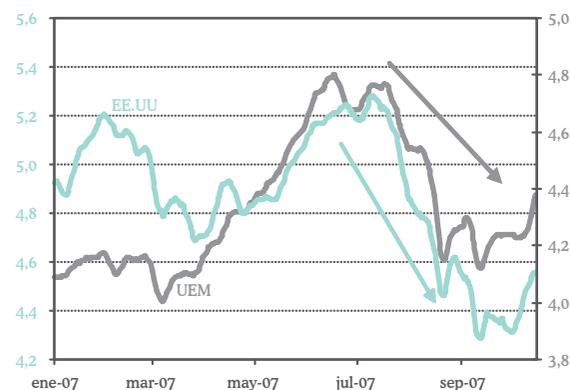
Los bancos centrales cambian el rumbo....

Los bancos centrales han tenido un papel protagonista en el actual episodio de volatilidad, sobre todo, después de que la aparición de tensiones de liquidez en los mercados interbancarios les obligara a realizar constantes inyecciones de liquidez en el sistema, en una magnitud y duración sin precedentes.

Estas incertidumbres han llevado a que los bancos centrales de manera generalizada se replanteen sus sendas de política monetaria. El primero en hacerlo fue el Banco Central Europeo (BCE). En agosto pre-anunció una subida para septiembre de 25pb, sin embargo, llegado el momento y ante las persistencia de las tensiones de liquidez, dio marcha atrás y mantuvo tipos en el actual 4%. En el actual contexto de mayor moderación del crecimiento, unido a la fuerte apreciación del euro y las menores presiones inflacionistas, nuestro escenario central contempla una bajada de 25 pb en el tipo "refi". La duda está si se producirá en diciembre de 2007 o en enero de 2008, ubicando el tipo oficial en el 3,75%. Esto contrastaría con el mercado, que descuenta estabilidad del tipo oficial en el tipo actual para las próximas reuniones.

En EE.UU., por su parte, la Reserva Federal en su pasada reunión de septiembre rebajó el precio oficial del dinero en 50pb, hasta el 4,75%, sorprendiendo en cierta medida al mercado, que se inclinaba más por un recorte de sólo 25 pb. Hacia adelante, se contemplan dos rebajas adicionales de 25 pb del tipo oficial, hasta el 4,25%, para las próximas reuniones de la Fed. El mercado, por su parte, se ha tornado levemente más positivo y, aunque descuenta al menos una bajada más de 25 pb, otorga una elevada probabilidad a que la Fed mantenga tipos en la reunión de octubre.

Expectativas de política monetaria a un año (media móvil 1 semana)



Fuente: Bloomberg

Previsiones financieras (fin de año)

	2006	2007	2008
Tipos oficiales			
EE.UU	5,25	4,25	4,50
UEM	3,50	3,75	3,75
Tipos a 10 años			
EE.UU	4,7	4,3	4,5
UEM	3,9	4,2	4,3
Dólar-euro	1,32	1,41	1,38

Fuente: BBVA

Evolución tasa de cambio Dólar -Euro



Fuente: Bloomberg

...y se modifica las perspectivas financieras

En este contexto, con una revisión a la baja tanto del crecimiento como de las expectativas de política monetaria, el panorama financiero también se modifica en profundidad. En EE.UU., la combinación de unas perspectivas económicas menos halagüeñas y una Fed que ha relajado su política monetaria y que continuará rebajando sus tipos oficiales en lo que queda de año, sesgan las rentabilidades a la baja, ubicando al 10 años en 4,3% a finales de este año. En Europa, por su parte, la situación es similar, con unas perspectivas de crecimiento algo inferiores, un BCE que en nuestro escenario central no sólo habría puesto fin a su ciclo de subidas, sino que relajará su política monetaria hasta el 3,75% en los próximos meses y un efecto arrastre de EE.UU. en el corto plazo, las rentabilidades a 10 años se ubicarán en el 4,2% a finales de 2007.

Por su parte, el dólar continúa debilitándose frente al euro y actualmente su cotización se sitúa en niveles mínimos históricos desde la creación del euro, en el entorno del 1,41-1,42\$/€. Hacia adelante, dado el mayor impacto de la crisis sobre la economía norteamericana, el dólar continuará débil, ubicándose alrededor del 1,41\$/€ a finales de este año. Posteriormente, revertirá lentamente hacia niveles más apreciados, conforme la economía de EE.UU. se recupere. No obstante, el sesgo para el dólar continúa siendo depreciador, en un contexto en el que los diferenciales de tipos largos entre EE.UU. y Europa se estrechan y al que podría unirse el ya citado riesgo de *credit-crunch*.

Los riesgos del crédito subprime

El panorama financiero de los Estados Unidos cambió bruscamente durante el mes de septiembre. Pocos días después de haber dado un parte de total tranquilidad, la Reserva Federal se vio obligada a abrir la ventanilla de descuento para suministrar liquidez de emergencia a entidades financieras que no conseguían captar recursos en los canales acostumbrados. Es más, esto sucedió como reflejo de una medida similar adoptada unas cuantas horas antes por el Banco Central Europeo, ante el anuncio de dificultades en algunas financieras europeas que tenían fuertes inversiones en bonos del mercado subprime norteamericano.

A las medidas de emergencia de la FED siguió una reducción de 50 puntos básicos en la tasa de fondos federales, adoptada a finales del mes, que se convirtió en una prueba más de que la autoridad monetaria veía necesario liberar liquidez para conjurar una contracción masiva del mercado de crédito.

Es posible que la nueva política de reducción de intereses de la Reserva Federal sea suficiente para compensar los efectos negativos de la crisis en el mercado subprime y restablecer la senda de crecimiento que seguía la economía norteamericana. De no ser así, Colombia sufrirá las consecuencias por la vía indirecta del comercio mundial y, posiblemente, por la vía más directa de una disminución en el ritmo de inversión extranjera.

Pero lo que interesa comentar aquí es si el mercado financiero colombiano podría experimentar problemas similares a los vividos en Estados Unidos y por razones semejantes.

La respuesta es un no sin reservas, porque no existe el equivalente al crédito subprime en Colombia.

El desarrollo del sistema financiero norteamericano otorga un papel protagónico al mercado de capitales, mientras que el colombiano está organizado alrededor del sistema bancario.

En el primero, una empresa puede captar recursos para cualquier fin, incluso para prestarlos a terceros, sin que necesite llenar requisitos especiales ni someterse a la vigilancia de una superintendencia especializada en actividades financieras. El mercado subprime opera precisamente de esa manera: unas empresas deciden financiar a clientes que la banca ha rechazado o que, siendo en principio aceptables, sobrepasan los límites de riesgo prudencial, y, para conseguir los recursos necesarios, emiten bonos que colocan en el mercado de capitales, respaldados por los pagarés o las obligaciones de esos deudores potencialmente problemáticos.

En algunos casos, las garantías son razonables, al menos mientras la economía se encuentre en una fase de auge, pero en otros casos de mayor riesgo los bonos emitidos pueden recibir calificaciones de riesgo desfavorables que hacen más difícil colocarlos en el mercado de capitales. Encontramos entonces nuevos emisores especializados en financiar a otras empresas, que forman paquetes de inversión promediando bonos de alto y de bajo riesgo, con lo cual obtienen mezclas que permiten respaldar un nuevo bono, el cual alcanza una calificación tolerable y más "comercial".

En general, esta clase de empresas se especializa en financiar alguna actividad o sector específico de la economía, así que la valoración que los bonos y los paquetes de bonos alcanzan en el mercado puede sufrir bruscas caídas, sincronizadas por noticias de menor rentabilidad u otras dificultades que atraviesen la actividad o el sector real que les sirven como substrato.

Por último, gran parte de esos bonos y paquetes de bonos son adquiridos por fondos de inversión que buscan una rentabilidad mayor, tolerando al mismo tiempo un riesgo también mayor. En este caso, los fondos diversifican riesgo al combinar papeles comerciales de varios sectores pero, en el evento de una caída brusca en el valor de un grupo importante de bonos, se ven obligados a liquidar estos papeles, reduciendo aún más su precio y la confianza del mercado en los mismos. Con esto, sufren pérdidas y eventuales fallas en el flujo de caja previsto, lo que les lleva a vender otros papeles para conseguir liquidez y atender sus demás obligaciones. La crisis del crédito comercial se propaga entonces a los bonos de otros sectores, la confianza en esta clase de papeles financieros disminuye y las fuentes que alimentan el crédito comercial se secan.

Lo sucedido en septiembre en Estados Unidos siguió exactamente esta secuencia. Desde hacía algún tiempo, el mercado de crédito hipotecario subprime venía registrando un aumento en la cartera morosa, en parte causado por el cambio de política monetaria que determinó alzas sucesivas en las tasas de interés, pero que también parece relacionado con la mayor incertidumbre que vive el grupo de inmigrantes ilegales (la caída en los precios de vivienda coincide, aproximadamente, con un quiebre en el volumen de remesas a México).

Según datos de la Reserva Federal, alrededor del 35% de las hipotecas vigentes en el país correspondían a créditos regulares de entidades financieras, es decir, de

bancos, establecimientos de ahorro y crédito o compañías de seguros, con otro 4% otorgado directamente por entidades del Gobierno Federal. Esta fracción del mercado hipotecario había cumplido los requisitos de calificación de bajo riesgo o tenía un respaldo directo del Estado; las entidades emisoras cumplían normas adecuadas de manejo financiero y, en efecto, la incidencia de cartera morosa era muy baja.

Crédito Hipotecario en los Estados Unidos	
Distribución de la Financiación Hipotecaria por Tenedores	
Primer Trimestre de 2007	%
Créditos Vivos de Entidades Financieras	35
Bancos Comerciales	25
Savings and Loans	8
Compañías de Seguros	2
Créditos Vivos de Agencias Federales	4
Bonos Hipotecarios (MBS)	49
Crédito y Bonos de individuos y Otros	11

Fuente: Reserva Federal

Pero el resto del mercado, un 60% del total de las hipotecas, habían sido financiadas con el sistema de bonos y sus derivados y, en gran parte de los casos, porque no cumplían los requisitos exigidos por la banca, formando parte así del mercado subprime. Desde luego, los problemas de morosidad en el pago afectaron a una fracción pequeña de este grupo, pero como muchos emisores primarios de bonos estaban especializados por zona geográfica y por segmento de población, las dificultades se concentraron en ellos. A su vez, la caída de precio de estos bonos, aparentemente marginales, afectó el valor de los paquetes formados con mezclas de bonos de diferente riesgo y el efecto negativo se fue difundiendo a emisores que, en principio, no habían tenido dificultades en su flujo de ingresos. Por último, la caída de precio de bonos y de sus paquetes derivados afectó a fondos de inversión que mantenían una proporción relativamente alta en papeles del mercado subprime. Para entonces, la confianza del público había caído y los recursos que antes alimentaban al mercado de crédito comercial buscaron otras opciones, tal vez menos rentables, pero de menor riesgo, como los Bonos del Tesoro.

El estrechamiento del crédito se venía presentando desde mediados de julio, como lo muestra el aumento en los spreads entre el índice NBBH y las notas del Tesoro a 10 años. Dicho índice promedia los rendimientos de bonos de empresas privadas cuyas emisiones no alcanzaron un grado de inversión. Sin embargo, la Reserva Federal no dio importancia a este indicador hasta que, en septiembre, el Banco Central Europeo abrió su ventanilla de descuentos para atender la emergencia de varias entidades financieras cuya liquidez se había visto comprometida por dificultades con el mercado subprime norteamericano. La reacción de la Reserva Federal, aunque algo tardía, ha conseguido aliviar las dificultades de liquidez que antes atendía el mercado de bonos y el spread bajó sensiblemente en pocos días. Sin embargo, todavía continúa más de 100 puntos básicos por encima de su nivel normal.

Spread medio de los High Yield Corporate Bonds respecto a los Bonos a 10 años del Tesoro



Fuente: Bloomberg

El cambio en las políticas de la Reserva Federal, abriendo el crédito de emisión primero y bajando la tasa de fondos federales después, pretende liberar liquidez para sustituir la que desapareció del mercado de capitales como consecuencia de la pérdida de confianza de público, así como facilitar un aumento del crédito bancario que resuelva los problemas de liquidez en los fondos de inversión y en los emisores de bonos que, por los demás aspectos, sigan siendo financieramente viables. La tasa de descuento ha bajado ya 100 puntos básicos y la de fondos federales 50. Es probable que haya nuevos descensos de tasas de la FED para conjurar la crisis de liquidez, pero es claro igualmente que no se trata de una política de salvamento indiscriminado de entidades financieras, sino sencillamente de evitar que el pánico propague las dificultades a sectores y empresas que no dependen del crédito subprime.

Si este propósito se consigue, la crisis del crédito comercial cederá gradualmente y, con el regreso de la confianza del público y de los inversionistas institucionales, la financiación de la actividad económica regresará a su cauce normal, aunque mejorada por una percepción más acertada de los riesgos implícitos.

Las diferencias con el caso colombiano saltan a la vista. Aquí, la financiación de empresas a través del mercado de capitales es relativamente escasa y sólo las entidades financieras debidamente constituidas y vigiladas pueden captar recursos para convertirlos en nuevos créditos.

La inmensa mayoría de los créditos se canaliza a través del sistema bancario y, en general, las compañías de financiamiento comercial y demás empresas similares actúan como agentes facilitadores de algún banco. No existe, entonces, un mecanismo multiplicador del crédito comercial entre agentes privados escasamente reglamentados y poco o nada vigilados.

Tampoco existe la especialización de entidades de crédito en un segmento de población o en una actividad específica, y menos aún en cuanto se refiere a las captaciones de recursos. Incluso durante la época del sistema Upac, especializado en ahorro y vivienda, los créditos estaban respaldados por captaciones de ahorro masivas y diversificadas. Ahora, con el avance gradual hacia un sistema de multibanca, las captaciones y las colocaciones están mucho más diversificadas, por lo que es muy difícil que una dificultad sectorial se propague a otros sectores a través del sistema financiero.

La legislación admite la titulación de cartera hipotecaria, pero las condiciones son completamente distintas a las del mercado norteamericano: no se trata de captar recursos para financiar nuevas hipotecas, sino de volver líquido un activo bancario claramente definido y caracterizado, cumpliendo requisitos estrictos exigidos por las entidades de vigilancia del sector financiero.

A finales de los 90, la defensa de la tasa de cambio determinó drásticos aumentos en los intereses de créditos hipotecarios y la banca vio crecer la cartera vencida a niveles anormales. Entre las medidas adoptadas para conjurar la crisis financiera del 99, se creó la titularización como un mecanismo para sacar estos activos de los balances bancarios, contando con coberturas y garantías de la Nación para quienes suscribieran los respectivos títulos.

Hasta el presente, existe una sola entidad financiera registrada como titularizadora, que empezó a operar a

finales del 2002. El saldo de cartera hipotecaria intermediado por ella alcanzó 3 billones de pesos a finales del 2004 y ha conservado ese mismo nivel desde entonces. Como participación de la cartera hipotecaria total, el volumen titularizado alcanzó 30% durante el año 2005 y ha venido descendiendo desde entonces.

