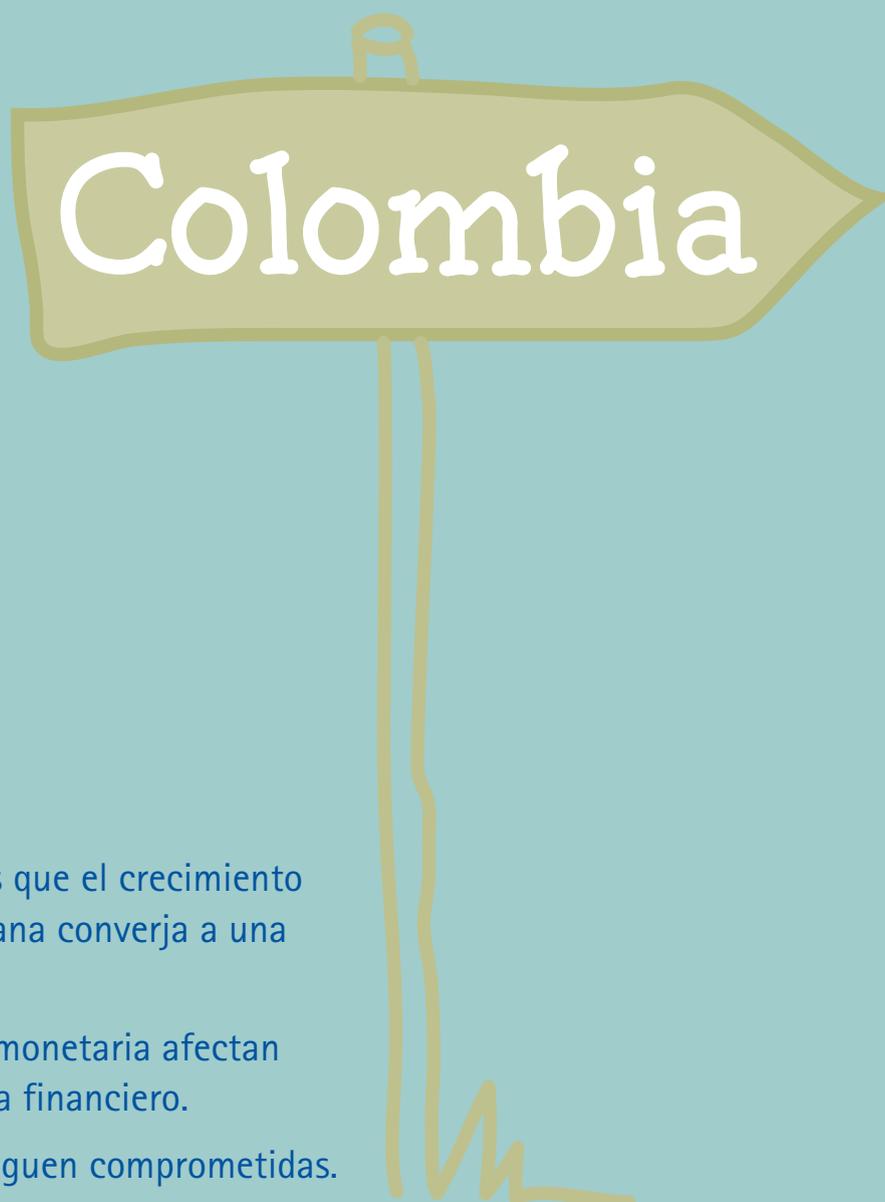


Situación

Servicio de Estudios Económicos

ISSN 2011-6357

Segundo Trimestre 2008



- Para este año esperamos que el crecimiento de la economía colombiana converja a una tasa sostenible.
- Las medidas de política monetaria afectan el dinamismo del sistema financiero.
- Las metas de inflación siguen comprometidas.

Índice

Fecha de cierre: 30 de Abril de 2008

Editorial	2
Resumen Ejecutivo	3
1. Entorno Internacional	4
2. Entorno Macroeconómico	8
3. Política Monetaria y Cambiaria	14
4. Sistema Financiero	16
Recuadro: Cambios que plantea la Reforma Financiera	18
Recuadro: Límites a la tasa de interés, en contravía de la bancarización	19
5. Previsiones globales del Servicio de Estudios Económicos de BBVA	22

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

carloседison.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:

www.bbva.com.co

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

Editorial

La economía colombiana cerró el 2007 con un crecimiento sin precedentes recientes. Así se consolida la etapa de expansión iniciada en 2003 y se crean soportes para el mediano plazo. El dinámico crecimiento se ha traducido en mejores condiciones de vida para los colombianos. El producto interno por habitante creció en el 2007 a una tasa del 6,2% real, respecto a una media del 3.9% en los últimos cinco años. Al tiempo, el desempleo se ha ido reduciendo gradualmente desde 2001 gracias a un aumento en la ocupación.

Durante el 2007, la demanda interna, y en especial la inversión fue el principal motor de crecimiento. De hecho, la inversión alcanzó su máximo histórico como proporción del producto interno bruto al representar cerca del 29%.

Los indicadores adelantados disponibles para el primer trimestre de 2008 y nuestras previsiones permiten pensar que la economía colombiana se desacelerará éste y el año próximo de sus máximos de 2007 y se acercará gradualmente a un crecimiento más consistente con su potencial. Esta desaceleración responderá principalmente a una contracción gradual de la demanda interna que se presentará como respuesta a la política monetaria más restrictiva que ejerce el banco central desde abril de 2006 y a la desaceleración de nuestros principales socios comerciales. En cualquier caso, la desaceleración esperada es moderada si se tiene en cuenta el patrón histórico de la economía colombiana y el contexto internacional adverso, por la fuerte desaceleración de Estados Unidos y los problemas financieros a nivel global.

Sin embargo, el patrón de crecimiento actual de la economía colombiana ha generado un creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que se convierte en una importante vulnerabilidad a futuro. En términos de la balanza comercial, las exportaciones tradicionales se pueden ver afectadas fuertemente por una caída en el precio de los productos básicos, un ajuste cambiario fuerte en la economía venezolana o un empeoramiento de las relaciones políticas con ese país que afecte el comercio bilateral. Por el momento, este desbalance externo está siendo financiado ampliamente por inversión extranjera directa pero el riesgo se encuentra latente ante un cambio brusco en las condiciones de liquidez externas que eleven el riesgo país colombiano y afecte los patrones de inversión extranjera hacia América Latina.

Resumen Ejecutivo

El 2007 fue un excelente año para la economía colombiana. El crecimiento (7.5%), fue mayor a lo esperado y se completó una fase de expansión económica no observada desde el inicio de la década de los 70. La confianza en el país y los altos precios de los principales productos de exportación, permitieron superar un entorno internacional adverso en la segunda mitad del año, cuando los mercados financieros internacionales empezaron a sufrir las consecuencias del desplome del precio de los activos respaldados en créditos inmobiliarios en Estados Unidos.

La información reciente muestra que la economía ha entrado en una fase de ligera desaceleración del crecimiento hacia una tasa más sostenible, tal como se había anticipado meses atrás, debido al menor crecimiento económico a nivel global y factores propios como las medidas implementadas por el Banco de la República. La interpretación que damos a este fenómeno es favorable ya que se espera que esto contribuya a reducir los desequilibrios macroeconómicos de la economía colombiana.

En este sentido, las presiones inflacionarias no dan muestras de ceder en estos primeros meses del año. Al fenómeno internacional del repunte de la inflación relacionado con los mayores precios internacionales de materias primas y alimentos hay que agregarle, en el caso colombiano, las presiones asociadas al exceso de gasto que presenta la economía. Los indicadores de inflación básica han aumentado y el cumplimiento de las metas de inflación anunciadas para 2008 y 2009 se encuentra comprometido. En este contexto, creemos que el Banco de la República mantendrá una política monetaria restrictiva incrementando las tasas una vez más en el segundo trimestre del año y manteniéndolas después hasta que las presiones inflacionistas empiecen a ceder.

En 2007 el déficit en cuenta corriente se amplió, reflejando el exceso de gasto de la economía. Este se financió holgadamente con el nivel record de flujos de inversión extranjera directa (IED) que llegaron al país, muestra de la confianza de los inversores internacionales en la economía. Para el presente año esperamos un deterioro adicional de las cuentas externas a pesar de la moderación del crecimiento de la demanda interna. Contemplamos que los flujos de capital, en particular la IED, seguirán financiando dicho déficit. Así mismo considerando los altos precios internacionales de las materias primas, algunas de ellas tan importantes para la canasta exportadora colombiana y la postura laxa de política monetaria del FED, se espera una apreciación promedio del peso colombiano.

El sistema financiero tuvo un buen desempeño en 2007, a pesar de que el Banco de la República aumentara en 8 ocasiones sus tasas de interés (de 7.5% a 9.5%) e impusiera encajes marginales sobre los depósitos. La desaceleración del crecimiento del crédito refleja los efectos que han tenido las decisiones de política monetaria y permite prever una moderación de la actividad económica. Para este año esperamos una expansión del crédito cercana al 10% real.

1. Entorno Internacional

Crisis financiera más prolongada

La economía mundial y, particularmente, las economías desarrolladas, continúan bajo la influencia del choque financiero iniciado el pasado verano. Sus efectos, más prolongados de lo inicialmente esperado, se han extendido hacia una gran variedad de agentes, activos y mercados. A día de hoy siguen sin mitigarse las tensiones en los mercados monetarios, a pesar de las medidas adoptadas por los principales bancos centrales. La Reserva Federal ha sido, sin duda, el más activo con un agresivo recorte de tipos oficiales, el incremento de inyecciones de liquidez a las entidades financieras mediante varios programas de préstamo (TAF, TSLF, PDCF, repos) y su intervención, mediante un préstamo especial, en la reciente compra de Bear Stearns por parte de JP Morgan. El BCE, con una estrategia diferente y menos agresiva, ha tratado de alargar los plazos, en lugar de incrementar la liquidez del sistema. El último en incorporarse a esta sucesión de medidas ha sido el BoE, con el anuncio de una nueva facilidad de liquidez, que amplía los colaterales aceptados y prolonga de forma significativa los plazos de la misma, pues los bancos podrán intercambiar sus activos ilíquidos por bonos del Tesoro durante un plazo de uno a tres años.

