

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Tercer trimestre 2007



- Gradual desaceleración de la economía en el segundo semestre de 2007 y en 2008
- Inflación no cumplirá la meta en 2007 pero sí en 2008
- Estrechamiento de la política monetaria se sentirá con todo su vigor en el segundo semestre de 2007
- Principales riesgos: elevado déficit en cuenta corriente y desajuste de las cuentas del Gobierno Nacional Central

# Indice

Fecha de cierre: julio 16 de 2007

## Editorial

1.	Entorno internacional*	4
2.	Actividad Económica	7
3.	Inflación	12
4.	Política Monetaria y cambiaria	13
5.	Mercados financieros	16
	Recuadro 1. Sistema Pensional Colombiano: ¿En que parte del camino vamos?	20
6.	Política fiscal	23
	Recuadro 2. La transformación de ECOPETROL	26
	Previsiones Globales del Servicio de Estudios BBVA	27

## Han elaborado esta publicación:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Colombia

Juana Téllez  
Carlos Edison Díaz  
Luis Lorente  
Miguel Medellín (Editor)  
Carolina Romero  
Alberto Santaella

juana.tellez@bbva.com.co  
carlosedison.diaz@bbv.com.co  
luis.lorente@bbva.com.co  
miguel.medellin@bbva.com.co  
carolina.romero@bbva.com.co  
alberto.santaella@bbva.com.co

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

[www.serviciodeestudiosbbva.com](http://www.serviciodeestudiosbbva.com)

[www.bbva.com.co](http://www.bbva.com.co)

\*Sección elaborada por el SEE del Grupo BBVA

## Editorial

El Servicio de Estudios de BBVA Colombia reinicia con este número la publicación trimestral de Situación Colombia, publicación que está dedicada a presentar la visión desde la perspectiva del Servicio de Estudios del desarrollo reciente de la economía colombiana y sus perspectivas de corto plazo.

En este número analizamos los resultados de la economía en el primer semestre de 2007 y las perspectivas para el segundo semestre de 2007 y 2008. También nos referiremos al proceso de capitalización de ECOPEPETROL y al sistema pensional colombiano desde una perspectiva global, dos temas en la agenda del segundo semestre del año.

Nuestra visión sobre la economía colombiana es optimista aunque existen algunos riesgos latentes que deben ser tenidos en cuenta en el marco de la política macroeconómica y la actividad de los negocios en los meses por venir.

El desempeño de la economía colombiana en 2006 y 2007 ha sido muy dinámico. Sobre la base de una fuerte expansión de la demanda interna el crecimiento de la economía colombiana se aceleró a las mayores tasas de las últimas décadas. El crecimiento observado en el primer trimestre de 2007, cerca del 8%, prolonga los buenos resultados de 2006. Esta tasa supera el potencial de la economía y ha estado sostenida en un crecimiento vigoroso de la inversión y en un pronunciado incremento del consumo privado.

Un choque adverso en los precios de los alimentos junto con un incremento muy dinámico de la demanda interna desvió la inflación de las metas establecidas por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2007. Por el lado de los alimentos, la reducción de las cosechas por el fenómeno del niño, el exceso de demanda por alimentos en Venezuela y el alza en el precio de algunos alimentos usados como materias primas para biocombustibles, generó el incremento del primer semestre. Por el lado de la demanda, el mayor ingreso de los hogares estimuló la demanda por crédito y presionó el consumo en una coyuntura de elevada utilización de los recursos.

La autoridad monetaria incrementó gradualmente sus tipos de interés desde abril de 2006. No obstante, la medida no tuvo el efecto esperado por la JDBR y los analistas en el primer semestre de 2007. El mecanismo de transmisión de la política monetaria funcionó con menos celeridad de la esperada por el Emisor y el aumento de las tasas de intervención no se reflejó plenamente en las del mercado. Ante esta situación, la JDBR recurrió a encajes marginales para los diferentes tipos de depósito, mecanismo más heterodoxo para reducir el dinamismo de la demanda interna, que no permitió ver los efectos del incremento de tasas dentro del esquema de inflación objetivo. Los efectos más restrictivos de la política de la JDBR ya comienzan a sentirse al comienzo del segundo semestre, con reducciones graduales en la expansión de la cartera, incremento en las tasas activas y pasivas del sistema financiero y menores tasas de crecimiento de los agregados monetarios.

Debido a la magnitud del desborde inflacionario actual resulta muy difícil lograr la meta en 2007 pero es indudable que la inflación seguirá en una tendencia descendente durante el resto de año. Con una

mayor eficacia en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, que elimine el exceso de gasto doméstico; y desvaneciéndose los choques adversos en los precios de los alimentos y los regulados, la inflación deberá volver al rango meta a mediados de 2008. Sin embargo, un aumento permanente en los precios de algunos alimentos, como consecuencia de la mayor demanda mundial, puede afectar la inflación de 2008 y hacer más lento su descenso al rango meta.

El exceso de gasto doméstico tiende a deteriorar el balance externo, estimulando la demanda por importaciones, que como consecuencia aumentan mucho más rápido que las exportaciones. No obstante, un dinámico flujo de capital, sobre todo de inversión extranjera directa, ha permitido financiar con holgura el creciente déficit corriente, fortaleciendo el peso colombiano exageradamente. El aumento en el déficit corriente es uno de los principales riesgos que enfrenta la economía colombiana en el mediano plazo.

El sistema financiero mantiene muy buenos indicadores de solidez y solvencia para respaldar la dinámica expansión de la cartera. Sin embargo, la imposición de encajes marginales, el cambio en los encajes ordinarios y el aumento en las tasas de intervención del BR afectarán el desarrollo de la actividad financiera en el segundo semestre de 2007.

A pesar del elevado nivel del déficit del Gobierno Nacional Central y del bajo nivel de superávit primario, el crecimiento reciente de la economía mantiene la viabilidad de las finanzas públicas. La aceleración de la actividad y la eficiencia administrativa permitieron exceder las metas de recaudo durante el primer semestre de 2007, conduciendo a menores desbalances que los previstos originalmente.

La incertidumbre sobre la aprobación del Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos en el Congreso de ese país continúa y es probable que se alargue hasta bien entrado 2008 con las consecuencias negativas que esto tiene sobre la competitividad de los productos colombianos en ese mercado y el desarrollo de los negocios en bilaterales.

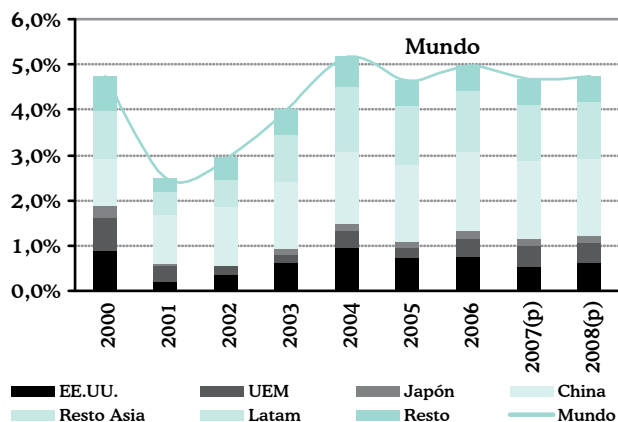
En este entorno esperamos, por tanto, que el crecimiento se desacelere ligeramente en 2007 y 2008; que la inflación regrese al interior del rango meta a mediados del año entrante y que el peso colombiano permanezca fuerte, aunque menos que hasta ahora. Sin embargo, el deterioro gradual de la cuenta corriente, la incertidumbre sobre la aprobación del TLC con Estados Unidos y el desajuste de las cuentas del Gobierno Nacional Central son los riesgos latentes que podrían cambiar el rumbo de la economía en los años por venir.

# 1. Entorno Internacional

## El crecimiento mundial continúa, aunque se desacopla del ciclo estadounidense

### Crecimiento mundial y contribución por áreas (%)

Fuente: FMI y BBVA



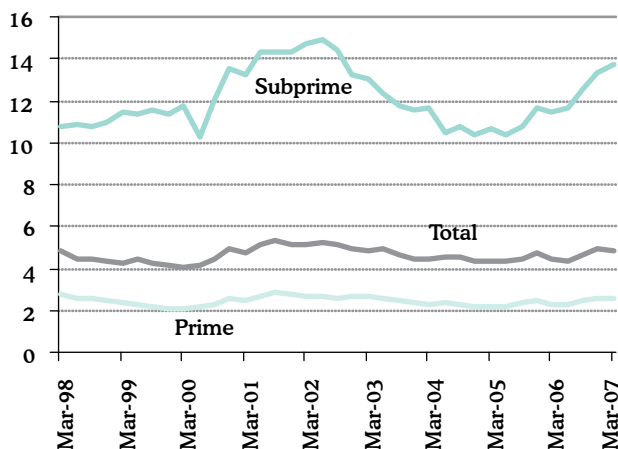
El dinamismo de la economía mundial continúa sorprendiendo positivamente. Lo más característico sigue siendo el desacoplamiento que se está produciendo entre la economía mundial y el ciclo de EE.UU. Así, por un lado, se han venido revisando al alza tanto las expectativas de crecimiento de países desarrollados, particularmente Europa y Japón; como de las economías emergentes, principalmente América Latina y Asia. Sin embargo, en EE.UU., después de la debilidad observada en la primera parte del año, las perspectivas para la economía son menos optimistas, como resultado de las incertidumbres derivadas del comportamiento de la inversión residencial y no residencial. No obstante, hacia adelante, las perspectivas de la economía estadounidense han mejorado después de que se constatará que la debilidad de la inversión no residencial tuvo carácter transitorio, esperándose que su crecimiento retorne a tasas cercanas al potencial el año que viene.

En este contexto, la economía mundial, inmersa en su mayor expansión cíclica desde la crisis petrolera de los años setenta, continuará creciendo por quinto año consecutivo a tasas superiores al 4,0%. Sin embargo, la particularidad de este ciclo de crecimiento proviene de la composición geográfica, inclinada claramente a favor de las economías emergentes, especialmente en la región asiática, con China como motor.

En términos de inflación, no se observa tensiones inflacionistas a nivel global, a pesar de factores como la elevada liquidez, la persistencia e intensidad del ciclo alcista de crecimiento y los altos precios de las materias primas. Por países, en EE.UU. se espera que la inflación subyacente continúe moderándose progresivamente hacia el rango de confort de la Reserva Federal y, en la zona euro, las perspectivas son que la inflación permanezca en torno al objetivo del BCE del 2%.

### Morosidad hipotecaria - % del Saldo Hipotecario

Fuente: MBA



## Los mercados de crédito, principal incertidumbre

El escenario central de elevado crecimiento y presiones inflacionistas acotadas no está exento de incertidumbres, si bien con algunos cambios respecto a hace unos meses.

Por un lado, el riesgo de una mayor desaceleración de la economía norteamericana derivada de un ajuste brusco de la inversión no residencial prácticamente se ha diluido, después de que su reciente debilidad fuera transitoria. Sin embargo, en las últimas semanas ha vuelto a cobrar fuerza la incertidumbre procedente del segmento crediticio sub-prime (el más arriesgado del mercado hipotecario estadounidense), luego que sucedieran distintas noticias negativas, como la quiebra de varios hedge funds o la revisión del rating por parte de S&P y Moody's de un gran número de activos con exposición al mercado sub-prime americano. Todo ello ha provocado un aumento de la incertidumbre financiera, consecuencia de la desconfianza generada

en torno a la correcta valoración de los productos estructurados de crédito ante la posible pérdida de valor de sus colaterales, que se ha traducido en un repunte de la aversión al riesgo y en una huida hacia calidad de los inversores. De todas formas, a pesar de que en el corto plazo puedan continuar las dudas en torno a este mercado, el riesgo de contagio al resto de la economía o al sistema financiero permanece acotado y la actual volatilidad, aunque puede permanecer en el corto plazo, debería ser transitoria.

A nivel global existen otros dos focos de incertidumbre. En primer lugar, persiste la preocupación en torno a un posible conflicto con Irán, que pueda desembocar en una escalada de los precios del petróleo, ya de por sí tensionados. Y en segundo lugar, un posible repunte de la inflación global donde, aunque los sesgos son al alza, las expectativas continúan contenidas.

### Bancos Centrales al alza

A pesar de las preocupaciones por la estabilidad financiera, el tono monetario de los principales Bancos Centrales desarrollados se ha tornado en los últimos meses más restrictivo, dada la solidez del crecimiento y una inflación ubicada en la parte alta de sus objetivos, como muestran las recientes subidas llevadas a cabo por varios de ellos (BoE, Banco de Canadá, Banco Central de Noruega).

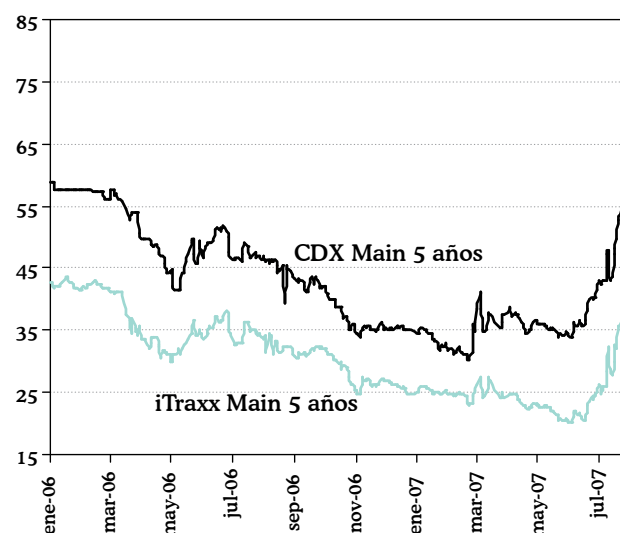
En esta línea se mueve también el BCE, donde la política monetaria continuará normalizándose hasta elevar el precio oficial del dinero hasta el 4,50%, apoyada por la fortaleza del crecimiento europeo, que se espera llegue hasta el 2,7% este año, y una inflación que en el medio plazo se ubicará por encima del objetivo del BCE del 2%.

Además, en Japón se espera que el BoJ sitúe la tasa hasta en el 0,75% a finales de 2007, retomando el proceso de subidas graduales de tipos, aunque de forma más lenta de lo inicialmente previsto, debido a los síntomas de debilidad que todavía presenta la inflación.

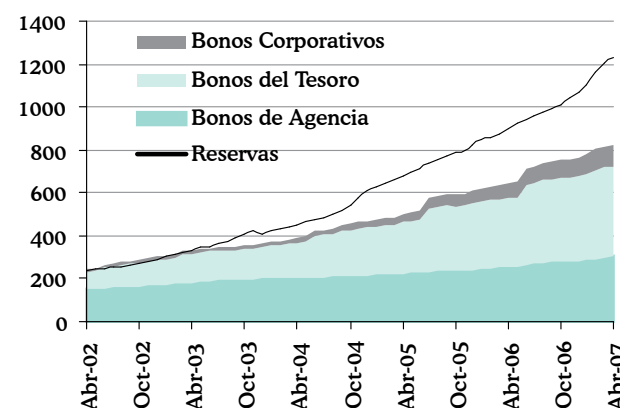
En EE.UU., actualmente en una posición cíclica distinta a la del resto de las principales economías, se espera que la Fed mantenga la tasa de los fondos federales estable en el 5,25% durante un período prolongado, apoyada, por un lado, en una economía que se recuperará en la segunda parte del año y que retornará a tasas de crecimiento cercanas al potencial el año que viene y, por otro lado, en una inflación que, aunque moderándose, permanecerá en la parte alta del rango de tolerancia de la Fed (PCE en el 2%). Sin embargo, el mercado vuelve a descontar un escenario menos benigno para EE.UU., como consecuencia de las recientes turbulencias en los mercados financieros, lo que le ha llevado a incorporar que la Fed recorte el precio del dinero a principios del año que viene.