En definitiva, en Colombia no existe el negocio de emitir bonos para financiar créditos por fuera de la vigilancia de la Superintendencia Financiera y, más importante aún, no existen las cadenas de bonos y paquetes derivados que convirtieron al sistema norteamericano de crédito subprime en una arriesgada pirámide de activos garantizados por otros activos de naturaleza y riesgo similares, en franca contradicción con los sanos principios de diversificación del riesgo.

Titularización de Cartera Hipotecaria % titularizada / (sistema bancario + titularizada)



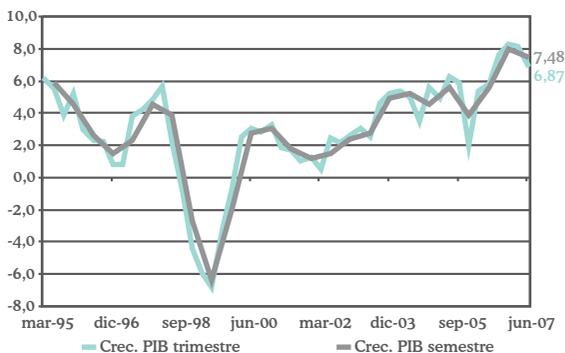
Fuente: Titularizadora Colombiana y Superintendencia Financiera

Luis Lorente
Luis.lorente@bbva.com.co

2. Actividad Económica

Dinámico crecimiento en 1S07.

Crecimiento del PIB (series semestral y trimestral, COP de 1994)



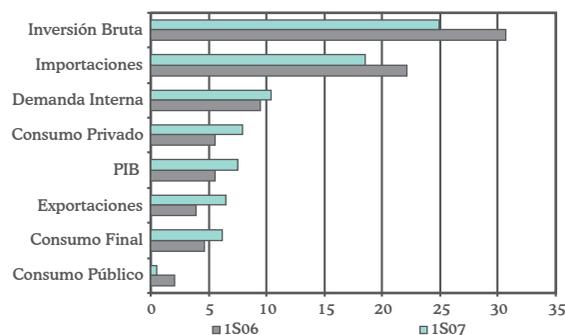
Fuente: DANE - cálculos SEE-BBVA Colombia

Durante el segundo trimestre de 2007, el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) continuó siendo muy dinámico (6,87%), a pesar de su desaceleración respecto al crecimiento de trimestres previos. Dicho crecimiento, junto con el crecimiento interanual del 1T07 (8,11%), explican el crecimiento consolidado para el primer semestre del año (1S07) de 7,48%.

La demanda interna continuó impulsando el crecimiento

El crecimiento a 1S07 fue impulsado por la demanda interna (DI), que aumentó a una tasa de 10,4%. A su vez, esta ha sido impulsada por el crecimiento del consumo (6,2%), especialmente el consumo privado (7,9%) y de la inversión (24,9%). Al observar el comportamiento trimestral de estas variables, se aprecia un crecimiento de la demanda interna a 2T07 (9,6%) menor al crecimiento registrado a 1T07 (11,1%). Esto se explica por la menor tasa de crecimiento de la inversión (20,2%) respecto a la registrada a 1T07 (30,1%). A diferencia de la inversión, el consumo mantuvo una sólida tasa de expansión de 5,9% y 6,5% respectivamente, para los dos primeros trimestres del año. El buen comportamiento del consumo se debe básicamente a la fortaleza que presentó el consumo privado, cuyo crecimiento a 1T07 y 2T07 (7,9% y 8,0% respectivamente) es el más alto de los últimos 13 años. La variación del consumo de los hogares a 1S07 se caracterizó por el dinamismo del consumo de bienes durables (23,3%), seguido por el crecimiento de los bienes semidurables (11,4%).

Crecimiento del PIB por sectores de demanda a 1S07.

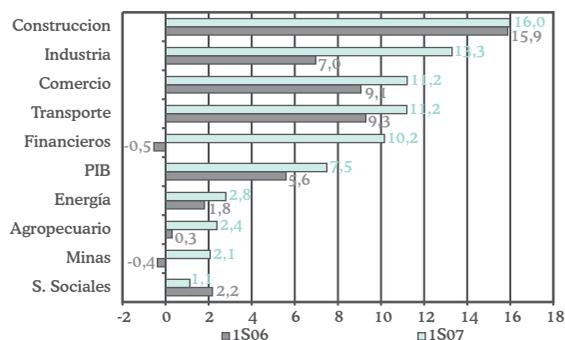


Fuente: DANE - cálculos SEE-BBVA Colombia

Construcción e industria lideraron el crecimiento por el lado de la oferta. El sorprendente dinamismo del sector financiero obedeció a un efecto estadístico.

Por oferta, el crecimiento continuó siendo jalonado por el desempeño de los sectores de la construcción (16,0%), industria (13,3%), comercio (11,2%) y transporte (11,2%). El sector de servicios financieros (10,2%) también registró un notable comportamiento, explicado por el notable desempeño registrado a 2T07 (15,7%). A pesar de registrar crecimientos positivos a 1S07, los sectores de energía (2,8%), agropecuario (2,4%), minas (2,1%) y servicios sociales (1,1%), continuaron contrayéndose relativamente, respecto al resto de sectores.

Crecimiento del PIB por sectores de ofertas a 1S07.



Fuente: DANE - cálculos SEE-BBVA Colombia

La construcción mostró una importante desaceleración a 2T07 (6,2%), tanto por un menor ritmo de crecimiento de las obras civiles (18,2% frente a 32,9% en el mismo periodo de 2006), como por una caída en las edificaciones (-1,7% comparado con un aumento de 25,7% en 2T06), concentrado en las obras culminadas.

El sector financiero no ha sido protagonista de la senda reciente de crecimiento económico. Sin embargo, en 2T07 registró un crecimiento anual de 15,7%, explicado por los establecimientos de intermediación

financiera (42,3%). Este fenómeno es consecuencia, en parte, del efecto estadístico que generó la fuerte contracción en 2T06 (-23,8%), ocasionada por el efecto de la desvalorización de activos financieros locales en dicho periodo.

En las cuentas nacionales el sector externo continúa deteriorándose

El crecimiento sostenido de la demanda interna por encima del producto, junto al fortalecimiento del peso colombiano, ha inducido desde 1T04 un crecimiento de las importaciones mayor que el de las exportaciones. Al 1S07 el aporte negativo de la demanda externa neta registró un máximo de COP 4.259,2 mM (a precios de 1994), como consecuencia de unas exportaciones creciendo a una tasa de 6,5% y unas importaciones creciendo a una tasa de 18,6%. Los bienes importados que registraron un mayor dinamismo

fueron los productos de madera (85,8%), muebles (43,6%), equipo de transporte (41,4%), tejidos y prendas de vestir (35,2%). Dentro de los grupos de productos exportados más dinámicos se destacan los muebles (47,8%), el equipo de transporte (31,8%), maquinaria y suministro eléctrico (25,6%) y carbón (24,2%).

Vale la pena anotar que el dinamismo de las importaciones está asociado a bienes de capital (gasto en inversión) y materias primas (necesarias para la producción industrial), al tiempo que el proceso de apreciación del peso ha favorecido la importación de bienes de consumo. Por otra parte, la menor tasa de crecimiento de las exportaciones frente a la reportada en las cifras de comercio exterior (14.8% para el primer semestre del año), es explicada por la mejora en los términos de intercambio.

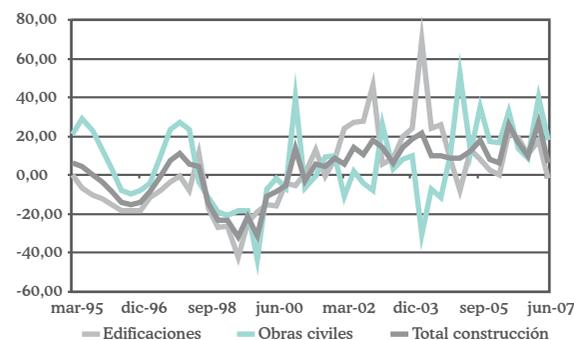
Política de normalización monetaria estaría comenzando a reflejarse en actividad económica.

Un crecimiento de la demanda interna que desborde la capacidad productiva de la economía generará presiones sobre otras variables macroeconómicas. Por ejemplo, un aumento exagerado de la demanda suele estar acompañado de mayores niveles de endeudamiento de las firmas y hogares, con el cual financian un mayor nivel de gasto que genera brotes inflacionarios.

En el caso de Colombia, se observa que la cartera total ha crecido a tasas máximas históricas, especialmente la cartera de consumo. Esta ha sido una de las razones por las que el Banco de la República, desde abril de 2006, comenzó a normalizar su postura monetaria con el fin de establecer una política anticíclica consistente con la meta de inflación de largo plazo. De esta forma, el aumento de tasas ha tenido como objetivo elevar el costo del endeudamiento para moderar el ritmo de crecimiento de la demanda interna.

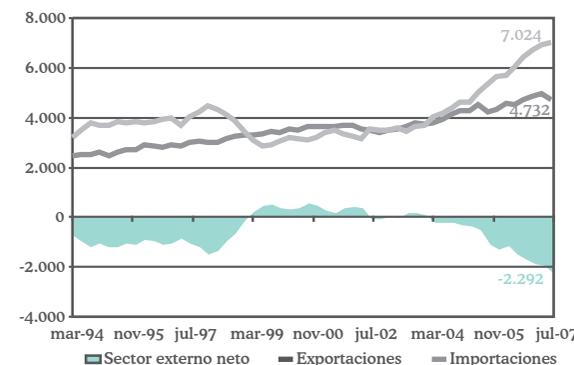
Al segundo trimestre del año se empezaron a apreciar las primeras señales de desaceleración de la demanda interna. La inversión bruta como porcentaje del PIB continuó ganando terreno, pero a un ritmo menos pronunciado que en trimestres anteriores, lo que refleja la desaceleración del ritmo de crecimiento de ésta variable.

Crecimiento de la construcción y sus componentes (serie trimestral, COP de 1994)



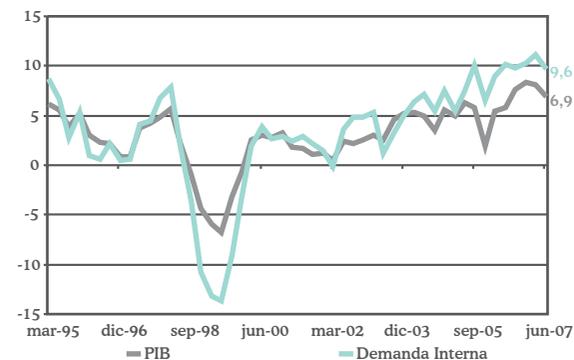
Fuente: DANE - SEE-BBVA

Sector externo (serie trimestral, COP mM de 1994)



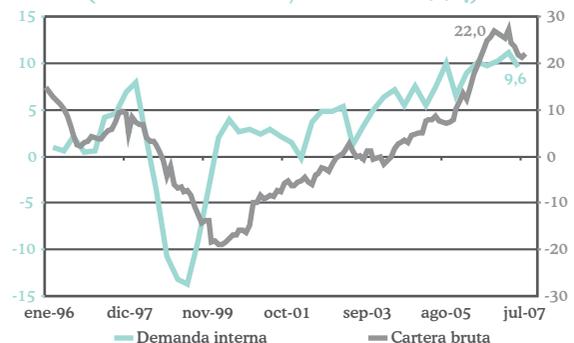
Fuente: DANE - SEE-BBVA

Crecimiento del PIB y DI trimestral (COP de 1994)



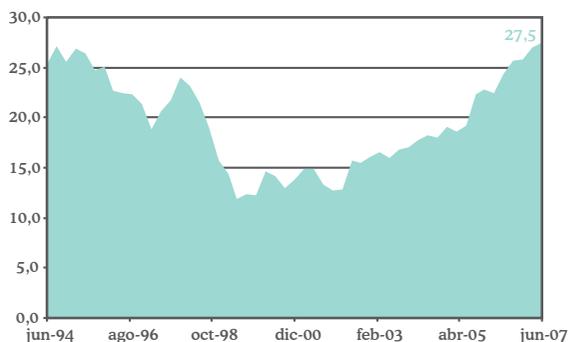
Fuente: DANE - SEE-BBVA Colombia

Crecimiento demanda interna contra cartera bruta (serie trimestral, COP de 1994)



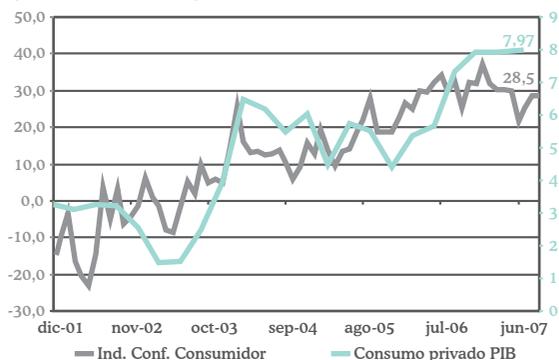
Fuente: DANE

Inversión bruta sobre PIB (COP de 1994)



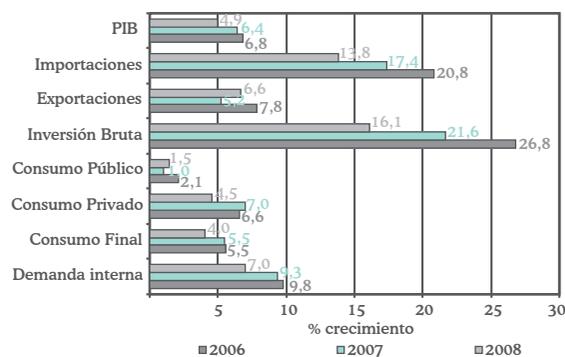
Fuente: DANE - DEE-BBVA

IICC y crecimiento del consumo privado (COP de 1994)



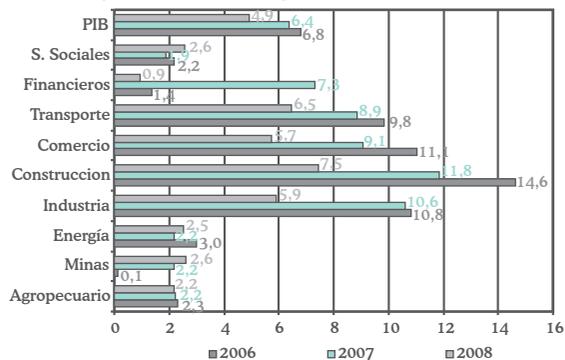
Fuente: Fedesarrollo - SEE BBVA

Proyecciones de crecimiento del PIB por demanda (COP de 1994)



Fuente: SEE-BBVA

Proyecciones de crecimiento del PIB por oferta (COP de 1994)



Fuente: SEE-BBVA

Sin embargo, el consumo privado no ha dado señales de desaceleración, manteniéndose en tasas de crecimiento de 8.0%. Al observar el comportamiento del Índice de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo, parece ser que se ha estabilizado en niveles altos por lo que se esperaría que la desaceleración del consumo no sea muy pronunciada para los próximos trimestres.

Proyecciones para 2007 reflejan fortaleza de indicadores en el corto plazo

Los resultados del PIB y de diferentes indicadores de actividad, comienzan a reflejar signos de moderación en las tasas de crecimiento en diferentes ramas. Sin embargo, la fortaleza de la demanda interna a 1S07 nos lleva a pensar que la desaceleración del crecimiento para 2007 será moderada, con lo que la tasa de crecimiento esperada para éste año (6,4%) caería solo 0,4 puntos porcentuales respecto a la tasa de crecimiento de 2006 (6,8%). Este pronóstico es consistente con un crecimiento del PIB de 5.6% y 5.0% para 3T07 y 4T07.