Los problemas de financiación bancaria se extienden más allá de los mercados monetarios. Las primas de riesgo de crédito continúan siendo elevadas y los problemas de emisiones a nivel global persisten. Las pocas emisiones que se han producido en los mercados primarios han sido a un coste muy elevado. Además, se han visto afectados otros agentes, como las aseguradoras de bonos. Igualmente, se han registrado pérdidas sustanciales en otras clases de activos norteamericanos más allá de los residenciales, incluyendo los bonos municipales y los préstamos apalancados. No obstante, las últimas medidas fiscales y regulatorias podrían establecer un suelo en la cotización de estos activos, evitando un deterioro adicional en los mismos. En este difícil contexto, las entidades financieras se han visto obligadas a reconocer importantes pérdidas derivadas de la merma de valor de sus carteras de activos, que superan ya los 200mm. de dólares, una cifra que previsiblemente se incremente en los próximos meses. Además, el deterioro macroeconómico que se está produciendo en las principales economías, y en especial en EE.UU., podría mantener la presión sobre las cuentas de resultados bancarias. Ambas tendencias suponen un desafío para algunas entidades financieras muy expuestas a los sectores más afectados, que deberán buscar recursos para recapitalizarse.

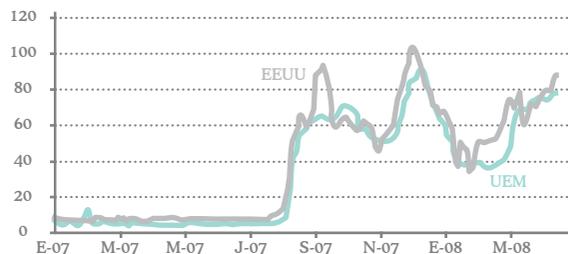
Economías desarrolladas, de la economía financiera a la real

La severidad y persistencia del choque financiero se está trasladando ya de forma negativa a la economía real, si bien la magnitud y duración de su impacto sobre las distintas regiones podría ser muy distinto.

La economía estadounidense es la que está experimentando la desaceleración más aguda.

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 3 meses:

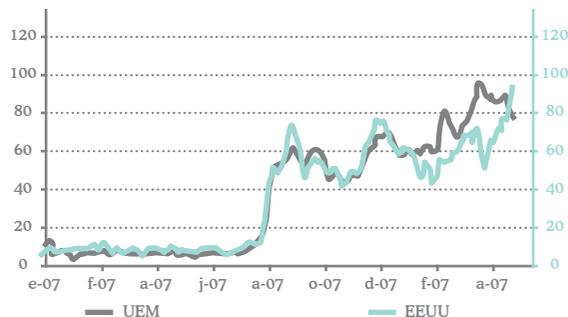
Diferencial (LIBOR 3M -Expectativas Política Monetaria 3M)



Fuente: Bloomberg. LIBOR3 M - OIS3M (Overnight Index Swap). Med.móv. 5 días

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 12 meses:

Diferencial (LIBOR12M -Expectativas Política Monetaria12M)



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

Riesgo de crédito bancario: CDS 5 años (pb)



Fuente: Bloomberg y BBVA. Media simple de CDS Senior a 5 años

El mercado inmobiliario continúa sin estabilizarse y contribuyendo negativamente al crecimiento, a la vez que el consumo se debilita progresivamente, como consecuencia del deterioro de la confianza y del mercado laboral, que ya acumula tres meses consecutivos de destrucción de empleo. Así, en un contexto en el que parece poco probable que la aportación del sector exterior o las posibles medidas fiscales que se puedan adoptar vayan a ser suficientes para contrarrestar la situación, se espera que la economía de EE.UU. crezca en promedio un 1% en 2008, muy alejado de su crecimiento potencial y del de 2007 (2,2). En este contexto, de desaceleración se espera que la Reserva Federal siga recortando tipos hasta el 2% al cierre de 2008.

Por su parte, la desaceleración de la economía europea está siendo mucho más gradual y moderada, gracias a la fortaleza mostrada por la economía alemana, que se está viendo favorecida por la mayor diversificación de sus exportaciones. Sin embargo, a la vista de que las tensiones financieras en Europa podrían ser similares a las de EE.UU. y que algunos países miembros ya están haciendo frente a una desaceleración cíclica (España, Irlanda, Reino Unido), cabe esperar que las actuales turbulencias y el deterioro de la economía estadounidense terminen impactando la zona euro por lo que el crecimiento para 2008 podría acabar en el 1,5% respecto al 2,6% de 2007.

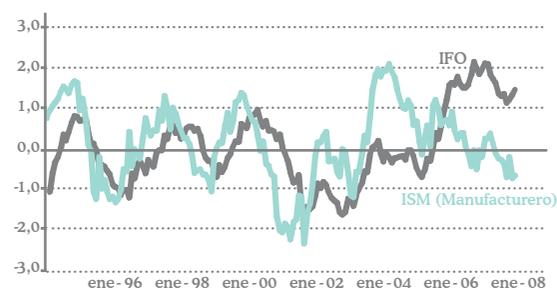
La inflación, por su parte, continuó acelerándose a nivel global, en buena parte por los altos precios de los alimentos y de la energía, con un precio del petróleo instalado en cotas superiores a los 100\$/barril. Así, la inflación en EE.UU. y la zona del euro, pasó del 2.1% y 1,8%, respectivamente, en enero de 2007 al 4.0% y 3,6% en marzo de 2008. En este sentido, aunque se espera que se trate de un fenómeno temporal, los riesgos sobre la inflación son al alza, especialmente en Europa, donde los recientes aumentos de los precios han llevado a que el BCE endurezca aún más si cabe su discurso. A medida que la economía se vaya ralentizando y que la inflación se vaya mitigando, el BCE debería tener margen para relajar su política monetaria, hasta situar el tipo oficial en el 3,5% a finales de año. Ante este panorama de desaceleración económica y tipos oficiales más bajos, cabe pensar que la renta fija pública de largo plazo puedan seguir actuando de activo refugio y se mantengan en niveles relativamente bajos durante todo el año, ubicándose en el 3,90% tanto en EE.UU. y Europa a finales de 2008.

Por último, prosigue la debilidad del dólar frente al euro, fuertemente condicionado por las divergentes expectativas de crecimiento y de política monetaria para EE.UU. y Europa. A corto plazo, lo más probable es que la debilidad persista. Sin embargo, en la medida en que la economía estadounidense se estabilice y los signos de desaceleración de la economía europea sean más plausibles y el BCE relaje su política monetaria, el dólar podría revertir hacia niveles menos depreciados.

Asia, moderación del crecimiento y mayor riesgo de inflación

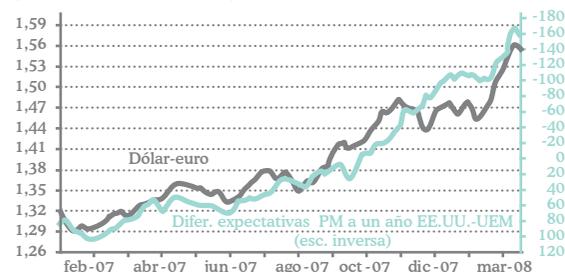
En 2007, Asia emergente y Japón crecieron 9.1% y 2.1%, respectivamente. De hecho, la mayoría de los países de la región terminaron sorprendieron al alza. En el primer trimestre de 2008, los principales indicadores económicos en Asia se han mostrado en general sólidos.

ISM versus IFO
(desviación estándar respecto a la media)



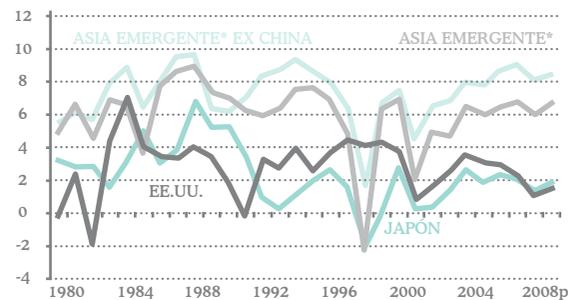
Fuente: Datastream y BBVA

Dólar-euro vs. diferencial de expectativas de PM a un año entre EE.UU. y la UEM (media móvil semanal)



Fuente: Bloomberg

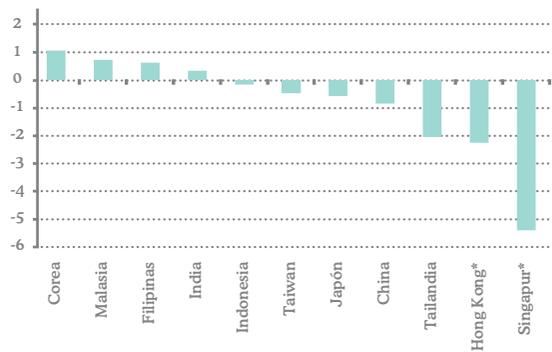
Crecimiento PIB real (%)



*Asia emergente: China, India, Indonesia, Malasia, Corea, Filipinas, Singapur, Taiwan y Tailandia.
2008-2009 previsiones en sombreado.

Fuente: BBVA

Asia: Tipos reales de política monetaria (% , mar-2008)



* Tipo interbancario a 3 meses. Resto son tasas oficiales deflatado por IPC.

Fuente: BBVA

dos a pesar del deterioro de las condiciones económicas en el entorno internacional, en base a la mayor diversificación geográfica de sus exportaciones, un crecimiento elevado en el resto de economías emergentes y la importancia de la demanda interna.

En cualquier caso, el entorno exterior es lo suficientemente negativo para pensar que la región desacelere su crecimiento en 2008 en torno a un punto porcentual respecto a 2007. En cualquier caso, el sesgo a nuestras previsiones de crecimiento se mantiene a la baja ante la incertidumbre sobre la evolución de la economía global y los posibles efectos de segunda ronda ante una caída significativa de las exportaciones, una corrección brusca de los mercados de valores o un eventual efecto contagio en la región. A corto plazo, otro riesgo importante es el rápido aumento de la inflación acompañado, en algunos casos, de una fuerte apreciación de las divisas asiáticas frente al dólar que podría llevar a una fuerte apreciación real y, por tanto, a una ulterior caída de las exportaciones. provocar una desaceleración más intensa anticipadot.

Hasta el momento, los Bancos Centrales en la región se muestran más preocupados por los riesgos sobre crecimiento que sobre inflación. China, Hong Kong y Singapur tienen actualmente tipos reales muy negativos, regímenes cambiarios poco flexibles y reducido margen de actuación en política monetaria. En esta situación existe el riesgo de una inflación más elevada y persistente..

La subida en los precios internacionales de materias primas, energía y, más recientemente, de los alimentos está tras el fuerte repunte de la inflación en Asia. Los gobiernos en la región han reaccionado con medidas de corte fiscal y administrativo tales como recortes de tarifas a la importación, restricciones o prohibición a la exportación de ciertos productos agrícolas, controles sobre precios y subsidios a la producción. Sin embargo, este tipo de medidas pueden introducir importantes distorsiones que impidan el ajuste automático del mercado así como el deterioro del saldo fiscal y déficit corriente en algunas economías. Alternativamente, los bancos centrales podrían optar por utilizar más activamente la política monetaria con subidas de tipos de interés y apreciación del tipo de cambio. En cualquier caso, en el corto plazo, dichas medidas ayudarían a contener las presiones inflacionarias a costa de un menor crecimiento.

