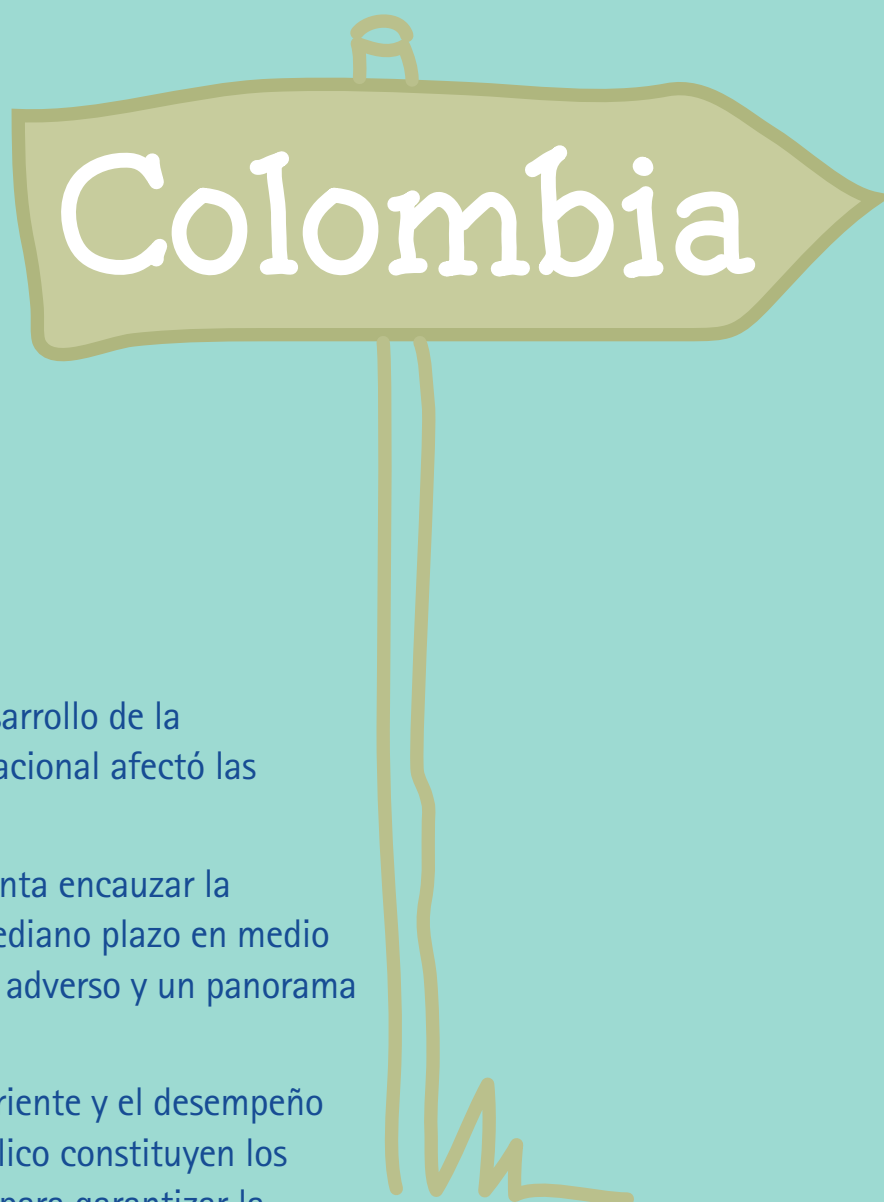


Situación

Servicio de Estudios Económicos

Primer Trimestre 2008



- La incertidumbre sobre el desarrollo de la turbulencia financiera internacional afectó las proyecciones para el 2008.
- El Banco de la República intenta encauzar la inflación hacia la meta de mediano plazo en medio de un contexto internacional adverso y un panorama interno incierto.
- La dinámica de la cuenta corriente y el desempeño de las cuentas del sector público constituyen los principales puntos a mejorar para garantizar la solidez de la economía colombiana.
- Para el 2008 el principal reto del sistema financiero será mantener los buenos resultados.

Índice

Fecha de cierre: 21 de Enero de 2008

Editorial	2
1. Perspectiva internacional*	4
2. Actividad Económica	7
Recuadro 1. Política fiscal: a la espera de confirmaciones	15
3. Actividad Inmobiliaria	18
4. Inflación	22
5. Política Monetaria y Cambiaria	24
6. Sistema financiero	26
Recuadro 2. La Evolución de la cartera vencida	30
7. Previsiones globales del Servicio de Estudios Economicos de BBVA	34

Han elaborado esta publicación:

Servicio de Estudios BBVA Colombia

Juana Téllez
Economista Jefe

juana.tellez@bbva.com.co

Mario Nigrinis
Editor

mario.nigrinis@bbva.com.co

Carlos Edison Díaz
Luis Lorente
Francis Paola Mosquera
Carolina Romero
Alberto Santaella

carloledison.diaz@bbva.com.co
luis.lorente@bbva.com.co
francis.mosquera@bbva.com.co
carolina.romero@bbva.com.co
alberto.santaella@bbva.com.co

Esta publicación puede ser consultada en las páginas de BBVA Colombia y del Servicio de Estudios del Grupo BBVA:

Editorial

Colombia: Mayor incertidumbre

El inicio de 2008 se ha presentando con mayor incertidumbre, provenientes de la economía mundial y del frente nacional. En el campo internacional, la crisis que se inició a comienzos del segundo semestre de 2007 se ha intensificado y los problemas de liquidez se han extendido en el tiempo más de lo inicialmente previsto por las autoridades y los analistas. En el campo nacional, la desaceleración gradual esperada para 2008, después del muy dinámico 2007, se presenta acompañada de dificultades para prever el comportamiento futuro en materia de precios y el desempeño de las exportaciones colombianas, al tiempo que se prevé un deterioro de las finanzas públicas y del déficit en cuenta corriente.

La incertidumbre en el frente externo se mantiene, cuando se conoce la mayor severidad y la persistencia de la crisis internacional de liquidez, y pese a las continuas intervenciones de los bancos centrales del mundo. Las operaciones para inyectar liquidez, a pesar de su elevada magnitud en términos históricos, han probado ser insuficientes para un mercado interbancario que continúa muy tensionado. Los problemas no se han quedado en estos mercados y se han extendido a los mercados de emisión a nivel global que siguen casi paralizados. Los efectos sobre el sector bancario internacional han sido enormes y algunos gigantes han reconocido y continúan reconociendo pérdidas muy elevadas que en algunos casos han tenido que compensar con emisiones de capital. En el mercado hipotecario de los Estados Unidos la falla inicial se ha extendido a los demás operadores. Los problemas iniciales de los originadores de las hipotecas se han trasladado a las titularizadoras, las aseguradoras y la banca comercial de Estados Unidos.

En un comienzo la crisis internacional sólo afectó los mercados financieros pero en los últimos meses se ha evidenciado contagio de la situación financiera a la situación real, lo que amplifica la incertidumbre para 2008. En los mercados internacionales se percibe cierta moderación del crecimiento del crédito, se han deteriorado los indicadores de confianza de los consumidores tanto en Europa como en Estados Unidos y las bolsas de valores del mundo han presentado importantes desvalorizaciones en las últimas semanas. Estas noticias, unidas a los datos parciales de desempeño macroeconómico de Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2007 que muestran una economía desacelerándose fuertemente, apuntan a un deterioro sostenido de la situación económica estadounidense, aunque la incertidumbre sobre su magni-

tud y sus efectos sobre Europa y los países emergentes se mantiene. Esta incertidumbre sobre la situación económica global y en particular, la de nuestros principales socios comerciales, genera una elevada incertidumbre sobre el desempeño de nuestras exportaciones en 2008, sobre el ingreso de capitales del exterior y sobre las remesas que recibimos de los colombianos en el exterior. El desempeño de las exportaciones colombianas se verá afectado de manera importante por la evolución de la demanda interna en Estados Unidos y Venezuela, los dos principales socios comerciales de Colombia. En el caso de Venezuela, las recientes medidas para restringir las importaciones de automóviles afectarán este sector de la industria. Los avatares de la relación política entre los gobiernos de los dos países serán un foco adicional de incertidumbre económica en el corto plazo.

En el campo doméstico, las previsiones de inflación para 2008 muestran una menor probabilidad de cumplimiento de la meta. Las presiones sobre el precio de los alimentos, los bienes regulados y los bienes no transables se mantendrán e impactarán en el desempeño inflacionario en 2008, sin embargo, su impacto es aún impredecible. Este será, de nuevo, un año donde las decisiones de política monetaria por parte del banco central marcarán la agenda.

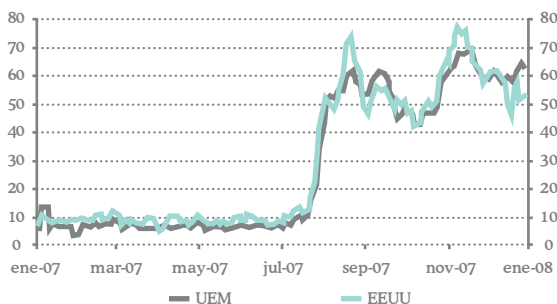
Sin embargo, la noticia positiva es que la economía colombiana inicia el año con las buenas bases que ha construido en los últimos años. La previsible desaceleración de la económica de niveles cercados al 7% en 2007 a niveles cercanos al 5,4% en 2008 responde a un acercamiento a crecimientos consistentes con su potencial y que siguen siendo muy buenos en términos históricos. El sector financiero local se mantiene incólume en presencia de una crisis de liquidez global. El gobierno nacional ha logrado financiar gran parte de su programa de crédito para el presente año. La incertidumbre se materializará en un riesgo de menor crecimiento de la economía colombiana, pero, para saber el tamaño de su impacto, debemos estar atentos al desenvolvimiento de la crisis internacional.

Dos condiciones de la economía colombiana la hacen más vulnerable a los vaivenes de la economía internacional: el déficit fiscal y el déficit en cuenta corriente. Aunque los esfuerzos fiscales han sido importantes, persiste un déficit del Gobierno Nacional Central que le resta capacidad de maniobra a las autoridades. Por su parte, la cuenta corriente se deteriora rápidamente por el creciente aumento de las importaciones de bienes de capital y este año 2008 de equipo militar. Este desahorro doméstico lo compensó la economía con creces en 2007 pero ante un panorama financiero internacional incierto su financiación a futuro se constituye en un riesgo cierto si la situación mundial se empeora.

Juana Téllez

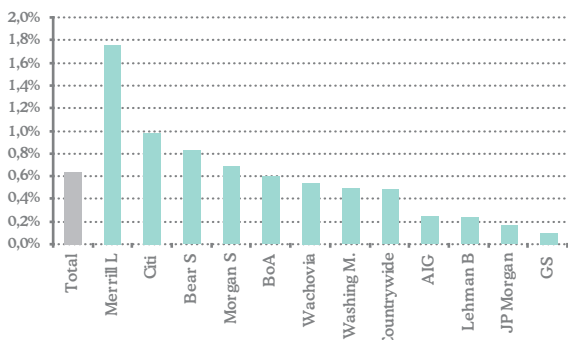
juana.tellez@bbva.com.co

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria: Diferencial (LIBOR 12M -Expectativas Política Monetaria 12M)



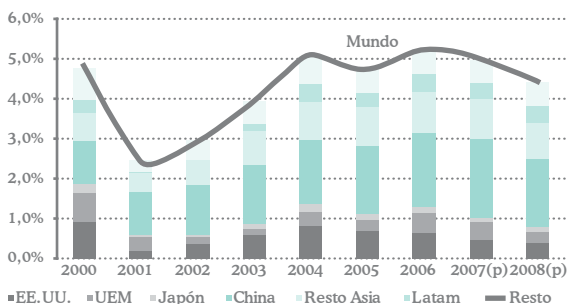
Fuente: Bloomberg. LIBOR12 M-OIS12M (Overnight Index Swap). Med.móv. 5 días

Bancos americanos: Write-offs anunciados sobre activos



Fuente: BBVA a partir de datos de Bloomberg y FT

Crecimiento mundial y Contibución por áreas (%)



Fuente: FMI y BBVA

1. Perspectiva internacional

Mayores incertidumbres en el panorama económico

El inicio de año sigue marcado por las incertidumbres, en un contexto en el que el continuo deterioro de la situación financiera lleva a que los riesgos sobre la economía real se hayan intensificado.

Este mantenimiento de las incertidumbres deriva en gran parte de que la crisis de liquidez esté siendo más severa y persistente de lo inicialmente previsto. Todo ello, a pesar de las continuas intervenciones de liquidez de los bancos centrales para tratar de aliviar el tensionamiento existente en los mercados monetarios. En este sentido, cabe destacar, dos actuaciones. Por un lado, la inyección de liquidez extraordinaria del BCE del 18 de diciembre, sin precedentes tanto en plazo como en cuantía, que ayudó a aliviar las tensiones propias del pase de año. Y, por otro lado, el plan de acción coordinado de los principales bancos centrales anunciado en diciembre, donde el elemento más destacable es la nueva facilidad de la Reserva Federal para inyectar más liquidez, denominada TAF. A pesar de que ambas medidas contribuyeron a aumentar la liquidez disponible en el sistema, a día de hoy se han mostrado todavía insuficientes y los problemas, aunque atenuados, todavía persisten en los mercados interbancarios.

De todas formas, los problemas de financiación bancaria se extienden más allá de los mercados monetarios, tal y como ha quedado plasmado con la paralización de las emisiones a nivel global y con la evolución del mercado de papel comercial, especialmente de aquel respaldado por colateral (ABCP).

A todo esto se une las pérdidas reconocidas por el sector bancario, que han derivado en una situación en la que la ralentización del crédito es más probable. Así, las reducciones en el valor de los activos reconocidas por la banca por ahora ascienden a más de 100mM\$, siendo, por áreas geográficas, la banca americana la más castigada. Todo ello, en un contexto, en el que se ha producido un fallo secuencial del mercado hipotecario estadounidense, donde los problemas iniciales de los originadores se han ido trasladando a las empresas patrocinadas por el gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac, a las principales aseguradoras de bonos, MBIA y Ambac, y en última instancia a la banca comercial en EE.UU.

¿De la economía financiera a la economía real?

En el principio de las turbulencias, había quedado patente el deterioro de las condiciones financieras, mientras, la situación económica parecía continuar relativamente sólida. No obstante, en los últimos meses se han ido observando tres canales que evidencian un cierto contagio de la situación financiera a la economía real.

Así, en primer lugar, ya se está empezando a evidenciar una cierta moderación del crédito a través de las encuestas de préstamos bancarios en las principales economías desarrolladas, que ya dan señales de restricción del crédito bancario. En segundo lugar, se ha producido un significativo deterioro de las confianzas, tanto de los

consumidores como de los empresarios, que apuntarían hacia una ralentización de la economía, tanto en EE.UU. como en Europa. En tercer y último lugar, un elemento relativamente nuevo como es el reciente retroceso de los mercados bursátiles a nivel global, que si bien antes no recogían un escenario tan negativo, han empezado a cotizar una notable ralentización, no sólo de la economía estadounidense.

Además, la reciente evolución de los distintos indicadores macroeconómicos, con importantes sorpresas a la baja, también apuntaría a un deterioro de la situación económica.

El fuerte crecimiento de la economía estadounidense del tercer trimestre de 2007, un 4,9% trimestral anualizado, contrastará con el pobre desempeño de la economía en el cuarto trimestre, dada la debilidad de los datos publicados. De este modo, el crecimiento de la economía norteamericana para el conjunto del año se ubicará en promedio en el 2,1%. Hacia adelante, se espera que continúe el dinamismo mostrado por la renta disponible y las exportaciones, contrarrestando en parte el hecho de que la inversión residencial continuará restando al crecimiento, ante un ajuste más prolongado del precio de la vivienda. Además, cabe destacar el papel de la política fiscal como posible amortiguador, tras las medidas fiscales adoptadas por la administración Bush para estimular la economía. Por ello, en 2008 la economía de EE.UU. crecerá en promedio un 1,7%.