Por el lado de la demanda, se espera que el crecimiento se modere principalmente por un menor dinamismo de la inversión, la cual pasaría de 26,8% en 2006, a 21,6% en 2007, dado el desempeño de sectores como la construcción y la industria. Esto compensaría, en parte, el aumento del consumo que crecería a una tasa similar a la observada en 2006. El consumo privado terminaría acelerándose frente al año anterior, registrando una tasa de 7,0% frente a 6.6% para 2006.

Consolidando, para 2007 se produciría una desaceleración de la demanda interna, que terminaría el año creciendo a una tasa de 9,3%, ligeramente menor a la registrada en 2006 (9,8%) con unas importaciones creciendo a una tasa de 17,4% ligeramente menor que en 2006 (20,8%).

Para 2008, se espera que el efecto de la política monetaria se transmita plenamente, lo que supondría una desaceleración más pronunciada. La tasa de crecimiento económico se ubicaría en 4,9%, disminuyendo 1,5 puntos porcentuales respecto a la tasa esperada para 2007. Esto sería consecuencia de un menor crecimiento del consumo (4.0%) y de la inversión (16%). El consumo privado crecería a una tasa de 4,5%, ante unas condiciones de financiamiento del gasto menos holgadas que las observadas en buena parte de 2007. En consecuencia la demanda interna crecería a una tasa de 7.0%, menor en 2,3 puntos porcentuales a la esperada para 2007. La demanda externa neta reflejaría ésta situación, con un crecimiento de las importaciones (13,8%), menos dinámico que en 2007, aunque mayor que el esperado para las exportaciones (6,6%). Estas últimas, se verían favorecidas por una leve depreciación de la moneda, pero también se verían afectadas por un menor crecimiento esperado de nuestros principales socios comerciales.

El Sector Externo y la Balanza de Pagos

Creciente déficit comercial, giros de utilidades de empresas y servicio de deuda deterioran cuenta corriente.

El dinamismo de la demanda interna ha generado un continuo deterioro en el balance de la cuenta corriente que a 1S07 se profundizó, registrando un déficit de USD 3.211 M (-3,9% del PIB), respecto al déficit observado a 1S06 por USD 1.441 M (-2,2% del PIB).

El déficit de balanza de bienes a 1S07 es el resultado de unas exportaciones por USD 13.528 M (16,6% del PIB) y unas importaciones por USD 14.514 M (17,8% del PIB). Las exportaciones se caracterizan por la notable participación y dinamismo de las no tradicionales que totalizaron USD 6.713M (8,2% del PIB). Las importaciones son principalmente de bienes intermedios y de capital ((77,5% del total), dentro de los que se destacan los insumos para industria y minería y las importaciones de maquinaria industrial y equipo de transporte.

En el balance de la renta de los factores se destacan los egresos por USD 4.437 (5,4% del PIB), que en gran parte son utilidades y dividendos de empresas extranjeras por USD 2.855 M (3,5% del PIB), e intereses pagados por el sector público (1,3% del PIB). Dichos egresos son compensados por ingresos que totalizaron USD 930 M (1,1% del PIB). Dentro de las empresas extranjeras que realizaron mayores giros por utilidades, se destacan las de los sectores minero y petrolero, las de actividades financieras y manufacturera.

El déficit de servicios se explica en gran parte por unas importaciones, principalmente en servicios de transporte por USD 1.190 M (1,5% del PIB), que desbordan ampliamente las exportaciones por USD 514 M (0,6% del PIB) en ese mismo rubro.

Los egresos netos, detallados anteriormente, fueron compensados parcialmente por los ingresos netos de las transferencias corrientes, que totalizaron USD 2.365 M (2,9% del PIB), dentro de las cuales, se destacan los ingresos en el rubro de remesas de los trabajadores por USD 1.987 M (2,4% del PIB).

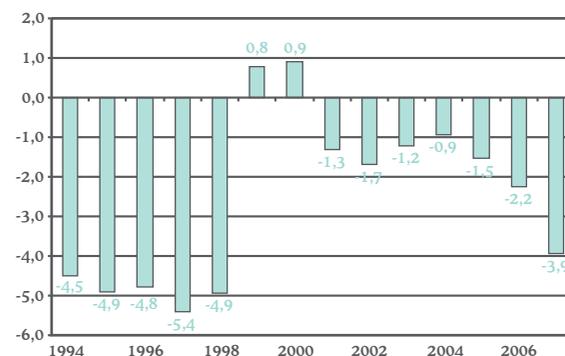
Dinámico crecimiento de socios comerciales y altos precios de productos básicos sostienen el incremento de las exportaciones.

Durante los primeros 7 meses de 2007, el valor de las exportaciones totalizó USD 15.759,7 M FOB, creciendo 15,3% respecto a igual periodo de 2006 (USD 13.666,6 M FOB).

La dinámica de las exportaciones se explica en primer lugar, por el comportamiento de las exportaciones no tradicionales que en este periodo totalizaron USD 8.251,2M, creciendo 19,2% respecto al mismo periodo de 2006 al tiempo que las exportaciones tradicionales aumentaron 11,3%.

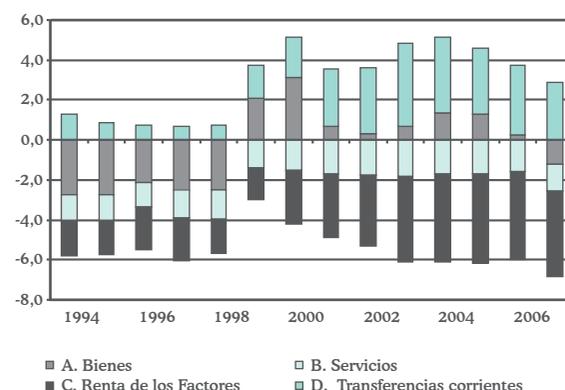
Por destinos, las exportaciones totales estuvieron dirigidas principalmente hacia EEUU (34,3%), Unión Europea (16,2%), Venezuela (14,6%), Ecuador (4,5%) y Perú (2,9%). Vale la pena destacar la caída (-6,0%) en las exportaciones dirigidas hacia EEUU, concen-

Evolución balanza de cuenta corriente como % del PIB



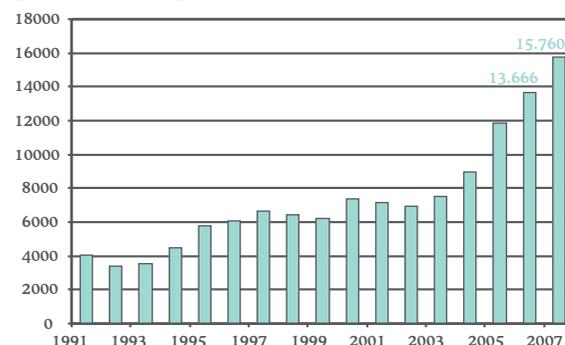
Fuente: Banco de la República - SEE BBVA

Descomposición de CC % del PIB



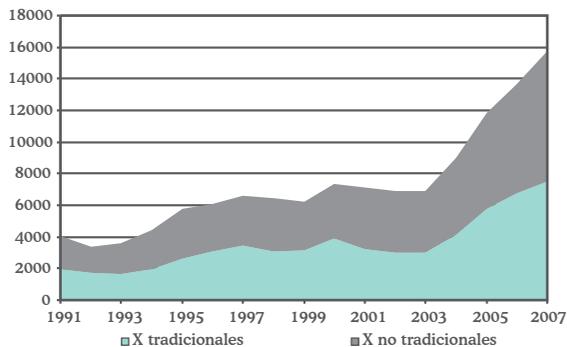
Fuente: Banco de la República - SEE BBVA

Exportaciones totales USD M FOB (Enero-Julio)



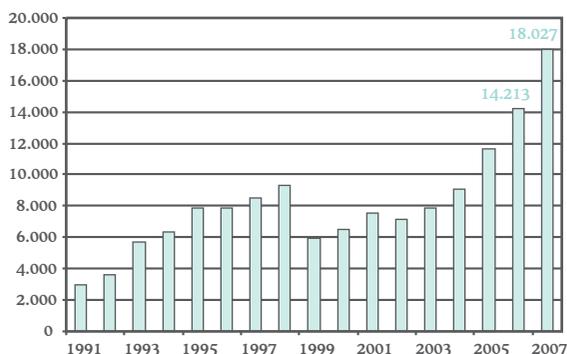
Fuente: DANE - SEE BBVA

Exportaciones por tipo de bienes (Enero-Julio)



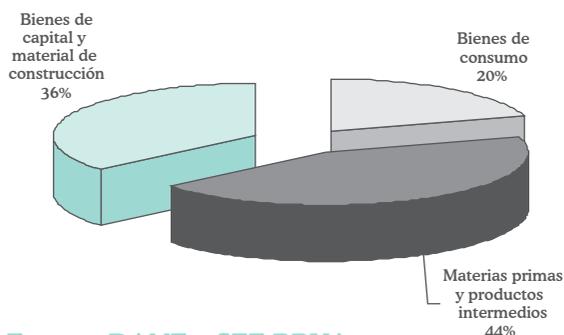
Fuente: DANE – SEE BBVA

Importaciones totales USD M CIF (Enero-Julio)



Fuente: DANE – SEE BBVA

Composición de las importaciones por tipos de bienes (Enero-Julio 2007)



Fuente: DANE – SEE BBVA

trado principalmente en productos y derivados del petróleo. Las exportaciones no tradicionales han alcanzado niveles record a pesar de la apreciación del tipo de cambio. Por sectores, el crecimiento se explica principalmente por el incremento de las ventas externas del sector industrial, especialmente las de vehículos y sus motores, y sustancias químicas básicas.

Venezuela fue el mercado que mayor contribución hizo al crecimiento de las exportaciones no tradicionales explicando un 73% del crecimiento de éstas. Así mismo, se destacó la contribución de las ventas dirigidas hacia la Unión Europea (explican 9,9% de su crecimiento), la Comunidad Andina (8,1% del crecimiento), particularmente Perú (6,3% del crecimiento), China (3,4%) y Brasil (3,4%).

El valor de las exportaciones tradicionales creció por los mayores volúmenes y precios del carbón, café y ferróniquel que compensaron la disminución (-14,7%) de las exportaciones de hidrocarburos. Los principales destinos de las exportaciones tradicionales fueron Estados Unidos (49,1%) y la Unión Europea (24,8%).

Crecimiento de la demanda interna y tipo de cambio real continúan estimulando las importaciones.

En lo corrido de 2007, hasta julio, las importaciones totalizaron USD 18.027,0 M CIF, creciendo 26,8% respecto a igual periodo de 2006 (USD 14.213,3 M CIF). El ritmo de las importaciones se relaciona con las características del crecimiento de la economía.

La contribución al crecimiento en éste periodo de las materias primas y productos intermedios explican el 40,5% (asociadas al aumento de la producción industrial), las de bienes de capital y material de construcción explican el 36,0% (debido a la mayor inversión) y por último, los bienes de consumo explicaron un 23,6% (principalmente de bienes de consumo durable).

Flujos de inversión extranjera directa y endeudamiento externo financian holgadamente el déficit en cuenta corriente.

El déficit de cuenta corriente fue más que compensado por el superávit de la cuenta de capital y financiera que a 1S07 registró un monto de USD 7385M (9,0% del PIB), ampliamente superior al obtenido en el mismo periodo de 2006 (USD 474 M equivalente a 0,7% del PIB). El superávit de la cuenta de capitales se descompone en flujos netos de inversión directa por USD 4.099 M (5,0% del PIB), endeudamiento externo por USD 3.166 M (3,9% del PIB) y otros flujos de capital por USD 120 M (0,1% del PIB)

El superávit de la cuenta de capital y financiera es explicado, principalmente, por los USD 4.109 M (5,0% del PIB) de ingresos que obtuvo la economía colombiana por inversión extranjera directa, superiores a los 2.876 M (4,4% del PIB) que por ese concepto se recibieron a 1S06. Dichos ingresos se destinaron al sector petrolero (USD 1.848 m), la industria (USD 1.038 M) y el comercio (USD 686 M).

El endeudamiento neto de la economía colombiana se descompone

en deuda de sector público por USD 653M (0,8% del PIB) y principalmente en deuda del sector privado por USD 2.512 M (3,1% del PIB).

Superávit de cuenta de capital condujo a cuantiosa acumulación de reservas a 1S07.

Los dinámicos flujos de inversión directa y endeudamiento neto a 1S07 produjeron una acumulación de reservas de USD 4.401 M (5,4% del PIB) a 1S07, según la balanza de pagos.

Según la balanza cambiaria doméstica, en lo corrido de 2007, hasta agosto, la acumulación neta de reservas internacionales totalizó USD 4.675M, resultado de un superávit en la cuenta de capital por USD 6.871,7M, compensado por la continuidad del deterioro del déficit corriente por USD 2.197,3M. Mensualmente se destacan las desacumulaciones de junio (USD 414 M) y agosto (USD 86 M), periodos de corrección en la tendencia del tipo de cambio.

Previsiones para 2007 y 2008.

La fortaleza de la demanda interna en los dos primeros trimestres del año y la ligera desaceleración de la misma en lo que resta de 2007, hacen esperar que el ritmo de crecimiento de las importaciones continúe siendo superior al de las exportaciones, lo que produciría un déficit comercial cercano a los USD -2904M. Teniendo en cuenta esta estimación, se espera que para 2007, el déficit de cuenta corriente sea de -3,9% del PIB, superior al -2,2% registrado en 2006.

El déficit de cuenta corriente sería financiado holgadamente por un superávit de cuenta de capital que se incrementaría de 2,1% del PIB a 6,4% del PIB, impulsada en gran parte por flujos de inversión directa. Para 2008 no se espera un deterioro adicional en el saldo en cuenta corriente, teniendo en cuenta la desaceleración de la demanda interna, correcciones suaves en el crecimiento de las principales economías y elevados precios para nuestros productos básicos de exportación. Esto moderaría las necesidades de financiación del déficit externo.

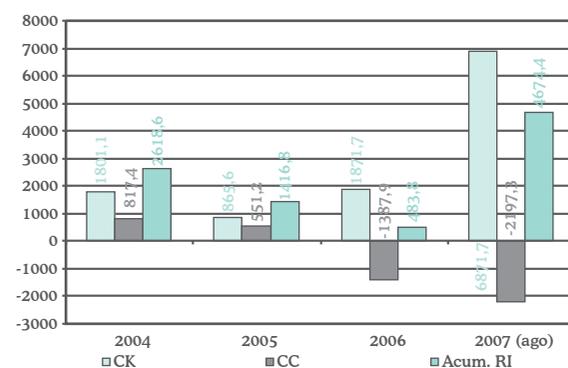
Así mismo se espera que se mantenga la entrada de flujos de inversión extranjera a la región dada una baja percepción de riesgo soberano de los mercados emergentes, aunque sea menos holgada que la observada en 2007. En consecuencia se esperarí una menor acumulación de reservas respecto a 2007, lo que se traduciría en una relativa estabilidad del tipo de cambio para el próximo año.