Materias primas

Los precios de las materias primas siguen registrando alzas generalizadas, alcanzando cifras record en algunos casos y generando una creciente preocupación por su impacto en la inflación global. En el caso de los alimentos, destacan en particular las recientes alzas del precio de arroz y el desabastecimiento de este producto en diversos mercados globales. Desde una perspectiva histórica, el shock en los precios de la energía es comparable con el experimentado en los años 70, mientras que en otros casos, como los alimentos, el tamaño del shock es menor y podría aún quedar recorrido alcista en los precios dada la presión de la demanda de las economías emergentes. De hecho, para los alimentos, el aumento de la población y del ingreso per capita en países como China está determinando un cambio en el patrón de consumo. Junto a la demanda, los factores

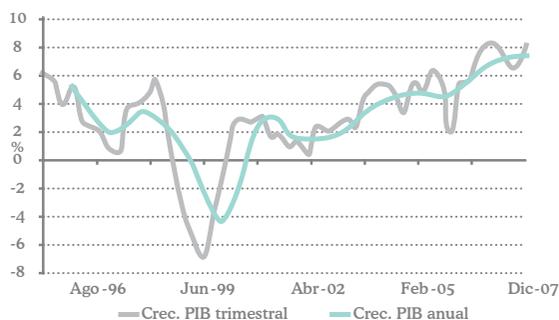
financieros parecen estar jugando un papel importante en el alza de los precios de las materias primas, tales como la depreciación del dólar o la preferencia de los inversores de este tipo de productos como activo refugio.

A pesar de los elevados niveles de precios actuales, los contratos de futuros descuentan para finales de año subidas adicionales para algunas materias primas como el maíz, el trigo o el oro, mientras que los futuros para la soja, el petróleo o el cobre muestra una senda de moderación en los próximos meses.

Nuestras previsiones apuntan a una ligera moderación de los precios actuales (ver tabla Contexto Internacional). El petróleo tipo brent, que ha cotizado cerca de los 120\$/b, es un mercado muy tensionado por la combinación de factores estructurales (demanda robusta de emergentes y oferta inferior a la prevista en el primer trimestre del año), financieros y geopolíticos. Nuestra previsión apunta a una convergencia muy gradual al nivel de equilibrio, estimado en 65-70\$ en los próximos años. Para finales de 2008, estimamos que el precio del barril cerraría entorno a los 90\$.

Crecimiento del PIB frecuencias trimestral y anual

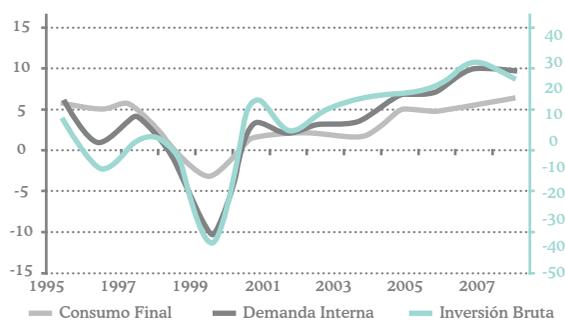
(variaciones interanuales, COP de 1994)



Fuente: DANE, Cálculos SEE-BBVA

Demanda interna y sus componentes

(variaciones anuales, COP de 1994)



Fuente: DANE

Crecimiento del PIB en sectores transables y no transables

(COP de 1994)



Fuente: DANE, Cálculos SEE-BBVA

2. Entorno macroeconómico

Crecimiento histórico en 2007

En 2007 el crecimiento se situó en el 7,5% anual, sorprendiendo al alza a pesa de las continuas revisiones a lo largo del año. A ello contribuyó, el inesperado repunte en el 4T07 hasta el 8,1%.

Demanda interna continúa impulsando el crecimiento

El crecimiento, por el lado de la demanda, se basó en la fuerte expansión de la demanda interna. La inversión bruta (con existencias), fue el principal motor del gasto en 2007, con un crecimiento de 21,2%. Al descontar la variación de existencias, la formación bruta de capital fijo conservó, prácticamente, la misma tasa de expansión que en 2006. El gasto en inversión expandió su participación sobre el PIB llegando a una tasa de 27,8% contando con las existencias y 24,8% descontándolas con lo que llegó a ser la más altas desde que se utiliza la metodología de medición base 1994. Por otra parte, el consumo total aceleró ligeramente su crecimiento respecto a 2006. Esto se debe tanto a la dinámica del consumo privado como del consumo público. Se destacó el dinamismo mostrado por el consumo de bienes durables, que registró una tasa de crecimiento de 20,1% en 2007, situación que se había visto reflejada en los resultados de la Encuesta de Opinión del Consumidor de Fedesarrollo.

La demanda externa neta modera su deterioro por mejores términos de intercambio

El crecimiento de la demanda interna estuvo acompañado por una demanda externa neta más favorable. Las exportaciones, crecieron a una tasa real anual de 7,5% en concordancia con el buen desempeño de nuestros socios comerciales y con la mejora en los términos de intercambio. Junto con la apreciación del COP, la dinámica de la demanda interna estimuló el crecimiento de las importaciones en 2007 a una tasa de 16,4%.

Por el lado de la oferta, los bienes no transables e industriales fueron los mayores impulsores del crecimiento

Desde el punto de vista de la oferta, el crecimiento se vió estimulado por el dinamismo de los grupos de bienes no transables (7,9%). La construcción fue el sector que más creció, siendo impulsada por las obras civiles, mientras que las edificaciones han perdido dinamismo como se pudo apreciar en las caídas de su crecimiento registradas en 2T07 y 3T07. El crecimiento del sector financiero (8,3%) fue favorecido por el buen momento de los establecimientos financieros, gracias al aumento del crédito.

Los grupos transables crecieron a una tasa menor a la del producto total (6,7%). La excepción fue la industria que registró una tasa de expansión de 10,6% gracias a la fuerte demanda desde Venezuela, siendo el sector que mayor contribución hizo al crecimiento de 2007

al explicar el 21,7% de la expansión del producto total. No obstante, la alta concentración de las exportaciones industriales hacia el vecino país, constituye el principal factor de riesgo del sector, en particular por la demora en los trámites para el desembolso de divisas.

El comportamiento reciente de la actividad es acorde con nuestras expectativas de desaceleración en el corto y mediano plazo

En lo corrido del año diversos indicadores de actividad económica señalarían una desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía para el 1T08, en línea con lo esperado por el SEE del BBVA.

El índice confianza de los consumidores de Fedesarrollo cayó en promedio en el primer bimestre de 2008, lo que mostraría una moderación del crecimiento del consumo de los hogares. Por el lado de las empresas, los índices de confianza industrial y del comercio han registrado un continuo deterioro desde aproximadamente agosto de 2006, el cual se ha acentuado en los últimos meses. En el primer caso, la reciente caída corresponde, principalmente, a un menor volumen de pedidos así como un ligero aumento en los niveles de existencias. Lo anterior se confirma con la información de la Muestra Mensual Manufacturera del DANE para el primer bimestre del año que registró un crecimiento real de la producción de 7,4%, mientras que en el mismo periodo de 2007 fue de 15,3%. Las ventas de la industria también han moderado su crecimiento al registrar una tasa de 8,4% en los dos primeros meses del año, mientras que hace un año su crecimiento fue de 14,1%.

La relación existente entre la producción industrial del DANE y la serie de pedidos de Fedesarrollo, anticiparían una desaceleración suave de la producción industrial en el segundo trimestre del año. Por otro lado, los indicadores de uso de la capacidad instalada en la industria continúan mostrando una disminución que sería en parte explicada por los altos niveles de inversión en maquinaria y equipo, así como por una menor actividad económica. Otros indicadores, como la demanda de energía, las ventas de automoviles y la producción de cemento, también confirmarían la desaceleración del crecimiento del producto en el corto plazo.

El efecto agregado de la desaceleración en los sectores de oferta y demanda sería un crecimiento agregado del PIB de aproximadamente 5,2% en el primer trimestre. Para el segundo trimestre no se descarta una aceleración del crecimiento debido al efecto sobre el número de días hábiles que tiene la celebración de la Semana Santa..

Expectativas de crecimiento para 2008 y 2009

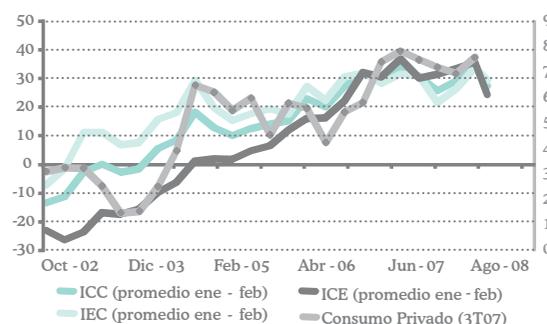
La economía colombiana se estaría desacelerando como resultado del menor crecimiento global y de la normalización de la política monetaria hacia un tono más restrictivo. De esta manera se espera un ajuste en el crecimiento de la demanda interna, que llevaría a la economía a crecer a tasas más sostenibles. Esto debería ayudar a reducir los desequilibrios de la economía colombiana y, en concreto, a moderar las presiones inflacionarias y mitigar el déficit en la cuenta corriente. Por una parte, la desaceleración económica de Estados

Contribución al crecimiento del PIB por ramas de actividad económica

Rama de actividad	2006		2007	
	Contribución al crecimiento (puntos porcentuales)	% del crecimiento	Contribución al crecimiento (puntos porcentuales)	% del crecimiento
PIB	6,8	100%	7,5	100%
Industria	1,6	23%	1,6	22%
Financieros	0,2	4%	1,4	18%
Comercio	1,3	19%	1,2	16%
Transporte	0,8	12%	1,1	14%
Construcción	0,8	12%	0,8	11%
S. Sociales	0,4	6%	0,6	7%
Agropecuario	0,3	4%	0,3	4%
Int. Fra, Impuestos	1,2	18%	0,3	4%
Minas	0,0	0%	0,2	3%
Energía	0,1	1%	0,1	1%

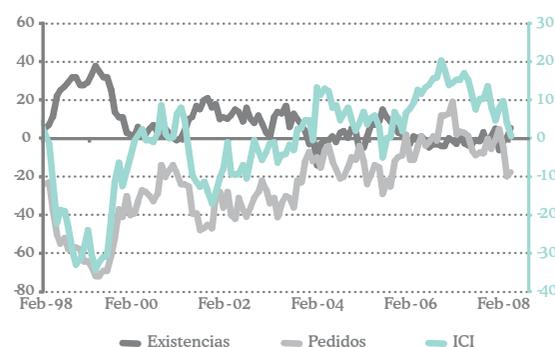
Fuente: DANE, Cálculos SEE-BBVA

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



Fuente: DANE, Fedesarrollo, Cálculos SEE-BBVA

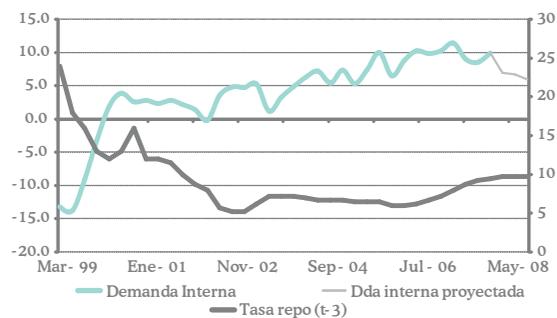
Índice de confianza de los productores, pedidos y existencias