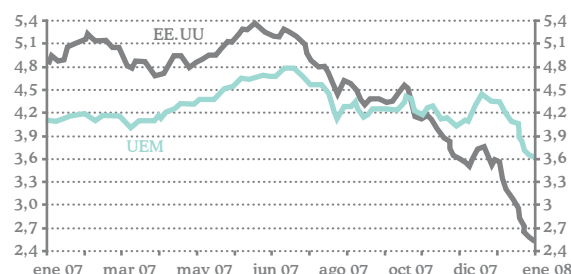
En este contexto, la situación se acabará trasladando a Europa, en contra del de-coupling que cotizaba el mercado hasta hace poco. De todas formas, es cierto que lo más probable sea que lo haga con un retraso de uno o dos trimestres y el impacto sea moderado. Así, el crecimiento de la economía europea se ralentizará hasta el 1,8% en 2008, desde el 2,6% en 2007.

Los bancos centrales serán claves

En conjunto vivimos en un mundo en el que recientemente se ha producido un repunte a nivel global de la inflación, guiado fundamentalmente por los altos precios de los alimentos y de la energía. Sin embargo, la conjunción de una desaceleración de la demanda a nivel global, unida a la ausencia de presiones salariales y unas perspectivas de moderación paulatina del precio del petróleo, que en media este año se ubicará en torno a los 80\$/barril, llevan a pensar que el repunte será transitorio y que los precios empezarán a moderarse una vez pasado el primer trimestre del año.

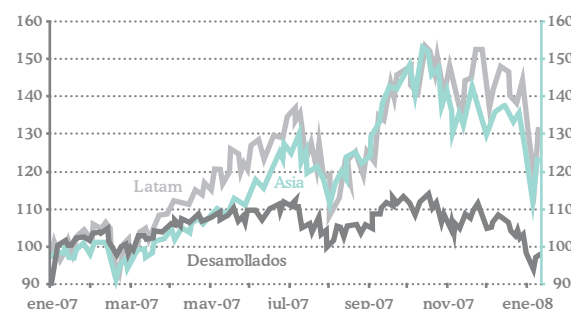
Lo anterior unido a que los riesgos a la baja sobre el crecimiento se han mantenido e, incluso, se han intensificado, nos lleva a pensar que los bancos centrales vayan a ser a partir de ahora más activos en política monetaria. Un claro ejemplo, en este sentido, ha sido la Reserva Federal. Entre septiembre y diciembre relajó los tipos por una cuantía total de 100pb, desde el 5,25%. Luego, por sorpresa antes de su reunión de enero, en una intervención de urgencia recortó el precio oficial del dinero en 75pb, ubicándolo en el 3,50%, debido al deterioro de las condiciones financieras y, en

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



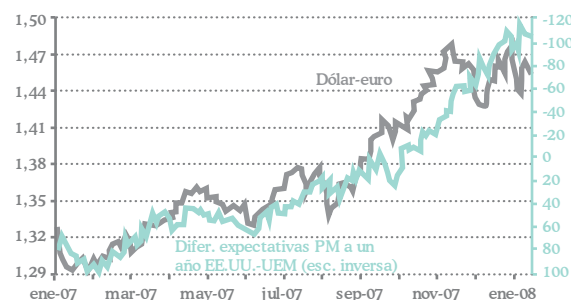
Fuente: Bloomberg y SEE de BBVA

MSCI index (Índice 100= 01/01/2007)



Fuente: Bloomberg y SEE de BBVA

Dólar-euro vs. diferencial de expectativas de PM a un año entre EE.UU. y la UEM



Fuente: Bloomberg y SEE de BBVA

particular, del ya citado desplome de los mercados bursátiles. De todas formas, el mercado espera que ésta no sea la última bajada y descuenta recortes adicionales, lo que nos podría llevar a ver una pendiente todavía más inclinada en los mercados de deuda.

Por su parte, el BCE, por ahora ha mostrado mayor resistencia a bajar los tipos de interés debido a los repuntes de inflación, especialmente en Alemania. En sus últimas intervenciones ha tratado de mantener un cierto tono alcista, para intentar contener las expectativas de inflación y evitar los temidos efectos de segunda ronda. Sin embargo, aunque lo haga de una forma más lenta, el BCE relajará su política monetaria en primavera, una vez los riesgos sobre el crecimiento sean más patentes y haya quedado atrás el pico de inflación. En este sentido, es significativo el vuelco que han dado las expectativas de política monetaria en Europa. El mercado hasta hace poco descontaba el mantenimiento del tipo "refi" en el 4%, mientras que en las últimas semanas ha empezado a descontar al menos una bajada del precio oficial del dinero en Europa.

Por último, cabe destacar la reciente debilidad del dólar-euro, fuertemente condicionado por el deterioro de la situación financiera y por el de-coupling de expectativas de política monetaria entre EE.UU. y Europa cotizado por el mercado. Su deterioro parece haberse frenado ante el giro a la baja en las perspectivas para la economía europea, en particular, de las expectativas de política monetaria, tal y como ya ocurrió en otros cruces, como la libra esterlina y el dólar canadiense. Por ello, todo parece indicar que, aunque pueda persistir su debilidad en el corto plazo, éste ya no tenga mucho más recorrido a la baja.

2. Actividad Económica

Lenta desaceleración en 2007.

2007 fue un año satisfactorio para el crecimiento económico. A 3T07, la economía creció a una tasa de 7,35% interanual, y se espera que termine el año con un crecimiento cercano al 7.0%. Este buen comportamiento tiene sus orígenes en el estímulo monetario dado a la economía años atrás, la mayor confianza de hogares y empresas, y unas condiciones externas favorables que estimularon la consolidación de un ciclo expansivo basado en inversión y consumo privado. Sin embargo, la economía parece estar entrando en una etapa necesaria de ajuste, ya que se han generado una serie de desequilibrios macroeconómicos, especialmente en los precios y sobre el déficit en cuenta corriente. Esta situación comenzó a ser manejada por el Banco de la República (BR) desde abril de 2006, cuando, con una serie de incrementos en su tasa de referencia, empezó a normalizar el estímulo monetario que hasta ese entonces había brindado a la actividad económica. Hasta el momento, el BR ha incrementado su tasa de referencia en 350 puntos básicos (pbs), lo que implica un mayor costo del dinero disponible para financiar la demanda interna, situación que produce una transmisión de dicha política a la actividad causando una desaceleración en su ritmo de crecimiento.

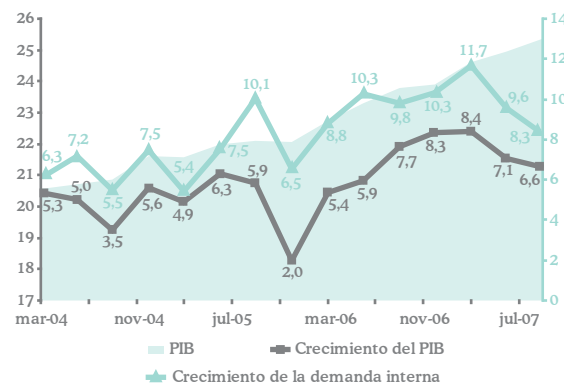
El efecto de las medidas de política monetaria sobre la actividad ha empezado a verse. En los tres trimestres de 2007 sobre los que tenemos cifras observadas, el ritmo de crecimiento de la economía alcanzó un máximo de 8,4% a 1T, para quebrar su tendencia los dos trimestres siguientes, creciendo a una tasa de 7,1% en 2T y 6,6% en 3T. Esta ligera desaceleración observada en los últimos trimestres es causada por una disminución en el crecimiento de la demanda interna, la cual también alcanzó un crecimiento máximo a 1T07 (11,7%), descendiendo moderadamente a crecimientos de 9,6% y 8,3% a 2T y 3T, respectivamente.

Primeros signos de ajuste vía menor crecimiento de la inversión.

La desaceleración de la demanda interna en los últimos dos trimestres ha sido explicada, principalmente, por un menor crecimiento de la inversión. La formación bruta de capital fijo (sin existencias), pasó de crecer a una tasa de 29,0% a 1T07 a crecer 11,5% a 3T07. La desaceleración del gasto en inversión se explica por la caída del destinado a edificaciones, mientras que el orientado a los otros sectores sólo ha moderado su ritmo de crecimiento.

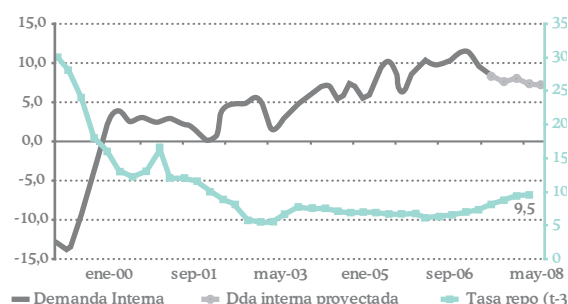
A pesar de lo anterior, el nivel de inversión fija sobre PIB alcanzó el máximo histórico de 23,8% en el 3T07. Por otro lado, los indicadores de condiciones de la inversión de Fedesarrollo se mantienen altos, lo que mostraría cierta fortaleza del nivel de inversión sobre PIB en el mediano plazo. Esto indicaría que el ritmo de expansión de la inversión fija se ajustaría, pero lograría conservar niveles importantes en términos históricos cercanos al 25% del PIB en el año.

PIB trimestral, crecimiento del PIB y crecimiento de la demanda interna (COP billones de 1994, variación interanual)



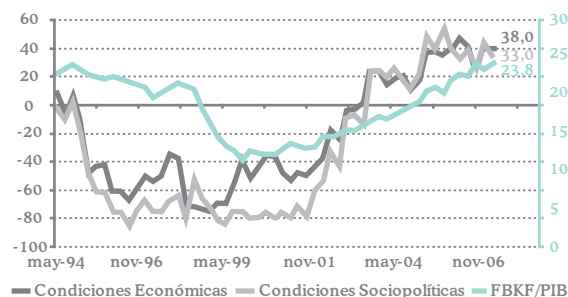
Fuente: DANE - SEE BBVA Colombia

Crecimiento de la demanda interna contra tasa repo de expansión (BR) (Coef correlación: -0,90)



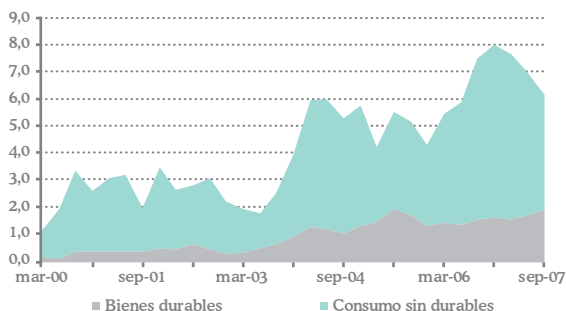
Fuente: DANE -Banco de la República - SEE BBVA

Condiciones para la inversión e inversión fija sobre PIB (COP de 1994)



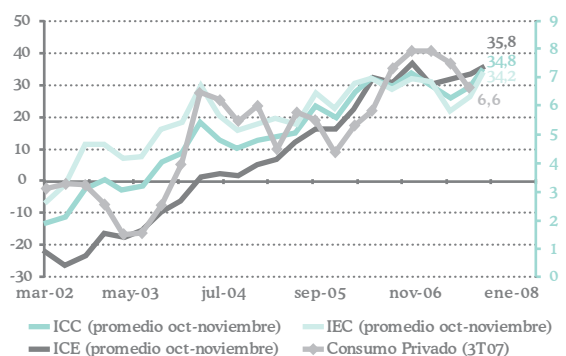
Fuente: Fedesarrollo- DANE - SEE BBVA Colombia

Contribución al crecimiento del consumo de los hogares (bienes durables y resto)



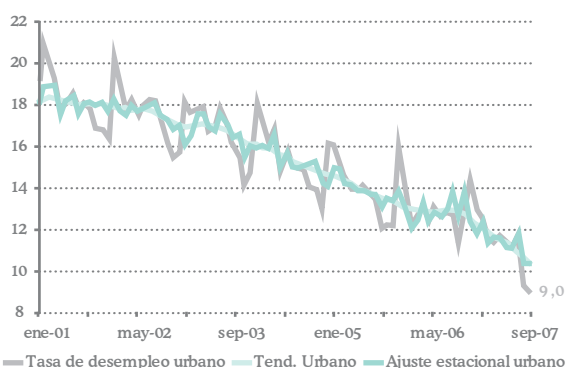
Fuente: DANE - SEE BBVA Colombia

Indices de confianza, expectativas y condiciones económicas de los consumidores, contra crecimiento del consumo privado.



Fuente: Fedesarrollo - DANE - SEE BBVA Colombia

Evolución de la tasa de desempleo urbano



Fuente: DANE - SEE BBVA Colombia

Consumo continúa dando señales de fortaleza.

Abordando la otra parte de la demanda interna, el consumo, a simple vista no se aprecian señales claras de desaceleración. Sin embargo, al descomponer la variable en consumo privado y público, se puede observar un ritmo decreciente en el consumo privado, que fue compensado por una sorpresiva aceleración del consumo público en el 3T07. La desaceleración del consumo privado ha sido muy gradual, siendo contenida por la fortaleza del consumo de bienes durables, cuya tasa de crecimiento se ha acelerado levemente a lo largo de 2007. Llama la atención el hecho de que, hasta el momento, el consumo de este tipo de bienes no registre un menor ritmo de crecimiento, pues se podría pensar que estos son más sensibles a los aumentos en los tipos de interés del crédito.

Los fundamentales del consumo privado no muestran señales de debilidad. Al observar el comportamiento del índice de confianza de los consumidores (ICC), se aprecia una notable fortaleza, manteniéndose en niveles históricamente altos durante los últimos meses de 2007. El IEC y el ICE¹ han tenido un comportamiento similar. Por otro lado, al observar las preguntas sobre ambiente para comprar vivienda, automóviles y bienes durables, se aprecia una reciente tendencia creciente en la percepción positiva del momento para adquirir este tipo de bienes, con una ligera corrección en noviembre que no es suficientemente importante para determinar un cambio de tendencia en dicha percepción.

Según los resultados arrojados por la encuesta al consumidor de Fedesarrollo, no se esperarían correcciones importantes en la tendencia del consumo de los hogares en el corto plazo, lo cual confirmaría nuestras expectativas de un ajuste gradual, no traumático en esta variable.

Buena evolución de indicadores laborales respaldan solidez del consumo en el mediano plazo.

Por otro lado, los buenos resultados de la encuesta de confianza de los consumidores y, en general, del consumo están respaldados por la buena evolución de las tasas de ocupación y el notable descenso del desempleo en la economía.

Con información a noviembre de 2007, las tasas de desempleo urbano y nacional se ubicaron por debajo de 10%, al registrar 9,0% y 9,4% respectivamente, situación no observada desde enero de 2000 cuando comenzó la encuesta. Por otro lado, las tasas de ocupación han logrado mantenerse en niveles cercanos al 60%.

La buena evolución del empleo es fundamental para sostener unas tasas de consumo acordes con los altos niveles de inversión y crecimiento general que se han observado. La mejora en los indicadores laborales es otro argumento que apoya un ajuste suave de la economía, especialmente de la demanda interna en el 2008.

¹ En la Encuesta de Opinión del consumidor de Fedesarrollo, el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC) promedia las preguntas sobre expectativas de Hogar, País y percepción de país, el Índice de Condiciones Económicas promedia las preguntas sobre percepción del hogar y momento para comprar bienes durables. El Índice de Confianza del Consumidor es el promedio de todas las cinco preguntas de los dos índices anteriores.

Dinámica de crecimiento genera desequilibrios externos.