Evolución de cuenta de capital y financiera con IED como % del PIB



Fuente: Banco de la República - SEE BBVA

Balanza cambiaria, acumulación de RI, Agosto 2007



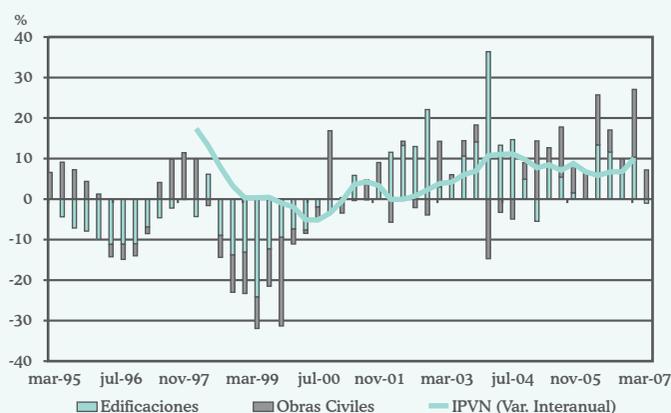
Fuente: Banco de la República - SEE BBVA

Dinámica inmobiliaria: ¿un margen para crecer?

El mercado inmobiliario colombiano ha presentado una fuerte expansión. El PIB de edificaciones ha crecido en promedio 16% en los últimos 6 años.

Durante los últimos años se ha presentado en el país una fuerte dinámica del sector inmobiliario que ha contribuido de manera significativa al positivo desempeño de la economía colombiana. Luego de la crisis que sufrió el sector de la construcción a finales de los noventa, cuando su PIB cayó en promedio -12,2% entre los años 1998 y 2000, se empezó a recuperar en 4T00, empezando a mostrar una tendencia positiva de crecimiento. El PIB de la construcción creció en promedio 11,9% entre el año 2001 y el 2T07. Al desagregar este desempeño se encuentra que el mayor aporte ha estado en la actividad de edificaciones, que durante este mismo periodo ha aportado en promedio 8,5%, mientras que la contribución de obras civiles ha sido de 3,3%.

Contribución al crecimiento del PIB de la construcción y precios de la vivienda nueva



Fuente: DANE - SEE BBVA

Los precios de la vivienda han estado incrementándose constantemente desde 2T01.

El excelente desempeño de la actividad edificadora y la mejor situación económica del país ha generado un consecuente aumento de los precios de la vivienda, que ha sido más notoria en el precio de la nueva que en la usada. Así durante el período comprendido entre 2001 y 2T07, el índice de precios de la vivienda nueva (IPVN) del Dane ha crecido a una tasa anual promedio de 5,8%,

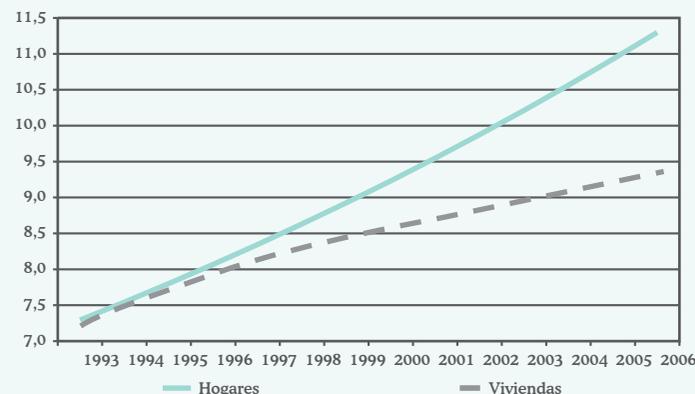
mientras que el índice de precios de la vivienda usada (IPVU) del Banco de la República hasta 4T06 aumentó a una tasa anual promedio de 1,5%.

La positiva tendencia de la actividad edificadora, el aumento de los precios de la vivienda¹ y el dinamismo del negocio inmobiliario, en un contexto reciente de aumento de tasas de interés en la economía, ha llevado a generar la duda, si puede ser posible que se esté ad-ortas de una nueva crisis financiera y de vivienda como la observada a finales de los años noventa. Por esta razón, en este análisis se realiza una breve descripción de los factores que afectan el mercado de la vivienda y su situación actual.

La demanda de vivienda tendería a mantenerse dinámica debido a factores demográficos y económicos.

Detrás del comportamiento de la demanda de vivienda hay factores demográficos que la afectan. De esta manera entre mayor sea la población de un país, y principalmente el número de hogares, mayor va a ser la necesidad de vivienda. En Colombia los hogares han experimentado un aumento de 3,4% en promedio en los últimos 13 años (1993 a 2006), originando que para el año 2006 el número de hogares en el país fuese de 11,3 millones.² Por su parte, el stock de viviendas ha crecido en este mismo período a una tasa promedio de tan solo 2,1%.

Número de Hogares y Vivienda (millones)



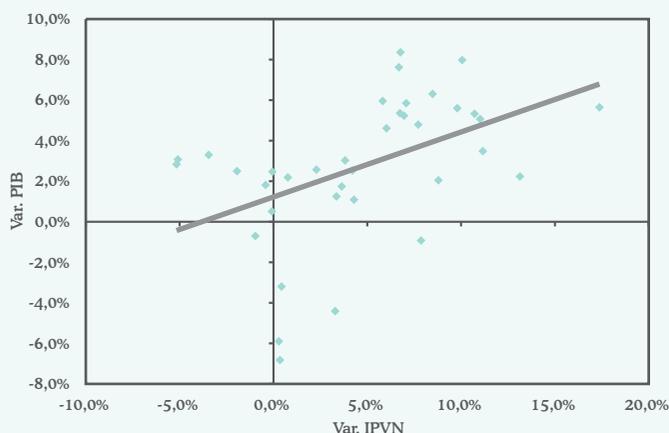
Fuente: DANE - SEE BBVA

1 En lo que resta de análisis se hará referencia a precios de la vivienda por medio del IPVN, debido a que es menos volátil que el IPVU.
2 El número de hogares es obtenido de los censos de 1993 y 2005, para los demás años los valores se obtienen mediante interpolación

El mayor crecimiento de los hogares ha llevado a que se genere un déficit habitacional que ha venido ampliándose, siendo de aproximadamente 1,9 millones a finales de 2006. Esta tendencia de aumento de los hogares incrementa la demanda de vivienda. Adicionalmente otros factores son la tendencia a un menor número de personas por hogar³ y el aumento del hogar unipersonal.

Adicionalmente a los factores demográficos, el buen desempeño de la economía ha llevado a que las familias generen mayores presiones de demanda de vivienda, que se traduce a su vez en mayores precios de las edificaciones. A su vez, el aumento de la renta de las familias por efecto de las mayores remesas (para el año 2006 fueron de USD 3890 millones) ha contribuido a incrementar la demanda de vivienda. De esta forma, se encuentra una relación positiva entre la evolución del IPVN con la dinámica de la situación económica de las familias, medida con el crecimiento del PIB. Además del buen desempeño del PIB, la economía colombiana ha presentado una considerable reducción del desempleo. La tasa de desempleo en Colombia se ha reducido de 17% en marzo de 2001 a 11% en el pasado agosto. La mejora en el mercado laboral también ha sido determinante para que las familias tomen las decisiones de inversión en vivienda. Por su parte, en el índice de confianza de consumidor de Fedesarrollo se refleja el buen momento económico que han experimentado las familias, al mantenerse en niveles altos en los últimos dos años.

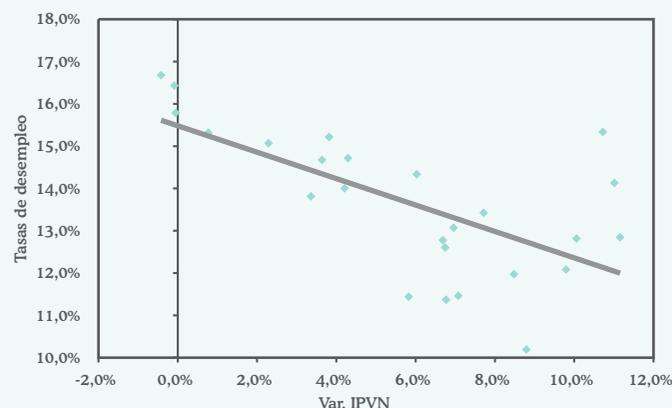
Precio de la vivienda y PIB



Fuente: DANE

3 El número de personas por hogar calculado como la población sobre el número de hogares reportados en los censos se ha reducido de 4,5 en 1993 a 3,9 en 2006.

Precio de la vivienda y Tasa de Desempleo



Fuente: DANE

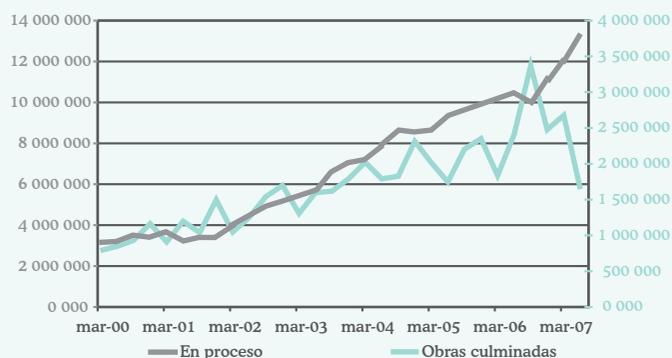
Se espera que se mantengan las buenas condiciones económicas de las familias, puesto que se prevé que la economía continúe creciendo a tasas mayores al 4% en los próximos años y que el desempleo siga con su tendencia a la baja. Adicionalmente, las familias continúan viendo actualmente como un momento favorable para la adquisición de vivienda, ya que el indicador de percepción de condiciones para adquirir vivienda del índice de confianza de Fedesarrollo se mantiene en niveles altos (38,8) y significativamente por encima de su promedio de largo plazo (16,3). Por su parte, las perspectivas de desempleo medidas por el mismo índice se han reducido.

Indicadores adelantados de la oferta de vivienda muestran que esta no se reducirá en el corto plazo.

Por el lado de la oferta, la vivienda también muestra buenas señales. El número de viviendas nuevas presenta una tendencia de aceleración desde 4T05, creciendo 30% en el 2T07. De igual forma, el stock de viviendas también ha mantenido una aceleración, llegando a tasas máximas de crecimiento desde 3T99.

Esta dinámica de la oferta de vivienda parece mantenerse, por lo menos a corto plazo, ya que las obras en proceso mantienen su ritmo de aumento, creciendo en 2T07 26,7% frente al año anterior. Sin embargo, las obras terminadas presentaron una caída en este mismo trimestre, razón por la cual el PIB de edificaciones sufrió una ligera reversa en este periodo.

Obras en proceso y culminadas (millones de m2)



Fuente: DANE

Por su parte, las licencias de construcción se mantiene en niveles bastante altos, aumentando constante en metros cuadrados aprobados desde 2000. Las licencias aprobadas acumuladas doce meses a julio son de 18.245.545 m2 , cifra históricamente alta que supera el máximo alcanzado en mayo de 1995 (17.772.400 m2).

Licencias de Construcción Aprobadas metros cuadrados (acumulado 12 meses)



Fuente: DANE

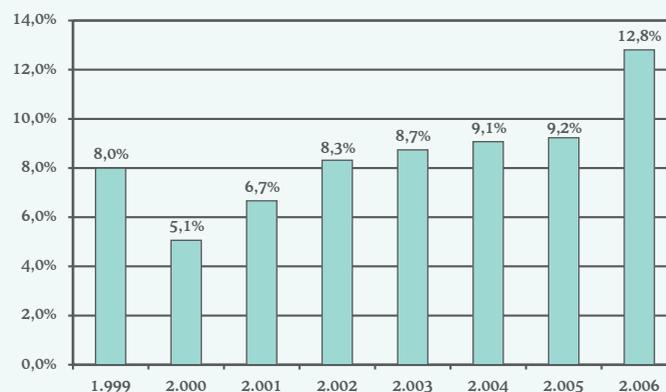
Aunque las licencias de construcción no siempre se traducen en construcción efectiva, la tendencia creciente que este indicador presenta, indica que la actividad de construcción y consecuentemente la oferta de vivienda se mantendrá en los próximos meses. Sin embargo, los despachos de cementos han presentado una disminución importante en los dos últimos meses reduciendo su tasa de crecimiento interanual de 23% nominal en mayo de 2007 a 5,4% en agosto.

La dinámica del sector de la construcción sólo ha sido parcialmente financiada.

La fuerte expansión de los últimos años del sector hasta hace relativamente poco se empezó a reflejar en el crédito hipotecario. Después de 5 años de decrecimientos la cartera hipotecaria empezó a acumular crecimientos positivos desde 2T06. Sin embargo, la evolución del crédito hipotecario se mantiene por debajo de lo observado en el PIB de Edificaciones y en los otros tipos de crédito.

Por su parte, los desembolsos de crédito hipotecario han aumentado, pero la proporción que representan de las transacciones inmobiliarias se mantiene en niveles que se pueden considerar aun bajos, tan sólo un 12,8% en el 2006. Por su parte, los desembolsos como proporción del PIB nominal de edificaciones representaron 39% en el 2T07. ⁴ Aunque estas razones han presentado una tendencia de aumento en los últimos años, no se percibe que se encuentren niveles preocupantes y que haya un endeudamiento excesivo de las familias. ⁵

Desembolsos Hipotecarios como proporción de las Transacciones Inmobiliarias



Fuente: ICAV - Superintendencia Financiera y Fedelonjas

La baja proporción de financiación de la actividad inmobiliaria, podría indicar que la compra de inmuebles está siendo financiada por recursos propios de las familias.

4 Sin embargo, al realizar la razón entre desembolsos y PIB de edificación solo se tiene en cuenta las edificaciones nuevas, y no se tendría una aproximación de las transacciones de vivienda usada.
 5 Asimismo, el indicador de carga financieras calculado por el Banco de la República, aunque ha presentado una tendencia creciente en los últimos meses, se encuentra bajo en comparación con finales de los noventa.

Adicionalmente, la entrada en funcionamiento de la fiducia inmobiliaria de preventa, el aumento de las remesas, las ferias inmobiliarias en el exterior y la entrada en funcionamiento del leasing habitacional⁶ han contribuido a que las familias tengan que financiar una menor proporción en la compra de vivienda.

Actualmente las condiciones de financiamiento han mejorado sustancialmente.

Por otra parte, actualmente las condiciones de financiación difieren de las presentadas en años anteriores. Las tasas de interés, a pesar, del repunte que han presentado en los últimos meses, se mantiene en niveles históricamente bajos. De esta forma, el promedio de la tasa de interés de referencia DTF en la presente década ha disminuido aproximadamente 21,6 puntos porcentuales (p.p) en términos nominales, frente al promedio de 1986 a 1999. De la misma forma, la tasa de inflación (a la cual se encuentra atada la evolución de la UVR) se ha reducido cerca de 16,2 p.p. en este mismo período. Desde principios de este año la tasa de interés de los créditos hipotecarios ha repuntado, pero aún permanece en niveles inferiores a los experimentados en el pasado reciente.