Fuente: Fedesarrollo

Crecimiento de la demanda interna contra tasa repo de expansión (BR)

(Coef correlación: -0,90)



Fuente: Banco de la República, DANE, Cálculos SEE-BBVA

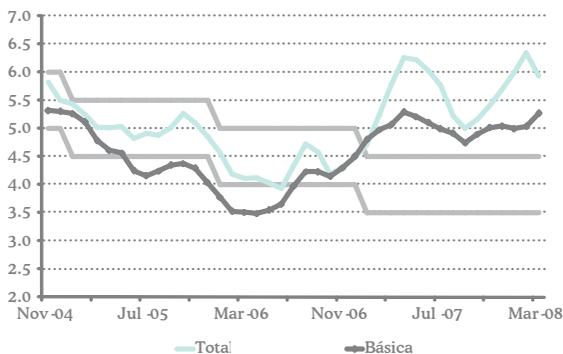
Proyección de crecimiento del PIB y la Demanda Interna 2008-2009

(COP de 1994)



Fuente: DANE, Cálculos SEE-BBVA

Indicadores de Inflación



Fuente: Banco de la República

Unidos debería afectar el crecimiento de la economía a través de nuestras exportaciones ya que es el principal socio comercial participando del 34,5% de las exportaciones totales y el 51,4% de las tradicionales. Si esto además llegara a afectar el precio del petróleo, habría un efecto secundario al reducirse la demanda de las exportaciones no tradicionales con destino a Venezuela.

Por otra parte se espera que las decisiones de política monetaria moderen el crecimiento de la demanda interna, tanto por una menor dinámica del consumo como de la inversión, afectando las importaciones totales, con lo que mejoraría el balance de la demanda externa neta. El efecto consolidado haría que la economía creciera alrededor de 5% en 2008¹.

Para 2009, se espera que el efecto de ajuste interno continúe, por el rezago de la política monetaria. Así mismo se espera un contexto externo más favorable asociado con el proceso de recuperación de la economía de EEUU. Bajo este escenario, esperaríamos un crecimiento económico cercano a 4,6% para ese año.

En el primer trimestre del año la inflación básica aumentó

En el primer trimestre del año la inflación fue 5.93%, mayor a la observada en diciembre de 2007. Como se esperaba, la inflación de alimentos tuvo un fuerte descenso en marzo debido principalmente al desempeño del grupo de bienes perecederos. Por otra parte, la inflación sin alimentos (4.67%) aumentó 25 pb respecto a diciembre y se situó por encima del rango meta (3.5% - 4.5%), establecido por el Banco de la República (BR) para 2008. Así mismo el promedio de los indicadores calculados por el BR (sin alimentos, núcleo 20 y sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos) llegó a 5.27%. Este comportamiento sustenta la hipótesis que se ha señalado meses atrás según la cual el problema del aumento de la inflación en Colombia va más allá de los mayores precios internacionales del petróleo y materias primas, y está asociado a las presiones inflacionarias de demanda originadas en el exceso de gasto de la economía, y el aumento de las expectativas de inflación.

Las metas de inflación para 2008 y 2009 están comprometidas, a pesar de previsible moderación de la inflación

La inflación observada fue mayor a lo esperado por el BR en sus informes de inflación. El error en los pronósticos estuvo tanto en la inflación de alimentos como la sin alimentos.

En el caso de esta última canasta no es claro si este resultado obedece a que los incrementos de la tasa de interés del BR (a partir de abril de 2006) han sido insuficientes o si el mecanismo de transmisión de la política monetaria ha sido más lento de lo esperado.

¹ Vale la pena anotar que el DANE cambiará la base medición del PIB de precios de 1994 a 2000, por lo que se esperaran cambios importantes en los crecimientos recientes y donde los datos puntuales de nuestras proyecciones actuales pueden no coincidir con la nueva base, aumentando la incertidumbre en los pronósticos.

Lo más probable es que sea lo primero, teniendo en cuenta que a lo largo de los últimos dos años el crecimiento económico ha sorprendido al alza. Para el próximo informe trimestral de inflación del BR, esperamos que los pronósticos de inflación sean revisados al alza, considerando la persistencia de algunos de los choques que han afectado la inflación y su efecto en las expectativas. De esta manera se volvería a reducir la probabilidad de cumplir las metas anunciadas para 2008 y 2009.

A pesar de la desaceleración esperada del crecimiento económico, se considera que las presiones inflacionarias de demanda podrían persistir a mediano plazo. Por otra parte se considera que la transmisión de la apreciación del tipo de cambio a la inflación de bienes transables cada vez es menor por lo que no se presentaría una reducción importante de este grupo en los próximos meses. Finalmente los anuncios de los principales productores de alimentos de restringir sus exportaciones hacen esperar incrementos adicionales en los precios de estos productos en el corto plazo. Por estas razones en el BBVA esperamos que en 2008 la inflación sea alrededor de 5.4% y cercana al 4.5% el próximo año.

Las finanzas públicas muestran una mejoría

En el 2007 el déficit del Gobierno Nacional Central (3.2% del PIB) y del Sector Público Consolidado (0.9% del PIB) mostraron una mejoría frente a los observados en el 2006 (4.1% y 0.8% respectivamente) Estos resultados se explican tanto por una disminución de los gastos en servicios personales y los giros de otras transferencias, como por el aumento de los ingresos en las cuentas de capital y el mayor recaudo tributario.

Para 2008 la meta anunciada para el GNC es un déficit del 3.3% del PIB. El aumento se explica por las transferencias represadas y la inversión extraordinaria en equipo militar (financiada con el impuesto transitorio al patrimonio), además del impacto sobre los ingresos tributarios que tendrán las exenciones a la inversión otorgadas en la última reforma tributaria. Para el SPC la meta es un déficit mayor (1.0% del PIB), porque está previsto un desmonte parcial del Fondo de Estabilización Petrolera, que trasladaría 2.2 billones del sector descentralizado a la cuenta de recursos de capital del Gobierno Central (equivalentes a 0.56% del PIB). La deuda pública ha seguido disminuyendo como proporción del PIB por el efecto del menor déficit fiscal, el mayor crecimiento económico y por la apreciación del peso. A fines de febrero de 2008, la deuda bruta del Gobierno Central alcanzaba 147.1 billones de pesos (41% del PIB del 2007), incluyendo en esta cifra los 24.037 millones de dólares de deuda externa (12.5% del PIB).

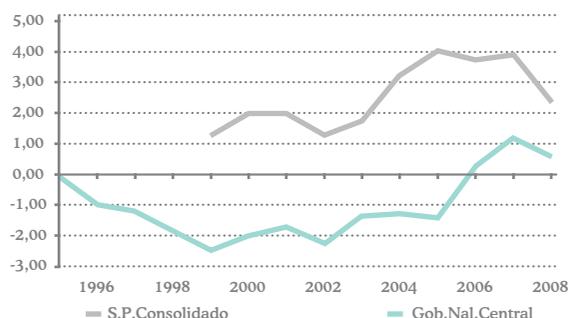
Los vencimientos de la deuda externa no parecen suponer un gran problema a corto plazo, dado que están bien distribuidos en el tiempo. De hecho, sólo el 14.3% vence antes de final de 2010. En el caso de la deuda interna, en cambio, se observa una concentración mayor de pagos a mediano plazo, con el 56.4% de vencimientos antes de finaliza rel 2010. Además, los pagos de deuda se concentran en algunos meses; por ejemplo, en el 2008 vencen 3.4 billones de pesos en junio y 6.2 en agosto, cuantías que puede absorber el mercado pero que requerirán un plan prudencial de renovación escalonada.

Pronosticos de inflación del BR para marzo de 2008 en

Inflación	Mar-06	Mar-07	Dic-07	observado
Total	4,2	4,1	5,1	5,9
Alimentos	4,1	4,8	6,7	8,6
Sin alimentos	4,2	3,8	4,4	4,7
No Transables	4,4	5,0	5,1	5,1
Transables	3,0	1,6	2,0	2,4
Regulados	6,5	5,2	7,1	7,7

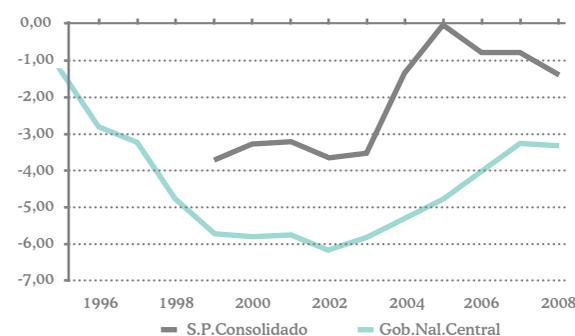
Fuente: Informe de Inflación del Banco de la República

Balances Primarios del Sector Público como % del PIB



Fuente: CONFIS

Balances Fiscales del Sector Público como % del PIB



Fuente: CONFIS

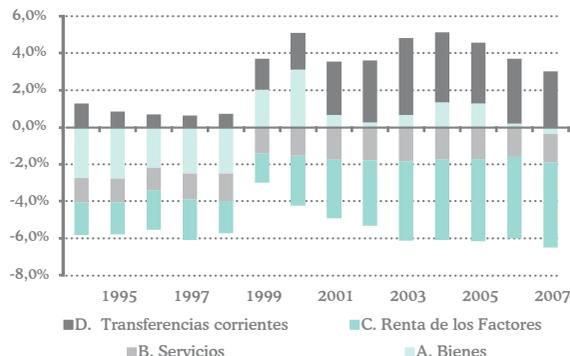
Resumen de Vencimientos de Deuda Pública

(interna y externa; calculada con emisiones hasta 11 abril 2007)

mes	vencimientos millón pesos Col. Año 2008	vencimientos millón pesos Col. Año 2009 (1)
Enero		353,141
Marzo		726,002
Marzo		91,219
Abril	1,380,980	1,050,269
Mayo	858,459	8,641,968
Junio	3,419,981	0
Julio	561,696	7,051,570
Agosto	6,203,634	259,14
Septiembre	428,366	1,251
Octubre	761,804	0
Noviembre	218,2	2,242
Diciembre	219,092	0
Total pendiente	14,052,212	18,176,800