A pesar del tono restrictivo de los bancos centrales de los principales países desarrollados, a nivel global se espera que, una vez se diluya el actual episodio de aversión, la volatilidad vuelva a bajar y continúe la elevada liquidez, derivada de la fuerte acumulación de reservas que siguen mostrando los bancos centrales emergentes. Lo anterior, unido a una saneada situación empresarial y unas sólidas expectativas de beneficios, continuarán apoyando en el medio plazo la buena

Spread de Crédito Investment grade (pb)  
Fuente: SEE Grupo BBVA



Compras netas acumuladas de China en EE.UU.  
Fuente: TIC y BBVA – Capital Flows

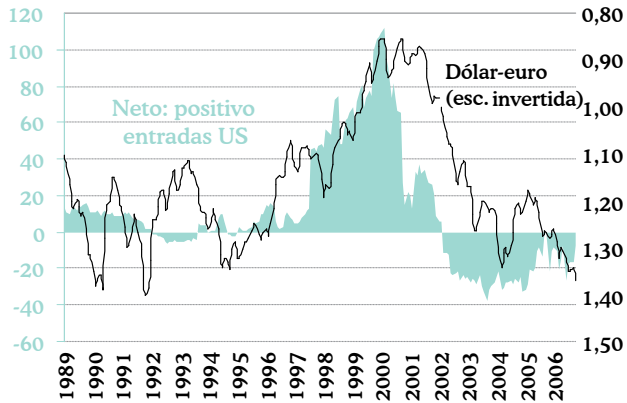


Previsiones financieras (fin de año)  
Fuente: BBVA

	2006	2007	2008
<b>Tipos oficiales</b>			
EE.UU	5,25	5,25	5,25
UEM	3,50	4,50	4,50
<b>Tipos a 10 años</b>			
EE.UU	4,7	5,0	5,1
UEM	3,9	4,6	4,6
Dólar-euro	1,32	1,33	1,32

### NETO US-UEM/Dólar-Euro - Acumulado 1 año (mM\$)

Fuente: Thompson y BBVA



evolución de los mercados de renta variable. No obstante, a pesar del aumento de las reservas en los países emergentes, cabe destacar un cambio de orientación en las estrategias de inversión de los bancos centrales, que parecen empezar a diversificarse hacia activos alternativos a los bonos del Tesoro norteamericano. Esta disminución de la demanda de deuda americana estaría llevando a que las rentabilidades de largo plazo en EE.UU. se vean menos presionadas a la baja por los flujos de capitales. Así, nuestras previsiones sitúan los tipos a diez años en EE.UU. en el 5% y en Europa en el 4,6% a final de año, aunque en el corto plazo podrían ubicarse en tasas sensiblemente menores debido al papel de activo refugio que están ejerciendo en el actual episodio de aversión.

El dólar continúa, a su vez, debilitándose frente al euro desde finales de 2006 debido a que una variedad de elementos está operando en su contra. Por un lado, cabe señalar la operativa de fusiones y adquisiciones que siguen siendo favorables hacia Europa; y por otro, también han influido las continuas noticias de diversificación de reservas procedentes de bancos centrales asiáticos o de países exportadores de petróleo. Además, su evolución en el corto plazo parece estar muy ligada al devenir del diferencial de tipos de interés, que en los últimos tiempos se ha ido estrechando. No obstante, la actual debilidad de la divisa norteamericana parece exagerada y se espera que revierta hacia niveles más apreciados, en torno al 1,33\$/€, una vez la economía estadounidense se recupere y retorne a tasa cercanas al potencial, a la vez que se constata un tono más moderado de la economía europea.

No obstante, el hecho de que la economía estadounidense sea la que más incertidumbres suscita lleva a que el balance de riesgos establezca un sesgo claramente depreciador sobre el dólar.

## 2. Actividad económica

### Dinámico crecimiento en el primer trimestre de 2007

El dinámico crecimiento de la economía colombiana continuó en el primer trimestre de 2007 (1T07) a un tasa del 8% interanual. Este crecimiento estuvo sustentado en una dinámica expansión de la demanda interna (11% interanual), resultante de un vertiginoso ritmo de inversión (31,8% interanual), dirigida a equipo de transporte, obras civiles y maquinaria y equipo, principalmente; y en un pronunciado incremento del consumo privado (7,3% interanual), sobre todo de bienes durables y semidurables. En contraste, el consumo público disminuyó a una tasa del 0,6% interanual.

La expansión del gasto doméstico estimuló la demanda por importaciones, cuyo incremento real, a precios de 1994 (21,8% interanual), superó al de las exportaciones (9,4% interanual), con lo cual el déficit en la balanza de bienes y de servicios no factoriales aumentó de 5% del PIB en 1T06 a 7,9% del PIB en 1T07.

Por el lado de la oferta, el crecimiento se originó, sobre todo, en el incremento de la construcción (28,3% interanual), la industria (14,6% interanual), el comercio (11,2% interanual) y el transporte (9,8% interanual).

### La demanda interna es el motor del crecimiento

Desde mediados de 2002 la recuperación de la confianza de los agentes domésticos y los inversionistas internacionales, lograda con base en un ejercicio adecuado de políticas públicas (fiscal, monetaria y de orden público); y el mantenimiento de una postura holgada de la política monetaria, manifiesta en bajas y estables tasas de interés, convirtieron paulatinamente a la demanda interna en el motor del crecimiento.

El impulso de la demanda interna al crecimiento fue especialmente notorio durante el 1T07, cuando su expansión (11% interanual) aportó 11,6 puntos porcentuales (pp) al incremento del PIB (8%), de los cuales 7,1 provinieron de la inversión y 4,6 del consumo privado.

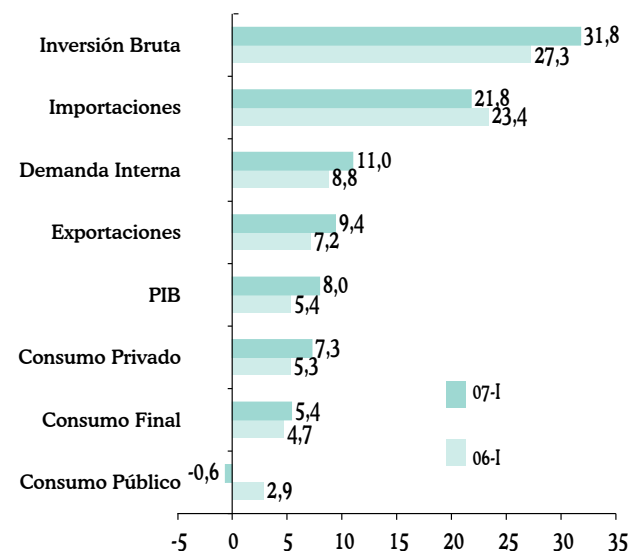
El patrón de crecimiento seguido por la economía desde mediados de 2002 se ha basado en una pronunciada recuperación de la inversión privada, cuya tasa aumentó de 12,8% del PIB en 1T02 a 27,2% del PIB en 1T07, alcanzando magnitudes no vistas desde 1994. El destino de la inversión (equipo de transporte, obras civiles y maquinaria y equipo) estaría ampliando la base productiva de la economía colombiana y potenciando un mayor crecimiento de largo plazo.

### Normalización del impulso monetario generará convergencia a crecimiento potencial en el segundo semestre de 2007, minimizando riesgos para la actividad

El exceso de demanda interna, en un entorno de elevada utilización de los recursos, ha llevado a la economía a crecer por encima de su tasa potencial, generando presiones inflacionarias de demanda, a pe-

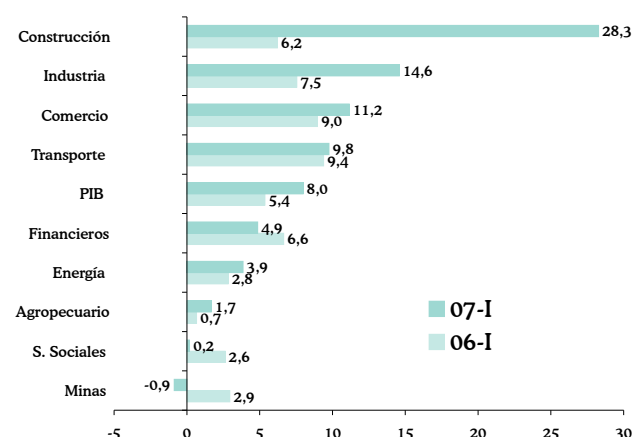
### PIB y demanda - Variación anual 1T07 (%)

Fuente: DANE



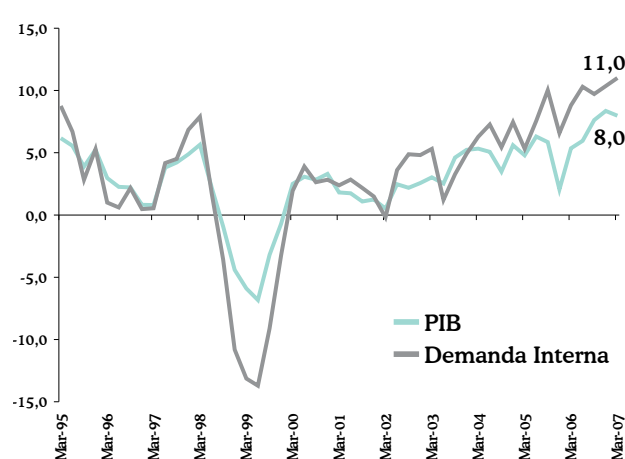
### PIB y sectores - Variación anual 1T07 (%)

Fuente: DANE



### PIB y DI - Variación anual (%)

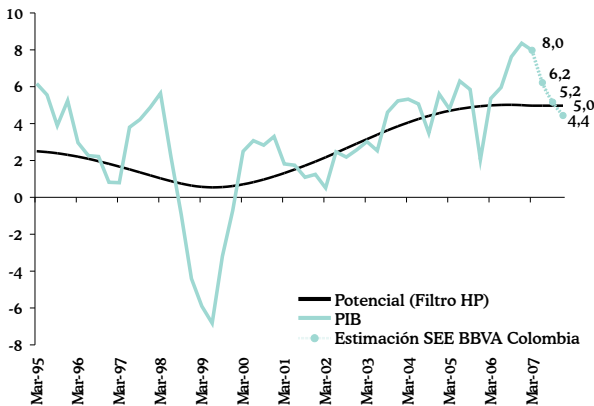
Fuente: DANE





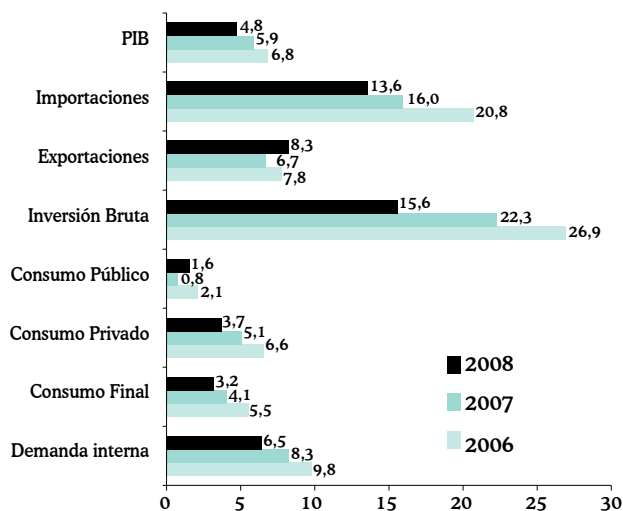
**PIB - Variación anual (%)**

Fuente: DANE – SEE BBVA Colombia



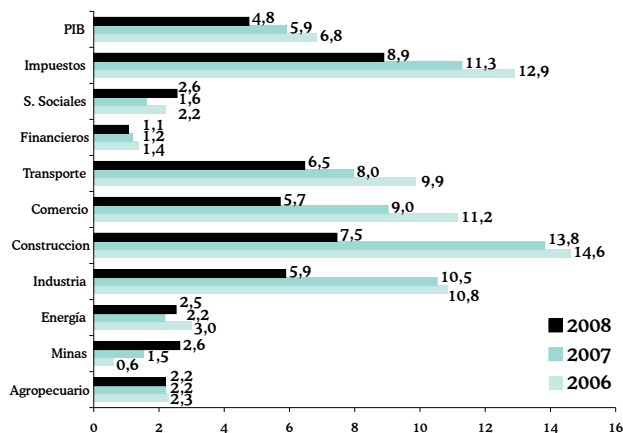
**PIB y demanda - Variación 2006-2008 (%)**

Fuente: DANE - SEE BBVA Colombia



**PIB y sectores - Variación 2006-2008 (%)**

Fuente: DANE - SEE BBVA Colombia



sar del choque positivo de oferta que significó la ampliación de la capacidad productiva.

Para conjurar este riesgo, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) incrementó en 300 puntos básicos sus tipos de interés entre abril de 2006 y junio de 2007. Sin embargo, este aumento ha demorado en transmitirse a las tasas del sistema financiero más tiempo de lo esperado por los analistas y el banco central. En respuesta a esto, a partir de mayo de este año la JDBR impuso encajes marginales sobre los depósitos en el sistema financiero y abandonó las compras discrecionales de divisas, con el fin de estrechar la liquidez del sistema y de esta forma restarle impulso a la demanda interna.

La normalización del impulso monetario y la política de control de la liquidez mediante encajes debe moderar el exceso de demanda interna durante el 2S07, forzando una convergencia del crecimiento hacia su tasa potencial, que minimizaría los principales riesgos que enfrenta el sostenimiento de un dinámico ritmo de actividad: un desborde inflacionario; un pronunciado deterioro del balance en cuenta corriente, que aumente la vulnerabilidad de la economía a choques externos; y un excesivo endeudamiento de los agentes domésticos, que amenace la estabilidad financiera.

**Perspectivas de crecimiento en 2007 y 2008**

La convergencia del crecimiento hacia su tasa potencial en lo que resta del año y su fluctuación alrededor de ésta el año entrante, producirán una desaceleración de la tasa anual desde 6,8% en 2006 a 5,9% en 2007 y 4,8% en 2008.

La desaceleración prevista para estos años provendrá, en primer lugar, de una expansión menos pronunciada de la demanda interna, suavizada por la normalización del estímulo monetario, que desacelerará tanto el consumo privado como la inversión. Y en segundo lugar, de un menor incremento de las exportaciones, debido al menor crecimiento de algunos socios comerciales. Como consecuencia de la moderación de la demanda interna, las importaciones aumentarán a una menor tasa.

La moderación de la demanda tanto interna como externa desacelerará el crecimiento de los sectores más dinámicos (construcción, industria, comercio y transporte), llevándolo a tasas menos elevadas pero más sostenibles.

**La bondad del entorno internacional prolonga el auge del sector externo en 2007**

Las condiciones externas favorables prevalecientes durante los tres últimos años, materializadas en un dinámico crecimiento mundial y regional, una notable expansión del comercio internacional, altos precios de los commodities, buenos términos de intercambio regionales, tolerancia al riesgo, spreads soberanos emergentes mínimos y una liquidez todavía abundante en los mercados financieros, han prolongado el auge del sector externo en 2007.