En general, el buen ritmo de la inversión y del consumo se ha visto reflejado en un mayor dinamismo de las importaciones destinadas a satisfacer el crecimiento de los componentes de la demanda interna. Esto ha generado presiones sobre el déficit del sector externo neto, que en el periodo de expansión de la economía ha seguido deteriorándose hasta alcanzar niveles considerables.

En los tres primeros trimestres de 2007 la demanda externa neta ha acumulado un déficit equivalente a COP 6.500,4 mM (-8,7% del PIB), cifra que ha superado el déficit acumulado durante todo 2006 (COP 6.250,1 mM, equivalente a -6,2% del PIB).

Por sectores, construcción registra la mayor desaceleración.

El crecimiento por el lado de la oferta ha sido balanceado entre transables y no transables. El desempeño de la industria ha compensado el menor ritmo de crecimiento de la construcción y se constituye como la rama de producción más dinámica del PIB. Este sector ha sido estimulado tanto por la boyante demanda interna, como por las necesidades y buen desempeño económico de nuestros principales socios comerciales, especialmente los regionales, entre los que se destaca Venezuela.

Un punto a resaltar sobre este sector es la gran dependencia que tiene de EEUU y Venezuela. Dichos países son el destino del 49,9% de nuestras exportaciones no tradicionales que en un porcentaje importante son industriales. Por tal motivo, en un escenario de riesgo de menor crecimiento global o deterioro de las relaciones comerciales, este sector se podría ver fuertemente afectado.

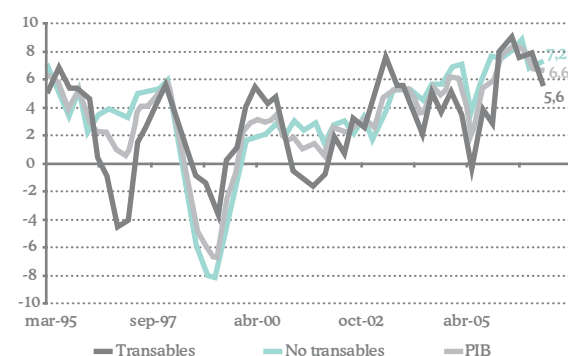
En el sector de bienes y servicios no transables se destaca la desaceleración de la construcción. El menor ritmo de crecimiento de éste sector en el segundo y tercer trimestres de 2007 ha sido causado por una caída en el producto de las edificaciones, mientras el crecimiento de las obras civiles ha logrado mantenerse. En lo corrido del año, las edificaciones han registrado un crecimiento de tan solo 1,6%, la cifra de crecimiento más baja para este periodo desde el año 2000, mientras los trabajos de obras civiles han crecido 27,9%, generando un crecimiento total de la construcción de 12,2%, menor al crecimiento que se había registrado en el mismo periodo de 2006 (16,3%).

Expectativas de crecimiento.

La fuerte dinámica mostrada por el crecimiento en lo corrido de 2007 (7,35%), nos ha llevado a corregir al alza nuestra proyección de crecimiento, pasando de 6,7% a 7,0%, con una demanda interna que se desacelera ligeramente a 9,2%. De esta manera, el crecimiento de 2007 sería el más alto desde 1978.

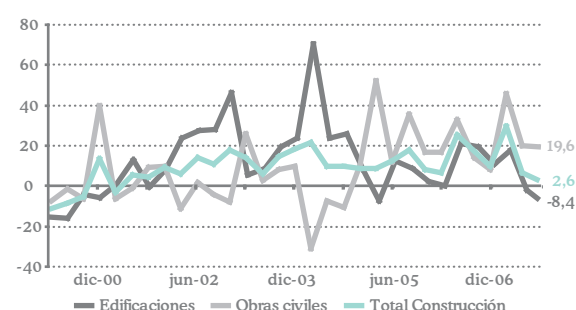
Para 2008 esperamos que el crecimiento (5.4% en el escenario central) continúe el ajuste gradual que se ha observado en el segundo y tercer trimestre de 2007. El mencionado proceso de normalización de la política monetaria se transmitiría plenamente a la demanda interna, la cual tendría un crecimiento cercano al 7% al finalizar 2008.

Crecimiento total, transables, no transables



Fuente: DANE - SEE BBVA Colombia

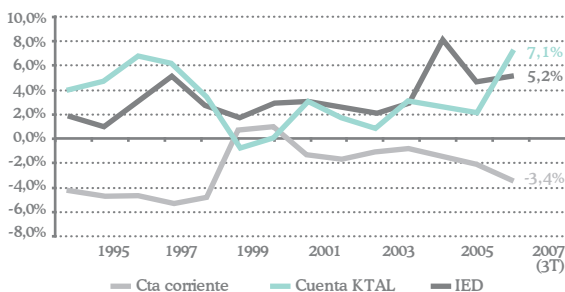
Comportamiento del sector construcción (serie trimestral)



Fuente: DANE - SEE BBVA Colombia

Proyección del crecimiento del PIB por demanda			
	2006	2007p	2008p
Demanda interna	9,8	9,2	7,3
Consumo Final	5,5	5,8	5,1
Consumo Privado	6,6	7,0	5,7
Consumo Público	2,1	2,4	2,4
Inversión Bruta	26,9	20,2	14,3
Exportaciones	7,8	6,5	6,3
Importaciones	20,8	15,4	13,5
PIB	6,8	7,0	5,4

Cuenta corriente contra cuenta de capitales e IED como % del PIB



Fuente: Banco de la República

La caída en el dinamismo de la demanda interna sería explicada, principalmente por un menor ritmo de crecimiento en el consumo privado (5,7%), consecuencia de mayores tasas de interés que restringirían el financiamiento. El gasto en inversión también se vería afectado por las mayores tasas de interés, y crecería a una tasa de 14,3%. El consumo público mantendría su crecimiento, incorporando un mayor gasto militar.

Por otro lado, se espera un moderado ajuste en las condiciones externas que han ayudado a impulsar nuestra economía, especialmente un menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales y un ajuste en los términos de intercambio. El cambio en el entorno externo produciría un estancamiento en el ritmo de crecimiento de las exportaciones (6,3%) por el menor crecimiento de nuestros socios comerciales, pero que sería compensado en parte por un peso colombiano más débil. Las importaciones se desacelerarían por un menor crecimiento de la demanda interna, que sería contenida con un mayor gasto militar, lo cual haría que las compras al extranjero crezcan a una tasa de 13,5%, menor a las esperadas en 2007. El balance del sector externo neto sería equivalente a -10,9% del PIB.

Mayor deterioro de la cuenta corriente.

El buen ritmo de crecimiento de la economía colombiana, específicamente de la demanda interna, ha deteriorado el déficit en cuenta corriente, el cual, en lo corrido del año a 3T07, registró un déficit de USD 4.297 M (3.4% del PIB), cifra que supera ampliamente el déficit por USD 2.149 m (2,2% del PIB) registrado a igual periodo de 2006. Esto sucedió a pesar de los altos precios de los bienes de exportación primarios y el mayor dinamismo de nuestras exportaciones. El déficit es el resultado de una balanza de bienes por -0,7% del PIB, de servicios por -1,4% del PIB, de renta de los factores por -4,3% del PIB, compensadas por un positivo balance en las transferencias corrientes por 3,0% del PIB.

La balanza de bienes totalizó un déficit por USD 912 M (-0,7% del PIB), producto de unas importaciones que crecieron 25,3% (USD 4.540 M)² y unas exportaciones que crecieron 17,4% (USD 3.203 M), ambas respecto a igual periodo del año anterior. Los altos crecimientos en importaciones de bienes de consumo y capital son un buen reflejo del comportamiento del consumo y la inversión en la economía colombiana, así como el comportamiento de las importaciones de materias primas, ligadas al buen momento del sector industrial local. Por otra parte, las exportaciones se vieron favorecidas por las alzas en las cotizaciones internacionales de las materias primas, en el caso de las tradicionales y por el buen desempeño de nuestros principales socios comerciales, especialmente Venezuela, en el caso de las no tradicionales.

El déficit del comercio de servicios totalizó USD 1.786 M. El déficit de los servicios fue explicado principalmente por los mayores pagos por concepto de fletes marítimos y por la mayor contratación de servicios

² Se destacó el dinamismo de las importaciones de bienes de consumo (30,8%), especialmente durables. Las importaciones de bienes de capital crecieron 26,9% y las de bienes intermedios y materias primas 21,9%.

de asesoría y consultoría técnica por parte de empresas de los sectores petrolero, informática, química y alimentos. El incremento en los pagos de fletes corresponden al aumento en cantidad dada la mayor demanda local por productos extranjeros, así como por incrementos en precios de éstos, debido a los mayores precios de los combustibles.

La renta de los factores fue la cuenta que mayor aporte hizo al resultado negativo de la cuenta corriente, sin embargo, como porcentaje del PIB, el resultado a 3T07 (-4,3% del PIB) mejoró ligeramente respecto al resultado observado en igual periodo de 2006 (-4,5% del PIB). El resultado de esta cuenta se explica, principalmente por unos egresos de la cuenta de utilidades y dividendos realizados por empresas extranjeras por USD 4.411 M (3,5% del PIB), impulsados por el ciclo expansivo que atraviesa la economía, seguido por los pagos de intereses de la deuda externa por USD 2.310 M (1,8% del PIB), de los cuales un 69% corresponde a pagos por deuda pública. Los egresos fueron compensados, principalmente por ingresos de los rendimientos de las inversiones de portafolio y directas en el exterior por USD 1.403 M (1,1% del PIB).

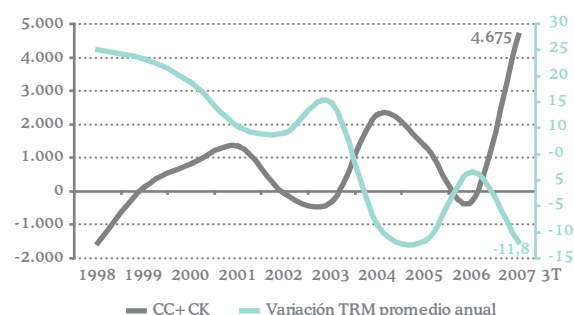
Los déficit en las balanzas de bienes, servicios y renta de los factores fueron parcialmente compensados por el superávit de las transferencias, que es explicado en su gran mayoría por las remesas de los trabajadores, que representaron un 2,6% del PIB en éste periodo. Las remesas de los trabajadores podrían ubicarse muy cerca de los USD 5.000 M, cifra que se acerca al valor de las exportaciones de petróleo y que superaría los ingresos de los demás productos de exportación tradicionales.

Cuenta de capitales financia holgadamente el deterioro de la cuenta corriente.

Hasta septiembre de 2007, la cuenta de capitales registró un superávit de USD 8.972 M (7,1% del PIB), muy superior al observado en igual periodo de 2006 por USD 1.423 M (1,4% del PIB). Este superávit es explicado principalmente por flujos de inversión extranjera directa por USD 6.527 M, flujos que han ayudado a impulsar las altas tasas de crecimiento económico y que son el reflejo de la recuperación de la confianza en el país.

Los flujos de IED han sido destinados al sector petrolero principalmente (USD 2.635 M), la industria manufacturera (USD 1.352 M) y la actividad comercial (USD 809 M). Además de la inversión extranjera directa, el aumento en la posición deudora neta del país también contribuyó al aumento en el superávit de la cuenta de capital al registrar ingresos por USD 3.046 M explicados principalmente por un aumento de la deuda externa del sector público por USD 2.349 M y un incremento de la deuda externa del sector privado por USD 1.596 M. Los ingresos por préstamos fueron compensados con constitución de activos en el exterior por parte de las empresas públicas por USD 773 M, y por parte de empresas privadas por USD 126 M.

Cuenta corriente y de capitales contra variación del tipo de cambio promedio



Fuente: Banco de la República - SEE BBVA Colombia

Abultado superávit en cuenta de capitales aumenta saldo de reservas brutas, apreciando el tipo de cambio.

Los mencionados flujos de inversión extranjera directa, explican en gran parte el notable superávit en cuenta de capitales, la cual, a su vez, ha financiado holgadamente el déficit de cuenta corriente, superándolo 2,1 veces (a 3T07), produciendo una acumulación de reservas internacionales brutas en poder del Banco de la República por USD 5113 M, lo que elevó el saldo de las reservas a un monto de USD 20.554 M, cifra que representa un crecimiento de 36,9% (USD 5.113 M) respecto al saldo observado a 3T06. El incremento en el saldo de las reservas internacionales se descompone en: USD 4.725 M en compras netas de divisas por parte del BR, USD 392 M por rendimiento de las reservas y –USD 547 M por otras operaciones efectuadas por el BR, incluyendo el traslado de utilidades al GNC.

Vale la pena anotar que la mayor parte de la acumulación de reservas se produjo durante el primer semestre (USD 4.401 m), especialmente en el primer trimestre (USD 3.431 M). Esta elevada acumulación respondió a una política de intervención cambiaria activa que ejerció el BR durante el primer trimestre para intentar frenar la revaluación de peso colombiano. Esta intervención ha sido motivo de controversia por los efectos sobre la transmisión de tasas de interés del BR al resto de la economía.

Concentración de exportaciones a EEUU y Venezuela nos hacen más vulnerables a la coyuntura externa.

Uno de los principales motores del crecimiento de nuestras exportaciones ha sido el buen desempeño de las economías estadounidense y venezolana, por lo que, las amenazas de desaceleración en estas economías, así como los problemas políticos con Venezuela tendrían un efecto importante sobre el crecimiento económico colombiano. Actualmente, del total de nuestras exportaciones, el 51,5% está concentrado en los mercados de EEUU (35,4%) y Venezuela (16,1%). Debido al momento crítico por el que están pasando las relaciones políticas con Venezuela y sus posibles efectos comerciales, anunciados por las autoridades de dicho país, se puede clasificar a los sectores con alta concentración en dicho mercado como los de mayor riesgo. Los sectores con mayor concentración de sus exportaciones en el mercado venezolano son Vehículos (81,2%), Animales y sus productos (76,9%), confecciones (50,4%), textiles (47,2%), cueros y sus productos (46,1%) y maquinaria eléctrica (39%) y al mercado estadounidense son Combustibles (62,2%), Vegetales (59,7%) y Minerales (39,0%).

De esta manera es prioritario agilizar la apertura de nuevos mercados internacionales con el fin de diversificar el riesgo de dependencia de las exportaciones al desempeño de éstas dos economías.

Expectativas sector externo 2007 y 2008.

Para el total de 2007, esperamos unas exportaciones creciendo al 16%, y unas importaciones creciendo a una tasa de 23%, lo que explicaría un déficit de balanza comercial por 1,0% del PIB, que sería el principal responsable de un deterioro de la cuenta corriente de igual magnitud respecto a 2006, que a su vez generaría un déficit total en dicha cuenta equivalente a 3,3% del PIB. Dicho déficit sería ampliamente financiado por una cuenta de capitales superavitaria en USD 10.842 M, equivalente a 6,2% del PIB. Lo anterior daría como resultado una aumento en el saldo de reservas brutas, que totalizarían USD 21.019 M.

Para 2008 el escenario no es tan benigno, a pesar de que se esperan menores presiones de demanda interna sobre las importaciones y un tipo de cambio depreciado que serían compensados parcialmente por las mayores compras de equipo militar que ha anunciado el Gobierno. Las exportaciones se verían afectadas parcialmente por un menor crecimiento económico de EEUU y Venezuela, lo cual se vería marginalmente compensado por un mayor tipo de cambio que estimularía las ventas hacia otros países. En 2008 esperamos un crecimiento de las exportaciones de 13% respecto a 2007 y un incremento de 14% en las importaciones, situación que daría como resultado un déficit comercial por USD 2.167 M (-1,2% del PIB), el cual, junto con un menor flujo de remesas de los trabajadores, que caen 0,5% del PIB por un menor ritmo de crecimiento mundial, daría como resultado una ampliación del déficit de cuenta corriente que terminaría el año en un nivel equivalente a 4,1% del PIB. Vale la pena anotar que sin las mencionadas compras de equipo militar, el déficit en cuenta corriente se mantendría prácticamente estable en una cifra equivalente a 3,2% del PIB.