Fuente: CONFIS

Balace de cuenta corriente y sus componentes (como % del PIB)

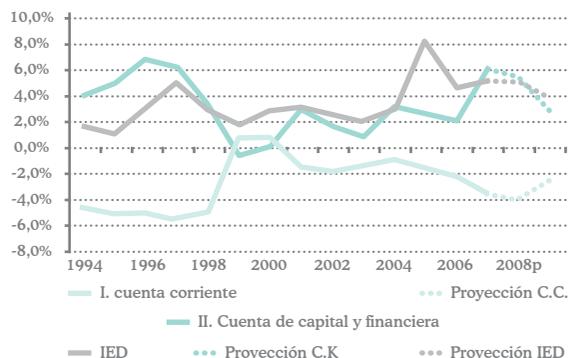


Fuente: Banco de la República, Cálculos SEE-BBVA

Destino	Composición de las exportaciones de 2007 por países Valor FOB (miles de dólares)			
	Monto USD M	Variación %	Contribución a la variación	Participación (%)
Total	29.991	23,0	23,0	100,0
Estados Unidos	10.373	7,5	3,0	34,6
Venezuela	5.210	92,9	10,3	17,4
Unión Europea	4.362	30,8	4,2	14,5
Resto de países	4.043	13,3	1,9	13,5
Ecuador	1.276	3,1	0,2	4,3
Perú	806	16,5	0,5	2,7
China	785	73,5	1,4	2,6
Rep. Dominicana	622	6,6	0,2	2,1
México	495	-14,8	-0,4	1,7
Brasil	471	147,2	1,2	1,6
Japón	395	22,1	0,3	1,3
Chile	376	45,2	0,5	1,3
Costa Rica	283	16,9	0,2	0,9
Canadá	266	-3,2	0,0	0,9
Puerto Rico	226	-23,9	-0,3	0,8

Fuente: DANE, Cálculos SEE-BBVA

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



Fuente: Banco de la República, Cálculos SEE-BBVA

Balanza de pagos: actividad económica generó un deterioro de la cuenta corriente que fue ampliamente financiado por los flujos de inversión extranjera directa

Como se mencionó anteriormente, el crecimiento desbordado de la demanda interna produjo desequilibrios tanto en precios, como en el sector externo. Esta situación generó un deterioro del balance de la cuenta corriente, que registró un déficit total de USD 5.851 M en 2007, equivalente a 3,4% del PIB frente al 2,3% observado en 2006. El balance de la cuenta corriente de 2007 es el resultado del déficit de la renta de los factores por USD 7.888 M (-4,6% del PIB) asociados con los mayores giros de utilidades y dividendos, la balanza de servicios no factoriales por USD 2.605 m (-1,5% del PIB) y en la balanza de bienes por USD 594 M (-0,3% del PIB), compensados parcialmente por ingresos netos del balance de las transferencias corrientes por USD 5.236 M (3,1% del PIB). Conviene apuntar que a lo largo del año se produjo una mejora en el balance de la cuenta corriente, pasando de -4,8% del PIB a 1T07, a -2,4% del PIB a 4T07.

El déficit de la balanza comercial totalizó USD 824,3 debido a la dinámica de las importaciones que no alcanzó a ser compensado por el buen desempeño de las exportaciones las cuales alcanzaron el registro más alto de la historia (USD 29.991 M)

El positivo balance de las transferencias corrientes corresponde básicamente a los ingresos por transferencias de los trabajadores por USD 4.493 M, que crecieron 15,5% respecto a 2006, situación que se asoció con el buen momento del crecimiento mundial.

Flujos de IED explican en gran parte superávit de cuenta de capital

En 2007, la cuenta financiera presentó un superávit de USD 10.404 M (6,1% del PIB), que financió ampliamente el déficit de cuenta corriente y cuyo origen fueron principalmente los ingresos netos de inversión extranjera directa (IED) por USD 8658 M y endeudamiento neto por USD 2.241 M. Este “flujo de capitales en exceso” propició que en 2007 se apreciara el peso y se acumularan reservas por USD 4.714 M, alcanzando un saldo de reservas internacionales de USD 20.955 M.

Los ingresos totales por IED fueron de USD 9.028 M (5,3% del PIB), los más altos de la historia y que se relacionan con inversiones en el sector petrolero por USD 3429 M. La industria recibió flujos de IED por USD 1.516 M, el sector financiero recibió USD 1.196 M; las actividades de minería recibieron USD 1.047 M; mientras el comercio recibió USD 894 M.

Expectativas de sector externo para 2008 y 2009

Esperamos que el balance comercial en 2008 se deteriore frente al observado en 2007, teniendo en cuenta las importaciones de equipo militar por parte del Gobierno para este año, estimadas en USD 1.700 M. Además los giros de las empresas extranjeras a sus matrices continuaría sobrepasando ampliamente a los ingresos factoriales, situación que produciría un mayor déficit de la renta de los factores.

Adicionalmente se esperan menores flujos de remesas de los trabajadores por cuenta de la desaceleración de la economía global. En conjunto se espera un déficit de cuenta corriente equivalente a aproximadamente 3,9% del PIB (USD 7.046,8 M). Este déficit continuaría siendo financiado holgadamente por una cuenta de capitales superavitaria, equivalente a 5,4% del PIB (USD 9.812 M), dentro de la que estimamos flujos de IED por USD 9.236 M, equivalentes al 5,1% del PIB.

Para 2009 se esperaría que el efecto del ajuste de la demanda interna produzca un efecto de desaceleración mayor sobre las importaciones que en las exportaciones. Esto aliviaría el balance comercial en ese año mejorando el saldo en cuenta corriente. Por otro lado, se esperaría que en 2009 la economía mundial y especialmente la de EEUU empiecen a mejorar su desempeño, favoreciendo el crecimiento de las remesas de los trabajadores. Esto llevaría a una mejora en el déficit de cuenta corriente, que terminaría el año en USD 5074.5 M (-2,6% del PIB). Se esperan flujos menos abundantes de IED, con lo que el superávit de cuenta de capital sería menor (USD 5648.9 M).

PIB observado y esperado

Tasas a/a	1tr07	2tr07	3tr07	4tr07	1tr08	2tr08	3tr08	4tr08	2006	2007	2008 p	2009 p
Consumo final	5.6	6.0	6.7	6.9	4.8	5.3	4.5	4.0	5.6	6.3	4.7	3.5
Consumo hogares	7.5	7.2	6.9	7.6	5.6	6.0	5.4	4.8	6.6	7.3	5.4	4.1
Consumo público	-0.4	1.9	5.7	4.6	2.2	3.0	1.2	1.3	2.1	2.9	1.9	1.4
Inversión bruta	33.4	19.3	14.4	19.7	13.3	11.0	10.4	10.9	26.9	21.2	11.4	8.1
Demanda interna	11.5	9.0	8.5	10.0	7.0	6.8	6.0	5.8	9.8	9.7	6.4	4.7
Exportaciones	7.5	5.6	7.7	9.2	6.8	6.6	5.2	5.3	7.8	7.5	6.0	5.3
Importaciones	21.0	14.8	14.3	16.0	13.0	10.0	10.9	9.5	20.8	16.4	10.8	5.5
Saldo exterior (%)	76.6	42.4	31.9	33.9	28.6	17.7	23.4	18.4	88.9	43.0	21.8	5.8
PIB	8.3	6.9	6.8	8.1	5.2	5.8	4.4	4.6	6.8	7.5	5.0	4.6

Fuente: DANE - BBVA

3. Política Monetaria y Cambiaria

El Banco de la República mantuvo una postura de política monetaria restrictiva

En febrero la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), decidió por mayoría aumentar 25 pb su tasa de interés de referencia hasta 9.75%. Con este último movimiento se alcanza un incremento de 375 pb de la tasa de interés y se consolida una postura de política monetaria restrictiva que fue reforzada con la imposición de encajes marginales a mediados de 2007. El cambio en la política monetaria fue motivada por el brote inflacionario producto del dinámico crecimiento de la demanda agregada, el aumento de las expectativas de inflación y los mayores precios internacionales de alimentos, materias primas y combustibles.

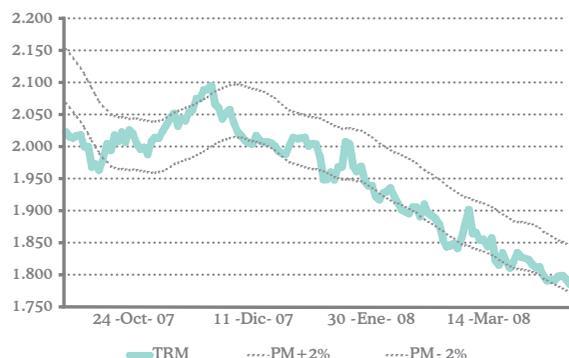
En el mes de marzo la JDBR anunció la subasta mensual de U\$150 millones en opciones para la acumulación de reservas hasta alcanzar los U\$ 1800 millones en un plazo de un año. Informó que las compras que llegaran a realizarse podrían ser esterilizadas mediante la venta del TES del portafolio del BR, el aumento en el saldo de los depósitos del Tesoro Nacional en el BR y la reducción de los cupos para las operaciones de mercado abierto. Informaron que la medida se justifica teniendo en cuenta que dada la mayor incertidumbre mundial es conveniente aumentar el saldo de reservas internacionales del país.

Expectativas de política monetaria

Las presiones inflacionarias se han acentuado desde principios de año. Los indicadores de inflación básica calculados por el BR se encuentran por encima del nivel observado en diciembre de 2007, las expectativas de inflación se han desviado aún más de las metas establecidas para 2008 y 2009, los resultados de la inflación en marzo superaron los pronósticos publicados en el informe trimestral de inflación y los precios internacionales de alimentos y materias primas no dan muestras de ceder. Al mismo tiempo se ha conocido más información sobre los problemas de liquidez a nivel mundial y la información disponible muestra que el crecimiento en EU habría sido positivo en el primer trimestre del año.

Lo más probable es que el BR vuelva a aumentar su tasa de interés de referencia en el segundo trimestre del año hasta 10.0%. Hacia adelante los futuros movimientos de la tasa de interés dependerán de los resultados de la inflación, el desarrollo de la turbulencia mundial y su efecto sobre Colombia. En el SEE consideramos que lo más probable es que el BR mantenga su postura de política monetaria en lo que resta del año. Solamente hasta el próximo año habrían reducciones en la tasa de interés de referencia, siempre y cuando las medidas de política tengan el efecto esperado sobre los indicadores de inflación básica, es decir que den indicios de situarse en una senda coherente con el logro de las metas de inflación de mediano y largo plazo. Estos posibles recortes podrían anticiparse si la desaceleración del crecimiento económico es mayor a la esperada o si se observa una corrección significativa del déficit en cuenta corriente.