Aunque las transacciones corrientes netas mantuvieron una pronunciada tendencia a deteriorarse en lo corrido de 2007, debido al surgimiento de un creciente déficit comercial; el sostenimiento de un elevado superávit en las cuentas financieras, basado tanto en un dinámico ritmo de inversión extranjera como en un cuantioso endeudamiento neto de corto plazo, condujo a un acelerado ritmo de acumulación de reservas internacionales, que apreció precipitadamente el tipo de cambio en el primer semestre.

Como consecuencia de la aparición de un cuantioso déficit en la balanza de bienes (1,9% del PIB), el déficit en la cuenta corriente aumentó de 2,4% del PIB en 1T06 a 4,6% del PIB en 1T07.

Sin embargo, un pronunciado incremento en el superávit de la cuenta de capital (de 2,3% del PIB a 12,7% del PIB entre 1T06 y 1T07), logrado con base en unos flujos muy dinámicos tanto de inversión directa neta (6,4% del PIB) como de endeudamiento neto (6,9% del PIB), sobre todo de corto plazo (6,1% del PIB), proveyó una holgada financiación del déficit corriente, que condujo a una cuantiosa acumulación de reservas internacionales (USD 3.430 millones, equivalentes a 8,7% del PIB) en 1T07.

De acuerdo con la balanza cambiaria doméstica, como resultado del sostenimiento del extraordinario superávit de capital (USD 6.200 millones), a pesar de la continuidad en el deterioro del déficit corriente (USD 1.641 millones), la acumulación de reservas internacionales aumentó a USD 4.559 millones en 1S07, con alguna desacumulación en junio (USD 412 millones).

Con una participación no despreciable del endeudamiento neto privado, los flujos netos de portafolio y las operaciones especiales netas del gobierno, la mayor proporción de la acumulación de reservas internacionales en 1S07 provino del flujo neto de inversión extranjera directa (76,5% del total), una parte importante de la cual llegó al sector de minas e hidrocarburos (USD 2.308 millones).

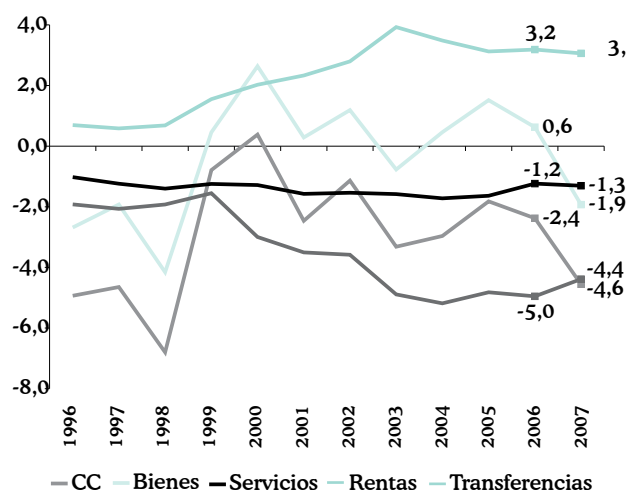
### Continuidad del dinámico crecimiento mundial y elevados precios de los productos básicos sostienen incremento de las exportaciones en 2007

Beneficiándose todavía del dinámico ritmo de actividad económica mundial y de los elevados precios internacionales de los productos básicos, los ingresos por exportaciones de bienes de Colombia en los primeros cuatro meses de 2007 (USD 8.578,6 millones) aumentaron 17,3% interanual, sosteniendo su tasa de crecimiento respecto del mismo período del año anterior (15% interanual), con base principalmente en las mayores ventas de productos no tradicionales (USD 4.446,6 millones), cuyo valor se incrementó 20,2% interanual; y en menor medida, apoyadas por las ventas de productos tradicionales (USD 4.132 millones), cuyo importe creció 14,3% interanual.

A pesar de la apreciación del tipo de cambio real, el dinámico crecimiento mundial y regional estimuló las ventas de productos no tradicionales, que aumentaron aceleradamente en casi todos los merca-

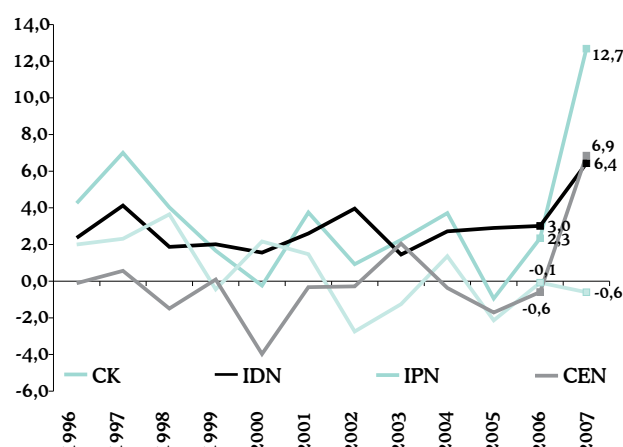
### Cuenta corriente 1T (% PIB)

Fuente: Banco de la República



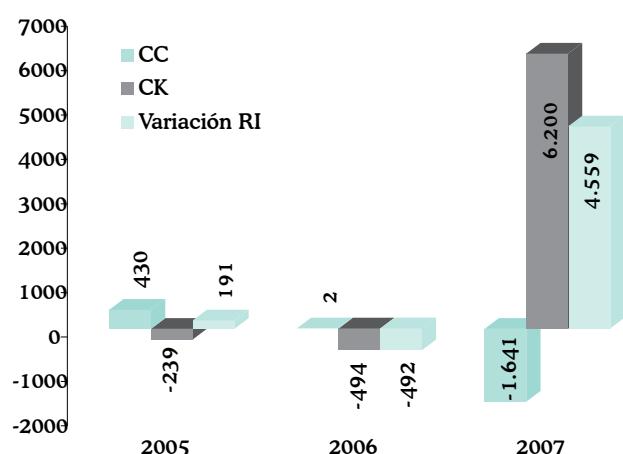
### Cuenta financiera 1T (% PIB)

Fuente: Banco de la República



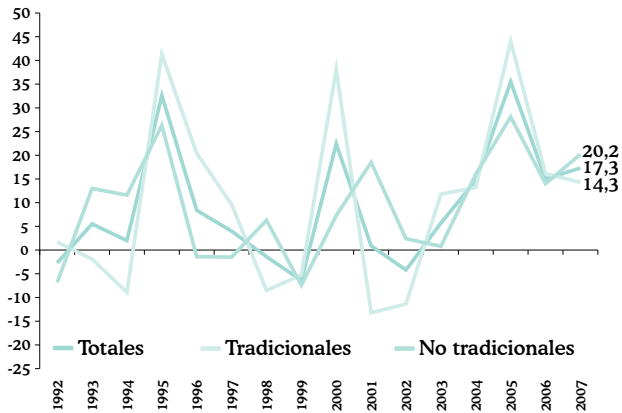
### Balanza cambiaria doméstica junio 29 (USD M)

Fuente: Banco de la República



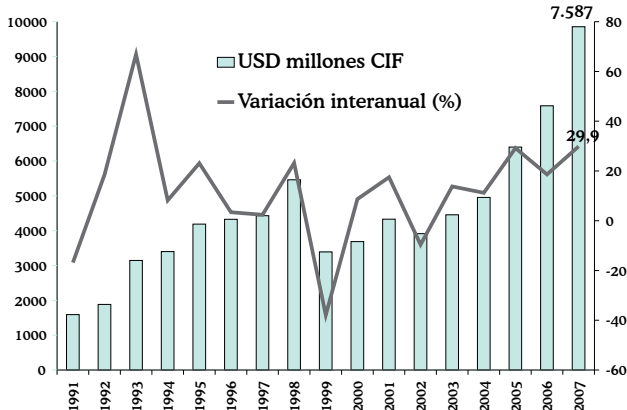
### Variación anual de exportaciones enero-abril (%)

Fuente: DANE - Mincomercio



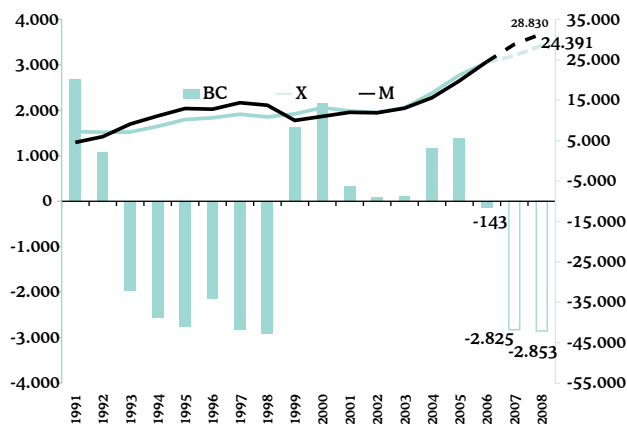
### Importaciones enero-abril (USD M, %)

Fuente: DANE - Mincomercio



### Balanza comercial (USD millones)

Fuente: DANE - Mincomercio - SEE BBVA Colombia



dos, pero más significativamente en Venezuela, Unión Europea, Perú, China, Ecuador y Brasil.

Los ingresos por exportaciones no tradicionales crecieron principalmente con base en las mayores ventas de productos de origen industrial, aunque el aporte de las de productos pecuarios y agrícolas también fue significativo. El valor de las industriales aumentó sobre todo por los incrementos en las de sustancias químicas, vehículos, alimentos procesados, maquinaria eléctrica, maquinaria y equipo, confecciones, cuero y textiles.

A pesar de un descenso en el valor de las ventas de hidrocarburos (-7,9% interanual), determinado por una caída en sus precios; el ingreso por ventas de productos tradicionales aumentó sobre todo gracias al mayor volumen de las ventas de carbón y de café y a los mayores precios del ferróniquel y del grano.

### La dinámica actividad doméstica y la apreciación real han estimulado las importaciones en 2007

Estimulados por la dinámica actividad económica y la apreciación del tipo de cambio real, los egresos por importaciones de bienes en los primeros cuatro meses del año (USD 9.856 millones CIF) se incrementaron 29,9% interanual, como resultado del aumento en las compras de materias primas y bienes de capital para la industria, equipo de transporte y bienes de consumo, sobre todo duradero.

El crecimiento mucho más veloz de las importaciones que de las exportaciones condujo al surgimiento de un déficit comercial en el período (USD 662,7 millones), que contrasta con el superávit obtenido un año antes (USD 207,4 millones). La mayor parte del déficit surgió del comercio con Brasil, México, China, Japón y Argentina.

### Se prevé una profundización del déficit corriente a medida que se deteriora la balanza comercial en 2007

Si el incremento de las importaciones se mantiene sistemáticamente por encima del de las exportaciones, como hasta ahora, es previsible que al finalizar el año el déficit comercial ascienda a USD 2.825 millones. Con base en este resultado, el déficit en la cuenta corriente aumentaría de -2,1% del PIB en 2006 a -3,2% en 2007.

### Un incremento en la inversión extranjera mantendrá la holgura en la financiación del déficit corriente en 2007

La persistencia de un abundante superávit en la cuenta de capital, que se incrementaría de 2,2% en 2006 a 4,4% del PIB en 2007, con base en el dinámico flujo de inversión directa, mantendrá la holgura en la financiación del déficit corriente.

## Se espera continuidad en la bondad del entorno internacional en 2008

Con continuidad en el dinámico crecimiento mundial y en la expansión del comercio internacional, con persistencia de elevados precios internacionales para los productos básicos de exportación, con pausa en los incrementos de tipos de interés externos, con baja percepción de riesgo soberano para los emergentes y con prolongación en los flujos de inversión extranjera directa a la región, se prevé que el entorno internacional permanezca favorable, a grandes rasgos, en 2008.

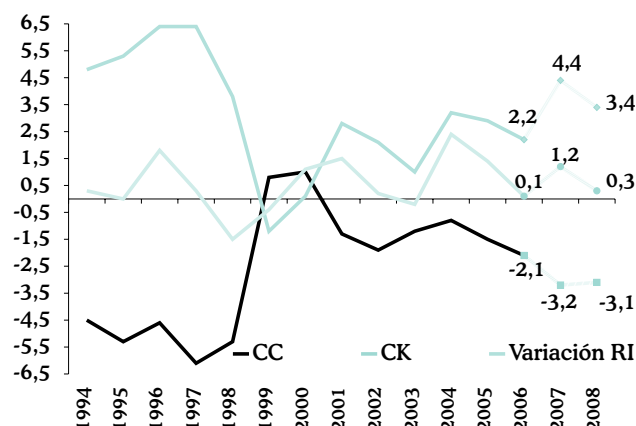
## Por una moderación en los flujos de capital disminuirá la holgura en la financiación del déficit corriente

En ese entorno no se prevé un deterioro adicional del déficit corriente, que se mantendrá en 3,1% del PIB, porque no se espera un mayor déficit comercial, debido a la nivelación de los incrementos proyectados de exportaciones e importaciones. A medida que cede el exceso de gasto doméstico, la convergencia del crecimiento hacia su tasa potencial debe moderar el incremento en la demanda por importaciones.

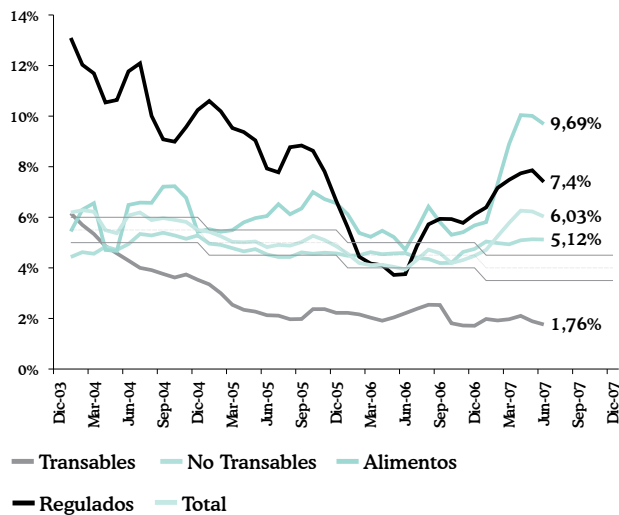
Se prevé un flujo menos exuberante de inversión directa, razón por la cual se proyecta un menor superávit en la cuenta de capital, que disminuirá de 4,4% del PIB en 2007 a 3,4% del PIB en 2008. En consecuencia, se espera una menor acumulación de reservas internacionales el año entrante.