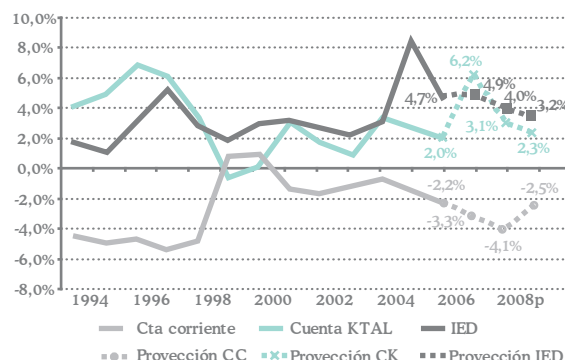
El déficit de cuenta corriente esperado para 2008 no sería tan ampliamente financiado por la cuenta de capitales que terminaría el año en un nivel equivalente a 3,1% del PIB, lo que produciría una ligera desacumulación de reservas, presionando un debilitamiento moderado del COP.

Riesgos a la baja en la previsión de crecimiento

Vale la pena anotar la existencia de riesgos importantes de deterioro en el escenario externo por cuenta de una crisis de crédito internacional que podría afectarnos directamente, y vía desaceleración de nuestros principales socios comerciales (EEUU y Venezuela, principalmente) que podrían producir un impacto más profundo en el desempeño de la economía.

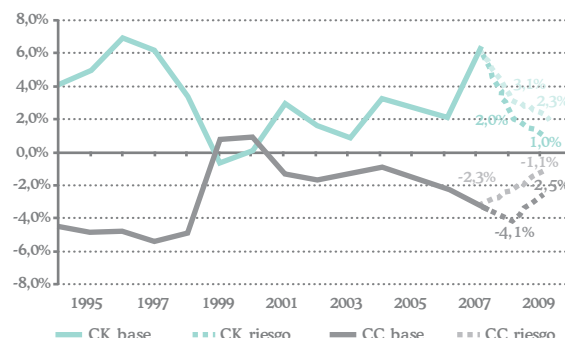
En el caso de una crisis de crédito internacional, se esperarían menores flujos de inversión extranjera, lo que generaría un menor superávit de cuenta de capitales (1,0% del PIB en 2008), lo que produciría, a su vez, una mayor depreciación del COP que desacelerarían el ritmo de crecimiento de las importaciones, mientras las exportaciones se verían afectadas por un menor ritmo de crecimiento de nuestros principales socios comerciales.

Cuenta corriente contra cuenta de capitales e IED como % del PIB



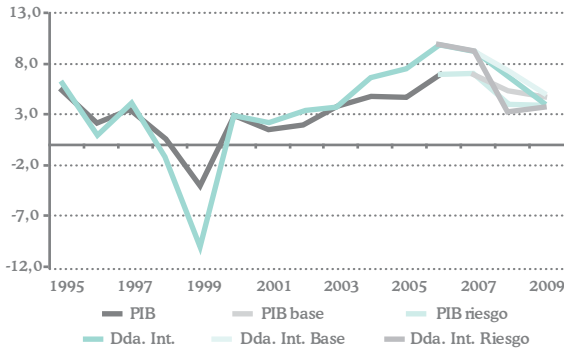
Fuente: SEE BBVA Colombia - Banco de la República

Escenarios base y riesgo de Cuenta corriente y de capitales



Fuente: SEE BBVA Colombia -DAN

Escenarios base y de riesgo del crecimiento del PIB y la demanda interna



Fuente: SEE BBVA Colombia - DANE

Esta situación tendría un impacto sobre el crecimiento económico vía menor inversión y consumo privado, que produciría un ajuste más fuerte en el crecimiento de la demanda interna, cuyo estimativo sería 3,4%. La caída de la demanda interna sería parcialmente compensada con un menor déficit del sector externo neto, el cual sería de 8,2% del PIB. Estos resultados producirían una tasa de crecimiento económico total cercana al 4% para 2008.

Esta situación, junto con un menor ritmo mundial de crecimiento, tendría efecto sobre el déficit de cuenta corriente, cuya balanza de bienes tendría menor presión por el menor ritmo de crecimiento del gasto doméstico. Esto produciría un menor déficit en la balanza de cuenta corriente que sería de 2,2% del PIB para 2008 (que sin los gastos militares programados sería menor) y de 0,9% del PIB en 2009. Este escenario plantea un ajuste económico más fuerte que el previsto en el escenario central, implicando una desaceleración más rápida de la economía colombiana..

Política Fiscal: a la espera de confirmaciones

A finales del año pasado, el Ministerio de Hacienda informó que esperaba cerrar el 2007 con un déficit del 3.3% para el Gobierno Central y de 0.7% del PIB para el Sector Público Consolidado.

Estas cifras difieren muy poco de nuestro modelo de proyecciones fiscales, una vez ajustados los datos de PIB, importaciones, tasas de interés y demás indicadores pertinentes. Sin embargo, es posible que veamos algunos ajustes positivos en los próximos meses por dos causas: una de ellas es la mejora en los resultados de ECOPETROL, favorecidos por unos precios del petróleo superiores a los presupuestados y la otra razón es el aparente éxito de la Administración de Impuestos en sus medidas contra la evasión.

En el caso de ECOPETROL, parece probable que haya desaparecido la necesidad de recursos adicionales prevista para el 2007 en el presupuesto del Gobierno Nacional. Desde luego, las utilidades y la decisión sobre distribuir las o capitalizarlas, que se conocerán más adelante, sólo podrían afectar el presupuesto de ingresos del Gobierno en el 2008.

La otra novedad surge de un comunicado de la Dirección de Impuestos Nacionales, emitido a mediados de enero, en el cual informa que el recaudo tributario del 2007 superó la meta prevista en cerca de 4.4%, equivalentes a 0.7% del PIB corriente. Aún falta confirmar el efecto de caja de esta gestión pero, si se aplicara en su totalidad a los ingresos del año y si se han cumplido las demás cifras estimadas de ingresos y gastos, el déficit fiscal disminuiría sensiblemente.

Cualquiera que sea el resultado, representa una mejora en el déficit del Gobierno Central que fue del -4.08% en el 2006, aunque no debemos olvidar que la cifra del 2007 incluye como ingresos gran parte del impuesto especial recaudado para financiar equipo militar que no se gastó en el mismo año, sino que aparecerá en las partidas de inversión pública del 2008.

El monto anunciado de dicha inversión para el 2008 se acerca al 0.8% del PIB, así que haría falta un muy especial esfuerzo en recaudos y en austeridad de gasto para que en el año entrante se repita un superávit primario consolidado similar al de éste.

Las principales causas para el aumento inesperado del recaudo que, finalmente, quede confirmado para 2007, serían, en primer lugar, las innovaciones administrativas dirigidas a reducir la evasión y, en segundo término, la composición del gasto privado del 2007, con un componente alto de bienes que tienen aranceles e IVA superiores a la media, como sucede en especial con los vehículos automotores.

La mayor eficacia en el recaudo puede tener efectos permanentes y justificaría, hasta cierto punto, el optimismo de la DIAN que se apresuró a anunciar un recaudo 12.5% mayor como meta para el presente año. Sin embargo, esa proyección tan optimista considera sólo el aumento del PIB nominal del 2007 y deja de lado dos aspectos importantes que afectarán el recaudo en el 2008.

Uno es el impacto de la reforma tributaria aprobada con la Ley 1111 del 2006, que se aplica íntegramente a los ingresos del 2007, y el segundo es la evolución probable del consumo privado después del aumento de tasas de interés promovida por el Banco de la República.

La reforma tributaria introdujo muchos cambios que disminuyen el recaudo y cuyo impacto es difícil ponderar. Las principales novedades que reducirán los ingresos del Estado son:

1. desmonte de la sobretasa transitoria del 10% al impuesto de renta, con lo cual la tarifa marginal bajó del 38.5% del ingreso gravable del 2006 a 34% para el 2007;
2. supresión de gravamen a las remesas del exterior;
3. reducción del impuesto de timbre en un 30%;
4. eliminación de ajustes contables por inflación;
5. autorización para deducir impuestos locales;
6. aumento en 10 puntos de la exención por inversiones en activos fijos, que era del 30% y quedó en 40%;
7. autorización para descontar la totalidad de los gastos financieros relacionados con la generación del ingreso (antes se descontaba sólo el componente inflacionario);
8. deducción de un 25% del Gravamen a los Movimientos Financieros (que es del 4 por mil y que, con esta medida, podría quedar en 3 para quienes lleven una contabilidad completa de sus movimientos).

Política Fiscal: a la espera de confirmaciones

En conjunto, los nuevos alivios tributarios disminuyen el recaudo en un monto que la administración misma calculó en 0.5% del PIB. Más tarde, la Contraloría General estimó el impacto en 0.75% del PIB, pero parece que esta última cifra mide el efecto total de las exenciones, mientras que lo necesario para corregir las proyecciones de recaudo es sólo el impacto diferencial frente a las exenciones que ya existían en el 2006.

Para fines de proyección, en vez de usar como base el PIB, es preferible referir el impacto al recaudo proyectado por concepto de impuesto de renta del cual, aceptando la estimación del Ministerio de Hacienda, habría que descontar un 7%.

Por otra parte, la reforma introdujo un impuesto transitorio del 1.2% para patrimonios netos superiores a 3.000 millones de pesos, que se destinará a financiar gastos de seguridad pública y con el cual espera recaudar 8.6 billones de pesos en los 4 años de vigencia del mismo (del 2007 al 2010).

Finalmente, el año 2008 seguirá siendo de crecimiento general de la economía, pero no tan elevado como el 2007. Desde hace varios meses, se aprecia una desaceleración del crédito, en especial de consumo, atribuible a las medidas monetarias adoptadas (aumento en tasas de interés, encajes marginales). No se trata de una reducción, sino de un crecimiento cada vez más lento, lo cual augura un freno al ritmo de gasto suntuario, dentro del cual figuran los bienes duraderos importados que tienen aranceles e IVA altos. Los ingresos por este concepto continuarán creciendo, pero no al mismo ritmo del 2007.

En conjunto, los ingresos tributarios del 2008 podrían sostener la participación en el PIB nominal que alcanzaron en el año anterior, pero difícilmente la aumentarían. Sin embargo, la estrategia de revertir gran parte del FAEP como ingreso corriente del Gobierno en el 2008, que ya comentamos en nuestra entrega anterior, permitirá que los ingresos totales del Gobierno Nacional Central alcancen un 18.6% del PIB esperado. En materia de gasto, continuará la austeridad de los años pasados pero, como tendrá lugar la inversión extraordinaria en equipo militar, el gasto total podrá llegar al 21.9% del PIB, algo superior al 21.2% del año anterior.

El resultado previsible será un déficit del Gobierno Central de 3.37% y de 1.40% para el Sector Público Consolidado, junto con un superávit primario consolidado de 2.52%. Todas estas cifras son muy cercanas a las que el Gobierno anunció a finales de diciembre como meta presupuestal para el 2008.

Por otra parte, la evolución de la deuda pública seguirá siendo favorable, no porque haya reducciones en su monto nominal, sino porque bajará como porcentaje del PIB a un ritmo de 1 a 1.5 puntos por año. A fines del 2007, la deuda externa bruta del Gobierno Central representaba 13.4% del PIB en dólares y podría terminar en 13.0% a fines del 2008. La deuda bruta en pesos terminó el 2007 en 29.0% del PIB corriente para la deuda interna y en 42.0% para la total. Al terminar el 2008, podrían quedar en 27.8% la interna y 41.1% la total, medidas ambas respecto al PIB corriente de dicho año.

Política Fiscal: a la espera de confirmaciones

Proyecciones fiscales	por ciento del PIB corriente de cada año				
	2006	2007	2008	2009	2010
Balance primario SPC (Sec Púb Cons)	3,75	3,52	2,52	3,10	3,11
Balance primario SPNF	3,59	3,20	2,27	2,87	2,90
Balance primario GNC	0,28	0,75	0,36	0,75	0,96
Balance Gobierno Nacional Central	-4,08	-3,35	-3,37	-2,90	-2,62
Balance Sector Público No Financiero	-1,00	-1,10	-1,65	-0,95	-0,84
Balance Sector Público Consolidado	-0,84	-0,78	-1,40	-0,72	-0,62
Detalles del Gobierno Nacional Central					
Ingresos Totales	17,57	17,83	18,57	18,23	18,47
Tributarios (incluye Gasolina y Otros)	15,97	16,32	16,42	16,56	16,81
Gastos Totales	21,65	21,18	21,94	21,13	21,09
Intereses	4,36	4,10	3,74	3,65	3,58
Funcionamiento	15,32	15,14	15,42	15,25	15,30
Inversión	1,84	1,81	2,66	2,11	2,11
Detalles del Sector Descentralizado					
Sector Descentralizado	3,08	2,25	1,72	1,95	1,78
Seguridad Social	1,17	1,42	1,46	1,49	1,51
Gobiernos Regionales y Locales	0,41	0,31	0,37	0,25	0,17
Deuda del Gobierno Nacional Central al final del año					
Deuda externa bruta (U\$ / PIB en U\$)		13,36	12,96	12,70	12,54
Deuda total bruta (\$Col / PIB corriente)		41,96	41,06	39,93	38,78

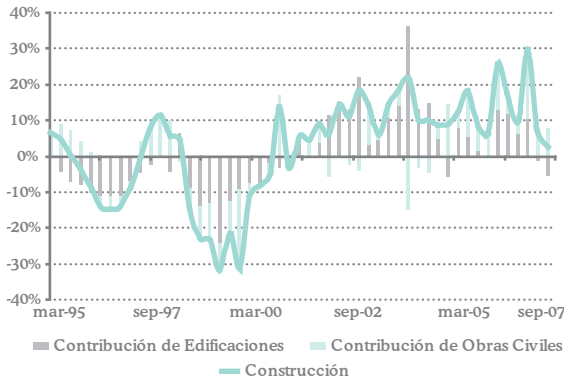
Luís Lorente

luis.lorente@bbva.com.co

3. Actividad Inmobiliaria

Fuerte expansión de la construcción se detiene en segundo y tercer trimestre.

PIB de la Construcción (Var. Interanual)

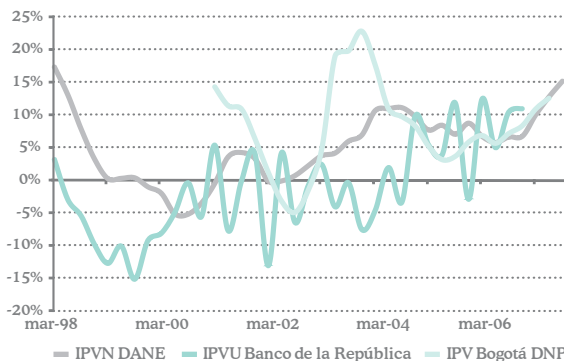


Fuente: DANE

Durante el año 2006 la construcción fue uno de los sectores que mayor aporte hizo al crecimiento económico del país, tendencia que se mantuvo durante 1T07, cuando creció 18% frente al mismo trimestre del año anterior. Sin embargo, en los dos trimestres siguientes la actividad constructora perdió dinamismo y presentó tasas de crecimiento de 6,8% y 2,6% interanual para 2T07 y 3T07, respectivamente. La fuerte desaceleración que experimentó el sector de la construcción fue causada por el subsector de edificaciones, que cayó 1,9% en 2T07 y acentuó su caída a 8,4% en 3T07. Por su parte, las obras civiles mantuvieron tasas de crecimiento positivas de 19,9% y 19,6% en los dos últimos trimestres conocidos.