Tasa de Cambio Diaria y Promedio Móvil (PM)



Fuente: Banco de la República

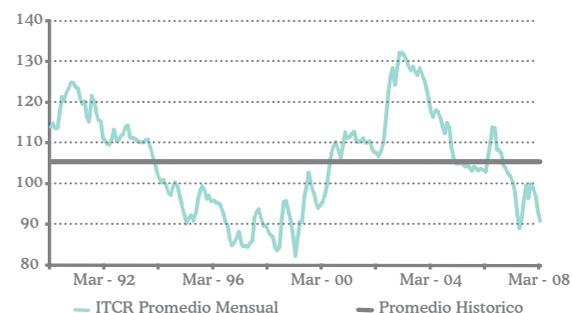
Tipo de cambio nominal y real

Respecto a Abril de 2007 la apreciación del tipo de cambio se acento (16.2%). Este fenómeno se explica por varios factores. En primer lugar está la depreciación generalizada del dólar motivada por la reducción de la tasa de interés de los fondos federales, que pasó de 4.25% en diciembre a 2.25% en marzo. Así mismo los flujos de inversión extranjera directa crecieron 25.7% en el primer trimestre del año y los precios internacionales de alimentos y materias primas registraron niveles históricamente altos. Por otra parte el EMBI ha corregido parte del alza que presentó en los primeros meses del año y al momento del cierre de esta revista estaba cercano a los 200 pb.

La apreciación del tipo de cambio nominal se ha trasladado al tipo de cambio real que ha mantenido el proceso de apreciación observado desde 2003. El índice que mide la competitividad de las exportaciones de banano, café, flores y textiles a Estados Unidos se encuentra por debajo de su promedio histórico, mostrando que la apreciación del peso y la inflación colombiana ha sido mayor a la correspondiente a los 23 países con los que se calcula el indicador.

Nuestro pronóstico para el tipo de cambio del peso frente al dólar para este año es una apreciación promedio alrededor del 9.0% consistente con una postura de política monetaria restrictiva y un nivel de inversión extranjera directa similar al observado en 2007. A mediano plazo se espera una depreciación moderada del peso, producto de la moderación de la política monetaria en Estados Unidos y una corrección a la baja de nuestros terminos de intercambio.

Índice de Tipo de Cambio Real (Base 1994)



Fuente: Banco de la República

4. Sistema Financiero

Postura de la política monetaria incrementó las tasas de interés del mercado financiero

Durante los últimos meses las tasas de interés de captación² han continuado incorporando los ajustes de la política monetaria, manteniendo su tendencia alcista. Así la DTF promedio mensual aumentó 61 pb de diciembre de 2007 a marzo de 2008. Esta tendencia de incremento se ha mantenido en abril, con lo cual se ha vuelto a tener el spread positivo que históricamente se ha presentado entre DTF y tasa Repo del Banco de la República en algunas semanas. Por su parte, las tasas de colocación³ han frenado el constante aumento que venían presentando y se mantuvieron sin grandes cambios en los primeros meses del 2008, aunque se espera que vuelvan a incrementarse conforme se vaya incorporando el aumento de 25 pb que realizó la JDBR a finales de febrero. La estabilización de las tasas de colocación ha sido consecuencia del aumento de la competencia, principalmente en el crédito comercial.

El nuevo indicador del mercado interbancario muestra escasas tensiones de liquidez en el interbancario

En enero entró en operación el IBR (indicador de referencia bancaria) el cual busca dar una imagen más real de las condiciones de liquidez del mercado monetario a 1 y 30 días, por medio de cotizaciones presentadas diaria y semanalmente por ocho participantes del mercado. Las cotizaciones son la tasa a la cual están dispuestos a captar y prestar estos bancos a los otros participantes⁴. Desde su entrada en funcionamiento el IBR se ha mantenido ligeramente por encima de la tasa de referencia del Banco de la República, pero muy cerca de ésta, mostrando que la liquidez del mercado monetario se mantiene adecuada.

TES reaccionan al alza

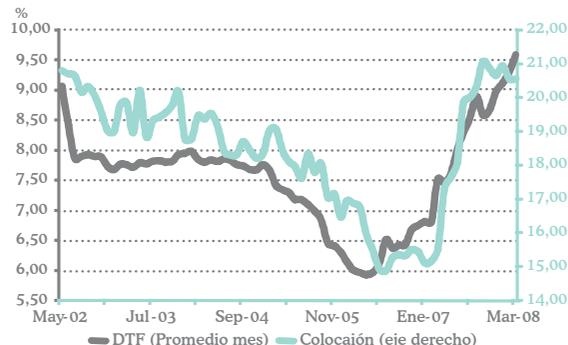
La curva de rendimientos de los TES se desplazó al alza y su pendiente se incrementó en el 2008. La parte larga de la curva se ha incrementado alrededor 80 pb, mientras que en la parte corta este incremento ha sido aproximadamente 25 pb. El negativo desempeño de la inflación entre noviembre de 2007 y febrero de 2008, ha generado expectativas entre los agentes, que unidos a la turbulencia de los mercados financieros internacionales, ha incrementado las tasas de negociación, principalmente en el tramo largo. Sin embargo, durante el último mes las tasas de la deuda pública han corregido disminuyéndose, en parte gracias al favorable datos de inflación en el mes de marzo.

DTF continuará incrementándose y TES se espera que corrijan

Se espera que la DTF se mantenga por encima de la tasa repo del BR durante los meses siguientes y que el IBR se convierta en una refe-

2 Se utiliza como proxy de la tasa de interés de captaciones la DTF.
 3 La tasa de colocación se calcula como el promedio ponderado de las tasas reportadas por la Superintendencia Financiera para crédito de consumo, comercial e hipotecario.
 4 Para mayor información del funcionamiento del IBR ver www.banrep.gov.co.

Tasas de interés del mercado



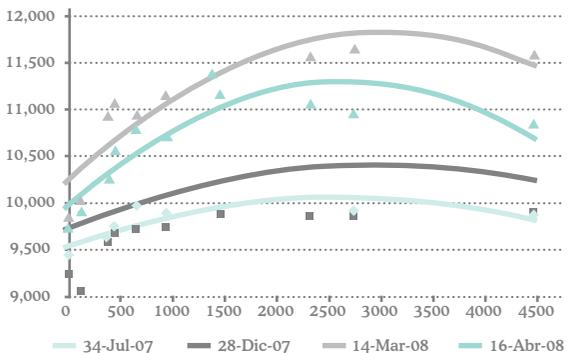
Fuente: Banco de la República - Superintendencia Financiera de Colombia - SEE BBVA

Indicador de Referencia Bancaria E.A



Fuente: Banco de la República

Curvas de rendimiento de mercado secundario TES tasa fija



Fuente: Banco de la República - SEE BBVA Colombia

rencia para el mercado. Por su parte, los TES comenzarán a corregir, conforme se vaya moderando la incertidumbre sobre el panorama internacional y la inflación entre en una tendencia descendente.

Moderación del crédito en primeros meses de 2008

Durante el primer trimestre del año, el crédito mantuvo la tendencia de desaceleración que viene presentando desde marzo de 2007. En lo corrido del 2008, la tasa interanual de crecimiento real del crédito se ha moderado 3,7 p.p. ubicándose en el mes de marzo en 14,5%, reflejando los efectos de los ajustes en la tasa de interés y la reducción en la capacidad de pago de los clientes. El crédito de consumo presenta la mayor desaceleración, al disminuir su tasa interanual real 7,4 p.p. en los tres primeros meses de 2008 llegando a 17,9%. Por su parte, el crédito comercial en marzo de 2008 se moderó a 14,0% frente al 16,1% observado en diciembre pasado y el crédito hipotecario (incluidas titulaciones) redujo su crecimiento real a 8,8% (1,2 p.p. menor a la tasa de diciembre).

Aunque el crédito se encuentra en tendencia de desaceleración, las tasas que continúa mostrando son dinámicas en comparación con los datos históricos. La buena dinámica de la actividad crediticia ha permitido que la profundización financiera, medida como la razón crédito sobre PIB, repunte en el país, esperando que se ubique en 31,3% del PIB en 1T08. Sin embargo, no se han recuperado los niveles alcanzados en 1997 (40%). Sólo el crédito de consumo ha alcanzado niveles superiores a los experimentados durante la década del noventa.

En los últimos meses la dinámica del crédito ha sido fondeada principalmente por los depósitos⁵, los cuales aunque también se encuentran con tendencia de desaceleración, han mantenido tasas de crecimiento sólidas. A Marzo de 2008, los depósitos presentaban un crecimiento real de 6,3%. La aceleración de las captaciones mediante CDT⁶, que a marzo de este año crecían 22,4% real, (9,3 p.p. más que en marzo de 2006), se explica por la distorsión sobre la composición de los depósitos que causaron los encajes marginales impuestos en mayo de 2007.

Riesgos se mantienen moderados

La cartera continúa sin mostrar riesgos significativos. La calidad de la cartera permanece en niveles históricamente bajos y el nivel de cubrimiento es superior al 100%. Sin embargo, se resalta que los indicadores de calidad mantienen una tendencia de deterioro, principalmente causada por la cartera vencida de consumo.

Desaceleración del crédito se mantendrá en 2008

Se espera que el crédito continúe con la tendencia de menor crecimiento, conforme las acciones de política monetaria se sigan transmitiendo a la economía, y la actividad económica sea menor. Para finales de 2008, el crédito presentará una expansión alrededor de 10% real.

⁵ La liquidación de portafolio para atender crédito parece haberse detenido.

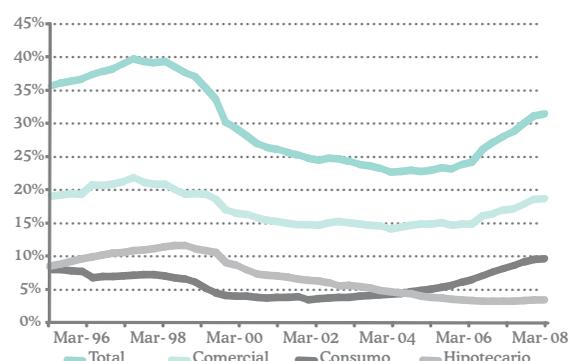
⁶ Certificados de depósito a Término.