## Balanza de pagos (%PIB)

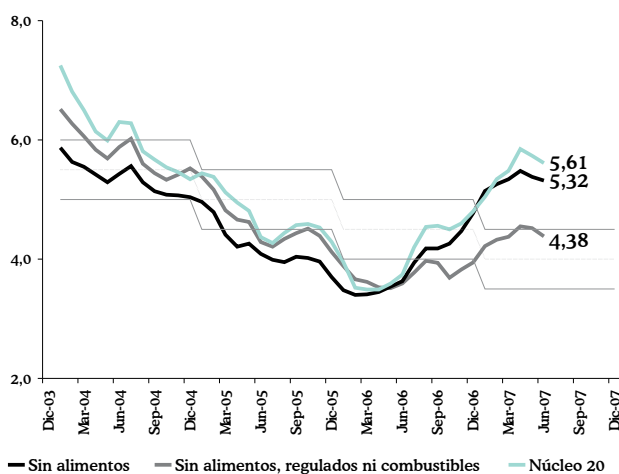
Fuente: Banco de la República – SEE BBVA Colombia



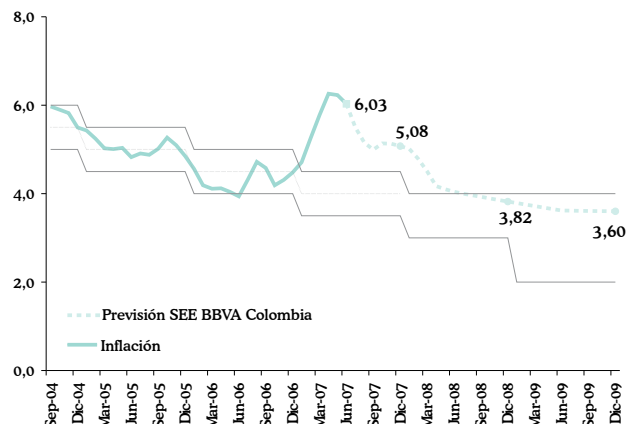
**Inflación interanual al consumidor (%)**  
Fuente: DANE – Banco de la República



**Inflación interanual subyacente (%)**  
Fuente: DANE – Banco de la República



**Previsión inflación al consumidor (%)**  
Fuente: DANE – SEE BBVA Colombia



### 3. Inflación

#### Por choques de oferta y exceso de gasto doméstico la inflación desbordó la meta en 1S07

La inflación al consumidor se salió de curso desde comienzos de 2007, desbordando la meta establecida por el Banco de la República (BR) para el año (3,5% - 4,5%) debido, por una parte, a un choque adverso en los precios de los alimentos y de los bienes con precio regulado; y por otra, a la tendencia creciente en los precios de los bienes no transables.

En el caso de los precios de los alimentos, el choque se originó en las consecuencias adversas del fenómeno climático "El Niño" sobre las cosechas, en el exceso de demanda por estos productos en Venezuela, en la tendencia creciente de los precios internacionales de aquellos bienes utilizados como materia prima de los biocombustibles y en los mayores costos de alimentación de los animales que los consumen.

La inclinación ascendente de la inflación de bienes no transables surgió por un exceso de demanda interna exacerbado por una dinámica expansión del crédito doméstico.

La inflación al consumidor se estabilizó en mayo (6,23% interanual) y comenzó una tendencia decreciente en junio (6,03% interanual), cuando empezaron a ceder los choques adversos en los precios de alimentos y regulados y se afirmó, además, el anclaje en los de los bienes transables. Sin embargo, desafortunadamente la inflación de no transables apenas comienza a estabilizarse (5,12% interanual en junio), muy lejos aún del límite superior del rango objetivo, indicando que persiste el exceso de gasto doméstico.

#### Aunque se espera una tendencia decreciente de la inflación en 2S07, se prevé incumplimiento de la meta en 2007

Aunque no prevemos que se logre la meta en 2007, proyectamos que la inflación seguirá una tendencia decreciente hacia ella en 2S07, para terminar en 5,08% interanual en diciembre. En este sentido, resulta alentador que las medidas de inflación subyacente hayan iniciado una trayectoria convergente, que la básica, excluyendo alimentos, se encuentre nuevamente dentro del rango objetivo y que hayan comenzado a ceder los choques en los precios de alimentos y regulados. Preocupa, sin embargo, que los precios de la salud mantengan una pronunciada tendencial al alza y que los de la educación se resistan a bajar, permaneciendo ambos lejos de la meta (en 6,56% y en 5,48% interanual, respectivamente).

#### El regreso pleno de la inflación a la meta se logrará a mediados de 2008

De acuerdo con nuestro escenario base, la resistencia a ceder del exceso de gasto y de la dinámica expansión del crédito, mientras se destraba el engranaje de la política monetaria; el desborde de las expectativas de inflación, la alta utilización de los recursos, la prolongación del exceso de demanda en Venezuela y el alto precio de las materias primas de los biocombustibles determinarán, en conjunto, una lenta convergencia de la inflación hacia la meta de 2008, que finalmente se logrará a mediados del año entrante.

## 4. Política cambiaria y monetaria

### Un aumento extraordinario en el caudal de los flujos financieros externos apreció pronunciadamente el tipo de cambio en 1S07

Aunque se deterioró notablemente el saldo neto de las transacciones corrientes, el cuantioso superávit en las cuentas financieras, alimentado por un extraordinario flujo de inversión extranjera y de endeudamiento externo, condujo a una vertiginosa acumulación de reservas internacionales en 1S07 (USD 4.559 millones), que produjo una pronunciada apreciación del tipo de cambio, llevándolo a valores no vistos desde finales de 2000, a pesar de las masivas compras discrecionales de divisas (USD 4.527 millones) y de las subastas de opciones call para control de volatilidad (USD 375 millones) hechas por el Banco de la República.

Al cierre de junio el tipo de cambio representativo del mercado (TRM) (COP 1.961) se apreciaba 12,4% año corrido y 25,5% interanual, luego de alcanzar un valor mínimo de COP 1.878 a comienzos del mes.

### Expectativas de prolongación de la pausa en la política monetaria en EU estabiliza el COP en junio

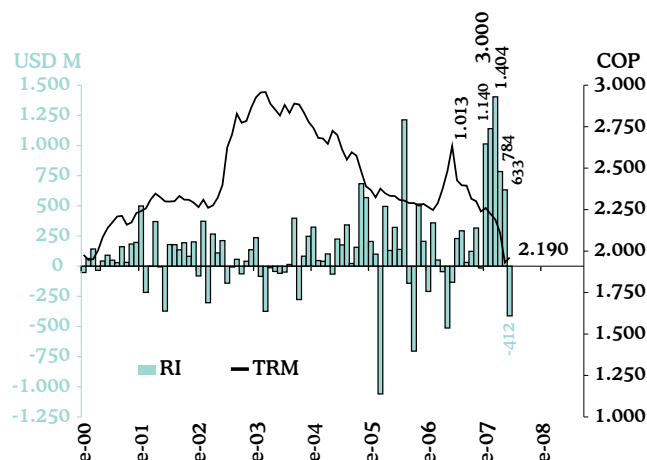
Un cambio reciente en las expectativas de los mercados internacionales sobre la política monetaria en los Estados Unidos (EU), que de descontar con certeza disminuciones en la meta de tasa de interés en abril y en mayo para septiembre y diciembre de 2007, pasaron a prever continuidad en la pausa inclusive hasta marzo de 2008, generó una corrección en la tendencia apreciadora de las monedas latinoamericanas, detuvo la disminución de la percepción de riesgo soberano emergente y fijo un piso muy fuerte para el tipo de cambio del COP.

### Un deterioro en las transacciones corrientes y una moderación en los flujos financieros sugieren debilitamiento del COP en 2S07 y en 2008

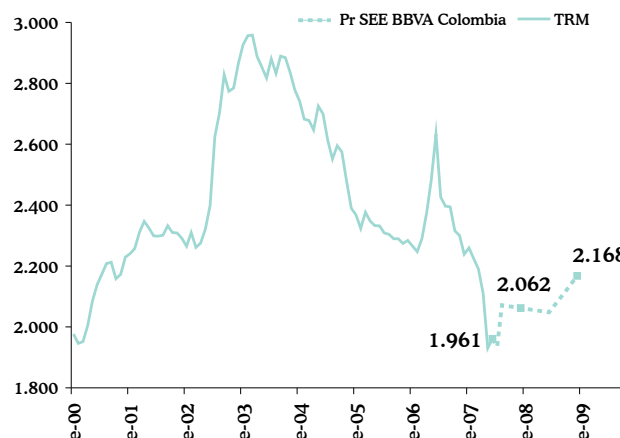
Nuestras previsiones de balanza de pagos respaldan la solidez de este piso, sugiriendo que el deterioro de las transacciones corrientes y una moderación en los flujos de inversión extranjera y de endeudamiento externo deberían debilitar el COP en 2S07. Por tanto, en nuestro escenario base prevemos que la apreciación al final de 2007 disminuirá a alrededor de 8%.

Un menor flujo previsto de inversión extranjera provera una financiación menos abundante para el déficit corriente en 2008, razón por la cual ocurrirá una devaluación del tipo de cambio cercana a 5% en ese año.

Variación mensual de RI (USD M) y TRM (COP)  
Fuente: Banco de la República

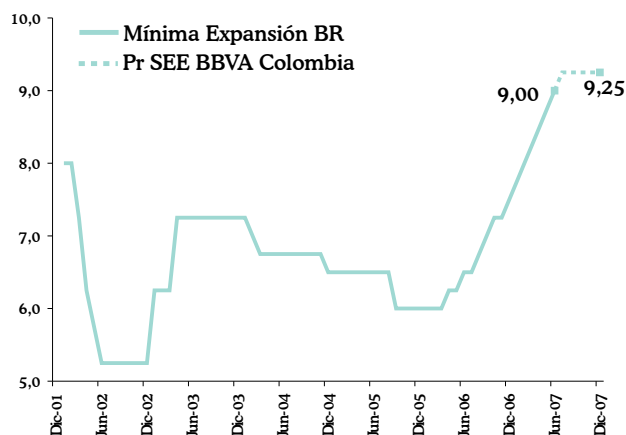


Previsión TRM (COP)  
Fuente: Banco de la República – SEE BBVA Colombia





Tasa de interés mínima de expansión de BR (%)  
Fuente: Banco de la República – SEE BBVA Colombia



Compra-venta de divisas de BR (USD millones)  
Fuente: Banco de la República

Tipo de operación	Acumulado 2006	2007						
		Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Acumulado
<b>Compras</b>	1.781	1.002	1.023	1.837	666	360	15	4.902
Opciones Put	584	0	0	0	0	360	15	375
Acumulación de RI	0	0	0	0	0	0	0	0
Control Volatilidad	584	0	0	0	0	360	15	375
Intervención Discrecional	1.197	1.002	1.023	1.837	666	0	0	4.527
<b>Ventas</b>	1.944	0	0	0	0	0	177	177
Opciones call	944	0	0	0	0	0	177	177
Control Volatilidad	944	0	0	0	0	0	177	177
Gobierno Nacional	1.000	0	0	0	0	0	0	0
<b>Compras Netas</b>	-164	1.002	1.023	1.837	666	360	-162	4.725

Encajes sobre depósitos (%)  
Fuente: Banco de la República

	Encaje ordinario (%)		Encaje marginal (%)	
	Antes	Después	Antes	Después
Cuentas corrientes	13,0	8,3	27,0	27,0
Cuentas de ahorro	6,0	8,3	12,5	27,0
CDT	2,5	2,5	5,0	5,0

## El BR emprendió un proceso pausado de normalización del impulso monetario desde abril de 2006

Previendo presiones inflacionarias en 2007 y en los años siguientes, que podrían surgir del dinámico crecimiento de la economía, de las crecientes expectativas de gasto y de una rápida expansión del crédito doméstico, el BR comenzó a incrementar sus tipos de interés en abril de 2006, para llevar a cabo un "proceso pausado de normalización del impulso monetario", con el fin lograr "el máximo crecimiento sostenible del producto y del empleo en el mediano plazo", junto con la convergencia de la inflación hacia la meta de largo plazo (2% - 4%).

Luego de pausar en tres ocasiones en 2006 (mayo, julio y noviembre), la normalización del impulso monetario mediante incrementos de 25 pb continuó en 1S07, debido a la tendencia alcista de los indicadores de inflación básica y no transable hasta mayo, la dinámica expansión del crédito doméstico y el exceso de demanda interna. De esta manera, el aumento en términos nominales ha completado 300 pb, llevando la tasa base para las subastas de expansión a 9% en junio.

## El mecanismo de transmisión de la política monetaria no actuó con la celeridad esperada por el Banco de la República

Los incrementos en las tasas de intervención del BR no se transmitieron con la rapidez esperada a las tasas del sistema financiero gracias al exceso de liquidez en la economía y a un aumento en la competencia entre los intermediarios financieros por ganar cuota en el mercado.

Con el fin de controlar la apreciación del peso, el BR realizó compras masivas de dolares que esterilizó parcialmente con la venta de TES y activó los depósitos remunerados no constitutivos de encaje de los agentes colocadores de OMAS. Por su parte el Gobierno Nacional se comprometió a mantener congelados algunos de sus depósitos en el Emisor.

## Con el fin de acelerar el mecanismo de transmisión de las tasas y disminuir la apreciación del peso, el BR aumentó la presión financiera y creó un depósito al endeudamiento externo

Con el propósito de reducir la expansión secundaria de los agregados monetarios, disminuyendo el multiplicador; y para forzar un encarecimiento del crédito, que frene su expansión, el BR estableció encajes marginales no remunerados a los depósitos en cuenta corriente, de ahorro y a término fijo, medida que intensificó al incrementar luego los encajes marginales y ordinarios a los depósitos a término, igualándolos a los de ahorro, que constituyen la mayor parte de las captaciones de los establecimientos del sistema financiero.

Adicionalmente, para desestimular el endeudamiento externo restableciendo la paridad de tasas de interés, el BR impuso un depósito previo de seis meses de 40% del valor del desembolso.

En una medida complementaria de política cambiaria, el Gobierno Nacional estableció un depósito no remunerado, con duración de seis meses, de 40% a la inversión extranjera de portafolio, con el fin de desestimular los flujos de capital de corto plazo.

Desde mayo el BR no ha comprado divisas discrecionalmente en el mercado y omitió referencias explícitas en sus comunicados a esta modalidad de intervención. Como efecto de este conjunto de medidas, el incremento interanual de los agregados monetarios disminuyó precipitadamente en junio y julio.

### No hay consenso en la JDBR sobre la necesidad de continuar incrementando los tipos de interés

Añadiendo transparencia y reforzando la operatividad del esquema de inflación objetivo, en un hecho sin precedentes, a partir de junio la Junta Directiva del Banco de la República comenzó a publicar las minutas de sus reuniones con dos semanas de rezago.

La primera de ellas reveló falta de consenso sobre la conveniencia de continuar los incrementos de tasas de interés. Un grupo de codirectores, preocupado por sus efectos sobre la apreciación cambiaria y el crecimiento, se inclina a pausar, dando un margen para que las medidas de política monetaria afecten la inflación. El otro grupo favorece la continuidad, argumentando la permanencia de las tasas reales en magnitudes mínimas, el riesgo de incumplimiento de la meta de inflación en 2007, la necesidad de estabilizar las expectativas para facilitar la convergencia de los precios a las metas y el sesgo del balance de riesgos hacia mayor inflación en lugar de hacia desaceleración del crecimiento.

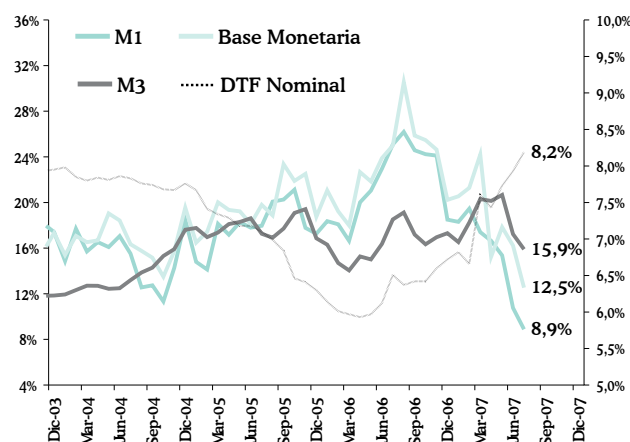
### Se mantendrá la política monetaria contraccionista en 2S07

A pesar de la falta de consenso, prevemos por lo menos un incremento adicional de 25 pb en 2S07, debido a las bajas tasas reales, el alto grado de utilización de los recursos y la persistencia del exceso de gasto, de la dinámica expansión del crédito y del desborde de las expectativas de inflación respecto de las metas.