La contracción de las edificaciones en estos dos trimestres se produjo por una serie de factores de demanda y oferta que llevaron a una menor generación de valor agregado en este subsector. Así mismo, esta tendencia muestra que el ciclo de la construcción de vivienda parece haber alcanzado un punto de inflexión a principios de 2007

Precios de la Vivienda (Var. Interanual)



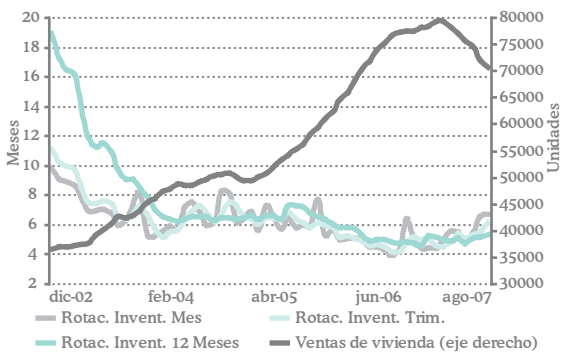
Fuente: DANE – DNP – Banco de la República

Los precios de la vivienda han seguido aumentando y las ventas se han moderado.

Durante el 2T07 y 3T07, el índice de precios de la vivienda nueva del DANE (IPVN) creció 12,8% y 15,2% frente a los mismos trimestres del año anterior, acentuando la aceleración que viene presentando desde el 2T05. De esta forma, se observa que la vivienda continua experimentando valorizaciones importantes. A partir de datos de La Galería Inmobiliaria, se extrae que el precio promedio ponderado de venta de las tres principales ciudades del país ha pasado a ser de COP 120 millones en noviembre, mientras que en el mismo mes del año anterior se encontraba en COP 107 millones³. Por su parte de acuerdo con Fedelonjas, el valor promedio de las transacciones inmobiliarias acumuladas a octubre de 2007 se ubicó en COP 87 millones, cuando un año atrás estaba en COP 77,5 millones.

El constante y fuerte aumento de precios en la vivienda ha llevado a una moderación de las ventas, debido a que estos se traducen en una menor capacidad de compra de las familias colombianas. El precio nominal de la vivienda se incrementó en promedio 9,3% durante los últimos 4 años, mientras que los salarios aumentaron en promedio 4,3% en este mismo periodo⁴. Así, las ventas acumuladas 12 meses comenzaron a disminuir en número de unidades en junio de 2007, llegando a ser en noviembre de 2007 aproximadamente 8.571 unidades menos que el valor máximo alcanzado en mayo anterior (79.300 unidades).

Ventas de Vivienda Acumuladas 12 meses y Rotación de Inventarios



Fuente: La Galería Inmobiliaria

³ Precio calculado a partir del precio promedio de venta reportado por La Galería Inmobiliaria para Bogotá, Medellín y Cali ponderado por el número de ventas de cada ciudad.

⁴ Aumento de precio de la vivienda medido por IPVN del DANE y aumento real de los salarios del comercio al por menor de la muestra mensual del DANE.

De igual forma, las ventas acumuladas en el 2T07 y 3T07, cayeron a tasas interanuales de 1,7% y 17%, respectivamente⁵. Esta disminución en las ventas de vivienda ha llevado a un incremento en la rotación del inventario de los proyectos. Así, mientras en febrero de 2007 las unidades disponibles de un proyecto de construcción se demoraban en venderse en promedio 4,4 meses, en noviembre pasado el tiempo medio había subido a 6,7 meses. No obstante la dinámica de las ventas ha disminuido, este proceso de desaceleración es visto como un ajuste gradual sano para el sector, dejando de lado una posible demanda de vivienda especulativa y siendo más consistente con la generación de hogares⁶.

Financiación de vivienda afectada por la política monetaria

Adicional al aumento de precios de la vivienda, el encarecimiento del crédito asociado con los incrementos de la tasa de referencia del banco central, ha reducido la capacidad de compra de las familias. De esta forma, los desembolsos hipotecarios individuales han tenido una fuerte desaceleración desde que se comenzó a dar el incremento de tasas de interés, llegando a presentar variaciones negativas desde agosto de 2007 hasta el último dato conocido (noviembre de 2007). Por su parte, los desembolsos de crédito para constructor mostraron una desaceleración que se corrigió a finales del 3T07, generando algo de optimismo para el dato del 4T07.

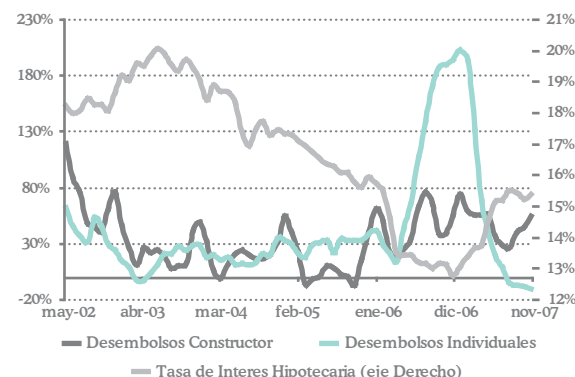
Además de estos factores que afectan directamente a los compradores de inmuebles con el propósito de habitarla, por el lado de la compra por inversión también se presentó un efecto que generó menor demanda. La oferta de acciones de ECOPETROL fue una alternativa que se ofreció en 3T07, creándole competencia al mercado inmobiliario.

Oferta de vivienda también se ha moderado.

En los dos últimos trimestres con datos observados, las obras culminadas reportadas por el censo de edificaciones han caído significativamente frente a las registradas en los mismos trimestres del año anterior. Así, los metros cuadrados de obras terminadas cayeron 31,7% en 2T07 y 27,1% en 3T07, influyendo en la caída que presentó en estos periodos el PIB de Edificaciones. Esta caída llevó a que el índice de finalización⁷ de obras disminuyera de 33,7% alcanzado en 3T06 a 17,6% un año después. Observando la evolución de la obras en proceso, se evidencia que hay un gran número que continúan en construcción y que éstas

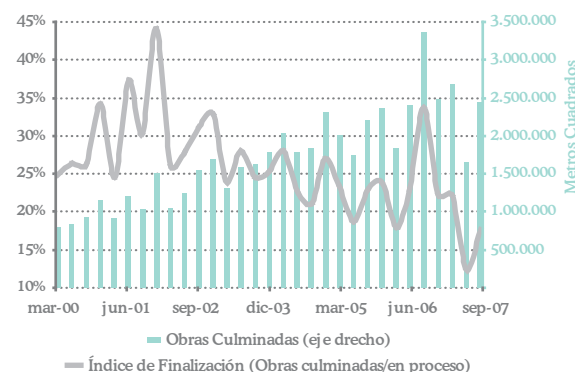
⁵ Ventas acumuladas para Bogotá, Medellín y Cali reportadas por La Galería Inmobiliaria.
⁶ Según La Galería Inmobiliaria las ventas de vivienda se encuentran por encima de la generación de hogares, esta desaceleración acerca las ventas a un nivel óptimo similar a la generación de hogares
⁷ El índice de Finalización corresponde a la proporción de obras terminadas frente a obras en proceso. Busca Medir el porcentaje de obras que se están terminando cada trimestre.

Tasa de interés hipotecaria y desembolsos (Var. Interanual de suma móvil 3 meses Desembolsos)



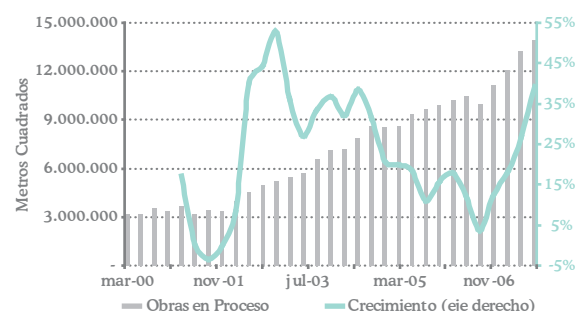
Fuente: Superintendencia Financiera – ICAV - SEE BBVA Colombia

Obras Culminadas e Índice de Finalización



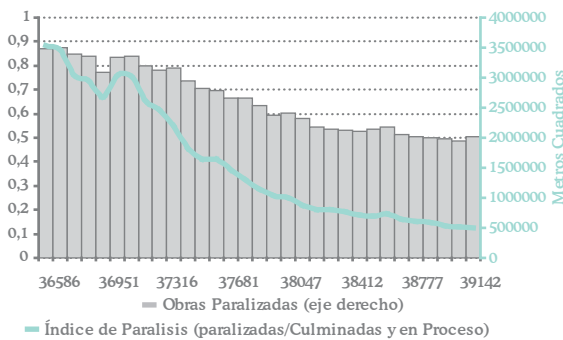
Fuente: Censo de Edificaciones – DANE – SEE BBVA

Obras en Proceso



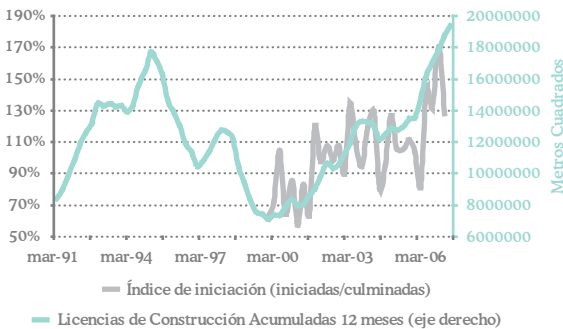
Fuente: Censo de Edificaciones DANE

Obras Paralizadas



Fuente: Censo de Edificaciones – DANE – SEE

Licencias de Construcción e Índice de Iniciación



Fuente: Censo de Edificaciones – DANE – SEE BBVA

han presentado una tendencia de aceleración desde hace un año. El mayor tiempo que están consumiendo las obras para ser finalizadas explica la disminución observada en las obras finalizadas. La temporada de lluvias que ha vivido el país, influyó negativamente en los tiempos de ejecución de las obras, adicionalmente parece haber una escasez de mano de obra y materiales que está demorando la finalización de las obras.

A pesar de la desaceleración, las perspectivas del sector siguen siendo positivas

Aunque se ha experimentado una menor actividad edificadora en 2T07 y 3T07, los datos muestran que la construcción mantiene una senda de expansión. De esta forma, las obras paralizadas han experimentado un constante descenso desde el año 2000, y a pesar de los mayores tiempos de ejecución, han permanecido en los mismos niveles sin presentar incrementos considerables. De igual forma, el índice de parálisis, que mide la proporción de obras paralizadas frente a las obras culminadas y en proceso, continúa teniendo una disminución; llegando a 12,4% cuando en el 1T00 alcanzó a estar en 88,2%. De esta forma se evidencia que a pesar de los últimos datos de crecimiento, el sector se mantiene saludable.

De igual forma las licencias de construcción siguen muy dinámicas, y alcanzan niveles históricamente altos. Al mes de octubre, el acumulado 12 meses llegó a ser de 19.351.131 de metros cuadrados aprobados, superando el máximo histórico de los noventa de mayo de 1995 de 17.772.400. Por su parte, a pesar de la disminución del índice de inicio de obras⁸, este se mantiene en niveles altos en términos históricos, y por encima del 100%, lo que significa que en cada periodo se están iniciando más obras de las que se entregan. Aunque se evidencia cierta moderación en el sector, los indicadores adelantados muestran que los constructores continúan viendo rentabilidades atractivas para iniciar proyectos. Por su parte, los consumidores mantienen su expectativa de buen momento para la adquisición de vivienda, medido por el índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo, (34,6 en noviembre de 2007 frente a 17,2 de promedio histórico). Adicionalmente, los subsidios para vivienda de interés social, ayudarán a mantener la dinámica del sector VIS, por el lado de la demanda.

Es previsible que la actividad inmobiliaria para el 2008 se mantenga dinámica, aunque moderándose con respecto a lo observado en los años anteriores.

⁸ El índice de inicio de obra corresponde a las obras nueva iniciadas como proporción de las obras culminadas. Busca medir la proporción de obras que se inician respecto a las que se finalizaron, en el mismo periodo.

El crédito hipotecario se reactiva

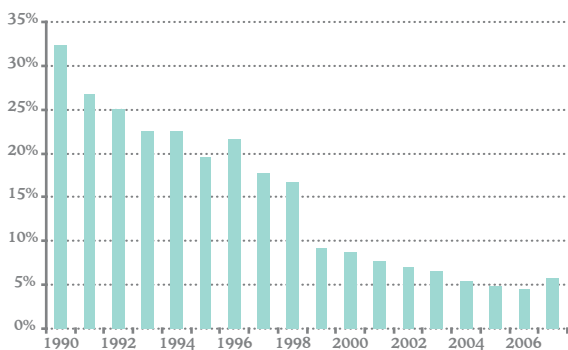
El crédito hipotecario viene reactivándose, ganando participación en la forma de financiación de las familias para adquirir vivienda en los dos últimos años, restándole ligeramente importancia a la fiducia inmobiliaria. El leasing habitacional ha surgido como otra alternativa de financiación de las familias incrementando su participación constantemente. Sin embargo, se evidencia que los recursos propios continúan siendo la principal fuente de financiación para la compra de vivienda. Así mismo, las remesas vienen ganando un papel protagonista en la financiación como lo muestra el hecho que en el año 2007, se realizaron negocios por USD 5.180 millones en la feria inmobiliaria realizada en Madrid. De igual forma, las remesas en el 2006 fueron de USD 3.890 millones y hasta el 3T07 sumaban USD 3.210 millones, para el 2007, convirtiéndose en una fuente importante de recursos que las familias pueden utilizar para la adquisición de vivienda.

Financiación de las Transacciones Inmobiliarias



Fuente: Fedelonjas – Superintendencia Financiera – ICAV – SEE BBVA

Inflación Anual



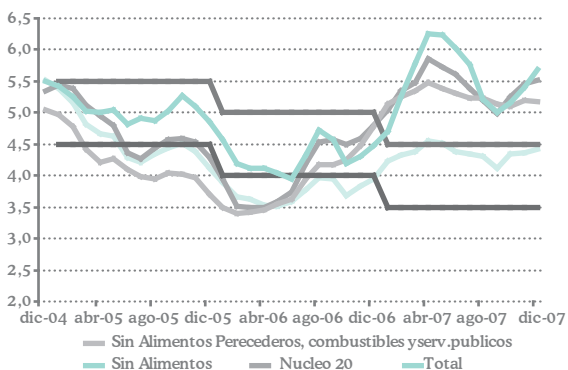
Fuente: DANE

Descomposición de la Inflación

Grupo	Ponderación	Inflación anual					Contribución a la aceleración de la inflación respecto a	
		dic 06	jun 07	sep 07	dic 07	dic 06	sep 07	
TOTAL	100	4,48	6,03	5,01	5,69	100%	100%	
Alimentos	29,51	5,68	9,69	6,96	8,51	73,8%	69,2%	
Hortalizas, frutos, tubérculos y leche	4,79	2,79	7,06	1,35	6,67	26,1%	63,5%	
Cereales, aceites y otros	7,43	9,62	9,22	6,61	9,11	-0,3%	21,9%	
Comidas fuera del hogar y otros	10,57	5,83	8,56	8,09	7,65	14,4%	-4,4%	
Carne de res y sustitutos	6,71	5,81	14,57	12,40	11,12	33,5%	-11,7%	
Sin Alimentos	70,49	3,94	4,38	4,12	4,43	26,2%	30,8%	
No transables	36,77	4,75	5,12	5,55	5,19	11,9%	-15,2%	
Transables	24,67	1,71	1,76	1,19	2,28	10,0%	36,7%	
Regulados	9,04	6,12	7,40	5,96	6,42	4,3%	9,3%	

Fuente: DANE- Cálculos del SEE BBVA

Indicadores de Inflación Básica



Fuente: Banco de la República

4. Inflación

El brote inflacionario de 2007 se explica por factores internacionales y presiones de demanda interna

En el 2007 la inflación fue 5.69%, por encima del rango meta establecido por el Banco de la República (3.5% - 4.5%) y mayor a la registrada en 2006. De hecho, desde 1996 la inflación no terminaba el año con un nivel superior al registrado el año precedente.