Tasa crédito Hipotecario

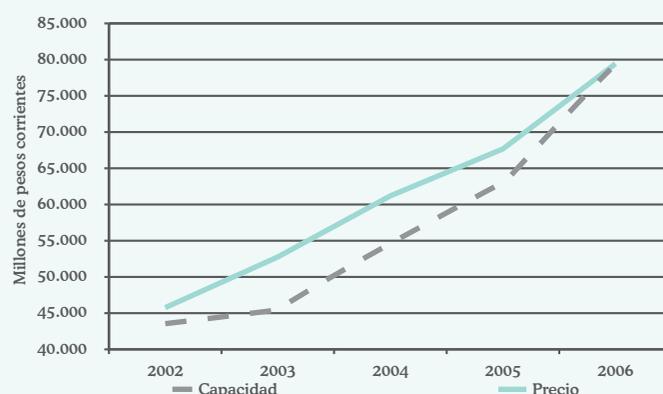


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia - SEE BBVA

De otro lado, los mayores plazos de los créditos hipotecarios, las menores tasas de interés junto con un aumento

del ingreso⁷ de los hogares han permitido mejorar las condiciones y capacidad de endeudamiento de las familias. Adicionalmente, otro factor positivo dentro de la financiación de vivienda es la tasa de mora del crédito, la cual ha disminuido de niveles de 38% observados en 2003 a 12% en agosto pasado. De igual manera, la calidad de la cartera hipotecaria se mantiene en niveles históricamente bajos, y sin mostrar signos de aceleración.

Capacidad de Compra y Precios de la Vivienda



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia - DANE - Fedelonjas - SEE BBVA

En síntesis, los factores de demanda y oferta apuntan a que la actividad de la construcción puede mantenerse dinámica, aunque es probable que a un menor ritmo al observado en los años recientes. Por su parte, las condiciones financieras actuales son muy diferentes a las experimentadas en la crisis de finales de los noventa, y no se evidencia un gran impulso de la actividad crediticia en la dinámica de la construcción. De otro lado, los indicadores de riesgo de la cartera hipotecaria se mantienen en niveles bajos sin mostrar signos de deterioro, que de no presentarse choques externos significativos, no se esperarían un riesgo considerable.

Alberto Santaella
alberto.santaella@bbva.com.co

6 El promedio de desembolsos de leasing habitacional ha pasado de ser COP 2.716 millones por mes en 2004 a COP 27.930 millones en lo que va corrido de 2007

7 El ingreso de los hogares es calculado como el ingreso disponible de la economía dividido en el número de hogares.

Política fiscal: ¿balance o transferencia del déficit?

En el mes de septiembre, el Gobierno presentó al Congreso la propuesta de Presupuesto para el año 2008 anunciando que, tal como viene haciendo desde el año 2005, no presentará adiciones al mismo durante el año entrante.

Si excluimos la inversión en equipo militar (que se financia con el impuesto especial al patrimonio), el presupuesto crece aproximadamente en igual proporción que el PIB nominal, así que el plan de gastos parece consecuente con el propósito de evitar desajustes macroeconómicos.

Desde luego, sería exagerado afirmar que tiene un sesgo anticíclico, como es frecuente escuchar en presentaciones oficiales.

En realidad, un alto porcentaje del presupuesto está predefinido por normas constitucionales que regulan la transferencia de una parte de los ingresos a los Gobiernos regionales y locales, o por compromisos en materia de seguridad social (en especial, salud y pensiones).

El margen de maniobra en materia de gasto corriente del Gobierno Central es ya pequeño y, para acelerar la reducción de la deuda, sería necesario recortar partidas de inversión, postergando obras públicas de interés tanto social como económico.

Por ejemplo, la construcción de vías y puertos y la mejora en comunicaciones ocupan un lugar destacado en el nuevo presupuesto de inversión y ambas tienen un efecto inmediato sobre el potencial de crecimiento de la economía, especialmente cuando buscan remediar ineficiencias y obstáculos al funcionamiento del sector privado. Retrasar estas obras para conseguir hoy un efecto fiscal anticíclico aumentaría la ineficiencia en el resto de la economía, disminuiría su crecimiento potencial y debilitaría las fuentes futuras de ingreso fiscal, desperdiciando la posibilidad que hoy existe para apoyar el desarrollo ulterior del país.

La filosofía que inspira el presupuesto parece ser la de invertir en propósitos sociales y en infraestructura todo lo que sea compatible con una deuda pública estable en términos nominales, dejando que su valor como porcentaje del PIB descienda lentamente a medida que crece el producto, o que caiga por efecto de una apreciación del peso que eleva la cifra del PIB expresado en dólares. Es más, la programación fiscal de mediano plazo, que el Gobierno publicó en el mismo mes de septiembre, proyecta la deuda futura con un criterio similar de no

dejar que aumente en términos nominales, procurando, en cambio, que cualquier ingreso disponible sirva para apoyar programas sociales o de inversión.

Sin embargo, hay detalles discutibles en la aplicación de este criterio. El más importante es la contabilización como ingreso corriente de los recursos originados en el desmonte del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera. El propósito del FAEP era la estabilización macroeconómica, difiriendo una parte del ingreso de dólares debidos a la exportación de crudos con el fin de acumular un amortiguador para las épocas de "vacas flacas", cuando la extracción disminuyera o los precios cayeran. No quedó incluido en el plan de inversiones y privatización gradual de ECOPETROL precisamente porque se constituyó para distribuir un ingreso del Gobierno en el largo plazo y, por consiguiente, no podía usarse para financiar las inversiones en exploración y refinación que necesitaba realizar la compañía a corto y mediano plazos.

Es claro que, con la conversión de ECOPETROL en empresa de economía mixta regulada por normas de derecho comercial privado, el FAEP debía quedar en manos del Gobierno para atender los fines con que fue creado. Pero en el presupuesto del 2008 encontramos 2.38 billones del FAEP que equivalen a 0.6% del PIB del mismo año y que aparecen como ingreso corriente del Gobierno Central en el rubro de Recursos de Capital, con el mismo tratamiento contable que tienen los rendimientos financieros de otros fondos del Estado. Según parece, la misma figura se repetirá en los presupuestos del 2009 y del 2010, distribuyendo entre esos dos años otros 1.29 billones de pesos (alrededor de 0.15% del PIB de cada año).

Esta decisión destina al gasto inmediato unos recursos que fueron reunidos para compensar menores entradas del Estado debidas a una eventual caída en volumen o en precio del crudo y lo hace, precisamente, cuando el precio del petróleo alcanza máximos históricos cuya continuidad futura nadie podría garantizar.

Gracias a esta operación, el balance primario del Gobierno Central alcanza 2.45 billones para el 2008, según el Marco Fiscal de Mediano Plazo recientemente publicado (2.58 según nuestras proyecciones). Es obvio que, sin la inyección de recursos del FAEP, el balance primario habría sido prácticamente nulo.

Es preciso anotar que la decisión antes comentada no

afecta el balance del Sector Público Consolidado porque el FAEP figura entre las entidades del Sector Público No Financiero, así que la misma cifra aparece en esta parte de las cuentas fiscales con el signo opuesto. La medida “mejora” la presentación de las cuentas del Gobierno Nacional aunque, en rigor, se trata de un déficit que el gobierno central debería financiar por otros medios.

Otra consecuencia de esta medida es que el Gobierno Central puede diferir, por tiempo indefinido, la venta de acciones de empresas nacionales del sector eléctrico que, inicialmente, tenía previsto realizar en el 2008. Se trata de ISA e ISAGEN, dos empresas de economía mixta, rentables y con excelentes perspectivas de crecimiento, en las cuales el Estado conserva la propiedad de más del 50% de las acciones. La propuesta inicial consistía en privatizar totalmente ISA, vendiendo el 56% de acciones que todavía están en poder del Estado, y en una privatización parcial de ISAGEN, vendiendo acciones equivalentes al 25% de su capital.

Es de suponer que esas privatizaciones tendrán lugar más adelante, cuando bajen los ingresos por impuestos y regalías del petróleo, es decir, que servirán como sustituto del FAEP liquidado prematuramente.

El otro aspecto del presupuesto que merece comentario es el dato de inversión. Se observa un aumento brusco al pasar de 1.84% del PIB en el 2007 a 2.45% en el 2008, pero la diferencia se debe a equipo e infraestructura militares financiados por un impuesto transitorio al patrimonio que se terminará de recaudar en el 2008. Descontado ese gasto extraordinario, la inversión pública retorna a su tendencia en 1.86% del PIB.

En este aspecto, no hay nada extraño en el presupuesto del 2008, pero surgen dudas acerca del gasto corriente en los años sucesivos porque una parte del impuesto extraordinario al patrimonio se destinó a cubrir gastos de personal y funcionamiento militares. La cifra prevista para el 2008 es de 0.57 billones, equivalentes a 0.15% del PIB, y no hay claridad alguna acerca de este gasto para los años sucesivos. Cabe esperar que el Gobierno encuentre nuevas reducciones de gasto en otros rubros, o mayores ingresos, de manera que este gasto permanente adicional no tenga consecuencias negativas para sus metas de déficit primario.

En este sentido, hay que advertir que las proyecciones oficiales de presupuestos para el 2007 y el 2008 pare-

cen prudentes por cuanto suponen crecimientos del PIB real de 5.8 y 5% respectivamente. Es probable que la segunda cifra se cumpla, pero es casi seguro que los hechos ya hayan superado la primera, asegurando ingresos fiscales más altos.

Otros supuestos macro, como los de inflación y devaluación, merecen ajustes cuyos efectos se compensan parcialmente. Un modelo completo de proyecciones de ingresos y gastos del Sector Público permite prever, por ahora, que las cuentas fiscales no depararán un riesgo para la estabilidad macroeconómica. Desde luego, todo depende de que continúe el crecimiento económico previsto, sin sobresaltos ni choques externos de especial impacto.

En el 2007, las colocaciones de deuda externa superaron ligeramente los vencimientos y el año entrante la diferencia será un poco mayor. Análogamente, las colocaciones internas seguirán superando los vencimientos, pero el aumento nominal en la deuda total será muy inferior al crecimiento del PIB y el nivel de endeudamiento seguirá bajando, así que no debería haber problemas para colocar los nuevos títulos en un mercado financiero normal.

Análogamente, la participación del consumo público en el PIB bajó en el 2007 y seguirá disminuyendo otro año más, aunque es poco probable que esta tendencia continúe en el futuro, cuando se haya agotado el efecto de las recientes reformas tributarias y el gasto haya tenido tiempo para ajustarse al mayor ingreso impositivo.

La inversión crecerá en el 2008, pero buena parte de ese aumento proviene del impuesto extraordinario al patrimonio y se destinará a equipo e infraestructura militares. De ahí en adelante, es muy probable que la inversión pública regrese al nivel de su tendencia reciente.

Política fiscal: ¿balance o transferencia del déficit?

Proyecciones fiscales	Porcentaje del PIB corriente anual				
	2006 %	2007 %	2008 %	2009 %	2010 %
Balance primario SPC (Sec Púb Cons)	3,75	3,45	2,89	2,90	2,62
Balance primario SPNF	3,59	3,13	2,63	2,66	2,39
Balance primario GNC	0,28	0,63	0,65	0,30	0,07
Balance Sector Público Consolidado	-0,84	-0,92	-1,01	-0,87	-1,16
Balance Sector Público No Financiero	-1,00	-1,24	-1,27	-1,10	-1,38
Balance Gobierno Nacional Central	-4,08	-3,53	-3,05	-3,30	-3,55
Detalles del Gobierno Nacional Central					
Ingresos Totales	17,57	17,86	18,96	17,85	17,65
Tributarios	15,97	16,33	16,82	16,16	15,97
Gastos Totales	21,65	21,39	22,01	21,15	21,20
Intereses	4,36	4,16	3,71	3,60	3,62
Funcionamiento	15,32	15,25	15,73	15,55	15,58
Inversión	1,84	1,84	2,45	1,88	1,90
Detalles del Sector Descentralizado					
Sector Descentralizado	3,08	2,29	1,79	2,19	2,17
Seguridad Social	1,17	1,45	1,49	1,52	1,55
Gobiernos Regionales y Locales	0,41	0,32	0,38	0,33	0,28
Deuda del Gobierno Nacional Central al final del año					
Deuda externa bruta total (U\$ / PIB en U\$)		14,10	13,02	12,94	12,51
Deuda total final (\$Col / PIB corriente)		43,02	40,97	40,02	39,66

Luis Lorente

Luis.lorente@bbva.com.co

3. Inflación

La inflación en el tercer trimestre fue mejor que lo esperado por el mercado y el Banco de la República

A septiembre la inflación anual fue 5.01%, disminuyendo más de lo esperado por el mercado y el Banco de la República¹. Frente al mes de junio (6.03%), la caída en la inflación anual se explica, casi en su totalidad, por el comportamiento de los alimentos. Así mismo, aunque la inflación sin alimentos también presentó un descenso (al pasar de 4.38% a 4.12%) preocupa el aumento de la inflación de bienes no transables (pasó de 5.12% a 5.55%).

Al descomponer la canasta de alimentos por grupos (perecederos, procesados, carnes y derivados y restaurantes), se encuentra que todos contribuyeron al descenso de la inflación frente al valor observado en junio. Sin embargo las mayores caídas se concentraron en el grupo de alimentos perecederos, como consecuencia del clima y la normalización de las cosechas, y en los bienes procesados, posiblemente por la apreciación del tipo de cambio. Así mismo, la inflación del grupo carnes y derivados (principal responsable del repunte de la inflación respecto a diciembre de 2006) ha empezado a moderarse.

Frente al trimestre anterior la inflación sin alimentos tuvo un comportamiento acorde con la meta de inflación. Sin embargo al descomponer la canasta se encuentra que este resultado es explicado por el comportamiento de los bienes transables, los cuales alcanzaron una tasa de inflación anual de 1.19%. Tanto los bienes regulados como los no transables presentan tasas de inflación muy superiores a la meta (5.96% y 5.55% respectivamente). Más aún, es preocupante la tendencia que presenta la inflación de este último grupo. De hecho, además de los alimentos, los bienes no transables explican en un 47.3% la aceleración de la inflación frente a la observada en diciembre de 2006. Este desempeño puede estar reflejando que el actual nivel del producto no es consistente con el sostenible en el mediano y largo plazo.

El pronóstico del SEE del BBVA muestra que se espera una tasa de inflación de 5.1% para fin de año implicando el incumplimiento de la meta de inflación. No obstante, la inflación sin alimentos estaría alrededor del punto medio del rango meta (4.1%). Así mismo se contempla un repunte en la inflación total para el mes de octubre, debido al choque que se presentó hace un año en la inflación de bienes transables. Para 2008 el pronóstico muestra que la inflación estaría en 4.0%.