Como la moderación del exceso de gasto y del aumento del crédito probablemente será lenta, tampoco es previsible un pronto levantamiento de los encajes marginales.

### Variación anual agregados monetarios y DTF (%)

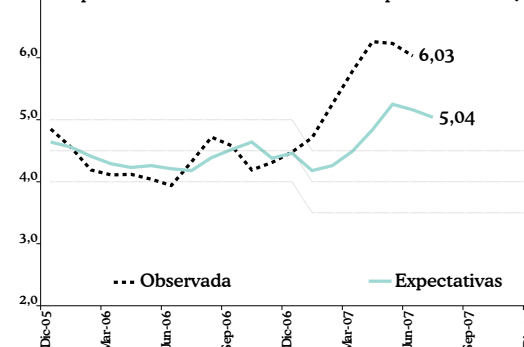
Fuente: Banco de la República



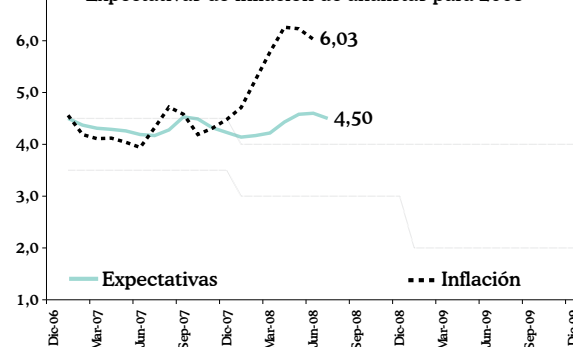
### Expectativas de inflación (%)

Fuente: Banco de la República

Expectativas de inflación de analistas para fin de 2007

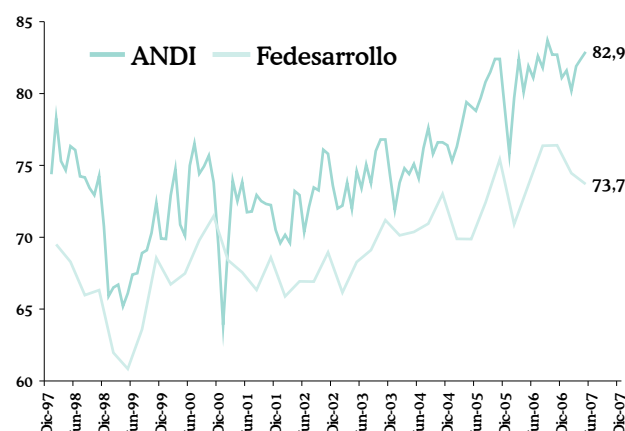


Expectativas de inflación de analistas para 2008



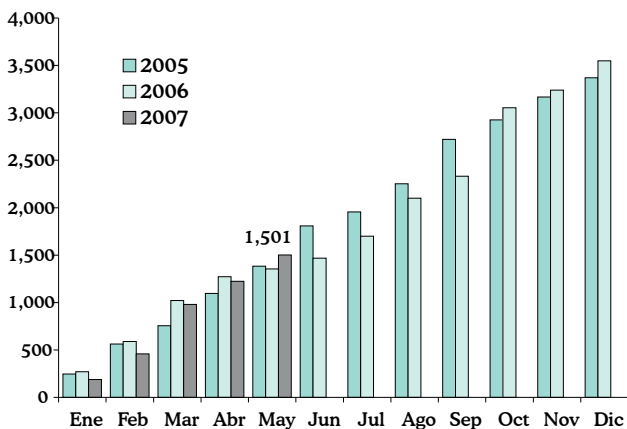
### Utilización de capacidad industrial (%)

Fuente: ANDI - Fedesarrollo

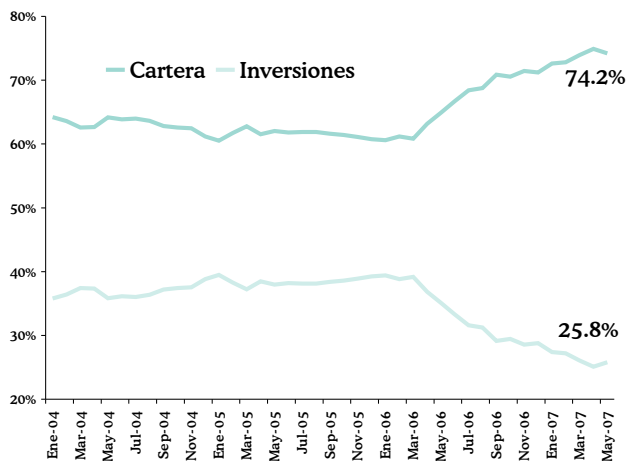




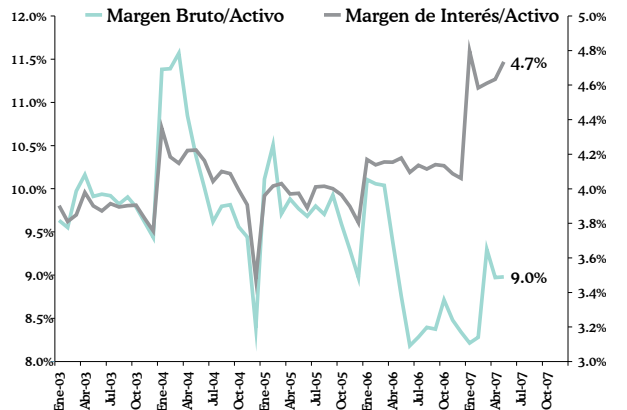
**Utilidad establecimientos de crédito (COP mM)**  
Fuente: Superintendencia Financiera



**Cartera e inversión establecimientos de crédito (%)**  
Fuente: Superintendencia Financiera



**Margen de establecimientos de crédito (% Activo)**  
Fuente: Superintendencia Financiera



## 5. Mercados financieros

### La dinámica expansión de la cartera sostiene buenos resultados del sector financiero

Los resultados del sistema financiero en 2007 reflejan la excelente dinámica del negocio en la coyuntura actual: las utilidades acumuladas del sector (COP 1,5 billones) aumentaron 10,6% interanual en mayo y todos los agentes obtuvieron resultados positivos, con excepción de las sociedades comisionistas de bolsa, afectadas adversamente por la volatilidad de los mercados de divisas y deuda pública.

Los resultados de mayo de 2007 muestran una mejora en las utilidades de los establecimientos de crédito, revertiendo la tendencia de una reducción de las utilidades frente a las del año anterior, iniciada desde mayo del año pasado, causada por el efecto de valoración de las inversiones, luego de la crisis en el mercado de deuda pública.

El aumento de las rentabilidades de la deuda pública ocasionó una recomposición de los activos de las entidades, en la cual las inversiones perdieron importancia frente al crédito. A mayo de 2007, el crédito representa un 74,2% del total de cartera más inversiones, frente al 61,2% del año anterior.

Los indicadores de rentabilidad de los establecimientos de crédito son buenos, repuntando durante lo corrido del año. Sin embargo, la evolución ha sido mejor en el margen de intereses que en el margen bruto, debido a la volatilidad de los mercados de deuda y a la recomposición del activo. La recomposición del negocio y la dinámica demanda de crédito contribuyeron a que los resultados de los establecimientos de crédito no sufrieran tanto como los de las comisionistas de bolsa.

### La dinámica aceleración de cartera continuó en el primer semestre de 2007

Las favorables condiciones en el mercado financiero, tanto por el lado de la demanda (tasas bajas, dinámica actividad económica, mayores ingresos de familias y empresas) como de la oferta (abundante liquidez y mayor atractivo del otorgamiento de crédito), han permitido un vertiginoso crecimiento de la cartera, que se aceleró más de 17 puntos porcentuales entre diciembre de 2005 (10,2%) y marzo de 2007 (27,1%).

La modalidad de crédito que ha gozado la mayor expansión es la de consumo, que desde inicios de 2006 se ha incrementado a tasas interanuales reales superiores al 40%, las más altas desde 1995. Las bajas tasas de interés han permitido que la mayor demanda por bienes de consumo semi durables y durables, estimulada por la mayor confianza y mejor situación económica de los hogares, hubiera podido financiarse parcialmente con crédito.

El crédito comercial también ha experimentado una fuerte aceleración desde el año anterior, aumentando a tasas reales superiores al 20% interanual. Nuevamente, las bajas tasas de interés permitieron

que el crédito comercial financiara una parte importante de la inversión, estimulando el crecimiento del PIB.

A partir de junio de 2006, el crédito hipotecario quebró la tendencia negativa que traía desde 1999. Este tipo de crédito ha sido el que ha presentado la menor dinámica por la aversión que desarrollaron los hogares a contraer deuda hipotecaria, luego de la crisis de finales de los años noventa. La cartera hipotecaria aumentó 10% real anual en mayo.

La cartera de leasing se ha expandido 38% real interanual en promedio en los cinco primeros meses de 2007 debido, en buena parte, a que empresas y familias han encontrado en esta modalidad una alternativa atractiva de financiamiento por sus ventajas tributarias.

La dinámica expansión de la cartera durante los últimos dos años ha contribuido a aumentar la bancarización<sup>1</sup>. El crédito como porcentaje del PIB viene en constante incremento desde el 2T05, llegando a 29% en 1T07. Sin embargo, es todavía inferior a las magnitudes de antes de la crisis de finales de los noventa. El único tipo de crédito que ha logrado superar esas magnitudes es el de consumo. La relación crédito hipotecario sobre PIB presenta una tendencia decreciente, aún con el fuerte auge de la construcción.

### Las medidas de política monetaria estabilizan expansión de la cartera

El endurecimiento de la política monetaria, la implementación de encajes marginales y el aumento de los encajes ordinarios a las cuentas de ahorro logró, recientemente, una disminución gradual de la cartera. El crecimiento real de la cartera total se redujo de 26,9% en diciembre de 2006 a 23,5% en mayo de 2007. Esto nos lleva a prever una desaceleración pronunciada del crédito para finales de 2007. Esperamos que el crecimiento del crédito total se desacelere desde una tasa de 23,5% real interanual en mayo hasta 13,1% en diciembre. La mayor desaceleración se presentará en el crédito de consumo.

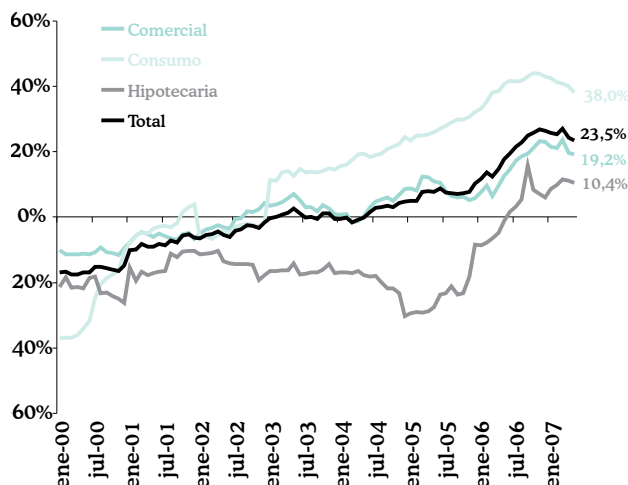
### La disminución gradual de la calidad de la cartera de consumo y sus posibles riesgos se ve compensada por mejores prácticas prudentiales de los establecimientos de crédito

Aunque la calidad de la cartera ha mejorado considerablemente en los últimos años, recientes deterioros graduales en la de consumo encienden señales de alerta para las autoridades y los establecimientos de crédito. La relación de la cartera vencida a la cartera total se ubica a finales de mayo en 2,9% y para la de consumo en 5,1%. Este indicador de la de consumo sigue siendo muy bajo a pesar del deterioro constante desde finales de 2005.

<sup>1</sup> Semana Económica 611, de Asobarcaría, destaca que el número de personas que accedió por primera vez a crédito aumentó de 641.592 en 2005 a 1.004.335 en 2006.

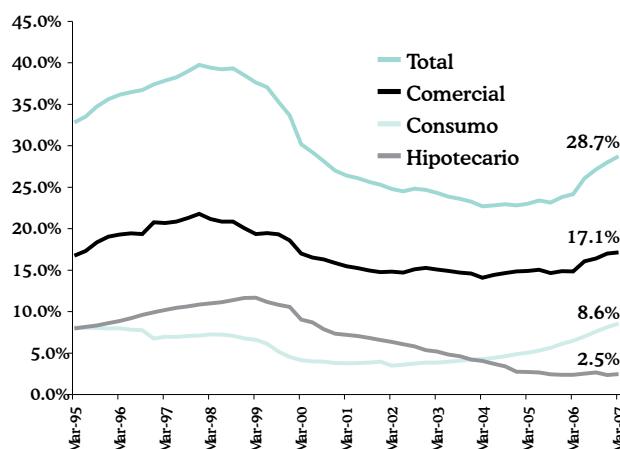
### Variación real interanual del crédito (%)

Fuente: Superintendencia Financiera



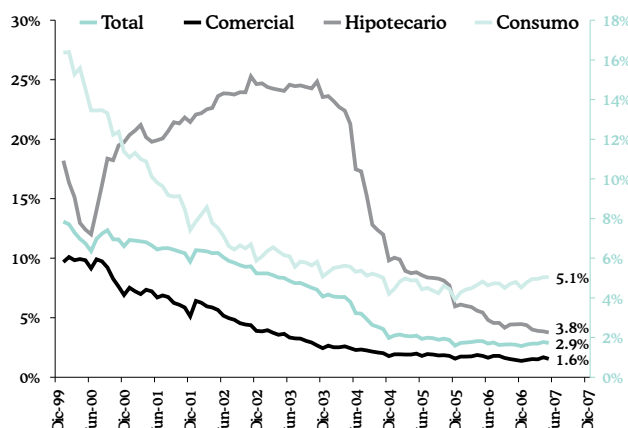
### Cartera de créditos (% PIB)

Fuente: DANE - Superintendencia Financiera



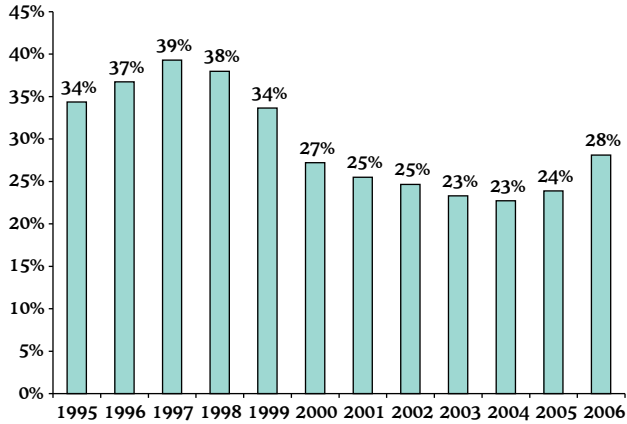
### Calidad de la cartera (%)