Crecimiento Real del Crédito (Var. Interanual)



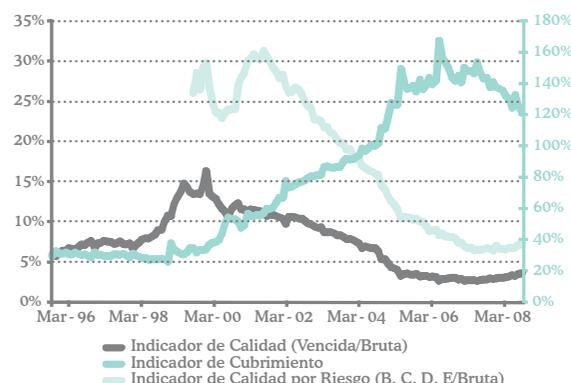
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

Profundización Financiera (Crédito/PIB)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia - DANE

Indicadores de Calidad y Cubrimiento



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

Cambios que plantea la Reforma Financiera

El Gobierno Nacional (GN) ha considerado necesario establecer un nuevo marco regulatorio para el sistema financiero, con el cual se busca adaptar la legislación a los cambios que se han presentado en los últimos años en este sector. Igualmente, uno de los objetivos centrales de este cambio normativo es contribuir a un mayor acceso de la población de menores ingresos al mercado formal de productos financieros y conseguir mayores niveles de profundización financiera. Por este motivo, el pasado viernes 11 de abril se presentó al congreso un proyecto de Reforma Financiera (RF).

Las principales modificaciones que presenta el texto presentado al Congreso son: incluir un régimen de protección al consumidor, ajustes puntuales en las actividades de algunas entidades reguladas, cambios en el régimen financiero de los fondos de pensiones obligatoria y cesantías hacia el modelo de multifondos, fortalecimiento institucional de la Superintendencia Financiera (SFC) y Fogafin, liberalización comercial en servicios financieros y ampliación en materia de titularización hipotecaria. Lamentablemente, se quedaron fuera temas que contemplaba el anteproyecto como son: Fortalecimiento a los derechos de los acreedores, mayores flujos de información de los usuarios, modificaciones al régimen de tasa de interés de usura y mora; y consolidación de las corporaciones financieras como proveedores del servicio de banca de inversión. Los cambios que plantea la RF probablemente generarán beneficios en algunos aspectos al dinamizar el funcionamiento del sistema financiero (principalmente los cambios en algunas actividades de ciertas entidades y la entrada de los multifondos). Sin embargo, hay otros puntos que generan polémica y duda sobre sus posibles beneficios.

En primer lugar, permitir la actividad de leasing y el otorgamiento de créditos para adquisición de sociedades por parte de los bancos, junto con la autorización de realizar giros y transferencias nacionales a las casas de cambio¹, son puntos positivos. El músculo financiero de los bancos probablemente generara una mayor cobertura, y crecimiento, de las actividades de leasing. Por su parte, permitir los préstamos para adquirir otras sociedades, contribuye a disminuir la volatilidad de la tasa de cambio en momentos en que se monetizaban créditos externos para este fin. Además, los empresarios se encontrarían menos expuestos al riesgo cambiario al no tener la necesidad de solicitar estos créditos del exterior. La autorización a las casas de cambio de realizar giros y transferencia conllevaría mayor competencia en este servicio lo que puede ser beneficioso para el consumidor final.

Por su parte, las titularizaciones de leasing habitacional de-

berían dinamizar el mercado de capitales al ampliar la gama de inversión y permitir generar beneficios en la actividad de financiación de vivienda, ya que el leasing habitacional ha ganado terreno importante como opción alternativa al crédito hipotecario tradicional.

Por otra parte, el establecimiento del modelo de multifondos para los portafolios de pensiones obligatorias y de dos portafolios en el caso de los fondos de cesantías deberían impulsar una mayor profundización del mercado de capitales colombiano, al permitir inversiones más diversificadas. De igual forma, para el ahorrador esta diversificación, unida a comisiones atadas a los resultados, llevaría a incrementos en rentabilidad y beneficios futuros con pensiones más altas.

El establecimiento del régimen de protección al consumidor podría generar más seguridad a los usuarios y así aumentar su deseo de acudir al sistema financiero formal. Así mismo, el fortalecimiento de la SFC da ciertas ventajas en materia de supervisión, y la asistencia judicial a los funcionarios puede ser positiva.

La liberalización comercial, que permitiría el establecimiento de sucursales de bancos y compañías de seguros extranjeros en el territorio nacional, continúa siendo bastante restrictiva en materia de capital requerido.

En cualquier caso, el punto que mayor polémica y discusión ha generado, es la designación del defensor del cliente por parte de la SFC. Esta figura fue creada como un control interno de las instituciones para atender las peticiones de los clientes, y hasta el momento había funcionado de forma adecuada. La designación de estos funcionarios por la SFC, crea un doble control externo, y se teme que este cargo pueda generar ingerencia política en el funcionamiento de las entidades financieras. Adicionalmente, el capítulo de protección al consumidor establece los derechos que este tiene, pero no se establecieron las obligaciones del consumidor.

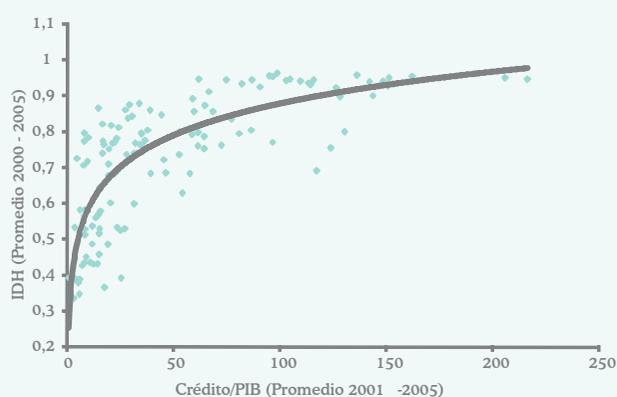
La RF parece quedarse corta en las necesidades del sistema financiero. Quedaron por fuera del texto elementos importantes para promover el acceso al crédito. Para incrementar el acceso al sistema de sectores no bancarizados, es necesario que los derechos de los acreedores se fortalezcan, haciendo más sencillo el proceso para cobrar las garantías y los trasposos de propiedad. También es fundamental fomentar que los clientes provean a las entidades financieras información clara y veraz para que estas puedan hacer mejores evaluaciones del riesgo. Por último, los límites a las tasas de interés generan una distorsión que encarece el crédito a todos los segmentos de la población y excluye a los más pobres del crédito formal.

¹ La RF plantea que las casas de cambio se denominaran Sociedades de Intermediación Cambiaria, y las Compañías de Financiamiento Comercial se pasarían a llamar Compañías de Financiamiento.

Limites a la tasa de interés: en dirección contraria a bancarización

Las ventajas que tienen la profundización financiera y la bancarización para el crecimiento y desarrollo económico de un país o región han sido ampliamente explicada en la literatura económica. Se evidencia una relación positiva entre profundización financiera y crecimiento económico, generando beneficio para la sociedad. El acceso al crédito de los segmentos de la población de menores ingresos permite disminuir la desigualdad, reduce la pobreza y propicia patrones de consumo estables¹.

Profundización Financiera y Desarrollo Humano



Fuente: Banco Mundial - PNUD - SEE BBVA

Con la intención de promover crédito barato a los segmentos de menores ingresos, un gran número de gobiernos de países en desarrollo impone techos a las tasas de interés².

En el caso colombiano se trata de la tasa de usura que establece la Superintendencia Financiera para las modalidades de crédito ordinario, consumo y microcrédito, y el límite máximo permitido para la modalidad de crédito hipotecario determinado por el Banco de la República. Sin embargo, los efectos de estos límites a las tasas de interés, son la exclusión de la población más pobre del acceso a los servicios financieros formales.

Los límites a las tasas de interés implican que los establecimientos no logran cubrir los riesgos de poblaciones sin experiencia crediticia, que además tiene mayores costos, dejando a esta población fuera del mercado formal de crédito.

¹ A esta conclusión llegan artículos como Finance and the sources of growth; Finance, inequality and the Poor y Finance and the poor de autores reconocidos en el tema de Bancarización como son: Thorsten Beck, Ross Levine, Norman Loayza y Asli Demirgüç-Kunt, entre otros numerosos estudios.

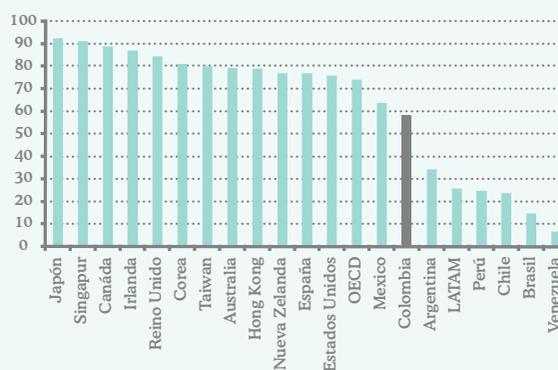
² Dentro de los países Latinoamericanos que imponen techos a la tasa de interés se encuentran: Paraguay, Bolivia, Brasil, Chile, Ecuador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Uruguay y Venezuela

¿Por qué el crédito a la población de menor ingreso resulta más costoso?

Para una institución financiera otorgar crédito a una persona de bajos ingresos y sin historial crediticio generalmente implica mayores riesgos y costos, llevando a cobrar una tasa de interés más alta. Cuando la tasa que debe cobrar la institución para que la operación sea viable es mayor que la de usura, se opta por no otorgar el crédito. Los principales costos en que incurre una institución financiera para prestar son: el costo de captación de los recursos (afectados por la imposición de encajes marginales), el costo del riesgo (probabilidad de pérdida) y los costos administrativos.

Los establecimientos de crédito que concentran sus activos crediticios en segmentos de la población considerados riesgosos, son penalizados por los demás establecimientos cobrándoles una prima de riesgo por los recursos interbancarios. Así mismo, el público en general presiona a estas entidades a ofrecer una mayor tasa de captación por sus ahorros.

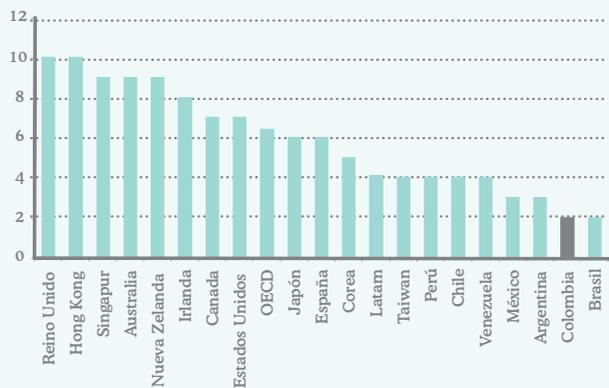
Tasa de Recuperación



Fuente: Banco Mundial - Doing Business (2008)

En cuanto a la probabilidad de pérdida, la institución financiera cobra una prima para compensar el riesgo por el incumplimiento en el pago de los créditos. Según el indicador Doing Business del Banco Mundial, en Colombia se logra recuperar el 58% de las deudas impagadas, lo cual es relativamente alto en comparación con otros países de la región, pero es inferior al porcentaje de recuperación de los países desarrollados. Una baja tasa de recuperación, implica incrementos en la tasa de interés para cubrir las posibles pérdidas en el eventual caso del incumplimiento.

