

Situación

Servicio de Estudios

Tercer trimestre 2005



Prevedemos crecimiento satisfactorio en 2005
Persistirá apreciación de activos
¿Surgirá un superávit corriente?
Se cumplirán metas de inflación y déficit fiscal

Indice

Editorial	2
I. Entorno Internacional	3
II. Entorno Macroeconómico y Financiero	7
Entorno macroeconómico 2005	7
Entorno financiero 2005	11
Entorno macroeconómico 2006	14
Entorno financiero 2006	16
III. Bajo la lupa:	
Evolución del sector financiero y el crédito bancario en Colombia	17
IV. Indicadores y Proyecciones	19
V. Índice de actividades	21

Han elaborado esta publicación:

Daniel Castellanos

daniel.castellanos@bbva.com.co

Miguel Medellín
Luisa Fernanda Cortés
Juan José Montoya
Carlos Edison Díaz
Javier Amador
Miguel Cardoso
David Martínez

miguel.medellin@bbva.com.co
luisafernanda.cortes@bbva.com.co
juanj.montoya01@bbva.com.co
carloседison.diaz@bbva.com.co
j.amador@bbva.bancomer.com
miguel.cardoso@grupobbva.com
d.martinez@grupobbva.com

Editorial

El comportamiento y las perspectivas de la economía colombiana son, en general, satisfactorios. Es cierto que el crecimiento en el 1T05 fue sólo 3,6% interanual (contra 3,9% en igual período del año anterior), un dato menor que las proyecciones iniciales, pero ligeramente mayor que nuestras previsiones más recientes (3,4%). Aunque esta tasa no es muy dinámica, es satisfactoria. Además, los indicadores líderes sugieren un repunte de la actividad en el 2T. La desaceleración en el 1T no compromete, por tanto, nuestra proyección para el año, que mantenemos en 3,8%. Con estas tasas de crecimiento la economía reduce gradualmente el desempleo y dinamiza la generación de empleo formal.

El crecimiento moderado pero sostenido está acompañado por una tendencia acentuadamente decreciente de la inflación: la total (4,8% interanual en junio) está próxima al objetivo puntual del Banco de la República –BR- (5%) y la básica (4,7%) más abajo. Al comportamiento de la inflación ha contribuido el del tipo de cambio, que sigue apreciándose. Con la inflación y con el tipo de cambio a la baja, el BR ha decidido mantener una política monetaria fuertemente expansiva, basada en la compra de reservas internacionales para impedir una excesiva apreciación del COP, a pesar que oficialmente no tiene objetivos cambiarios. Sin embargo, sin su intervención el tipo de cambio seguramente estaría por debajo de COP 2.300.

En nuestros informes anteriores señalábamos que la economía colombiana enfrentaba un riesgo importante en el 2S05 debido al incremento de los tipos de interés externos. Ahora creemos que la probabilidad de ese evento es menor. De una parte, el escenario internacional ya no es tan alcista en materia de tipos de interés. El Grupo BBVA sigue previendo que la Fed subirá sus tipos hasta 4% en EU en 2005, aunque otros analistas y el mercado piensan que ese aumento puede parar en 3,75% este año. En cuanto a los tipos largos, el Grupo cree que los de los títulos de deuda pública a 10 años en EU sólo subirán hasta 4,5% (y no, como antes, hasta 5,2%) al final del año. Otros analistas opinan que esos tipos podrían permanecer próximos a 4%, aplanando la curva de rendimiento. Tampoco se espera ya un USD tan devaluado respecto del EUR, a pesar que persiste el espectacular déficit corriente de EU.

El nuevo contexto externo se combina con un escenario interno donde la inflación sigue precipitadamente bajando y las divisas fluidamente entrando. En estas circunstancias, los incentivos para la política monetaria sugieren preservar los bajos tipos de interés. Creemos que el BR mantendrá los suyos constantes en lo que resta del año y que el tránsito a una postura más neutral comenzará suavemente a partir del año entrante.

Todo apunta a que la apreciación de los activos financieros que ha venido ocurriendo se prolongará el resto del año. Es cierto que los títulos de deuda pública alcanzan precios máximos, pero los riesgos que preveíamos para que se depreciaran apreciablemente se han debilitado. En Colombia también la curva de rendimiento se aplanan, pero con una diferencia respecto de EU: allá la menor pendiente resulta de la subida de los tipos cortos, acá es consecuencia del descenso de los largos.