Fuente: Superintendencia Financiera



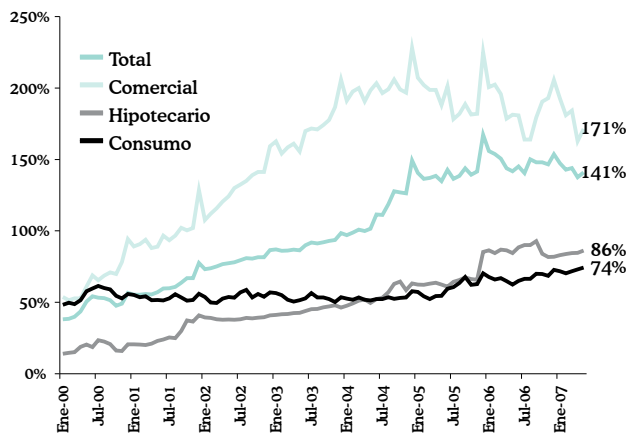
### Cartera de crédito (% Ingreso disponible)

Fuente: Superintendencia Financiera – SEE BBVA Colombia



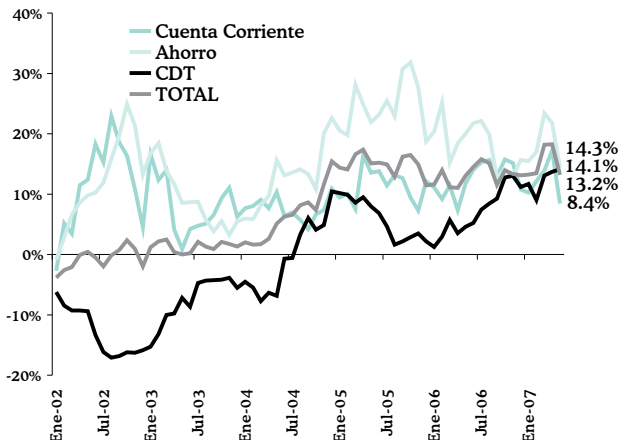
### Cubrimiento de la cartera (%)

Fuente: Superintendencia Financiera



### Variación real de los depósitos (%)

Fuente: Superintendencia Financiera



Debido a su continua expansión, el crédito como proporción del ingreso disponible de la economía sigue una tendencia creciente desde 2004 (23%), llegando a 28% en 2006. El aumento de esta relación disminuye la capacidad de pago de familias y empresas y podría, eventualmente, generar problemas de mora para las entidades. Aunque aún esta relación se encuentra distante de los niveles alcanzados en los años anteriores a la crisis de los noventa, cuando superó el 34%; se prevé que continuará aumentando el resto del año. El elevado cubrimiento de todas las carteras y los altos índices de solvencia del sistema financiero minimizan, actualmente, el riesgo asociado con el deterioro de la calidad.

### Los depósitos se expanden a un menor ritmo que el crédito

En las cuentas pasivas de las entidades se encuentra un crecimiento menos dinámico que en el crédito. En lo corrido de 2007 los depósitos totales se han expandido ligeramente por encima del promedio de los últimos dos años. La mayor expansión ha ocurrido en las cuentas de ahorro, con unas tasas de crecimiento superiores al 20% en marzo y abril. Los depósitos a término, única modalidad que creció en mayo por encima del mes anterior, han tenido una tendencia positiva desde comienzos de 2006. Los depósitos totales se desaceleraron del 18% real interanual en abril a 13,2% real interanual en mayo, como efecto del estrechamiento de la política monetaria.

### Endurecimiento de política monetaria favorece expansión de depósitos a término respecto de otras modalidades

La imposición de encajes marginales más altos para las cuentas corrientes y de ahorro que para los depósitos a término, incrementó los costos financieros del fondeo para los intermediarios con las dos primeras modalidades respecto de la última. Adicionalmente, la reducción de la liquidez y los incrementos en las tasas del BR han generado un aumento de las tasas de interés de corto plazo, elevando el costo de oportunidad para los ahorradores de mantener depósitos en cuenta corriente y de ahorro frente a los depósitos a término. El mayor apetito de los intermediarios por depósitos a término, junto con una mayor preferencia de los ahorradores por estos depósitos, originó una desaceleración en el crecimiento de las cuentas corrientes y de ahorro. En mayo la tasas de crecimiento de las cuentas corrientes (8,4% real interanual) y de las de ahorro (14,3% interanual) disminuyeron 9 y 7,4 puntos porcentuales, respectivamente; mientras que la de los depósitos a término se mantuvo (14,1%). Es probable, por tanto, que gracias a las medidas del BR se genere un mayor dinamismo de los depósitos a término respecto de las otras modalidades en el inmediato futuro. Para final de 2007 se prevé que los depósitos totales se expandan al 10% real interanual.

## Bolsa de Valores de Colombia

### Expectativas de inflación, normalización de impulso monetario y trabas a inversión extranjera obstaculizan valorización de la bolsa

El mercado de valores no ha mostrado una tendencia definida en lo corrido de 2007, con un IGBC oscilando entre 10.000 y 11.000, límites firmemente establecidos durante el año.

El desborde de las expectativas inflacionarias domésticas, la normalización del impulso monetario mediante incrementos en los tipos de interés y, más recientemente, el establecimiento del depósito a los flujos de portafolio han detenido la valorización de bolsa, a pesar del dinámico ritmo de actividad económica, que presagiaría excelentes resultados empresariales.

El establecimiento de depósitos a la inversión de portafolio y al endeudamiento externo desestimulan la entrada de inversionistas extranjeros en este mercado, afectando adversamente su liquidez, su profundidad y sus posibilidades de expansión.

Es probable que, como ha ocurrido en el pasado, los procesos de capitalización de empresas públicas (ECOPETROL, por ejemplo) contribuyan a dinamizar el mercado accionario local. Sin embargo, la vinculación de socios estratégicos a algunas empresas públicas esperada para 2008, probablemente no lo hará.

El índice de valor de mercado sobre valor en libros ha bajado considerablemente respecto a las magnitudes alcanzadas durante el auge del mercado hace unos años. A finales de 2005 las acciones alcanzaron, en promedio, precios de hasta 2,5 veces su valor contable. Sin embargo, a pesar de su descenso, su magnitud actual es mayor que 1, superando sus valores anteriores al auge. El índice de precio sobre ingresos ha repuntado recientemente, sugiriendo expectativas de mayores dividendos futuros de las empresas.

Estas expectativas están respaldadas por las buenas perspectivas de la actividad económica, el compromiso del BR con el control de la inflación y el dinámico incremento de la inversión en maquinaria y equipo, que crearían un entorno favorable para el futuro desempeño empresarial.

Por tanto, cediendo las expectativas de inflación, el IGBC debería continuar valorizándose moderadamente, respaldado por los buenos fundamentales macroeconómicos y empresariales.

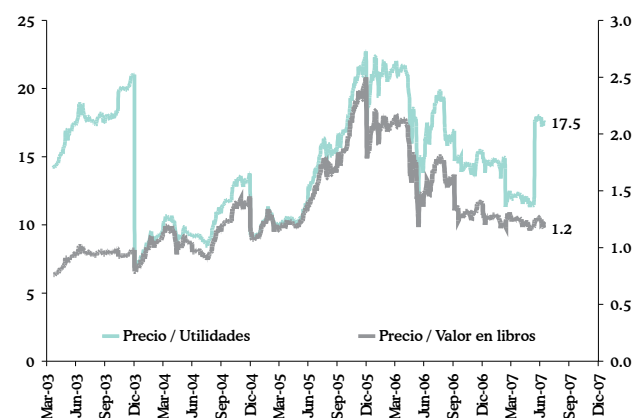
### IGBC

Fuente: Bolsa de valores de Colombia



### Múltiplos IGBC

Fuente: Bloomberg



## Sistema Pensional Colombiano: ¿En que parte del camino vamos?

Las reformas al sistema pensional colombiano durante los noventa generaron unamodalidad, en la cual un régimen de prima media (RPM), administrado por el ISS y las Cajas territoriales, compite con otro de capitalización o ahorro individual (RAI), a cargo del sector privado, representado por seis administradoras de fondos de pensiones.

La afiliación al sistema pensional colombiana es obligatoria, con libre elección entre regímenes, posibilidad de cambio entre ellos y una permanencia mínima de 5 años. Actualmente la tasa de cotización es 15,5% sobre el ingreso devengado, ascendiendo proporcionalmente con la escala de ingreso, cuando éste sobrepasa 4 Salarios Mínimos Legales (SML). De la tasa, 11 puntos se destinan a ahorro pensional, mientras que el resto cubre gastos administrativos, primas de seguros y aportes solidarios.

El sistema estableció una Pensión Mínima equivalente a un SML, para la cual es necesario como mínimo 1050 semanas cotizadas, 60 años de edad para los hombres y 55 para las mujeres, en el caso del RPM. Dentro del RAI se exige 1150 semanas de cotización, 62 años de edad para los hombres y 57 para las mujeres. Con estas características, el sistema dual colombiano, con 13 años de funcionamiento, tiene 12 millones de afiliados y cerca de 1 millón de pensionados.

Colombia es uno de los 28 países en el mundo que en los últimos años han seguido la tendencia de reformas pensionales y es uno de los 3 que han optado por un sistema dual en competencia. En este punto surgen varias preguntas: ¿Dónde nace la necesidad de reformar los sistema de seguridad social? ¿Hacia dónde están dirigidas estas reformas? ¿Cuál es el sistema pensional ideal? ¿En qué parte del camino se encuentra Colombia dentro de las tendencias y evolución de los sistemas pensionales?

### El sistema colombiano en el contexto mundial

Las reformas pensionales se iniciaron en Chile en 1981, cuando se adoptó un sistema único de capitalización individual. México tiene este mismo sistema, con la diferencia que la administración corre por cuenta de entidades públicas y privadas.

En América Latina 50% de los países que reformaron sus sistemas pensionales asumieron un sistema único de capitalización individual, mientras que en Europa Central y del Este aproximadamente 90% de los países que lo hicieron está inclinado a un sistema mixto integrado, el cual se destaca porque las cotizaciones se distribuyen entre los regímenes según características individuales, como el ingreso, la edad y/o el tipo de trabajo.

Finalmente se encuentran los países que adoptaron un sistema

dual en competencia: Argentina, Colombia y Perú. Este tipo de sistema, único en Latinoamérica, se caracteriza por la libre elección de afiliación entre regímenes que tienen los trabajadores al ingresar al mercado laboral.

### Reformas pensionales

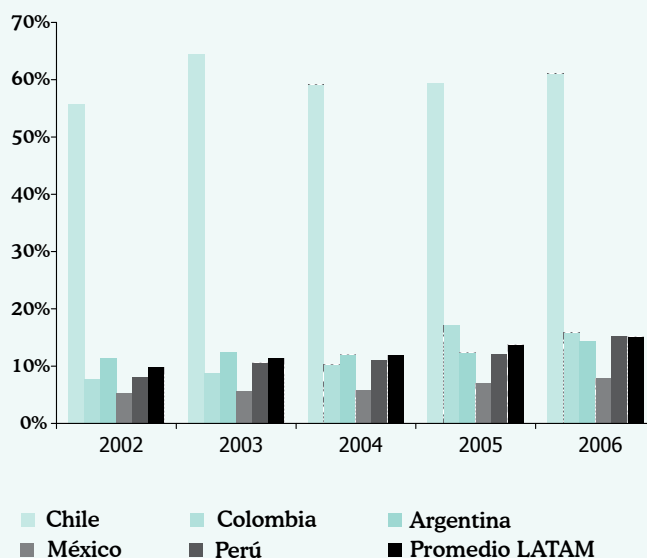
Fuente: Sistemas Comparados, FIAP

País	Año	Único	Mixto Integrado	Mixto en Competencia
Chile	1981	X		
Perú	1993			X
Argentina	1994		X	X
Colombia	1994			X
Uruguay	1995		X	
Bolivia	1997	X		
México	1997	X		

Aunque estos sistemas son relativamente nuevos, en América Latina tienen un promedio de funcionamiento de 11 años, han ganado participación dentro de los mercados de capitales y son una de las principales fuentes de ahorro, mientras que en Europa Central y del Este sólo alcanzan 5 años en promedio. Los Fondos de Pensiones Privados en Colombia han experimentado un crecimiento exponencial, alcanzando un tamaño de 16% del PIB en 2006. En contraste, las reservas del ISS que respaldan el sistema RPM se agotaron en 2004 y desde entonces el gobierno asumió el compromiso de pago de las pensiones. Los Fondos de Pensiones chilenos son los de mayor tamaño en la región (60% del PIB). El tamaño del sistema colombiano se encuentra ligeramente por encima de promedio regional (15% del PIB).

### Tamaño de los fondos (% PTB)

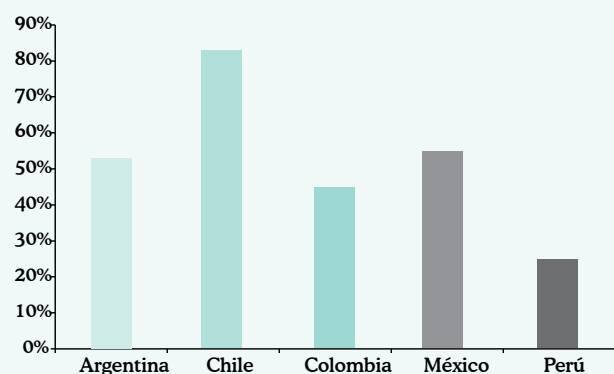
Fuente: Estadísticas, AIOS



El sistema chileno fue el primero en reformarse y encabeza el desarrollo de las reformas, con cerca de 10 años frente a los otros sistemas transformados de la región. Los sistemas de Argentina, México y Perú han tenido un desarrollo similar al colombiano. La cobertura de un sistema de pensiones está íntimamente relacionada con la legislación que lo regula y con la estructura del mercado laboral. En Colombia los trabajadores formales tienen un porcentaje mayor dentro del sistema, dado que la forma por medio de la cual se recauda las cotizaciones, independientemente del sistema en el cual se esté, permite un mayor control. En contraste, los trabajadores informales, por la estructura del contrato que los vincula a las empresas, cotizan irregularmente y obtienen un bajo cubrimiento pensional.

### Cobertura fuerza laboral (Afiliados/PET) (%)

Fuente: Asofondos – Unidad previsional BBVA



La proporción de los afiliados respecto de la población en edad de trabajar (PET) en Colombia alcanzó 45% en 2005. Sin embargo, menos del 50% de estos afiliados se encuentra cotizando regularmente al sistema. Esto significa que del total de la PET sólo 20% cotiza regularmente para alcanzar una pensión.

Por su parte, Argentina, Chile y México tenían tasas de cobertura superiores al 50% de la fuerza laboral en 2005; mientras que Perú sobrepasaba el 25%. En el caso de Perú y Argentina, que son los países con un sistema similar al colombiano, la cobertura del sistema privado es mucho más alta que la del público en comparación con Colombia.