Diversos factores explican el incumplimiento de la meta de inflación. Por una parte, a los choques de oferta temporales asociados a fenómenos climáticos (el fenómeno climático de “el niño”) en la primera mitad del año y el fuerte invierno del cuarto trimestre) se les puede atribuir el 26% del aumento de la inflación total. De otro lado, las presiones inflacionarias de demanda originadas en el exceso de gasto de la economía colombiana habrían influido en el repunte de la inflación del grupo de comidas fuera del hogar, así como de los bienes no transables sin alimentos ni regulados. Así mismo el aumento del precio internacional de los combustibles y alimentos podría explicar la dinámica de precios de los grupos de cereales y aceites, carne de res y sustitutos, y bienes regulados. Por último, sorprendió que la inflación de bienes transables aumentara a pesar de la apreciación del peso durante 2007 (11.6% promedio).

El promedio de los indicadores de inflación básica utilizados por el Banco de la República estuvo por fuera del rango meta a lo largo de 2007. Considerando que la inflación básica es una medida que pretende capturar la tendencia de la inflación al excluir los ruidos causados por choques coyunturales o de carácter transitorio, se confirma que la pérdida de la meta de inflación no se puede explicar exclusivamente por un choque temporal de la oferta de alimentos.

En el número anterior del informe Situación Colombia (cuarto trimestre de 2007), el SEE del BBVA esperaba para fin de año una inflación total de 5.1% y 4.1% para la inflación sin alimentos. La desviación de los pronósticos frente a los datos observados se explica principalmente por el efecto que tuvo el fuerte invierno de fin de año sobre la inflación del grupo de hortalizas, frutas, tubérculos y leche, así como el repunte no anticipado de la inflación de bienes transables. Así mismo, en el cuarto trimestre del año la inflación del grupo de aceites y cereales repuntó como consecuencia de nuevas alzas en el precio internacional de estos productos, la cual no fue compensada por la apreciación del tipo de cambio.

Para 2008 se espera que la inflación total y la inflación sin alimentos sea alrededor de 4.5% y 4.3%, respectivamente. Lo anterior supone que la inflación de alimentos sería cercana al 5.2%. Esta última proyección supone que los choques de origen climático que registró la inflación de alimentos a lo largo de 2007 fueron transitorios, a diferencia de los choques originados en el precio internacional de los aceites y cereales. Así mismo este escenario asume que la corrección que se dio en el precio relativo de la carne de res y sustitutos fue por una

sola vez, lo que implica que sus ajustes de precio estarán alrededor de la inflación total a partir de abril de 2008. No se contemplan choques de oferta que afecten la inflación de alimentos a lo largo del año. Por otra parte no se prevé una disminución importante de la inflación sin alimentos a pesar de la dinámica de la inflación de bienes no transables por el efecto que tendrán los mayores precios internacionales del petróleo sobre la gasolina y el transporte. Así mismo considerando que se pronostica una devaluación promedio del 4.0% en el escenario central, se espera que la inflación de bienes transables muestre una leve aceleración frente a los niveles observados a finales de 2007.

El balance de riesgos que acompaña las proyecciones considera los siguientes sesgos al alza y a la baja:

- **Riesgos al alza:**

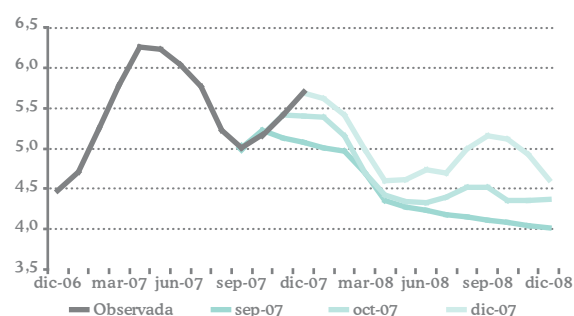
La inflación total puede ser mayor a la proyectada en el balance central si el aumento en el precio relativo de la carne de res y sustitutos se mantiene, como parece sugerir el hecho que a nivel global se ha registrado una mayor demanda por este tipo de bienes asociada con el aumento en el ingreso de economías emergentes. Igualmente no se descarta que esto último tenga efectos sobre el precio internacional de los cereales adicionales al producido por el alza del precio del petróleo.

Por otra parte no es claro que las expectativas de inflación estén ancladas. La más reciente encuesta de inflación y tasa de cambio del Banco de la República muestra que los agentes esperan en promedio una tasa de inflación de 4.7% para fin de año. Así mismo, la indexación del ajuste de precios de algunos bienes y servicios incluidos en el IPC (como los arriendos) puede impedir una mayor reducción de la inflación de bienes no transables.

- **Riesgos a la baja:**

La inflación total puede ser menor a la esperada si el crecimiento del producto es menor al proyectado en el escenario central debido a un entorno externo menos favorable, causado por la crisis inmobiliaria en Estados Unidos o por un deterioro de las relaciones comerciales con Venezuela.

Proyecciones de Inflación

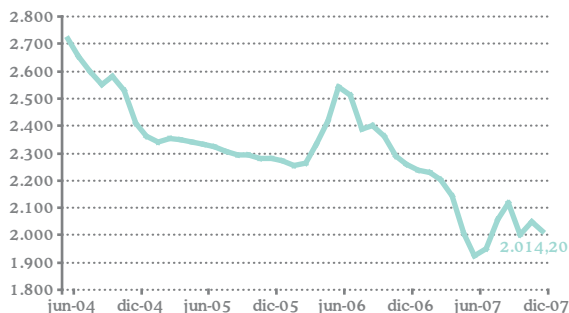


Fuente: SEE BBVA Colombia

5. Política Monetaria y Cambiaria

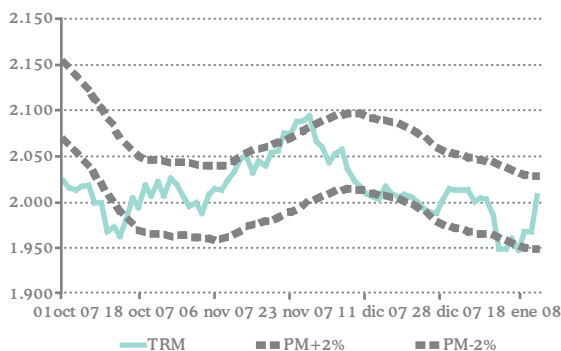
En el cuarto trimestre del año el peso acentuó su apreciación

TRM (promedio mensual)



Fuente: Banco de la República

Tasa de Cambio Diaria



Fuente: Banco de la República

En el último trimestre del año la tasa de cambio se apreció frente al nivel observado para el mes de septiembre al pasar de \$2117.05 a \$2014.20 en diciembre de 2007. Varios factores explican la apreciación del peso. En primer lugar, los flujos de capitales destinados a inversión extranjera directa continuaron llegando al país. Por otra parte, en este periodo la Reserva Federal (FED) disminuyó en 50 pb su tasa de interés de referencia⁹ en sus reuniones de octubre y diciembre (25 pb respectivamente), respondiendo a las expectativas de un efecto negativo sobre el crecimiento de la economía debido a los problemas del mercado hipotecario.

A lo largo del trimestre la tasa de cambio presentó fluctuaciones superiores o inferiores al 2 por ciento del promedio móvil de orden 20 por lo que se activaron los mecanismos establecidos por el BR para el control de volatilidad de la tasa de cambio. De esta manera, el 22 de noviembre se hizo una subasta de opciones call para la desacumulación de reservas de las cuales sólo se ejercieron 12.5 U\$ millones, y el 11 de diciembre se hizo la subasta de opciones put para la acumulación de reservas las cuales no fueron ejercidas.

En los primeros días de enero la volatilidad de la tasa de cambio fue mayor a la observada para el mes de diciembre de 2007. El 22 de enero la FED sorprendió a los mercados al recortar en 75 pb la tasa de los fondos federales en una reunión no programada, debido a las desvalorizaciones observadas en los mercados bursátiles a nivel global en respuesta a los temores de una recesión en los Estados Unidos.

Al momento de escribir este informe no es posible evaluar el efecto de las medidas de política adoptadas por el FED y la Casa Blanca. Por lo pronto, en el escenario central el SEE del BBVA espera una depreciación promedio de 4.0% para 2008, considerando el deterioro del saldo en cuenta corriente y un repunte moderado del EMBI Colombia que responde a una nueva valoración de riesgo a nivel global. Los riesgos para este escenario son una mayor desaceleración de la economía de Estados Unidos, repercutiendo en una depreciación promedio mayor de la tasa de cambio y un nivel de EMBI más alto.

En noviembre el Banco de la República aumentó su tasa de referencia a 9.50%

En la reunión del mes de noviembre la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió por unanimidad aumentar en 25 pb su tasa de referencia llevándola a 9.50%. Así mismo anunció que para 2008 la meta inflación sería igual a la establecida para 2007 (un rango entre 3.5% y 4.5%) y que para 2009 el punto medio del rango meta se definiría entre 3.0% y 3.5%.

⁹ La tasa vigente de los fondos federales pasó de 4.75% a 4.25%.

Las minutas de las reuniones del trimestre muestran que los miembros de la JDBR reconocen los efectos que han tenido las medidas adoptadas sobre el crecimiento de los agregados monetarios y el crédito, así como la transmisión a las tasas de interés de mercado. Así mismo se encuentra que al interior del cuerpo colegiado existen al menos dos líneas de pensamiento respecto a la senda futura de la tasa de interés de referencia. Por una parte, algunos miembros consideran que el nivel actual es consistente con una postura de política monetaria restrictiva y que no se requieren ajustes adicionales para garantizar el cumplimiento de las metas anunciadas. Por otra parte, otros miembros consideran que no se pueden descartar aumentos adicionales si la nueva información muestra que son necesarios para garantizar el cumplimiento de las metas.

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

Actualmente la JDBR se encuentra en una situación difícil. Por una parte, existen factores que le llevarían a aumentar su tasa de referencia. Por ejemplo, el incumplimiento de la meta de inflación en el 2007 y el repunte no anticipado de la inflación en el último trimestre del año pudo haber afectado las expectativas de los agentes. Así mismo, las presiones inflacionarias de demanda mantuvieron la inflación de bienes no transables en niveles superiores a la meta y parecen estar transmitiendo al comportamiento de los bienes transables (la inflación de este grupo aumentó a pesar de la apreciación de la tasa de cambio). Además los indicadores de inflación básica no dan muestras de converger hacia niveles que sean compatibles con las metas anunciadas para 2008 y 2009. No obstante, el deterioro del entorno internacional con los signos de recesión de la economía de Estados Unidos, el aumento en el diferencial de tasas de interés teniendo en cuenta la más reciente decisión del FED, además de los anuncios de restricciones al comercio con Venezuela podrían llevar a la JDBR a modificar la actual postura de política monetaria.

En el escenario central el SEE del BBVA espera aumentos adicionales en la tasa de interés de referencia. Esta proyección tiene en cuenta que el margen para cumplir las metas de inflación es limitado. Así mismo considera que la desaceleración del crecimiento que se pronostica para 2008 no es suficiente para compensar las presiones inflacionarias de demanda que actualmente enfrenta la economía colombiana. Con todo, no se puede descartar un escenario de mayor desaceleración del crecimiento que permita que la inflación converja con las metas anunciadas, por lo que el BR mantendría inalterada su tasa de interés de referencia a lo largo del año.

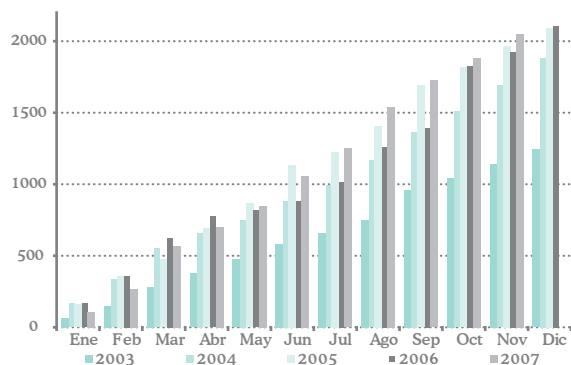
	Tasas de interés				Variación
	abr-06	dic-06	sep-07	nov-07	Abr-06 Nov-07
DIF	5,93	6,75	8,89	8,67	2,74
TIB	5,89	7,36	9,25	9,20	3,31
Subasta Expansión	6,00	7,36	9,25	9,31	3,31
CDT	6,15	6,98	9,05	9,22	3,07
Colocación BR	12,94	13,04	16,84	16,68	3,74
Consumo	21,14	19,57	24,34	25,96	4,82
Ordinario	15,36	14,24	17,63	17,20	1,84
Hipotecario	13,88	13,02	15,61	15,48	1,60
Preferencial	8,73	10,22	13,68	13,60	4,87
Tesorería	7,68	9,58	12,76	12,41	4,73
Tasa Usura	25,13	22,61	28,51	31,89	6,76

Fuente: Banco de la República

6. Sistema financiero

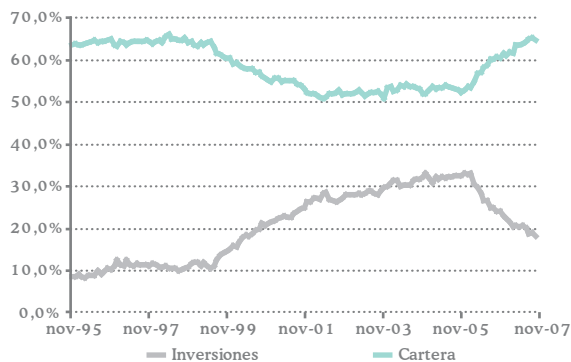
2007: año de buenos resultados para el sistema financiero colombiano

Utilidades de los Establecimientos de Crédito (MM COP)



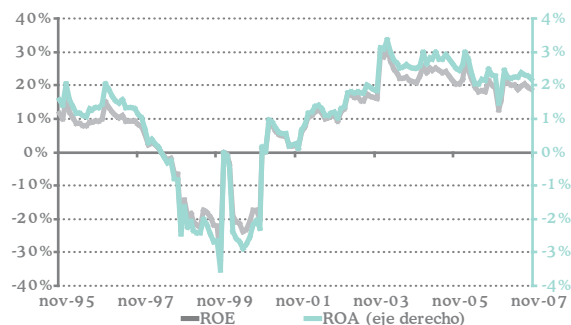
Fuente: Superintendencia Financiera – SEE

Distribución entre Cartera e Inversión



Fuente: Superintendencia Financiera

Indicadores de Rentabilidad



Fuente: Superintendencia Financiera

Sin conocerse aún el cierre a diciembre, el año 2007 se caracterizó por ser de gran actividad y expansión para el sistema financiero colombiano. La dinámica económica del país de los últimos años, junto con la recuperación de la confianza de empresarios y consumidores generó una creciente demanda por crédito que permitió una expansión de las utilidades de los establecimientos de crédito. Durante el segundo semestre del 2007 las utilidades de los establecimientos de crédito presentaron una tasa interanual de crecimiento real promedio de 15,8%, acumulando COP 3,6 billones a noviembre. Las utilidades a noviembre de los establecimientos de crédito en términos reales alcanzaron máximo histórico.