Descomposición de la Inflación

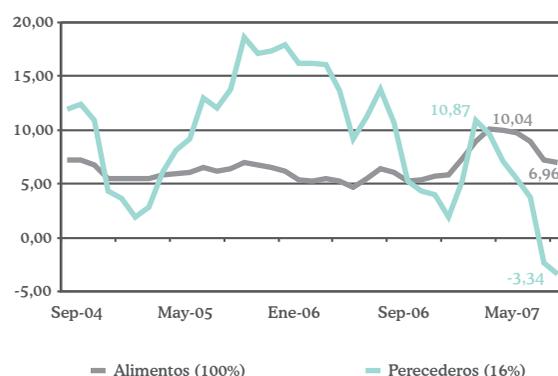
Ponderación	Inflación anual			Contribución a la inflación			
	dic-06	jun-07	sep-07	dic-06	jun-07	sep-07	
Total	100,00	4,48	6,03	5,01	100%	100%	100%
Alimentos	29,51	5,68	9,69	6,96	39%	50%	43%
Sin Alimentos	70,49	3,94	4,38	4,12	61%	50%	57%
No Transables	36,77	4,75	5,12	5,55	34%	27%	35%
Transables	24,67	1,71	1,76	1,19	9%	7%	6%
Regulados	9,04	6,12	7,40	5,96	18%	16%	16%

	Contribución a la aceleración de la inflación respecto a Dic-06		Contribución a la desaceleración de la inflación respecto a Jun-07	
	dic-06	jun-07	dic-06	jun-07
Total	100%	100%	100%	100%
Alimentos	79,7%	83,2%	16,8%	16,8%
Sin Alimentos	20,3%	16,8%	13,1%	13,1%
No Transables	47,3%	-12,8%	13,1%	13,1%
Transables	-24,9%	13,1%	16,5%	16,5%
Regulados	-2,3%	16,5%		

Fuente: DANE - SEE BBVA Colombia

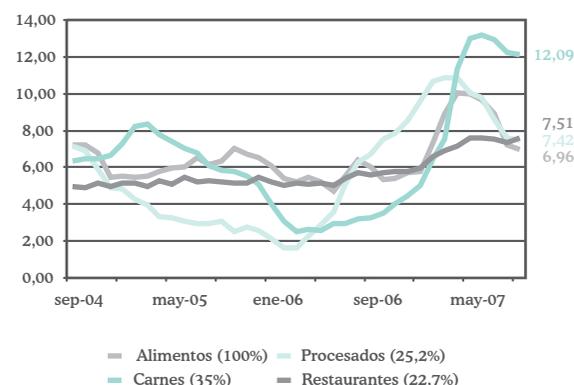
1 De acuerdo con el pronóstico de inflación publicado en el Informe de Inflación de julio de 2007.

Inflación Anual de Alimentos por Grupo



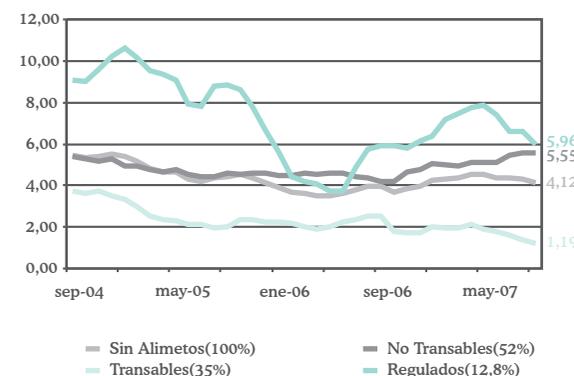
Fuente: DANE - SEE BBVA Colombia

Inflación Anual de Alimentos por Grupo



Fuente: DANE - SEE BBVA Colombia

Inflación Anual sin Alimentos por Grupo

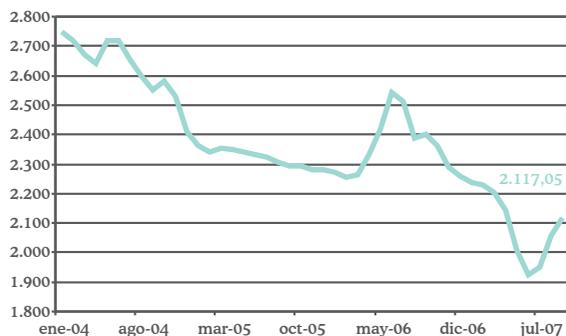


Fuente: DANE - SEE BBVA Colombia

4. Política Cambiaria y Monetaria

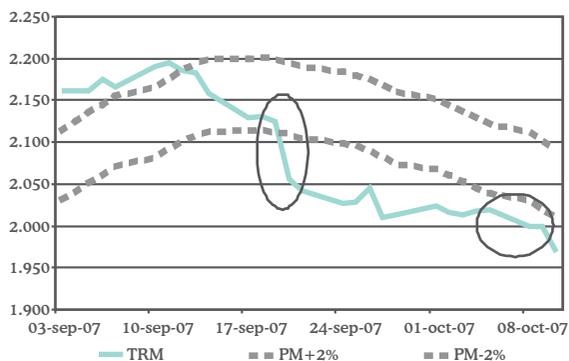
La crisis del mercado hipotecario en Estados Unidos afectó la tasa de cambio

TRM (promedio mensual)



Fuente: Banco de la República

Tasa de Cambio Diaria



Fuente: Banco de la República

A partir de julio del presente año, el tipo de cambio dejó de apreciarse como consecuencia de los temores de una desaceleración del crecimiento mundial originada por los problemas del mercado hipotecario en Estados Unidos. La reacción de los agentes fue modificar su portafolio aumentando su tenencia de activos extranjeros. Lo anterior propició que el tipo de cambio promedio para el mes de septiembre fuera 2117.05 pesos comparado con 1923.76 del mes de junio. Sin embargo, esta tendencia se revirtió después de la reunión del FED, el 18 de septiembre, donde tomó la decisión de modificar su tasa de interés de intervención reduciéndola en 50 pb. Así mismo, la publicación del reporte del mercado laboral para el mes de septiembre y la corrección para los resultados del mes de agosto (publicados el 6 de octubre), hicieron que los agentes reevaluaran la posibilidad de una recesión en Estados Unidos, propiciando un mayor apetito por activos domésticos.

A lo largo del trimestre en dos ocasiones el Banco de la República (BR) subastó opciones para la acumulación y venta de reservas. Este mecanismo para el control de volatilidad se activa automáticamente una vez la tasa de cambio se ubica un 2% por encima, o por abajo, del promedio móvil de orden 20 de la TRM. De esta manera, en el mes de agosto, el BR vendió reservas internacionales por 179.9 millones de dólares, y en el mes de septiembre acumuló reservas por 179.5 millones de dólares.

Se espera que el tipo de cambio finalice el año con una apreciación cercana al 3.0%. El pronóstico para 2008 muestra una depreciación moderada del peso.

El Banco de la República ha mantenido su tasa de interés de intervención en 9.25%

En la reunión de julio, la JDBR decidió aumentar en 25 pb su tasa de interés de intervención llevándola a 9.25%. En las siguientes dos reuniones mantuvo la tasa de interés, tal como lo había anticipado el SEE en el informe anterior.

Los efectos de las decisiones de política de elevar la tasa de interés de intervención desde abril de 2006 y la imposición de encajes marginales y la unificación del encaje ordinario en las reuniones de mayo y junio se han manifestado en una mayor transmisión a las tasas de mercado. De hecho al comparar las tasas de interés de captación vigentes en septiembre, con las observadas en marzo del año anterior, se observa que la transmisión ha sido casi completa para la TIB y la DTF, y parcial para los depósitos a plazos mayores a 90 días. Así mismo, con la información disponible al mes de agosto, también se observa la transmisión a las tasas de interés activas.

Por otra parte, los agregados monetarios han moderado su ritmo de crecimiento, reflejando la normalización de la liquidez disponible en el mercado. No obstante, el agregado monetario más amplio (M3)

	Tasas de interés				Variación	
	Mar-06	Abr-06	Ago-07	Sep-07	Mar-06	Sep-07
DTF	5,97	5,93	8,54	8,89	2,92	3,26
TIB	5,99	5,89	9,22	9,25	3,25	3,25
BR	6,00	6,25	9,25	9,25	3,25	3,25
CDT 180	6,52	6,51	8,21	8,62	2,10	1,71
CDT 360	6,94	6,84	8,62	8,65	1,71	1,71
Consumo	22,20	21,44	23,54		1,34*	
Comercial	10,01	9,41	13,81		3,80*	

*Variación entre Marzo 06 y Agosto 07

Fuente: Banco de la República

continúa presentando una tasa de crecimiento alta al compararla con el crecimiento del PIB y la tasa de inflación.

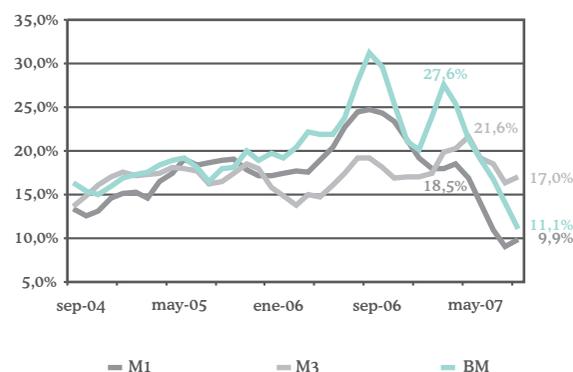
Qué se espera de la política monetaria en los próximos meses?

Las minutas publicadas señalan que la JDBR ha decidido esperar a tener más información para evaluar los efectos de la crisis del mercado hipotecario. El BR señala que existe gran incertidumbre en torno al pronóstico de crecimiento e inflación por lo que hay dos escenarios. Por una parte, es posible que la moderación del crecimiento de la demanda interna hacia una tasa que sea coherente con el logro de las metas de inflación y unas cuentas externas sostenibles sea más lento de lo esperado, lo que llevaría a incrementos futuros en la tasa de intervención. Por otra parte se considera el caso en el cual la solución de la crisis del mercado inmobiliario en Estados Unidos fuera lenta y tuviera mayor efecto al inicialmente previsto en el crecimiento de la economía global. En este contexto, la demanda y el precio de los productos colombianos exportados se resentiría, y además afectaría el acceso futuro al mercado de capitales. En este caso habría presiones a la depreciación del peso, lo que podría propiciar la intervención discrecional del BR vendiendo reservas internacionales sin esterilizar este tipo de operaciones.

Para entender qué puede pasar con la política monetaria en los próximos meses vale considerar los siguientes factores:

1. El resultado de la inflación en el mes de septiembre fue mejor que el esperado por el BR en su informe trimestral de inflación. Sin embargo este comportamiento se explica por la inflación de alimentos. Lo anterior permite suponer que el BR corregirá a la baja su pronóstico de inflación para final de año, dando una mayor probabilidad al cumplimiento de la meta de inflación (alrededor de un 25% frente al 10% del trimestre anterior).
2. El resultado de la inflación sin alimentos estuvo en línea con lo esperado por el BR y se espera que se mantenga dentro del rango meta.
3. De esta manera, el BR justificará el incumplimiento de la meta de inflación por el choque en la inflación de alimentos. Sin embargo este no será atribuible al grupo de bienes perecederos, sino al de carnes y derivados, junto con el de restaurantes. En este sentido no es claro que se trate de un choque transitorio.
5. Así mismo, es preocupante que el buen resultado de la inflación sin alimentos se concentre en el grupo de bienes transables, ya que la inflación de los no transables y regulados está por encima de la meta de inflación.
6. De esta manera y teniendo en cuenta las minutas correspondientes a la reunión del mes de septiembre, las próximas acciones de política monetaria estarán determinadas por el pronóstico y el comportamiento de la inflación de bienes no transables y el saldo en cuenta corriente, el cual está afectado por el crecimiento de la demanda interna y el dinamismo de la economía global.

Crecimiento Anual de los Agregados Monetarios Mensuales (promedio móvil de orden 3)



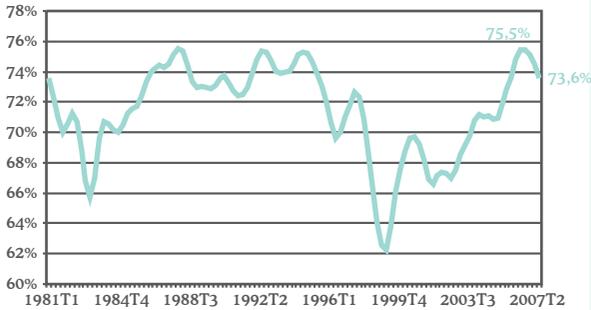
Fuente: Banco de la República

Pronósticos a Septiembre de 2007 según el informe de inflación de:

	Sep-06	Jun-07	Observado
Total	3,90	5,30	5,01
Alimentos	4,10	8,20	6,96
Sin Alimentos	3,90	4,00	4,12
No Transables	4,90	5,50	5,55
Transables	1,70	1,30	1,19
Regulados	5,90	5,30	5,96

Fuente: Banco de la Republica

**Utilización de la Capacidad Instalada
(componente tendencial)**



Fuente: DANE y Banco de la República

La información disponible sobre los determinantes de la inflación de bienes no transables muestra que la utilización de la capacidad instalada se ha moderado en los últimos meses. Lo anterior reflejaría por una parte el menor crecimiento del producto, así como la entrada en funcionamiento de las inversiones que se han adelantado en los últimos años. Por otra parte, los resultados recientes de la inflación han permitido que las expectativas corrijan a la baja.

Se espera que el Banco de la República mantenga su tasa de interés de intervención en 9.25 para el resto del año. Así mismo se considera que para el primer semestre de 2008, las decisiones de política monetaria sobre tasa de interés y encajes dependerán del comportamiento y el pronóstico de la inflación de bienes no transables, el crecimiento de la demanda interna y el déficit en cuenta corriente. Por lo pronto no se esperan modificaciones de la postura de política monetaria para la primera parte del año entrante.

5. Mercados financieros

El sector consolida su tendencia positiva en resultados

Los buenos resultados del sistema financiero colombiano se mantienen en 2T07 y lo que se conoce del 3T07. Las utilidades han aumentado respecto al año anterior y acumulan cuatro meses consecutivos, creciendo por encima del 20% real. Al comparar con los primeros cuatro meses del año, se observa una importante aceleración de la actividad bancaria, asociada con la dinámica del crédito a lo largo del segundo y tercer trimestre. De esta forma, a agosto de 2007 los establecimientos de crédito acumularon utilidades por COP 2,7 billones, lo que representó un crecimiento interanual real de 22,6%.

La fuerte actividad crediticia que se ha experimentado en el país en los últimos años, impulsada por la confianza de los consumidores, los fundamentales de la economía y la buena liquidez del mercado, ha contribuido de forma significativa a consolidar los resultados del sector financiero. La mayor demanda por crédito unido al menor atractivo del negocio de inversiones en papeles de deuda, ha llevado a que los establecimientos de crédito continúen con el proceso de recomposición del activo, sustituyendo la participación de las inversiones por cartera.

Para los meses de junio y julio se evidenció una recuperación en el negocio de inversiones, llevando a que la reducción de la participación de estas en el balance de las instituciones detuviera su disminución. Sin embargo, la turbulencia internacional de los mercados ocasionada por la crisis del mercado hipotecario de Norteamérica, condujo a una desvalorización de los títulos de deuda emergente. Así, las inversiones perdieron 0,5 p.p. de participación en el activo en agosto, llegando a 20,2%.

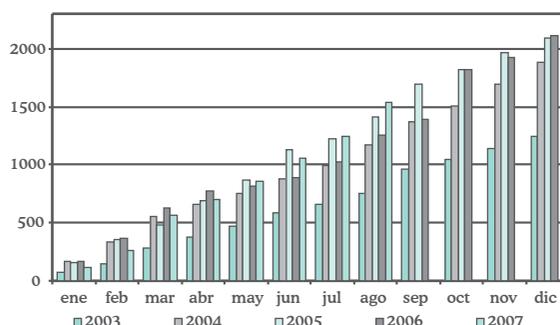
La actividad de los establecimientos de crédito continúa siendo rentable. Los indicadores de rentabilidad¹ permanecen en niveles buenos, aunque se mantiene por debajo de los promedios alcanzados en 2005 (a excepción del margen del intereses). En el mes de agosto tanto el ROE como el ROA presentaron un ligero repunte, alcanzando 19,8% y 2,4% respectivamente. Por su parte, el margen de intereses sobre activos continúa con una dinámica creciente llegando a 4,8% en agosto frente a 4,6% observado en febrero pasado y siendo superior al promedio de 2005 y 2006. Esta tendencia del margen de intereses es explicada por la fuerte dinámica crediticia que se ha presentado. Por el contrario, las menores rentabilidades del negocio de inversiones han generado una disminución del margen bruto sobre activos (8,8% en agosto frente a 9,3% observado en marzo).