En Colombia, la cobertura por vejez, invalidez y sobrevivencia del sistema, calculada como la proporción de pensionados respecto de la población mayor de 64 años, es aproximadamente 20%. De éstos sólo el 3% está pensionado por el sistema RAI. Los países de América Latina presentan una cobertura de vejez semejante a la de Colombia, con excepción de Argentina, cuyo comportamiento responde al desarrollo de los sistemas de cobertura a la vejez que se instauraron desde 1950.<sup>1</sup>

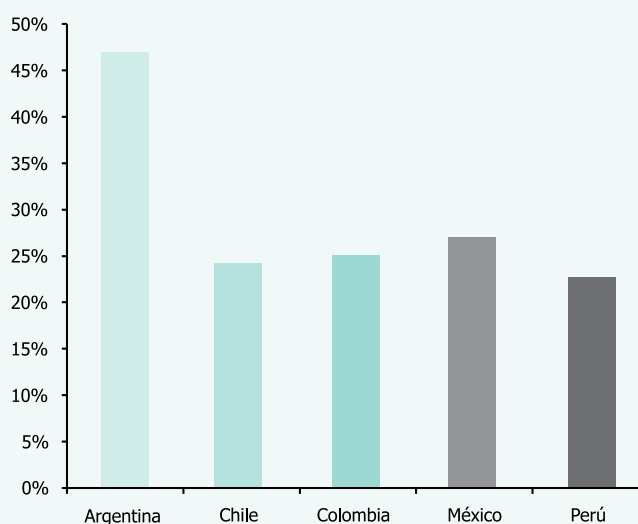
<sup>1</sup> En este momento, el sistema argentino se encuentra en proceso de reforma, en procura de aumentar la cobertura. Se busca instaurar esquemas de pago en cuotas para quienes han tenido en algún momento trabajo.

### Tendencias de las nuevas reformas

Algunos países de la región como Chile, México y Perú están introduciendo reformas de segunda generación, realizando ajustes a sus sistemas en razón del alcance de las medidas previamente instauradas. Se destaca la tendencia de México y Perú hacia la conformación de un sistema de multifondos, inspirado por las reformas recientes del sistema chileno. El concepto sobre el cual se fundamenta el sistema de multifondos es permitir que los afiliados se enfrenten a portafolios acordes con su percepción del riesgo, determinada en gran medida por características personales como la edad, el género, las personas a cargo o el tipo de trabajo. Por ejemplo, un afiliado cercano a la edad de jubilación no enfrenta la misma percepción de riesgo respecto a una persona que recién ingresa al mercado laboral.

### Cobertura vejez (Pensionados/población > 64) (%)

Fuente: Asofondos – Unidad previsional BBVA



En Europa Central y del Este, las reformas pensionales han sido motivadas por problemas laborales y demográficos, como las bajas tasas de empleo y al envejecimiento de la población, que limitan el apalancamiento generacional por la disminución de aportes y aumentan el monto requerido para el pago de las pensiones, debido al crecimiento vegetativo de la población en edad de jubilación. Con este nuevo mapa social, se han introducido sistemas multipilares<sup>2</sup>, buscando dotar a la población de nuevas herramientas para la construcción de un ahorro a largo plazo. Uno de los grandes objetivos de estas reformas es concientizar a los trabajadores sobre la importancia de previsiones para una buena calidad de vida en el futuro.

<sup>2</sup> Estos pilares son el ahorro obligatorio administrado por el Gobierno en un fondo común con beneficios predefinidos (Pilar 1), el ahorro obligatorio administrado por el sector privado en cuentas individuales (Pilar 2) y el ahorro voluntario (Pilar 3).

## Comentarios finales

El análisis de las reformas resalta dos tendencias: América Latina se inclina hacia el sistema multifondos, mientras que Europa Central y del Este buscan herramientas para incrementar y asegurar una pensión para el futuro, dadas las características de su mercado laboral y el envejecimiento paulatino de su población. El desarrollo del sistema pensional colombiano, que se caracteriza por mantener una dualidad competitiva entre el RPM y el RAI, se encuentra a grandes rasgos dentro del promedio regional de profundidad y cobertura.

## Referencias

FIAP, (2004). "Países de Europa Central y del Este emprenden Reformas a los Sistemas de Pensiones", Serie de Estudios, Número 7.

**Carolina Romero**  
[carolina.romero@bbva.com.co](mailto:carolina.romero@bbva.com.co)



## 6. Política fiscal

La mejora en el desempeño que han tenido las finanzas públicas durante los tres últimos años se prolongará en 2007 y 2008. El déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) continuará en una tendencia decreciente, reduciéndose de 4,1% del PIB en 2006 a 3,3% del PIB en 2007 y a 3,2% del PIB en 2008. El balance primario del GNC seguirá mejorando de las cifras negativas que observamos hasta 2005 a un superávit del 1% del PIB al finalizar 2007.

Simultáneamente, el déficit del Sector Público Consolidado (SPC) disminuirá ligeramente en 2007 (0,7% del PIB) y aumentará nuevamente en 2008 (1,4% del PIB).

La meta de déficit del SPC para 2007 se ha reducido en varias oportunidades durante los últimos meses, de un 1,7% del PIB inicialmente planeado a un 0,7% del PIB en la actualidad. Estas modificaciones en la meta corresponden principalmente a un menor déficit esperado para el GNC.

Los resultados de las cuentas fiscales incluyen la decisión del Gobierno Nacional de recortar en COP 1.147 mM el Presupuesto General para 2007, siguiendo la recomendación de la Comisión Independiente del Gasto Público (CIGP). De este recorte, los gastos de funcionamiento disminuirán en COP 224 mM, el servicio a la deuda en COP 150 mM y la inversión en COP 773 mM. Con esta reducción, las metas de déficit del GNC y del SPC para 2007 disminuyen 0,2% del PIB.

### Gobierno Central: persisten los desbalances

La mejor posición fiscal esperada para el GNC en 2007 respecto de la meta inicial resulta, principalmente, de un incremento de los ingresos previstos (equivalente a 1,1% del PIB); y en menor proporción, de una disminución en los gastos proyectados (0,6% del PIB).

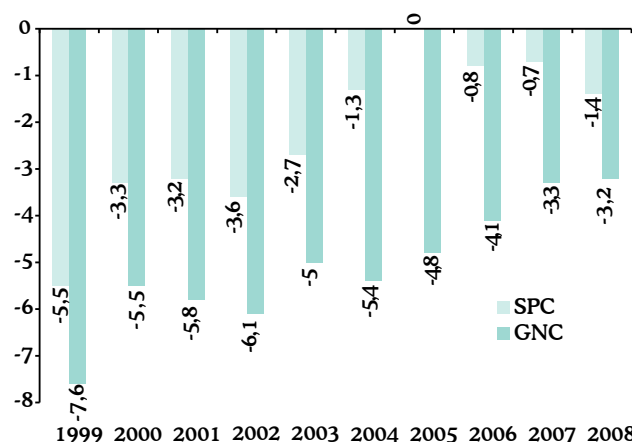
El incremento en los ingresos esperados se debe sustancialmente a los mayores recaudos tributarios previstos, consecuencia de un crecimiento económico mejor que el inicialmente supuesto, que amplía la base de los impuestos de renta e IVA.

La disminución en la estimación de los gastos ocurre por reducciones en los correspondientes a funcionamiento (0,3% del PIB), inversión (0,2% del PIB) y otros (0,3% del PIB), parcialmente compensadas por un aumento en el pago de intereses (0,2% del PIB). Sin embargo, a pesar que como proporción del PIB los gastos caen, en términos absolutos se incrementan (COP 1.419 mM), en buena medida por el aumento en el pago de intereses (COP 1.232 mM).

Aunque los resultados del GNC han mejorado notablemente gracias, principalmente, a los mayores ingresos, persiste un elevado déficit que debería ser controlado gradualmente, como se ha hecho recientemente con la decisión del Gobierno Nacional de acoger la propuesta de la CIGP de recortar el presupuesto de 2007. Los esfuerzos en este campo también deberían dirigirse a lograr mejores resultados del balance primario del GNC.

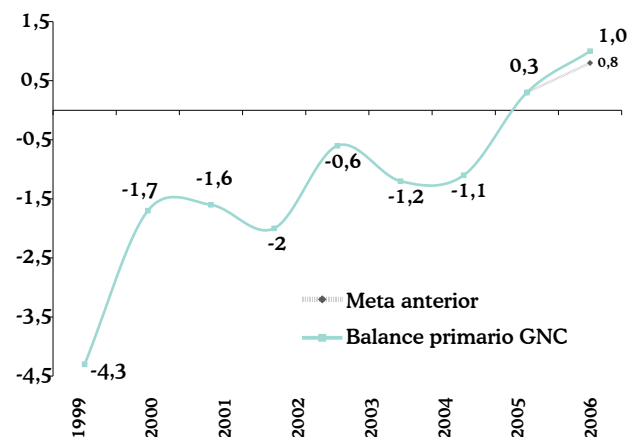
### Balance fiscal (% PIB)

Fuente: CONFIS – Ministerio de Hacienda



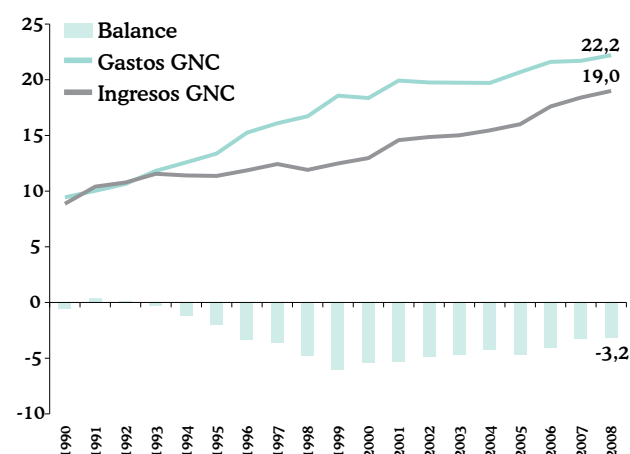
### Balance primario GNC (% PIB)

Fuente: CONFIS – Ministerio de Hacienda



### Ingresos, gastos y balance del GNC (% PIB)

Fuente: CONFIS – Ministerio de Hacienda





### Balance SPC (% PIB)

Fuente: CONFIS – Ministerio de Hacienda

	2007	2008
Sector Público No Financiero	-1,0	-1,7
Gov. Nal. Central	-3,3	-3,2
Sector Descentralizado	2,3	1,5
Resto	0,3	0,3
Sector Público Consolidado	-0,7	-1,4

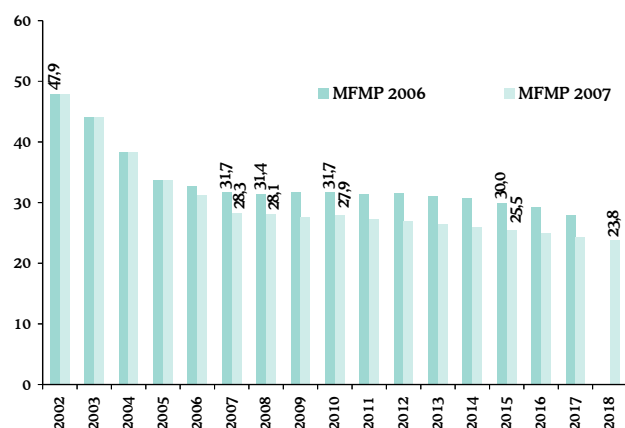
### Balance GNC (COP mM, % PIB)

Fuente: CONFIS – Ministerio de Hacienda – SEE BBVA

	2007		2008		Variación %
	COP mM	% del PIB	COP mM	% del PIB	
Ingresos Totales	64.542	18,4	72.951	19,0	13,0
Tributarios	58.892	16,8	64.227	16,8	9,1
Otros	5.650	1,6	8.725	2,3	54,4
Gastos Totales	75.765	21,7	85.175	22,2	12,4
Intereses	14.899	4,3	14.992	3,9	0,6
Funcionamiento	54.090	15,4	60.014	15,7	11,0
S personales	9.113	2,6	10.100	2,6	10,8
Transferencias	41.534	11,9	46.095	12,0	11,0
Gastos Generales	3.443	1,0	3.819	1,0	10,9
Inversión	6.327	1,9	9.720	2,5	53,6
Otros	449	0,1	449	0,1	0,0
DÉFICIT	-11.223	-3,3	-12.224	-3,2	8,9

### Deuda neta de activos SPNF (% PIB)

Fuente: CONFIS – Ministerio de Hacienda



## Plan Financiero 2008

De acuerdo con las proyecciones del Gobierno Nacional, el déficit del SPC se incrementará de 0,7% del PIB en 2007 a 1,4 del PIB en 2008, como consecuencia de un descenso en el superávit del SD (de 2,3% del PIB a 1,5% del PIB), parcialmente compensado por una disminución en el déficit del GNC (de -3,3% del PIB a -3,2% del PIB).

El menor déficit del GNC se logra con base en un incremento en los ingresos por recursos de capital (de 1,4% del PIB a 2,1% del PIB).

En la proyección de gastos del GNC para 2008 ocurren incrementos importantes, respecto de la previsión para 2007, en inversión (53,6%) y pensiones (16,5%). Entre los gastos inflexibles, las pensiones y las transferencias al SGP aumentan (16,5% y 9,9%, respectivamente) a tasas superiores a la de los ingresos tributarios (9,1%). Sin embargo, el menor incremento en los pagos de intereses (0,6% anual) compensa estos crecimientos, logrando que el total de gastos inflexibles crezca (9%) ligeramente menos que los ingresos tributarios. El esfuerzo de control de las inflexibilidades del gasto ha recaído principalmente, por tanto, sobre el servicio de la deuda.

### El cambio al régimen de transferencias

El Gobierno Nacional logró la aprobación por el Congreso del Acto Legislativo que reforma el régimen de transferencias de ingresos de la nación a las entidades territoriales, evitando el regreso al antiguo consagrado en la Constitución, que sería mucho más oneroso para el GNC que el que expira en 2008. No obstante, la reforma aprobada se quedó corta respecto de la propuesta inicial del Gobierno y mantuvo el carácter temporal del nuevo régimen, que expirará en 2016, cuando volverá a regir el precepto constitucional.

La fórmula presentada inicialmente por el Gobierno planteaba un crecimiento de las transferencias a una tasa de inflación + 3,5% en 2009 y 2010 y, de ahí en adelante, a una tasa de inflación + 2%. Según lo aprobado finalmente, las transferencias aumentarán a unas tasas de inflación + 4% en 2008 y 2009, inflación + 3,5% en 2010 e inflación + 3% entre 2011 y 2016. Se estima que la diferencia entre el proyecto presentado y el aprobado le costará a la nación cerca de COP 20 billones a precios de 2006.

La reforma aprobada asegura, de todas maneras, la viabilidad de las finanzas públicas y la sostenibilidad de la deuda, contribuyendo a salvaguardar la estabilidad macroeconómica.

Los mayores ingresos del GNC han permitido atender los gastos recurriendo menos a la emisión de deuda pública, lo cual, junto con el mayor crecimiento económico, han reducido su saldo como proporción del PIB, mejorando su sostenibilidad, como puede observarse en las proyecciones de la deuda neta de activos del Sector Público no Financiero (SPNF) del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP)

## Tipos de largo plazo

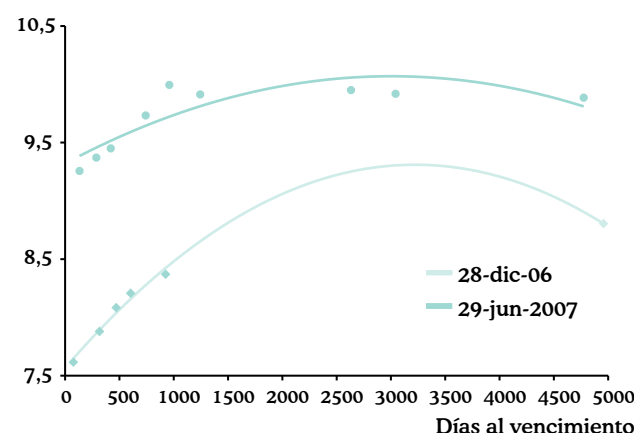
La curva de rendimientos del mercado secundario de deuda pública continuó aplanándose en 2T07, recogiendo en su parte corta las expectativas de endurecimiento de la política monetaria en el corto plazo y sus efectos sobre el control de la inflación en sus tramos medio y largo. El comportamiento de los tipos de largo plazo ha estado determinado, fundamentalmente, por el entorno macroeconómico local.