Índice de Derecho Legal



Fuente: Banco Mundial - Doing Business (2008)

Adicionalmente, las facilidades que da la ley para ejercer el colateral y respaldar a los acreedores ante un incumplimiento no son muy favorables en Colombia. El país se encuentra por debajo de la gran mayoría de países desarrollados e incluso latinoamericanos en el índice de derechos legales del indicador Doing Business del Banco Mundial. La dificultad de ejercer el colateral y el largo tiempo que puede tardar un proceso judicial en Colombia lleva a que la prima por riesgo de incumplimiento se incremente.

Bancarizar ciertos segmentos de la población implica mayores costos en la evaluación de riesgos. Al no tener el historial financiero de estos clientes, los establecimientos de crédito tienen que desarrollar nuevas técnicas que implican mejores sistemas y capital humano más capacitado, incrementando los costos.

Costos por Tipo de Crédito

	Gran Empresa	Microempresa
1. Volumen a Prestar	\$ 1.000.000	\$ 1.000.000
2. Cantidad de créditos que otorga	1	10.000
3. Costo de Captación de los recursos	10%	10%
4. Probabilidad de Pérdida	1%	1%
5. Costos Administrativos	3%	20%
6. Por que los Costos administrativos son diferentes	Número de prestatarios	Trata con un prestatario
	Pagos por año Transacciones	Trata con 10.000 prestatarios, que típicamente no tienen colateral
7. Costo del Crédito (3+4+5)	14%	31%

Fuente: CGAP - Interest Rate Ceilings and Microfinance: The Story so Far - Adaptación SEE BBVA

El crédito a segmentos de bajos ingresos implica mayores costos administrativos, ya que es necesario un mayor número de personal que en un crédito tradicional, tanto para su evaluación como para su operación.

La actividad microfinanciera implica un gran número de créditos de bajo monto. El mayor número de créditos implica más personal para poder atender a todos estos clientes y se incrementa el número de transacciones.

Así mismo, los costos en capital físico (establecimiento de sucursales) para poder llegar a la “base de la pirámide³ también encarecen este tipo de créditos. En este sentido, el esquema de corresponsales no bancarios aplicado en el país ha permitido atender territorios donde el establecimiento de una sucursal formal no es rentable.

Poner un límite a la tasa de interés genera que las instituciones financieras no logren cubrir estos costos, ni obtener rentabilidades atractivas en estas operaciones. Así, la tasa de usura podría beneficiar a un grupo reducido de consumidores que consigan crédito a tasas baratas, mientras que la gran mayoría quedaría fuera del mercado formal de crédito. Las restricciones a la libre determinación de las tasas de interés por parte de las instituciones generan un incremento generalizado de la tasa en todos los segmentos de la población.

Mercado informal, la verdadera usura

La opción que le queda a los consumidores que no logran acceder al crédito formal es el agiotista o usurero. Este tipo de préstamo se caracteriza por cobrar tasas de interés alrededor de 3 veces más altas que el mercado formal o incluso mayores¹⁰. Aunque, la eliminación de los límites a las tasas de interés podría inducir a un aumento para cierto tipo de crédito, esto no se daría de forma generalizada para todos los usuarios y las instituciones formales nunca llegarían a cobrar tasas tan elevadas como la del mercado informal. Adicionalmente, los clientes de bajos ingresos valoran más el acceso al crédito que el costo de este⁴.

Competencia y educación financiera ayudan a disminuir las tasas de interés

El mecanismo que permite que las tasas de interés entren en una tendencia descendente es, entre otros factores, la propia competencia entre los actores del sistema financiero.

La historia reciente de Colombia no ha sido ajena a este fenómeno de aumento de la competencia; llevando a que las tasas de interés experimentaran una disminución en el periodo 2003-2006 dando inicio a la reactivación crediticia; incluso cuando el número de establecimientos de crédito disminuía. El entorno económico de recuperación de los últimos años generó una fuerte competencia de los establecimientos de crédito por capturar a estos consumidores que nuevamente deseaban crédito, dando lugar a disminuciones en las tasas de interés y reducción del spread entre tasa de colocación y la tasa de referencia de política monetaria.

³ Según el informe semanal 903 de Anif la tasa de interés del mercado informal puede llegar a ser de 214%.
⁴ Conclusión expuesta en Maximizing the outreach of microenterprise finance del Grupo Consultivo de Asistencia a los Pobres y en Sustainable Finance for the poor de Marguerite Robinson.

Spread Tasa de Colocación y Tasa de Referencia del Banco de la República



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia - SEE BBVA

La transparencia en la información, junto con una adecuada educación financiera es indispensable para mejorar la competencia del sector y que las tasas disminuyan sin necesidad de establecer límites por ley. La educación financiera es fundamental para que la calidad crediticia de los prestatarios mejore y a su vez estos tenga el conocimiento de elegir las mejores opciones en el mercado. La tasa de usura, junto con una pobre protección de los derechos de los acreedores y las limitaciones al flujo de la información (Habeas data) contrario a ofrecer una mayor protección financiera a los segmentos más vulnerables de la población, les pueden implicar la exclusión del mercado formal de crédito.

Alberto Santaella

alberto.santaella@bbva.com.co

5. Previsiones

Colombia

Indicadores económicos básicos	2006	2007	2008(e)	2009(e)
Actividad, promedio				
PBI Nominal (\$, miles de millones)	320341.9	357421.7	393033.9	429705.9
PIB Nominal (USD miles de millones)	135.82	171.97	207.95	215.80
PBI Real (variación %)	6.8	7.5	5.0	4.6
Precios, fin de periodo				
IPC (Var.% prom)	4.48	5.69	5.40	4.50
Sector Público No Financiero				
Superávit/Déficit Fiscal (%PIB)	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9
Deuda pública neta total (%PIB)	43.1	40.1	37.6	36.5
Deuda pública neta externa (%PIB)	18.1	15.3	13.7	13.5
Sector Externo				
Exportaciones (USD miles de millones)	24.39	29.99	33.90	37.31
Importaciones (USD miles de millones)	24.53	30.82	35.11	37.84
Balance Comercial (USD miles de millones)	-0.1	-0.8	-1.2	-0.5
Saldo Cuenta Corriente (% pib)	-2.1	-3.4	-3.9	-2.6
Tipo de cambio nominal (\$/USD, fin periodo)	2261.0	2014.2	1925.2	2004.0
Deuda externa en % del PIB	29.5	26.0		
Reservas internacionales mM\$	15.4	21.0	23.7	24.3
Sector Financiero				
Tipo de interés de referencia (política monetaria)	7.50	9.50	10.00	9.50
Indicadores Laborales				
Empleo total (millones de personas)	17.6	19.2	19.6	19.9
Tasa de Paro (% Pob Activa)	11.8	9.6	9.5	9.5

Contexto Internacional

Materias Primas								
	2007	2008	2009		2007	2008	2009	
Petróleo	72.6	99.00	81.40	Oro		875.0	900.0	
Cobre USD/lb (fdp)	3.2	2.8	2.2	Soja	438.0	422.0	385.0	
Cobre USD/lb (promedio)	3.2	3.4	2.6					
PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	2.9	2.2	1.0	1.6	2.5	4.1	2.8	2.7
UEM	2.9	2.6	1.5	1.1	1.9	3.1	2.2	1.9
Japón	2.4	2.0	1.3	1.7	0.2	0.0	0.7	0.5
China	11.1	11.4	10.1	10.4	1.5	4.8	5.7	4.5

América Latina

PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina	8.5	8.7	7.5	5.3	9.8	8.5	11.0	10.0
Brasil	3.7	5.4	4.6	4.3	3.1	4.5	4.5	4.5
Chile	4.0	5.1	4.3	3.9	2.6	7.8	4.9	3.6
Colombia	6.8	7.5	5.0	4.6	4.5	5.7	5.4	4.5
México	4.8	3.2	2.3	2.6	4.1	3.8	4.4	3.6
Perú	7.6	9.0	7.6	6.4	1.1	3.9	4.3	3.0
Venezuela	10.3	8.4	5.5	4.3	17.0	22.5	24.0	28.0
LATAM ¹	5.3	5.5	4.4	4.0	5.0	6.1	6.5	6.2
LATAM Ex-México	5.5	6.5	5.2	4.5	5.4	7.0	7.3	7.3
Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	-1.9	-1.2	-2.8	-2.6	-6.0	-5.2	-4.7	-4.9
UEM	-1.5	-0.8	-0.9	-0.8	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2
Japón					3.9	4.8	4.8	5.2

América Latina

Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina ²	1.8	1.2	2.1	2.2	3.8	2.8	2.6	-0.1
Brasil	-3.0	-2.2	-1.8	-2.0	1.6	0.6	-0.5	-1.0
Chile ²	7.7	8.8	5.9	3.5	3.6	4.4	0.6	-1.1
Colombia	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-2.1	-3.4	-3.9	-2.6
México	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.8	-1.0	-2.6
Perú	2.1	2.9	2.2	0.8	2.9	1.4	-1.4	-2.4
Venezuela ²	0.0	3.0	2.8	2.4	14.7	8.7	13.7	10.3
LATAM ¹	-0.6	-0.2	-0.1	-0.4	2.3	1.1	1.4	1.4
LATAM Ex-México	-0.9	-0.2	-0.2	-0.6	3.5	1.9	2.3	2.8

¹Media de los 7 países mencionados; ²Gobierno Central

Tipo de cambio (fin de período)				Tasa oficial (% , fin de período)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.					5.25	4.25	2.00	2.50
UEM (\$/€)	1.32	1.37	1.53	1.45	3.50	4.00	3.50	3.50
Japón (yenes/\$)	119.00	112.00	105.00	100.00	0.25	0.50	0.50	1.00
China (cny/\$)	7.47	7.47	7.88	8.01	7.30	6.73	6.60	6.30
Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% , fin de período) ³				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina	3.06	3.14	3.23	3.47	8.90	12.20	10.68	12.68
Brasil	2.15	1.78	1.70	1.75	13.25	11.25	12.75	11.50
Chile	527.58	499.00	465.00	513.60	5.25	6.00	6.25	4.25
Colombia*	2261.34	2014.20	1925.20	2004.00	6.82	8.98	10.08	9.59
México	10.88	10.86	10.70	11.10	7.00	7.50	7.00	6.50
Perú	3.21	2.98	2.70	2.85	4.50	5.00	5.75	5.75
Venezuela**	2150.00	2150.00	2.15	3.00	10.30	11.70	17.00	17.00

*Tasa de interés equivale a DTF a 90 días, **El tipo de cambio para el 2008 corresponde al Bolívar fuerte

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

Métodos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Latam y Mercados Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis macroeconómico Mercados Emergentes: Sonsoles Castillo

Análisis Transversal Asia: Ya - Lan Liu

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia: Juana Téllez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Alejandro Puente

China: Li-Gang 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.