La actividad crediticia permanece dinámica, aunque ha moderado su ritmo de expansión

A pesar del endurecimiento de la política monetaria desde abril de 2006, el crédito se mantiene creciendo a tasas históricamente altas, aunque moderándose gradualmente. Las medidas tomadas por la JDBR con el fin de desacelerar el crecimiento de la demanda interna,

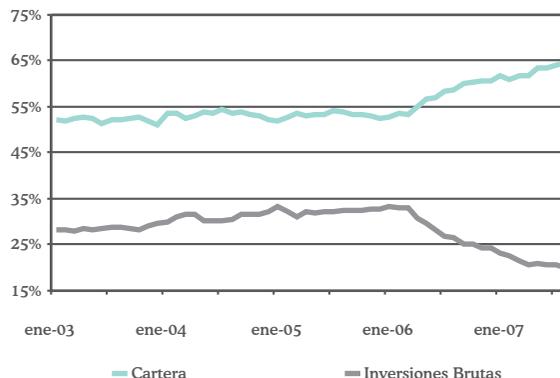
¹ Los indicadores se expresan en términos anualizados

Utilidades en los establecimientos de crédito (MM COP constante)



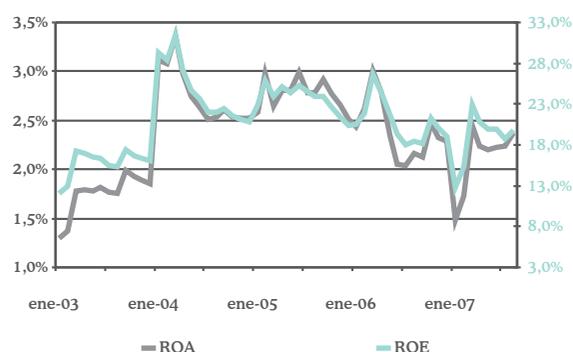
Fuente: Superintendencia Financiera – SEE BBVA Colombia

Distribución entre Cartera e Inversión



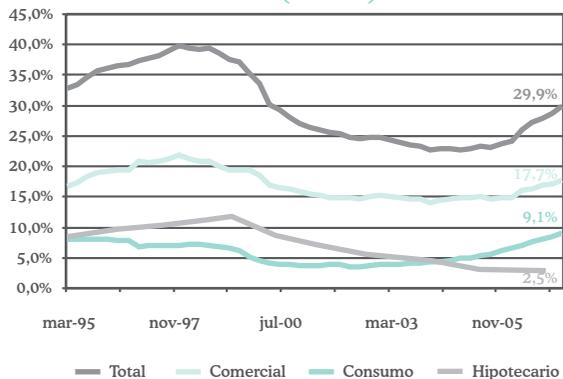
Fuente: Superintendencia Financiera

Indicadores de rentabilidad de los Establecimientos de Crédito (% Activo)



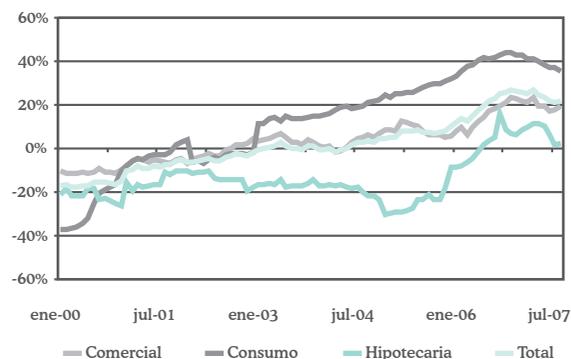
Fuente: Superintendencia Financiera – SEE BBVA Colombia

Cartera de Créditos (% PIB)



Fuente: DANE - Superintendencia Financiera - SEE BBVA Colombia

Crecimiento Real del Crédito (Tasa Interanual)



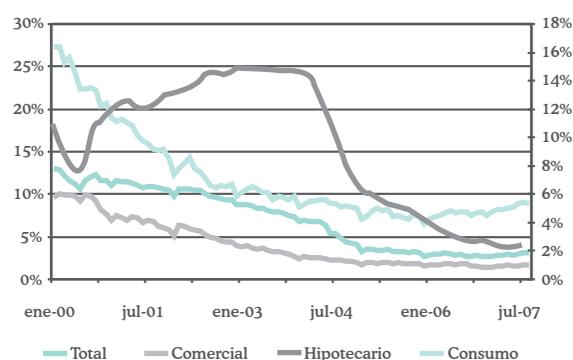
Fuente: DANE - Superintendencia Financiera - SEE BBVA Colombia

Nivel de Bancarización

	% de la Población		
	Jul-06	Cct-06	Mar-07
Cuenta de Ahorro	29,22%	30,30%	32,80%
Cuenta Corriente	3,18%	3,26%	3,33%
Cartera Total	7,68%	8,22%	8,81%
Cartera Comercial	0,69%	0,70%	0,77%
Cartera de Consumo	5,55%	5,81%	6,60%
Cartera de Vivienda	1,29%	1,27%	1,26%
Microcrédito	1,15%	1,50%	1,30%
Tarjeta de Crédito	6,59%	7,33%	8,05%

Fuente: Asobancaria

Calidad de la Cartera



Fuente: Superintendencia Financiera

han surtido efecto sobre la actividad financiera, llevando a una desaceleración de la tasa de crecimiento real del crédito total, cuya tasa fue 22% en agosto frente a 27% que se observó en el pasado marzo. No obstante, en el mes de agosto el saldo de créditos totales presentó una aceleración marginal en su tasa interanual real al aumentar 0,8 p.p. Por modalidad de crédito la aceleración de agosto fue conducida por el crédito comercial, el cual aumentó su tasa de crecimiento real a 19,3% desde 17,5% observado en el pasado julio.

A pesar que las tasas de crecimiento del crédito de consumo se han moderado, continúan siendo históricamente altas. En el mes de agosto esta modalidad presentó un crecimiento interanual de 35,5%, a pesar de los aumentos que se han dado en la tasa de interés a créditos de consumo (desde marzo de 2007 se han incrementado aproximadamente 600 pb)

El crédito hipotecario desaceleró fuertemente su tasa de crecimiento real. En agosto esta se situó en 2,1% frente a 11,5% observado en marzo de este mismo año. Este desempeño puede ser explicado por las sorpresas al alza de la inflación del primer semestre del año que llevaron a un encarecimiento de los créditos hipotecarios atados a la UVR,² junto con el endurecimiento de las condiciones monetarias. Sin embargo, el saldo del crédito hipotecario incluidas titularizaciones se ha acelerado, al aumentar su tasa de crecimiento real de 8,6% en mayo a 11% en agosto.

En el corto plazo, el SEE del BBVA espera que la tasa de crecimiento del crédito continúe con su tendencia de desaceleración dada la postura de política monetaria.

Mayor grado de profundización financiera

El desempeño positivo de la actividad crediticia en 2T07 del año llevó a que los niveles de profundización financiera, medida como proporción de cartera sobre PIB, continuaran repuntando, llegando a 29,2%. Sin embargo, este nivel aún se encuentra por debajo de los porcentajes alcanzados durante la década de los noventa. La fuerte expansión del crédito de consumo generó que este sea el único tipo de crédito que lograra sobrepasar los niveles anteriores a la crisis. Por su parte, la cartera hipotecaria se ha reducido considerablemente, sin mostrar signos de cambio de tendencia. Las familias colombianas aún mantienen cierto grado de aversión al crédito hipotecario luego de la situación experimentada a finales de los noventa, lo cual ha impedido una mayor recuperación de este tipo de crédito. Adicionalmente, la introducción de nuevas formas de adquisición de vivienda como la compra sobre planos por medio de la fiducia inmobiliaria y el leasing habitacional probablemente han permitido mayores facilidades de accesos a la vivienda con un menor uso de crédito hipotecario tradicional.

En lo que respecta a Bancarización el porcentaje de población que acceden a servicios financiero se ha incrementado en prácticamente todos los productos,³ exceptuando la cartera hipotecaria y microcrédito.

2 La UVR se encuentra atada directamente a la evolución de IPC

3 Según el reporte de bancarización de marzo de 2007 de Asobancaria.

Los riesgos continúan en niveles históricamente bajos y el cubrimiento se mantiene en niveles adecuados

El dinamismo de la cartera ha estado acompañado de una reducción del indicador de calidad de la cartera⁴. Sin embargo, en los últimos meses se observa un marginal deterioro de este indicador, al aumentar 0,5 p.p. desde el nivel mínimo observado en diciembre de 2006. Este incremento ha sido causado principalmente la cartera de consumo donde el indicador muestra una tendencia creciente desde esta misma fecha. En agosto el indicador se ubicó en 3,1% para la cartera total y en 5,4% para la de consumo. Por su parte, los indicadores de calidad de la cartera comercial e hipotecaria también presentaron un ligero deterioro en los dos últimos meses.

La proporción entre el crédito a las familias⁵ y el ingreso disponible, y del crédito a las empresas relativo al excedente bruto de explotación aumentó en el año 2006 y continuó aumentando para el 2T07⁶, gracias a la dinámica crediticia experimentada. Sin embargo, aún se encuentran distantes de los niveles observados a mediados de los noventa, por lo cual no se vislumbran riesgos considerables en la capacidad de pago. De igual forma, el indicador de carga financiera calculado por el Banco de la República se mantienen en niveles bajos en comparación con finales los noventa, aunque ha repuntado desde finales de 2006.

El cubrimiento se encuentra en niveles bastante altos, al igual que el índice de solvencia, lo cual da estabilidad al sistema ante eventuales deterioros de cartera. Aunque los riesgos permanecen bajos, es necesario que los establecimientos realicen un permanente monitoreo a su evolución para evitar un mayor deterioro. En Julio pasado entro en vigencia el sistema de administración de riesgos de credito (SARC) lo que incorpora el elemento de provisiones contracíclicas y la probabilidad de incumplimiento. Adicionalmente, se está adelantando la implementación del sistema de administración de riesgos operacionales (SARO).

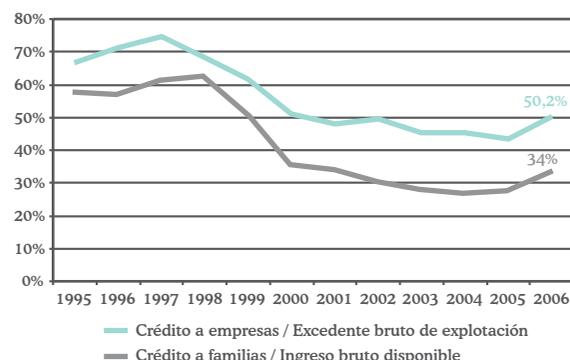
Las medidas de la JDBR impulsan la captación por depósitos a término

Los depósitos han mantenido una dinámica de crecimiento robusta. Al igual que en el caso de los créditos durante los últimos meses el total de depósitos muestra una tendencia de desaceleración con una reducción en su tasa de crecimiento real de 6,7 p.p. de abril a agosto de 2007.

La reducción del ritmo de crecimiento de los depósitos ha sido causada por la desaceleración presentada en las cuentas de ahorro y corriente que en el mismo periodo han reducido su crecimiento en 15,7 p.p. y 11,6 p.p (situando sus crecimientos interanuales en agosto en 7,7% y 2,3%, respectivamente). La unificación de los encajes tanto marginales como ordinarios para estos dos tipos de depósitos ha generado un menor incentivo de los bancos a captar por medio de estos instrumentos. Por el contrario, el menor encaje a los depósitos a tér-

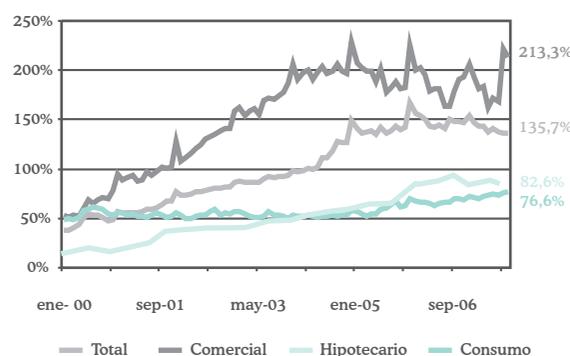
4 Medida como cartera vencida sobre cartera total.
 5 Incluye el saldo de créditos de consumo e hipotecario incluyendo titularizaciones.
 6 Las cifras de ingreso disponible para el 2006 y 2T07 son calculadas por el SEE - BBVA

Indicadores Macroeconómicos de Cartera



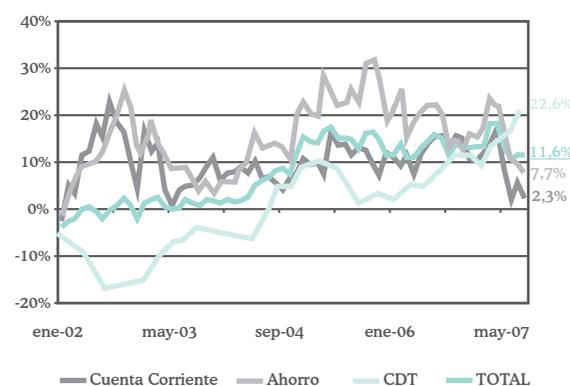
Fuente: DANE - Superintendencia Financiera – SEE BBVA Colombia

Cubrimiento de la Cartera



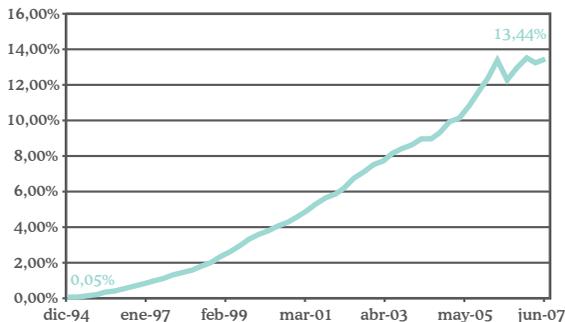
Fuente: Superintendencia Financiera

Crecimiento Real de los Depósitos



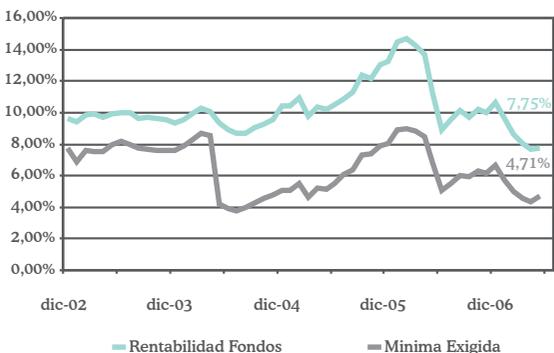
Fuente: Superintendencia Financiera – SEE BBVA Colombia

Valor de los Fondos de Pensiones (% del PIB)



Fuente: Asofondos -SEE BBVA

Rentabilidad de Fondos de Pensiones



Fuente: Asofondos -SEE BBVA

mino ha inclinado a los establecimientos a incrementar las captaciones por este instrumento, con lo cual su tasa de crecimiento ha presentado una aceleración constante desde febrero. Adicionalmente, el repunte de las tasas de interés y la volatilidad de los mercados han contribuido a la dinámica de los depósitos a término, generando que los ahorradores los prefieran en comparación con las cuentas de ahorro. Para los siguientes meses se espera que los hogares sigan recomponiendo su portafolio favoreciendo los depósitos a termino frente las cuentas de ahorro y corriente.