Este escenario de mayor optimismo sobre la continuidad de la situación actual no quiere decir que la economía colombiana no enfrente riesgos. Pero éstos son más bien estructurales, sin efectos dramáticos en el corto plazo. El problema fiscal persiste, la postura monetaria acomodante tarde o temprano causará inflación y tendrá que estrecharse y el debate político ganará intensidad en el 2S05 y en el 1S06. Un fallo negativo de la Corte sobre la reelección podría causar alguna turbulencia financiera en el 2S05. Pero, la verdad, un escenario de dificultades económicas y financieras en lo próximos seis meses luce menos probable de lo que habíamos considerado en nuestros informes anteriores. Si hay turbulencia financiera, surgirá probablemente más por razones políticas que económicas.

I. Entorno internacional

Perspectivas para América Latina

América Latina vive un momento atípico en su historia económica: por primera vez en cuarenta años la región crece dos años seguidos de manera sincronizada. De las 7 mayores economías, todas presentaron tasas de crecimiento históricamente altas y positivas durante el año pasado y lo seguirán haciendo en 2005. En este sentido, varios son los factores que pueden explicar este fenómeno (ver Latinwatch, Segundo Trimestre 2005). Entre ellos podemos mencionar factores coyunturales como el buen entorno internacional o la favorable evolución de las materias primas, pero también han sido importantes los cambios estructurales en la región, en particular aquellos que han traído un entorno macroeconómico más estable.

De esta manera, durante la primera parte del presente año, la región ha recogido mucha de la inercia favorable que ya mostraba durante 2004 y ha seguido revelando un gran dinamismo. En particular, América Latina creció un 4,1% en términos anuales durante el primer trimestre de 2005. Este nivel de crecimiento es menor al promedio del año pasado (6%) pero todavía superior al promedio de los últimos 15 años (3%).

En general se puede decir que aunque se comienza a observar una moderación del crecimiento en la mayoría de los países, este se mantiene todavía relativamente alto. Por ejemplo, si excluimos a Brasil y a México, el incremento en el PIB regional durante el primer trimestre de 2005 fue del 6,5% (vs. 8,5% en promedio durante 2004). Sin embargo, en el caso de México, las cifras son especialmente bajas debido a un factor estacional: durante el primer trimestre de 2005 se trabajaron 5 días menos que en el mismo período de 2004. De esta manera, en cifras desestacionalizadas, el crecimiento trimestral en México fue del 3,8% (vs. 4,8% en el cuarto trimestre de 2004). Por último, en Brasil, a pesar de un sector exportador que está registrando aumentos importantes y que representa el factor más dinámico de la economía carioca, tanto la inversión como el consumo doméstico presentaron reducciones sorpresivas durante el primer trimestre del año.

Por otro lado, durante 2005 se prevé que la buena coyuntura externa le siga siendo propicia a América Latina. Por ejemplo, en los primeros cinco meses del año, los precios del petróleo, café y cobre (65% de las exportaciones de materias primas de la región), se mantuvieron en niveles históricamente elevados en términos nominales. Más aún, se espera que aunque durante la segunda mitad del año los precios de estos bienes se reduzcan moderadamente, los niveles sigan siendo favorables para las economías de la región.

El crecimiento en EE.UU. será cercano al potencial

Dentro de las buenas condiciones externas que apoyarán al crecimiento en América Latina durante el resto de 2005 se encuentra la expectativa de que la economía de EE.UU. continuará su expansión, aunque a un ritmo más moderado que en el 2004. En este sentido, el dinamismo del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión seguirán siendo los principales soportes del crecimiento norteamericano.

Varios factores seguirán apoyando la expansión del gasto de las familias en EE.UU. El primero será la evolución de la productividad, cuyo ritmo de expansión disminuyó en el primer trimestre del año hasta 2,5% (significativamente menor al 5,5% de 2003), pero que sigue siendo relativamente alto. Además, el consumo se verá apoyado por el aumento en el valor de las viviendas y la posibilidad de refinanciación de hipotecas más elevadas a tasas reducidas. Por su parte, el mantenimiento de bajas tasas de interés reales seguirá apoyando la expansión del gasto en bienes duraderos.

Crecimiento PIB América Latina

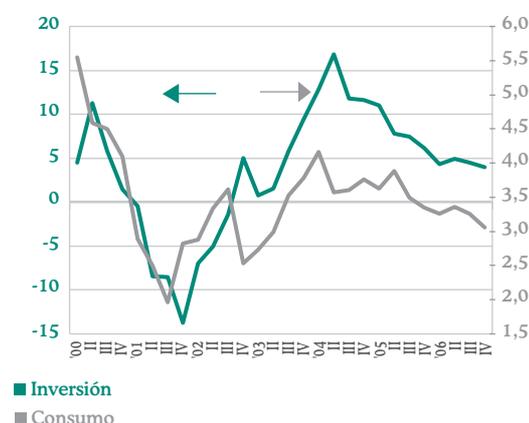
(% anual)