La mayor demanda de crédito, unida al menor atractivo de las inversiones en papeles de deuda, llevó a las instituciones financieras a una recomposición de su activo incrementando la participación de la cartera frente a las inversiones durante gran parte de los años 2006 y 2007. La sustitución de inversiones no puede continuar indefinidamente, debido a que los establecimientos de crédito necesitan los títulos de deuda para poder acceder a operaciones de fondeo con el banco central y las demás instituciones financieras. Sin embargo, al comparar el porcentaje actual de las inversiones dentro del activo con respecto a la segunda mitad de los noventa, parecería que aún hay espacio para una sustitución adicional. Para el mes de noviembre, las inversiones disminuyeron aproximadamente COP 200 mil millones frente a octubre, debido principalmente a una desvalorización de la deuda pública¹⁰.

La recomposición del activo de los establecimientos de crédito se ha reflejado en la disminución del margen bruto y el aumento del margen de intereses como porcentajes del activo¹¹. El primero muestra una tendencia decreciente al pasar de 9,7% en promedio durante el 2005 a 8,9% en el 2006 y 8,7% hasta noviembre de 2007. Por su parte el segundo se ubicaba en noviembre en 4,7% (promedio anual), frente al 4,1% observado en el 2006 y 4,0% de 2005. Estos dos indicadores aunque presentan tendencias opuestas, se encuentran en niveles buenos, mostrando que el negocio tradicional de intermediación financiera, sin tener en cuenta los costos administrativos, continúa siendo rentable.

Otros indicadores de rentabilidad como son el ROA y el ROE también muestran niveles favorables, aunque han disminuido con respecto a los dos años anteriores. Sin embargo se mantienen en niveles altos y superiores a los alcanzados durante los años 1995 y 1996 (periodo de auge financiero anterior a la crisis de finales de los noventa). Para el mes de noviembre el ROE se ubicó en 18,7% y el ROA en 2,2%.

¹⁰ La tasa de interés de los TES con vencimiento en 2020 cerró noviembre en 10,19%, aumentando cerca de 11 pb frente al cierre de octubre. De igual forma, el índice I-TES de Bancolombia disminuyó de 100,9 en octubre a 100,8 en noviembre.

¹¹ Los indicadores se expresan en términos anualizados

Aunque en general, los indicadores de rentabilidad han disminuido, en parte por una postura menos holgada de política monetaria, en ellos se evidencia que el año 2007 fue positivo para el sistema financiero.

El crédito continúa desacelerándose, pero se mantiene dinámico

El endurecimiento de la política monetaria iniciado en abril de 2006, continúa teniendo efectos sobre la actividad crediticia. Durante todo el 2007 se presentó una constante desaceleración del crédito total, al crecer en términos reales 20,2% en noviembre, frente al 26,9% alcanzado en noviembre de 2006. Aún con la tendencia de desaceleración que se presentó en el 2007, el crecimiento promedio del crédito se ubica por encima del crecimiento promedio que tuvo en el 2006 (23,1% vs 19,8%). El periodo de transmisión de los ajustes en la política monetaria, aún continúa. En el mes de noviembre el crecimiento real del crédito disminuyó 0,9 p.p. respecto a octubre, completando 3 meses continuos de desaceleración.

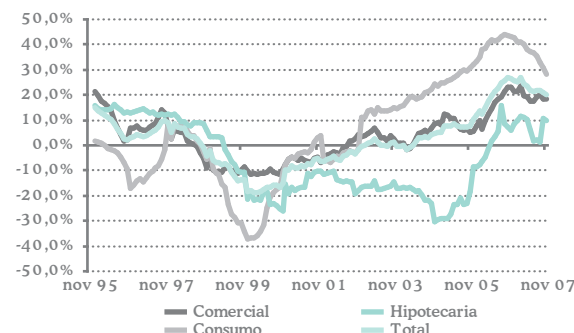
Por modalidad de crédito la mayor moderación la sigue presentando el crédito de consumo, el cual en noviembre pasado creció 28% real, la menor tasa interanual en los últimos 26 meses. De esta forma, el crecimiento real del crédito de consumo se ha desacelerado 15 p.p. desde el 43% en que cerró el 2006. El constante aumento de las tasas de interés de colocaciones para consumo, ha sido el principal conductor de esta desaceleración.

Por el contrario, la dinámica del crédito hipotecario presentada durante el 2007 fue superior a la del año anterior, al aumentar 7,6% real en promedio durante este año frente a 1,6% promedio del año 2006. Aunque en los dos últimos meses se observó una recuperación importante en el crecimiento del crédito hipotecario, la tendencia de desaceleración también se evidencia en este tipo de crédito, al pasar de tasas de crecimiento real de 11,5% en marzo de 2007 a 9,9% en noviembre pasado. Al incluir las titularizaciones también se observa la tendencia de desaceleración, aunque de menor magnitud, al pasar de crecer 11,0% en el pasado agosto a 10,5% en noviembre. Sin embargo, en noviembre se presentó un repunte de 0,4 p.p. frente a octubre.

Por su parte, el crédito comercial ha presentado una moderación menos acusada, presentando aceleraciones en los meses de agosto, septiembre y noviembre. Sin embargo, su tasa de crecimiento real se ha reducido a 24,7% en noviembre, desde el 28,4% con que cerró el 2006.

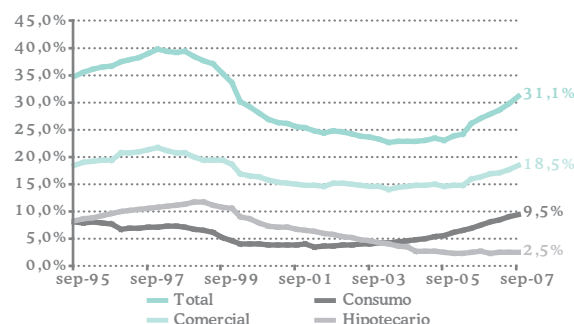
Para el mes de diciembre, el SEE del BBVA espera que la tasa de crecimiento del crédito vuelva a moderarse para cerrar el año con un crecimiento cercano al 25,0%. De igual forma, para el 2008 se espera que continúe la tendencia de desaceleración dada la postura de política monetaria y el menor dinamismo de la economía, que llevaran a una menor demanda por crédito.

Crecimiento Real del Crédito (Var. Interanual)



Fuente: Superintendencia Financiera – SEE

Crédito como Porcentaje del PIB



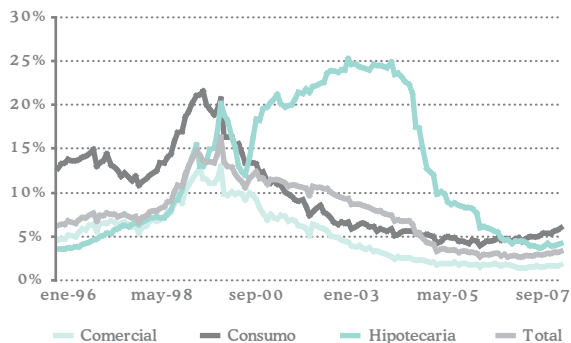
Fuente: Superintendencia Financiera - DANE

Nivel de Bancarización

	Nivel de Bancarización		
	% de la Población		
	jul 06	oct 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%

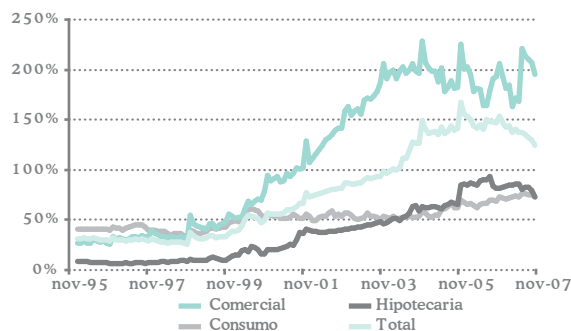
Fuente: Asobancaria

Calidad de la Cartera



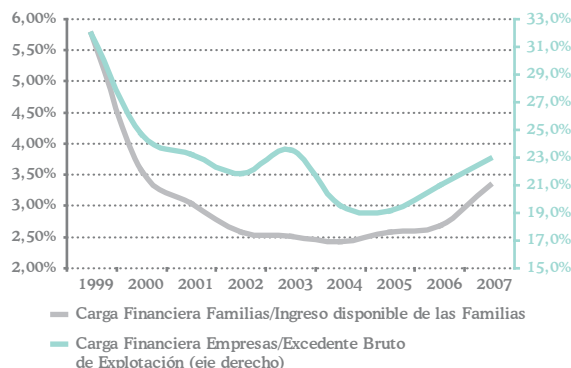
Fuente: Superintendencia Financiera

Cubrimiento de la Cartera



Fuente: Superintendencia Financiera

Carga Financiera de Familias y Empresas



Fuente: Superintendencia Financiera – DANE – SEE

Mayor profundización financiera gracias a evolución del crédito

Aunque durante 2007, se presentó una tendencia de desaceleración en las tasas de crecimiento real del crédito, el desempeño consolidado fue mayor al presentado el año anterior. Esto permitió que se siguiera aumentando en los niveles de profundización financiera. De esta forma, el crédito como porcentaje del PIB logró ubicarse por encima del 31% en el 3T07, nivel no observaba desde el 1T00. Sin embargo, el único tipo de cartera que ha logrado superar los niveles anteriores a la crisis es la de consumo al tiempo que la cartera hipotecaria ha disminuido considerablemente. Sin embargo, con la reactivación del crédito hipotecario durante este año, se logró que este indicador recuperara 0,2 p.p. frente al cierre de 2006, para ubicarse al 3T07 en 2,5% del PIB. Se espera que la profundización financiera continúe aumentando llegando a estar cerca del 32% en el 4T07. De igual forma se ha logrado mejorar el acceso a los servicios financieros, y una mayor proporción de la población se encuentra bancarizada.

Cartera crediticia: aunque los riesgos permanecen bajos, se evidencia deterioro

La dinámica expansión del stock de crédito no se ha traducido en un deterioro considerable del indicador de calidad de cartera¹²; sin embargo, se ha visto una tendencia de aceleración en el crecimiento de la cartera vencida. De esta forma, la cartera vencida completa 6 meses creciendo por encima de la cartera bruta, lo cual ha llevado a que el indicador de calidad se haya deteriorado ligeramente durante el 2007. Así el indicador en la cartera total ha aumentado 0,7 p.p. desde el menor nivel observado en diciembre de 2006, para ubicarse en noviembre pasado en 3,4%. Este deterioro se concentró principalmente en la cartera de consumo, el cual llegó a 6,0% en noviembre y completa 11 meses de constante deterioro. Por su parte, el indicador para la cartera hipotecaria y comercial han presentado un deterioro menor que en consumo. Sin embargo, durante los últimos meses el deterioro se ha acentuado en estos tipos de crédito.

El cubrimiento de sistema se encuentra en niveles altos, y es superior al 100% en el caso del total de cartera vencida. Esto junto con un índice de solvencia 4,2 p.p superior al requerimiento del regulador (13,2% en noviembre pasado), da al sistema estabilidad y seguridad. Sin embargo, es de resaltar que tanto el cubrimiento como el índice de solvencia han disminuido en los últimos meses. El indicador de cubrimiento pasó de 153% en diciembre de 2006 a 124% en noviembre de 2007, mientras que el índice de solvencia disminuyó de 14,4% en julio pasado a 13,2% en noviembre.

La disminución en el cubrimiento y solvencia, unido al deterioro marginal, pero continuo, de la cartera debe ser monitoreado constantemente.

¹² Medida como cartera vencida sobre cartera total.

Aunque aún no se vislumbran riesgos latentes en la cartera ni en la capacidad de pago de las familias y empresas que pongan en riesgo la viabilidad del sistema, es necesario hacer un correcto seguimiento a estos indicadores para evitar deterioros mayores.

Las captaciones de depósitos a término ganan importancia

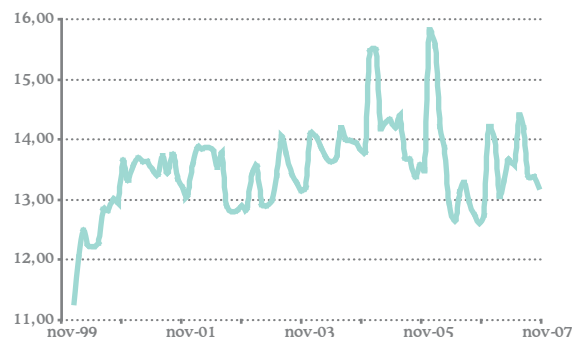
Durante el 2007 los depósitos han presentado una dinámica importante, presentando una tasa de crecimiento promedio en lo corrido del año cercano al 14%. Durante los últimos meses, los depósitos se han desacelerado, aunque en el mes de noviembre presentaron una recuperación, al aumentar su tasa de crecimiento real a 14%, 3 p.p. más que en octubre. Sin embargo, estas tasas son menores de las observadas en marzo y abril (18,0%).

La reducción del ritmo de crecimiento de los depósitos ha sido causada por la desaceleración presentada en las cuentas de ahorro y corriente, productos que han perdido atractivo tanto para ahorradores como para los mismos establecimientos de crédito. En el caso de los ahorradores, el aumento en las tasas de interés genera un mayor atractivo por los depósitos a término, mientras que para los establecimientos de crédito, la imposición de encajes marginales, y el aumento y unificación de los ordinarios, ha encareció las captaciones por este tipo de instrumentos. De esta forma, las cuentas de ahorro se han desacelerado de una tasa de crecimiento real de 23,4% en marzo de 2007 a 10,6% en el pasado noviembre. Por su parte, las cuentas corrientes han disminuido su crecimiento de 17,2% en abril de 2007 a 5,6% en noviembre.

La menor dinámica de cuentas, tanto corrientes como de ahorro, se ha compensado por una aceleración del crecimiento de los depósitos a término, los cuales alcanzaron cifras históricamente altas (24,0% en noviembre de 2007). El mayor atractivo de este instrumento tanto para los establecimientos como para ahorrados, ha llevado a una tendencia de aceleración de su tasa de crecimiento, la cual ya completa 2 años. Así, los CDTs han ganado 5 p.p. de participación dentro de los depósitos desde abril de 2007, llegando a representar 36% del total en noviembre pasado. Sin embargo, aún se encuentran lejos del 56% que representaban en 1999.

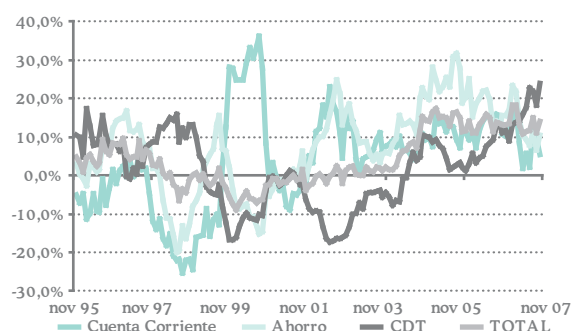
Hasta el momento, la exitosa colocación de acciones de ECOPE-TROL no ha tenido gran efecto sobre las captaciones de los establecimientos de crédito, ya que ha sido simplemente una transferencia de recursos entre ahorradores y la empresa petrolera sin salir del sistema financiero. Conforme estos se vayan utilizando en los planes de inversión de ECOPETROL, se irá presentando una menor disponibilidad de recursos en el sistema que tendrá efectos sobre el saldo de los depósitos. Para el 2008 se espera que la dinámica de crecimiento de los depósitos se mantenga robusta y que las captaciones por medio de CDTs continúen ganando importancia.

Índice de Solvencia



Fuente: Superintendencia Financiera

Crecimiento Real de los Depósitos (Var. Interanual)



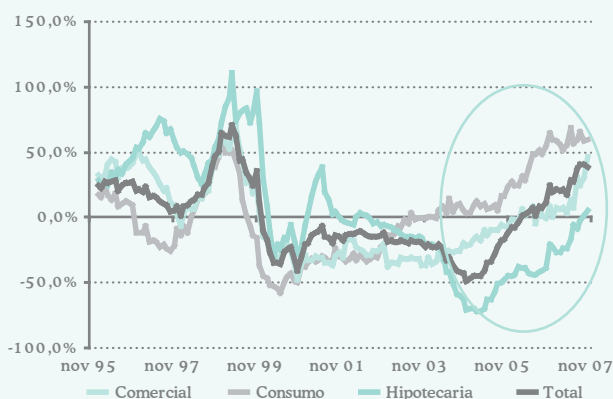
Fuente: Superintendencia Financiera

La evolución de la cartera vencida

Fuerte expansión del crédito ha generado un repunte considerable de la cartera vencida.