La dinámica experimentada por los depósitos y crédito tendría que corregirse en el corto plazo. El crédito debería moderar su crecimiento a tasas consistentes con los depósitos, debido a que este es el mecanismo natural de fondeo de los establecimientos financieros.

Los fondos de pensiones obligatorias un jugador cada vez más importante en los mercados financieros

Desde su creación, las Administradoras de Fondos de Pensiones privadas han crecido significativamente. Actualmente abarcan más del 50% del total de afiliados al sistema de pensiones, superando los 7,5 millones de personas para agosto de 2007, con un crecimiento interanual promedio de 10,6% desde el 2003. Paralelamente el valor de los fondos representa más de 13% de PIB, lo cual corresponde a 47,6 billones de pesos para agosto de 2007. Este porcentaje se ha logrado recuperar luego del retroceso que se presentó en 2T06, debido a la desvalorización de los títulos de deuda pública. Por su parte, el valor del portafolio ha presentado un crecimiento dinámico en los últimos años, su crecimiento interanual promedio desde el 2003 es de 23,5%. Sin embargo, este ha disminuido debido a la consolidación del sistema en el mercado colombiano, situándose en agosto en 13,6% real.

La rentabilidad de los Fondos de Pensiones Obligatorias, la cual está calculada como el promedio móvil de 36 meses, ha tenido un desempeño promedio del sistema de 10.46%, superior a la rentabilidad mínima exigida, la cual para el mismo periodo ha tenido un promedio de 6,64%. En los últimos meses, la rentabilidad ha disminuido por la menor valorización que se ha presentado en los títulos de deuda pública, donde los portafolios concentran cerca del 50% de sus inversiones. Para el mes de mayo la rentabilidad de los portafolios se situó en 7,75%, cómodamente por encima de la mínima exigida.

En la reciente emisión de acciones de ECOPETROL los fondos de pensiones demandaron cerca de 2,6 billones de pesos, lo cual representa cerca de 5,7% de su portafolio. De esta forma, se posicionan como jugadores importantes en el mercado es esta acción.

El mercado de deuda pública de largo plazo

En lo corrido de 2007, los tipos de largo plazo de la deuda pública local mantuvieron una constante, aunque no muy pronunciada, tendencia alcista. Lo anterior se explica, en primer lugar, por choques locales originados por el repunte de la inflación de la primera mitad

del año, y en segundo lugar por el deterioro del entorno externo que hasta hace poco parecía ser estable.

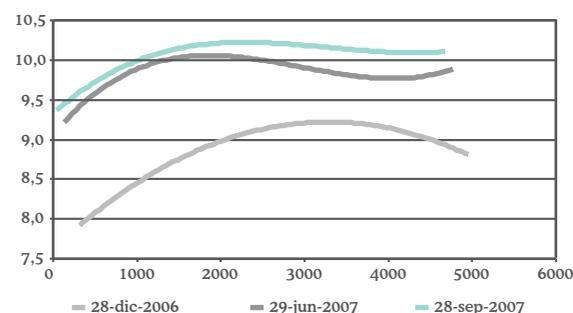
Durante el tercer trimestre del año, la curva de rendimientos del mercado secundario de deuda pública se desplazó al alza como consecuencia, principalmente, de la volatilidad generada por el deterioro del mercado hipotecario estadounidense, más exactamente el denominado mercado "subprime". Sin embargo, la volatilidad presentada a 3T07 no fue tan fuerte como la registrada en episodios de choques externos presentados con anterioridad.

La incertidumbre sobre la exposición de las entidades financieras tanto de Estados Unidos como de otros países al deterioro en la cartera hipotecaria, junto con los riesgos de recesión en la economía de EEUU que han salido a flote recientemente, han generado una notable incertidumbre respecto al entorno externo. Por tal motivo, el SEE del BBVA modificó el escenario inicial de tipos largos y se espera que finalicen 2007 en un nivel de aproximadamente 10,52%. Este escenario se encuentra 75 pb por encima del escenario inicial (9,77%), en el que no se esperaba ningún choque externo y se descontaba un buen comportamiento de la inflación a 2S07, como se ha observado hasta el momento.

Para 2008, se espera un escenario favorable a la valorización de la deuda motivada por: el buen comportamiento de la inflación como consecuencia de la normalización monetaria, un entorno de política monetaria relativamente estable, con expectativas un relajamiento futuro de la misma, crecimiento económico ligeramente menor, pero en niveles históricamente altos, y un escenario internacional con correcciones moderadas, especialmente en la economía de EEUU.

Los fundamentales de los TES permanecerían estables. Según el Plan Financiero 2008, con un déficit a financiar de 3,6% del PIB, no existirían presiones importantes en cuanto a emisión de TES, que para 2008 totalizarían COP 22.304 mM. Dado este escenario, se espera que los tipos de largo plazo se ubiquen en un nivel de 9,14%. En un escenario de riesgo, especialmente por deterioro de escenario internacional, los tipos de largo plazo podrían alcanzar un nivel cercano a 10,47%.

Curva de Rendimiento del mercado secundario de TES TF



Fuente: SEN - Banco de la República - SEE BBVA

	Argentina				Brasil			
	2005	2006	2007p	2008p	2005	2006	2007p	2008p
PIB (%)	9,2	8,5	7,5	6,3	2,9	3,7	4,5	4,2
Inflación IPC (% , fin de año)	12,3	9,8	9,0	11,0	5,7	3,1	3,5	3,8
Balanza comercial (m.M. \$)	11,7	12,3	9,6	6,3	44,8	46,1	41,3	35,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	5,7	8,1	5,3	1,4	14,2	15,4	9,2	9,0
% PIB	3,1	3,8	2,1	0,5	1,8	1,6	1,1	0,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	28,1	32,0	43,2	48,9	53,8	85,8	95,0	101,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,01	3,06	3,18	3,26	2,28	2,15	1,85	1,90
Saldo sector público (% PIB) ¹	1,8	1,8	1,5	1,3	-3,1	-3,0	-3,6	-3,0
Tasa de interés (fin de año) ²	6,4	8,9	9,8	11,0	18,00	13,25	10,75	10,00
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	52	52	51	55	81	83	89	86
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	118	140	150	146	78	81	81	84

¹ Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones ² Argentina: Depósitos a 30 días en pesos; Brasil: SELIC

	Chile				Colombia			
	2005	2006	2007p	2008p	2005	2006	2007p	2008p
PIB (%)	5,7	4,0	6,0	5,3	4,7	6,8	6,4	4,9
Inflación IPC (% , fin de año)	3,7	2,6	6,2	3,6	4,9	4,5	5,1	4,0
Balanza comercial (m.M. \$)	10,2	21,3	26,6	18,2	1,4	-0,1	-3,3	-3,4
Cuenta corriente (m.M. \$)	1,3	5,3	9,6	4,5	-1,9	-3,1	-6,8	-6,9
% PIB	1,0	3,6	5,4	2,3	-1,5	-2,2	-3,9	-3,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	17,0	19,4	16,8	16,8	15,0	15,4	21,3	21,8
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	514	528	503	500	2284	2239	2063	2158
Saldo sector público (% PIB) ¹	4,5	7,7	7,0	5,8	-0,0	-0,8	-0,9	-1,0
Tasa de interés (fin de año) ²	4,50	5,25	5,75	6,25	6,3	6,8	9,3	9,3
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	87	93	92	91	92	91	100	96
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	110	139	147	126	144	158	160	156

¹ Chile: Gobierno Central ² Chile: Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001); Colombia: DTF a 90 días

	México				Perú			
	2005	2006	2007p	2008p	2005	2006	2007p	2008p
PIB (%)	2,8	4,8	3,0	3,4	6,7	7,6	7,4	6,3
Inflación IPC (% , fin de año)	3,3	4,1	3,6	3,5	1,5	1,1	3,5	2,0
Balanza comercial (m.M. \$)	-7,6	-6,1	-14,3	-21,1	5,3	8,9	8,0	7,2
Cuenta corriente (m.M. \$)	-4,9	-1,9	-14,7	-19,4	1,1	2,6	0,9	-0,5
% PIB	-0,7	-0,2	-1,6	-2,0	1,4	2,8	0,8	-0,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	68,7	67,5	65,0	65,0	14,1	16,7	n.d.	n.d.
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	10,69	10,88	10,96	11,36	3,42	3,21	3,10	3,16
Saldo sector público (% PIB)	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,3	2,1	1,6	0,8
Tasa de interés (fin de año) ¹	8,0	7,0	6,9	6,5	3,25	4,50	5,25	5,50
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	114	112	112	111	87	88	86	83
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	184	203	202	194	113	135	134	128

¹ México: Cetes a 28 días; Perú: Tasa interbancaria en soles

	Uruguay				Venezuela			
	2002	2003	2004	2005	2005	2006	2007p	2008p
PIB (%)	-11,0	2,2	11,8	6,6	10,3	10,3	7,8	5,7
Inflación IPC (% , fin de año)	25,9	10,2	7,6	4,9	14,4	17,0	17,7	16,0
Balanza comercial (m.M. \$)	0,0	0,2	0,0	-0,0	30,4	33,2	30,0	17,9
Cuenta corriente (m.M. \$)	0,4	-0,1	-0,1	0,1	24,4	27,3	24,9	15,0
% PIB	3,1	-0,5	-0,8	0,6	17,7	15,0	10,8	5,5
Reservas (m.M. \$, fin de año) ³	0,8	1,9	2,3	3,1	29,6	37,3	29,2	29,2
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	27,1	29,2	26,6	23,5	2150	2150	2150	2150
Saldo sector público (% PIB) ¹	-4,1	-3,2	-1,8	-2,5	1,6	0,0	-1,2	-3,0
Tasa de interés (fin de año) ²	69,9	7,5	5,7	4,6	11,7	10,3	11,0	11,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	90	75	81	87	90	101	114	130
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	87	88	88	83	265	310	324	294

¹ Venezuela: Gobierno Central ² Uruguay: Letras del BCU a 30 días en pesos; Venezuela: Depósitos a 90 días ³ Venezuela: incluye FIEM

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
EE.UU.	3,2	3,3	1,9	2,2	3,4	3,2	2,6	2,1
UEM	1,5	2,7	2,5	2,0	2,2	2,2	2,0	1,9
Japón	1,9	2,2	1,9	2,2	-0,3	0,1	0,0	0,5
China	10,4	11,1	10,9	9,9	1,8	1,5	4,5	3,4

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	12/31/2006	Jun-07	Dec-07	Dec-08	12/31/2006	Jun-07	Dec-07	Dec-08
EE.UU.	5,25	4,75	4,25	4,50				
UEM (\$/€)	3,50	4,00	3,75	3,75	1,32	1,40	1,41	1,38
Japón (yenes/\$)	0,25	0,50	0,75	1,25	117	115	115	110
China (cny/\$)	6,12	7,56	8,64	8,64	7,81	7,61	7,3	7,4

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	9,2	8,5	7,5	6,3	12,3	9,8	9,0	11,0
Brasil	2,9	3,7	4,5	4,2	5,7	3,1	3,5	3,8
Chile	5,7	4,0	6,0	5,3	3,7	2,6	6,2	3,6
Colombia	4,7	6,8	6,4	4,9	4,9	4,5	5,1	4,0
México	2,8	4,8	3,0	3,4	3,3	4,1	3,6	3,5
Perú	6,7	7,6	7,4	6,3	1,5	1,1	3,5	2,0
Venezuela	10,3	10,3	7,8	5,7	14,4	17,0	17,7	16,0
LATAM ¹	4,6	5,4	5,1	4,6	6,0	5,1	5,4	5,3
LATAM Ex-México	5,2	5,7	5,7	5,0	6,9	5,5	6,0	6,0

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina ²	1,8	1,8	1,5	1,3	3,1	3,8	2,1	0,5
Brasil	-3,1	-3,0	-3,6	-3,0	1,8	1,6	1,1	0,9
Chile ²	4,5	7,7	7,0	5,8	1,0	3,6	5,4	2,3
Colombia	-0,0	-0,8	-0,9	-1,0	-1,5	-2,2	-3,9	-3,7
México	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,7	-0,2	-1,6	-2,0
Perú	-0,3	2,1	1,6	0,8	1,4	2,8	0,8	-0,4
Venezuela ²	1,6	0,0	-1,2	-3,0	17,7	15,0	10,8	5,5
LATAM ¹	-0,7	-0,5	-1,1	-1,1	1,9	2,3	1,0	0,2
LATAM Ex-México	-1,0	-0,8	-1,6	-1,5	3,3	3,5	2,2	1,3

¹ Media de los 7 países mencionados; ² Gobierno Central

	Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% , fin de período) ³			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	3,01	3,06	3,18	3,26	6,4	8,9	9,8	11,0
Brasil	2,28	2,15	1,85	1,90	18,00	13,25	10,75	10,00
Chile	514	528	503	500	4,50	5,25	5,75	6,25
Colombia	2284	2239	2063	2158	6,3	6,8	9,3	9,3
México	10,69	10,88	10,96	11,36	8,0	7,0	6,9	6,5
Perú	3,42	3,21	3,10	3,16	3,25	4,50	5,25	5,50
Venezuela	2150	2150	2150	2150	11,7	10,3	11,0	11,0

³ Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente

Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Colombia

Carrera 9 No. 72-21 Piso 7 Tel: (57-1) 347 1600 Ext. 1416

www.bbva.com.co

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Economistas Jefe:

Europa y Escenarios Financieros: **Mayte Ledo**

Escenarios y Sistemas Financieros: **Carmen Hernansanz**

España y Análisis Sectorial: **Julián Cubero**

Europa: **Sonsoles Castillo**

Investigación y Desarrollos Cuantitativos: **Rodolfo Méndez**

Latam y Mercados Emergentes: **Giovanni Di Placido**

Argentina: **Ernesto Gaba**

Chile: **Miguel Cardoso**

Colombia: **Juana Téllez**

Perú: **Hugo Perea**

Venezuela: **Alejandro Puente**

China: **Ya-Lan Liu**

Norteamérica: **Jorge Sicilia**

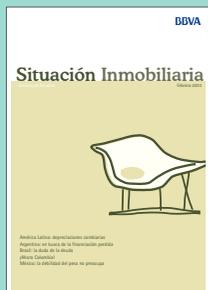
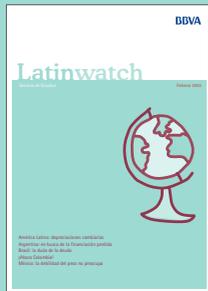
Estados Unidos: **Nathaniel Karp**

México: **Adolfo Albo**

Tendencias Globales: **Joaquín Vial**

Análisis de Sistemas Previsionales: **David Tuesta**

otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra solo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.