La correlación TES – US Treasuries se invirtió en este período. La corrección a un sesgo más al alza (o por lo menos no tan a la baja) de las expectativas sobre política monetaria en EU produjo un empinamiento de su curva de rendimientos, especialmente por incrementos en la parte larga, sin repercusiones sobre la curva de rendimientos doméstica, que acentuó su aplanamiento. Esta reducción en la pendiente de curva doméstica descuenta los efectos de la "normalización del impulso monetario" en el mediano y largo plazo, cuando se prevé convergencia plena de la inflación a la meta del BR y del crecimiento a su tasa potencial.

Como se prevé que el entorno externo prolongue su bondad en 2007 y 2008, no entraña riesgos considerables para el mercado de deuda pública interna, aparte de la volatilidad que provocarían un recrudecimiento de la inflación en EU, que precipitara un incremento sostenido en sus tasas de interés, o algún temor coyuntural a un descalabro financiero en esa economía, por contagio de la crisis del mercado subprime al resto de los mercados financieros. Sin embargo, la probabilidad de tales choques es seguramente mínima.

El entorno local tampoco ofrece riesgos importantes en el corto o en el mediano plazo. Los fundamentales fiscales se han fortalecido con un adecuado manejo de la deuda, un sobrecumplimiento de las metas de recaudo y una reducción de las de déficit, una menor emisión de deuda y la aprobación de la reforma al régimen de transferencias, todo lo cual ha preservado la viabilidad de las finanzas públicas y mejorado la sostenibilidad de la deuda. Esperamos que el comportamiento reciente de los tipos largos se mantenga, aplanando adicionalmente la curva de rendimientos doméstica.

Curva de rendimientos de deuda pública (TES)  
Fuente: SEN – Banco de la República



## La transformación de ECOPETROL

La Empresa Colombiana de Petróleos (ECOPETROL) es una sociedad anónima 100% propiedad del Estado, que durante muchos años disfrutó privilegios especiales en exploración y aprovechamiento de hidrocarburos. Hoy cuenta con multitud de instalaciones de producción, refinamiento y distribución, además de explotar varios campos petrolíferos, directamente o en asociación.

Hace algunos años la producción de crudo en Colombia comenzó a declinar por falta de nuevos hallazgos debido a la baja inversión, a la intensidad del conflicto armado y a que las condiciones de concesión y asociación ofrecidas no eran atractivas para las empresas extranjeras. Durante los últimos cuatro años la seguridad mejoró sustancialmente, la inversión extranjera tiene más garantías y mayor rentabilidad y, además, los altos precios del crudo incentivan la exploración.

Ecopetrol tiene planes de ampliación ambiciosos y sus objetivos de abastecimiento interno colocan plazos perentorios para el descubrimiento y explotación de nuevos yacimientos.

Por estas razones, el Estado decidió cambiar su estrategia petrolera en 2003, preparando el terreno para una operación competitiva de la empresa. El programa de modernización terminó sus privilegios en exploración y producción. Simultáneamente, el Gobierno aceleró el desmonte de los subsidios a los combustibles que operaban a través de la empresa.

ECOPETROL revisó su estructura interna, optimizó su planta de personal, mejoró sus indicadores productivos y amplió sus inversiones. Hoy ECOPETROL es una empresa rentable. El Gobierno necesita los dividendos que produce para cubrir una parte importante del déficit fiscal. Por otra parte, ECOPETROL necesita invertir USD 12.500 millones durante los próximos 5 años para cumplir con sus metas de producción y abastecimiento nacional. Si intentara hacerlo con recursos públicos, absorbería todos los excedentes producidos, además de requerir recursos adicionales del presupuesto nacional.

Para evitar la reducción de ingresos fiscales y, sin embargo, ampliar la operación petrolera, el Estado decidió capitalizar ECOPETROL, emitiendo acciones por un valor cercano al 20% del total de activos de la empresa, que serán colocadas en el sector privado.

Apenas la participación privada sobrepasa 10% del patrimonio de una empresa pública, la entidad adquiere naturaleza comercial mixta y opera bajo las mismas normas que cualquier otra sociedad anónima privada. La Ley 1118 de diciembre de 2006 autorizó la emisión de acciones y su suscripción por agentes privados.

La conversión en empresa de economía mixta le da mayor autonomía presupuestal y mayor flexibilidad gerencial.

Se espera que esto contribuya a aumentar la eficiencia y la competitividad de ECOPETROL.

El Gobierno ha anunciado que hará una "Declaratoria de la Nación como Accionista Mayoritario", para dar garantías adecuadas a los demás accionistas.

El valor de la acción está por determinarse porque las reglas del presupuesto público no exigen una valoración patrimonial de la empresa comparable a la que proveen las normas contables del sector privado, ni hubo jamás operaciones de Bolsa que ayudaran a calcular el valor de mercado de la empresa.

En abril pasado ECOPETROL seleccionó a la unión temporal de J. P. Morgan y Credit Suisse para hacer su primera valoración y preparar la estructuración, emisión y colocación de las acciones; y la unión temporal del Citi y Merrill Lynch para hacer una segunda valoración. Se espera que a finales de agosto se conozcan las valoraciones y quede fijado el precio de la acción.

Por el momento, no existen datos confiables acerca del posible valor de ECOPETROL. Han circulado cifras cercanas a los USD 20.000 millones, caso en el cual la emisión de acciones, calculada como el 20% de ese valor, rondaría los USD 4.000 millones, cifra nunca vista en la Bolsa de Valores de Colombia. Sin embargo, no existe información aún sobre el monto a emitir inicialmente, el valor que tendrán las acciones y en general la estructuración de la emisión. Las decisiones en este sentido serán tomadas después de la valoración y en lo posible en una fecha que permita realizar la primera emisión a finales de agosto, como inicialmente lo había planteado la empresa. Se espera que, después de la capitalización, se pueda mantener los ingresos actuales del Gobierno por concepto de dividendos, impuestos y regalías, aunque la meta deseada es que las inversiones realizadas permitan ampliar rápidamente el volumen de operaciones y su valor y, por consiguiente, multiplicar en corto tiempo la retribución percibida por los tres conceptos.

La imagen ideal que se persigue es la de ISA, antigua empresa pública de distribución eléctrica convertida hoy en multinacional, donde la participación del Estado ha ido disminuyendo en porcentaje, pero aumentando en valor.

Luis Lorente  
[luis.lorente@bbva.com.co](mailto:luis.lorente@bbva.com.co)

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2005	2006	2007p	2008p	2005	2006	2007p	2008p
EE.UU.	3,2	3,3	2,3	2,8	3,4	3,2	2,8	2,7
UEM	1,6	2,8	2,7	2,4	2,2	2,2	2,0	2,0
Japón	1,9	2,2	2,2	2,4	-0,3	0,3	0,0	0,5
China	10,4	11,1	11,0	10,2	1,8	1,5	3,7	3,0
	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	12/31/2006	Dec-07	Jun-08	Dec-08	12/31/2006	Dec-07	Jun-08	Dec-08
EE.UU.	5,25	5,25	5,25	5,25				
UEM (\$/€)	3,50	4,50	4,50	4,50	1,32	1,33	1,33	1,32
Japón (yenes/\$)	0,25	0,75	1,25	1,75	117	115	113	110
China (cny/\$)	6,12	7,11	7,38	7,65	7,81	7,30	7,05	6,80
América Latina								
	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2005	2006	2007p	2008p	2005	2006	2007p	2008p
Argentina	9,2	8,5	7,5	6,3	12,3	9,8	9,0	11,0
Brasil	2,9	3,7	4,0	3,5	5,7	3,1	3,5	3,8
Chile	5,7	4,0	6,0	5,3	3,7	2,6	5,1	3,5
Colombia	5,2	6,8	5,9	4,8	4,7	4,5	5,1	3,8
México	3,0	4,8	3,2	3,9	3,3	4,1	3,7	3,5
Perú	6,4	8,0	7,5	6,5	1,5	1,1	2,2	2,0
Venezuela	10,3	10,3	6,7	4,6	14,4	17,0	17,7	16,0
LATAM <sup>1</sup>	4,6	5,4	4,9	4,4	6,0	5,1	5,4	5,3
LATAM Ex-México	5,2	5,7	5,4	4,6	6,9	5,5	5,9	6,0
	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2005	2006	2007p	2008p	2005p	2006	2007p	2008p
Argentina <sup>2</sup>	1,8	1,8	1,4	1,2	3,1	3,8	2,7	2,0
Brasil	-3,1	-3,0	-3,6	-3,0	1,8	1,6	1,1	0,9
Chile <sup>2</sup>	4,8	7,8	7,0	6,5	0,6	3,6	1,6	0,8
Colombia	0,0	-0,8	-0,7	-1,4	-1,5	-2,1	-3,2	-3,1
México	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,6	-0,3	-1,8	-2,2
Perú	-0,3	1,9	0,2	-0,3	1,4	2,3	0,8	-0,5
Venezuela <sup>2</sup>	1,7	1,1	-1,2	-3,0	17,7	15,0	11,3	5,9
LATAM <sup>1</sup>	-0,7	-0,5	-1,1	-1,1	1,9	2,3	0,9	0,1
LATAM Ex-México	-1,0	-0,8	-1,6	-1,6	3,3	3,5	2,2	1,1
<sup>1</sup> Media de los 7 países mencionados; <sup>2</sup> Gobierno Central								
	Tipo de cambio (frente \$ , fin de período)				Tasas de Interés (% , fin de período) <sup>3</sup>			
	2005	2006	2007p	2008p	2005	2006	2007p	2008p
Argentina	3,01	3,06	3,18	3,26	6,4	8,9	8,9	9,9
Brasil	2,28	2,15	2,00	2,10	18,00	13,25	10,75	10,00
Chile	514	530	515	530	5,25	5,25	5,75	6,00
Colombia	2279	2240	2062	2168	6,3	6,8	9,3	9,0
México	10,63	10,81	11,00	11,22	8,7	7,3	7,1	6,8
Perú	3,42	3,20	3,17	3,25	3,25	4,50	5,00	5,00
Venezuela	2150	2150	2150	2150	10,9	10,1	11,0	11,0

<sup>3</sup> Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente

	Argentina				Brasil			
	2005	2006	2007p	2008p	2005	2006	2007p	2008p
PIB (%)	9,2	8,5	7,5	6,3	2,9	3,7	4,0	3,5
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	10,8	9,1	44,8	46,1	41,3	35,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	5,6	8,1	6,8	6,0	14,2	15,4	9,2	9,0
% PIB	3,1	3,8	2,7	2,0	1,8	1,6	1,1	0,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	28,1	32,0	47,3	58,9	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	2,00	2,10
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	1,8	1,8	1,4	1,2	-3,1	-3,0	-3,6	-3,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	6,4	8,9	8,9	9,9	18,00	13,25	10,75	10,00
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	52	52	51	55	81	83	89	86
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	131	155	158	153	77	80	79	79

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

	Chile				Colombia			
	2005	2006	2007p	2008p	2005	2006	2007p	2008p
PIB (%)	5,7	4,0	6,0	5,3	5,2	6,8	5,9	4,8
Inflación IPC (% fin de año)	3,7	2,6	5,1	3,5	4,7	4,5	5,1	3,8
Balanza comercial (m.M. \$)	10,2	22,2	19,5	18,2	1,4	0,3	-2,8	-2,9
Cuenta corriente (m.M. \$)	0,7	5,2	2,5	1,4	-2,0	-2,9	-5,4	-5,6
% PIB	0,6	3,6	1,6	0,8	-1,5	-2,1	-3,2	-3,1
Reservas (m.M. \$, fin de año)	17,0	19,2	16,8	16,8	15,0	14,7	17,4	18,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	514	530	515	530	2279	2240	2062	2168
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	4,8	7,8	7,0	6,5	0,0	-0,8	-0,7	-1,4
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	5,25	5,25	5,75	6,00	6,3	6,8	9,3	9,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	97	90	93	91	92	91	100	96
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	109	138	129	128	151	157	148	130

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

	México				Perú			
	2005	2006	2007p	2008p	2005	2006	2007p	2008p
PIB (%)	3,0	4,8	3,2	3,9	6,4	8,0	7,5	6,5
Inflación IPC (% fin de año)	3,3	4,1	3,7	3,5	1,5	1,1	2,2	2,0
Balanza comercial (m.M. \$)	-7,6	-6,1	-14,3	-21,1	5,3	8,9	8,2	7,3
Cuenta corriente (m.M. \$)	-4,6	-1,5	-15,9	-20,6	1,1	2,5	0,8	-0,6
% PIB	-0,6	-0,3	-1,8	-2,2	1,4	2,3	0,8	-0,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	73,0	75,4	65,0	65,0	14,1	16,7	19,0	20,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	10,63	10,81	11,00	11,22	3,42	3,20	3,17	3,25
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,3	1,9	0,2	-0,3
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	8,7	7,3	7,1	6,8	3,25	4,50	5,00	5,00
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)	193	204	193	174	113	135	130	128

<sup>2</sup> México: Cetes a 28 días; Perú: Tasa interbancaria en soles

	Uruguay				Venezuela			
	2005	2006	2007p	2008p	2005	2006	2007p	2008p
PIB (%)	-11,0	2,2	11,8	6,6	10,3	10,3	6,7	4,6
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	33,0	30,0	17,9
Cuenta corriente (m.M. \$)	0,4	-0,1	-0,1	0,1	24,4	27,4	26,0	12,5
% PIB	3,1	-0,5	-0,8	0,6	17,7	15,0	11,3	5,9
Reservas (m.M. \$, fin de año) <sup>3</sup>	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) <sup>1</sup>	-4,1	-3,2	-1,8	-2,5	1,7	1,1	-1,2	-3,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	69,9	7,5	5,7	4,6	10,9	10,1	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)	85	86	89	81	264	307	280	247

<sup>1</sup> Venezuela: Gobierno Central <sup>2</sup> Uruguay: Letras del BCU a 30 días en pesos; Venezuela: Depósitos a 90 días <sup>3</sup> Venezuela: 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:

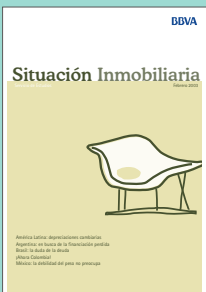
Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo  
 Escenarios y Sistemas Financieros: Carmen Hernansanz  
 España y Análisis Sectorial: Julián Cubero  
 Europa: Sonsoles Castillo  
 Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Latam y Mercados Emergentes: Giovanni Di Placido  
 Argentina: Ernesto Gaba  
 Chile: Miguel Cardoso  
 Colombia: Juana Téllez  
 Perú: Hugo Perea  
 Venezuela: Alejandro Puente  
 China: Ya-Lan Liu

Norteamérica: Jorge Sicilia  
 Estados Unidos: Nathaniel Karp  
 México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial  
 Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

## otras publicaciones



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

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

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