Tras más de 5 años de caída del crédito bruto, la actividad crediticia comenzó a recuperarse en el 3T04, al mostrar tasas de crecimiento real positivas. La recuperación económica del país junto con una política monetaria más laxa, permitió la recuperación del crédito, generándose una rápida aceleración de las tasas de crecimiento real durante el año 2006, que llevó a aumentar la tasa de crecimiento real de 7,8% en noviembre de 2005 a tocar un máximo en marzo de 2007 de 27,1%. Pero este auge crediticio ha estado acompañado de un rápido crecimiento de la cartera vencida, la cual inició una fuerte tendencia de aceleración desde enero de 2005, siete meses después del inicio de la recuperación de la cartera bruta. Actualmente la cartera vencida ha crecido durante seis meses continuos por encima del crédito bruto, llegando en noviembre de 2007 a una variación real de 38,9% frente a igual mes del año anterior mientras que el crédito bruto creció en igual periodo 20,2%.

Crecimiento Real de la Cartera Vencida (Var. Interanual)



Fuente: Superintendencia Financiera – SEE BBVA Colombia

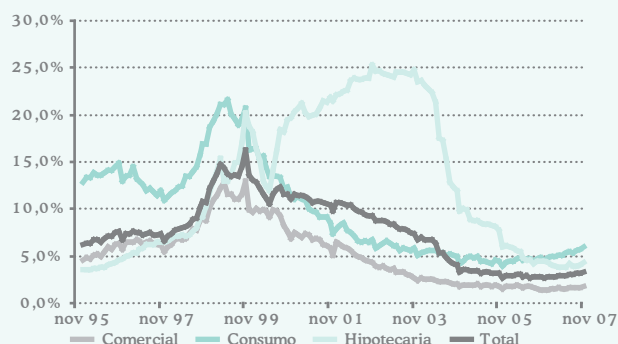
La cartera vencida del crédito al consumo ha experimentado el mayor aumento.

Actualmente todos los tipos de crédito muestran una tendencia de aceleración en el crecimiento de la cartera vencida, la cual comenzó a experimentar tasas de crecimiento positivo desde abril de 2006. Sin embargo, el crédito de consumo vencido empezó a experimentar esta tendencia desde 1T04. Así mismo, la cartera vencida de

consumo, es la única que ha llegado a sobre pasar las tasas de crecimiento experimentadas en la crisis de finales de los noventa (62,8% en enero de 1999, frente a 68,2% en junio de 2007). Aunque en los últimos meses no se ha experimentado una desaceleración de estas tasas de crecimiento, se ha evidenciado un estancamiento, manteniéndose en niveles casi constantes.

El fuerte crecimiento de la cartera vencida ha llevado a un deterioro constante del indicador de calidad tradicional, el cual ha aumentado del mínimo alcanzado en diciembre de 2006 (2,6%), a 3,4% en el pasado noviembre.

Indicador de Calidad Tradicional de la Cartera¹



Fuente: Superintendencia Financiera

De igual forma el mayor deterioro se ha evidenciado en el indicador para la cartera de consumo, el cual alcanzó un valor de 6% en noviembre pasado. En el caso del consumo, el indicador tradicional de calidad muestra una tendencia de deterioro constante durante los últimos 11 meses aumentando 1,5 p.p. desde diciembre de 2006. Los aumentos en el indicador para crédito comercial e hipotecario han sido menores al experimentado en el crédito de consumo. A pesar del deterioro observado, el indicador se mantiene bastante bajo en términos históricos, y muy por debajo de los niveles alcanzados en la época de la crisis.

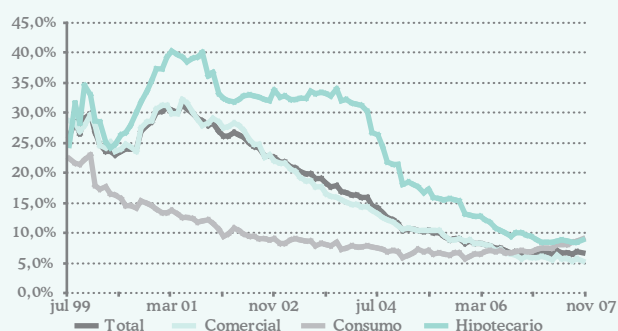
El deterioro también se evidencia en la calificación de la cartera.

La calidad de la cartera por calificación también se ha deteriorado, llevando a que el indicador de calidad por calificación haya repuntado hasta 6,8% en noviembre de 2007, desde el mínimo de 6,6% alcanzado en julio del mismo año. Al igual que en el indicador de calidad tradi-

¹ Indicador de calidad tradicional = cartera vencida/cartera bruta.

cional, el deterioro en este caso ha sido principalmente causado por el crédito de consumo, donde el indicador ha repuntado 2,3 p.p. desde septiembre de 2006, para situarse en 9,0% en noviembre pasado mostrando una clara tendencia de deterioro. Por el contrario los indicadores por calificación en las carteras comercial e hipotecaria han presentado mejora en el último año.

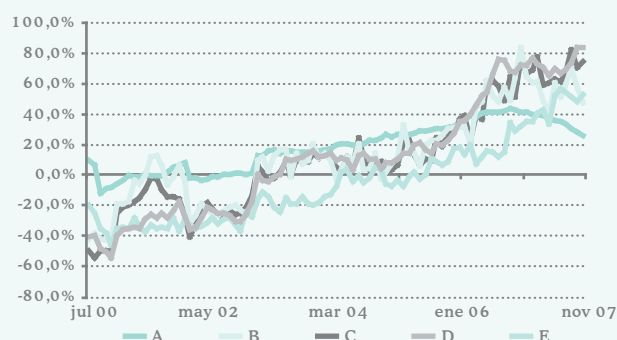
Indicador de Calidad por Calificación de la Cartera ²



Fuente: Superintendencia Financiera – SEE BBVA Colombia

De igual forma, en la cartera de consumo, se ha presentado en los últimos meses una constante aceleración del crecimiento real de las carteras calificadas B, C, D y E; mientras que el crecimiento de la cartera A se desaceleró.

Crecimiento Real del Crédito de Consumo por Calificación (Var. Interanual)



Fuente: Superintendencia Financiera – SEE BBVA Colombia

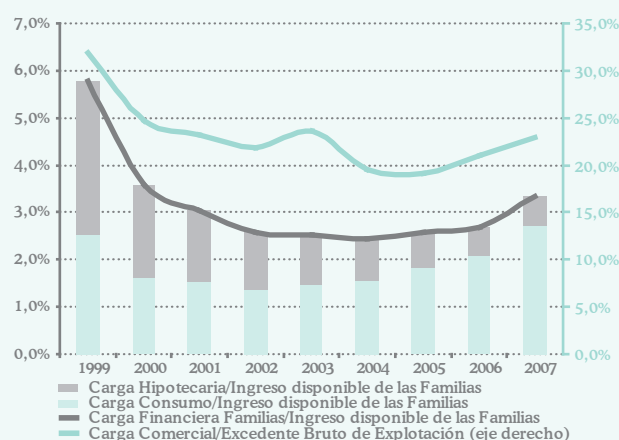
Por el contrario, esta tendencia de crecimiento no se evidencia en el crédito hipotecario ni en el comercial donde las carteras de menor calificación crecen por debajo de la cartera calificada A, con excepción de la cartera D en el caso de la comercial.

² Indicador de calidad por calificación cartera calificada B, C, D y E / cartera bruta.

Una mayor carga financiera de las familias podría haber contribuido al deterioro de la cartera de consumo.

La situación financiera de las familias y empresas colombianas se muestra saludable. La carga financiera, calculada como el pago anual de intereses y capital a los establecimientos de crédito sobre el ingreso disponible de los hogares y sobre el excedente bruto de explotación para crédito a empresas³, se mantiene cómodamente por debajo de los niveles alcanzados en el año de 1999. No obstante, se observa un incremento del peso de las obligaciones financieras durante los dos últimos años. El dinámico crecimiento que ha tenido la cartera de crédito durante este periodo, ha sido mayor al aumento de la capacidad de pago de los deudores, lo cual ha generado este aumento de la carga financiera, ya que el endeudamiento de las familias y empresas ha crecido más rápido, que el ingreso disponible y el excedente bruto de explotación.

Carga Financiera de Familias y Empresas



Fuente: Superintendencia Financiera – DANE - SEE BBVA Colombia

Aunque no se observa un deterioro considerable en el total de la carga financiera para empresas y familias, se resalta el aumento que ha tenido la carga del crédito

³ Para el indicador de carga financiera, se procedió a calcular una cuota fija mensual según el saldo bruto, la tasa de interés de cada mes respectivamente, junto con algunos supuestos para el plazo medio de crédito según su modalidad. Las cuotas de los doce meses del año son acumuladas para obtener una aproximación del pago de intereses y capital que las familias y empresas realizaron durante el año. Como ingreso disponible de los hogares se tomó la cuenta de distribución secundaria del ingreso de los hogares reportada por el DANE, por considerarse la mejor aproximación al ingreso de hogares. Para los años 2006 y 2007 el ingreso disponible es proyección del SEE - BBVA

de consumo para las familias. Así, el pago de intereses y capital por concepto de créditos de consumo pasó de representar 1,4% del ingreso disponible en 2002 a 2,7% en 2007. Los efectos positivos que pueden haber tenido el incremento en los plazos para crédito de consumo y las menores tasas de interés de mercado, han sido contrarrestados por el significativo aumento de la cartera de consumo.

El incremento de la carga financiera de la cartera de consumo probablemente ha influido significativamente en la evolución reciente que muestra la cartera vencida de consumo.

Aún con el deterioro, las condiciones son favorables y no se vislumbran riesgos en el corto plazo.

Sin embargo, las actuales condiciones macroeconómicas varían completamente de las experimentadas durante épocas pasadas, como la crisis financiera de finales de los noventa. En este periodo la economía colombiana se encuentra creciendo saludablemente, y aunque se prevé

una desaceleración, se espera una convergencia hacia el nivel de largo plazo. De igual forma, la tasa de desempleo se mantiene con una tendencia descendiente, generando estabilidad para los deudores y el sistema financiero.

Aunque, se ha presentado un aumento considerable de la cartera vencida, principalmente en el crédito de consumo, todavía no se evidencia una situación preocupante que ponga en riesgo la estabilidad del sistema financiero. En general, prácticamente todos los indicadores analizados se encuentran en niveles bastante inferiores de los experimentados antes de la crisis de finales de los noventa, además que el sistema financiero se encuentra hoy en día mucho mejor preparado en materia de provisiones que en el pasado.

Aun así, en un contexto de moderación de la actividad económica en el mediano plazo, es necesario realizar un constante monitoreo de la evolución de la cartera vencida, a pesar que no se avizoran riesgos sistemáticos por problemas de pago de los créditos.

Alberto Santaella

alberto.santaella@bbva.com.co

Contexto Internacional

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

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	31/12/2006	jun-07	dic-07	dic-08	31/12/2006	jun-07	dic-07	dic-08
EE.UU.	5,25	4,75	4,25	3,25				
UEM (\$/€)	3,50	4,00	4,00	3,75	1,32	1,35	1,47	1,40
Japón (yenes/\$)	0,25	0,50	0,50	0,75	117	123	112	105
China (cny/\$)	6,12	7,47	8,01	8,28	7,81	7,30	6,9	6,7

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% promedio)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	9,2	8,5	8,2	7,5	12,3	9,8	8,4	11,0
Brasil	2,9	3,7	5,2	4,6	5,7	3,1	4,5	4,5
Chile	5,7	4,0	5,2	4,7	3,7	2,6	7,8	4,3
Colombia	4,7	6,8	7,0	5,4	4,9	4,5	5,7	4,5
México	2,8	4,8	3,1	2,7	3,3	4,1	3,8	3,6
Perú	6,7	7,6	8,3	7,0	1,5	1,1	3,9	2,6
Venezuela	10,3	10,3	8,4	5,7	14,4	17,0	22,5	21,6
LATAM	4,5	5,4	5,4	5,0	6,0	5,1	6,2	5,9
LATAM Ex-México	5,2	5,6	6,4	5,4	6,9	5,4	7,0	6,7

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina ²	1,8	1,8	1,5	2,1	3,1	3,8	2,6	0,7
Brasil	-3,1	-2,3	-2,3	-1,6	1,8	1,6	0,6	-0,5
Chile ²	4,5	7,7	8,9	5,0	1,0	3,6	3,4	-0,3
Colombia	0,0	-0,8	-0,7	-1,3	-1,5	-2,1	-3,3	-4,1
México	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,7	-0,2	-0,8	-1,1
Perú	-0,3	2,1	2,9	1,2	1,4	2,8	1,4	-0,6
Venezuela ²	1,6	0,0	-0,8	-1,5	17,7	15,0	11,4	8,7
LATAM ¹	-0,7	-0,5	-0,4	-0,5	2,0	2,3	1,2	0,1
LATAM Ex-México	-1,0	-0,8	-0,6	-0,6	3,4	3,5	2,0	0,5

¹Media de los 7 países mencionados; ²Gobierno 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	3,14	3,23	6,4	8,9	12,2	12,7
Brasil	2,28	2,15	1,78	1,75	18,00	13,25	11,25	10,75
Chile	514	528	499	485	4,50	5,25	6,00	6,00
Colombia	2279	2261	2014	2215	6,3	6,8	8,9	9,8
México	10,69	10,88	10,86	10,85	8,0	7,0	7,4	7,5
Perú	3,43	3,21	2,98	2,90	3,25	4,50	5,00	5,75
Venezuela*	2150	2150	2150	2,15	11,7	10,3	11,7	12,9

³Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente; *El tipo de cambio para el 2008 corresponde al Bolívar fuerte.

	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	89,1	85,6
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	118	140	150	146	78	81	81,4	83,6

¹Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones. ²Argentina: 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	7,0	5,4
Inflación IPC (% , fin de año)	3,7	2,6	6,2	3,6	4,9	4,5	5,7	4,5
Balanza comercial (m.M. \$)	10,2	21,3	26,6	18,2	1,4	-0,1	-1,6	-2,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	1,3	5,3	9,6	4,5	-1,9	-3,1	-5,7	-7,7
% PIB	1,0	3,6	5,4	2,3	-1,5	-2,1	-3,3	-4,1
Reservas (m.M. \$, fin de año)	17,0	19,4	16,8	16,8	15,0	15,4	21,1	18,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	514	528	503	500	2279	2261	2014	2215
Saldo sector público (% PIB) ¹	4,5	7,7	7,0	5,8	0,0	-0,8	-0,7	-1,3
Tasa de interés (fin de año)	4,50	5,25	5,75	6,25	6,3	6,8	8,9	9,8
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

¹Chile: Gobierno Central ²Chile: 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

¹México: 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

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

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

España: Julián Cubero

Análisis Sectorial: Ana Rubio

Europa: Miguel Jiménez

Análisis cuantitativo: Giovanni Di Placido

Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Latam y Mercados Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis macroeconómico Mercados Emergentes: Sonsoles Castillo

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia: Juana Téllez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Alejandro Puente

China: Ya-Lan Liu

Norteamérica: Jorge Sicilia

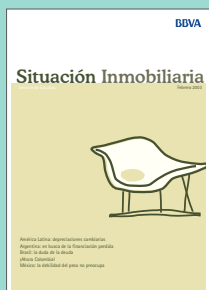
Estados Unidos: Nathaniel Karp

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.