	2004				2005
	I	II	III	IV	I
ARGENTINA	11,3	7,1	8,7	9,1	8,0
BRASIL	4,0	5,1	5,9	4,7	2,9
CHILE	4,6	5,3	7,0	7,3	5,7
COLOMBIA	4,0	4,9	3,0	4,1	4,1
MEXICO	3,9	4,1	4,6	4,9	2,4
PERU	5,1	3,5	5,0	6,8	5,4
VENEZUELA	34,0	14,0	14,1	11,2	8,7
LATAM *	6,9	5,6	6,2	5,9	4,1

* Media ponderada de los 7 países
Fuente: Cuentas Nacionales de los Países

EE.UU.: Gasto personal en consumo e inversión bruta privada

(var % real anual)



Fuente: Bureau of Economic Analysis

EE.UU.: Costos y utilidades por unidad de valor agregado de las corporaciones no financieras

(valor/valor promedio 1T90-1T05)



Fuente: Bureau of Economic Analysis

EE.UU.: Tipos reales (TIPS) y nominales a 10 años



Fuente: Bloomberg

Por su parte, la inversión, que se ha acelerado notablemente en el último año tras la fuerte caída que experimentó después de la recesión de 2001, continuará impulsando el crecimiento económico. La sólida situación financiera de las empresas, el bajo costo del capital, el crecimiento de la demanda – con la moderada expansión del consumo privado- y, principalmente, el destacable desempeño de las utilidades empresariales (ver gráfico adjunto), seguirán permitiendo elevadas tasas de crecimiento de la inversión, aunque a un ritmo más moderado al registrado durante 2004.

Tipos de interés de largo plazo: la incógnita continúa

El contexto de bajos tipos de interés a nivel internacional ha sido fundamental para explicar el mayor flujo de capital a economías emergentes y en especial a Latinoamérica. En este sentido, desde que el año pasado el Fed iniciara un gradual incremento de sus tipos de referencia, se temía que la reducción en el diferencial de rentabilidades con respecto a países emergentes provocara un descenso de los flujos de inversión hacia la región. Sin embargo, el impacto sobre las primas de riesgo de los países latinoamericanos ha sido limitado. Más aún, tras el repunte observado en marzo, los tipos de interés de largo plazo en EE.UU. han vuelto a descender hasta situarse en niveles del 4% (por debajo de los observados cuando el Fed comenzó a aumentar sus tipos en junio de 2004), lo cual ha incrementado el apetito de los inversionistas por instrumentos de países emergentes. Esta reducción de los tipos tiene varias posibles explicaciones.

En primer lugar, debe destacarse el cambio en las expectativas acerca de la política monetaria tanto en EE.UU. como en Europa. Por un lado, las expectativas de incrementos en los tipos de interés del Fed (descontadas en el mercado de futuros), se han moderado significativamente. En este sentido, los principales factores detrás de dichas expectativas son, primero, la estabilidad de la inflación subyacente, y segundo, la incertidumbre sobre la evolución de la actividad económica americana. Por otro lado, la zona euro presenta tasas de inflación bajo control, datos de confianza y actividad decepcionantes que retrasan las expectativas de subidas de tipos hasta el segundo semestre de 2006. Así, lo más factible es que en Europa siga habiendo presiones para bajar tipos. Dichas presiones se pueden acentuar en un contexto de incertidumbre institucional y de mayor probabilidad de una paralización de las reformas estructurales que necesita el continente, situación que se ha generado tras el rechazo a la Constitución Europea en los referéndum francés y holandés.

En segundo lugar, los movimientos de flujos de capital también han contribuido a mantener bajos los niveles de rentabilidad en la parte larga de la curva de deuda. La posibilidad de que los bancos centrales asiáticos (especialmente Japón) aumentaran su actividad al comenzar el segundo trimestre del año, y el hecho de que por razones regulatorias algunos agentes (compañías de seguros), se hayan visto obligados a demandar activos de deuda pública de larga duración, han contribuido a mantener bajas las rentabilidades.

Por último, es posible que la mayor globalización esté favoreciendo también una reducción de las tasas de interés reales. El ahorro mundial está aumentando como resultado de la aportación de los países asiáticos que logran más que compensar el descenso en el ahorro de los países desarrollados.

En consecuencia, estos factores harán que los tipos de interés a largo plazo aumenten en los próximos meses de forma limitada, situación que favorecerá a los países latinoamericanos. Particularmente, en EE.UU. se situarán en el 4,5% al finalizar 2005 y en el 5,2% al finalizar 2006. Por su parte, en la UEM, las tasas a 10 años previsiblemente no superarán el 3,5% en 2005 y avanzarán hacia el 4% el próximo año. Este escenario asume una mejoría de los datos de actividad en Europa que permita al BCE aumentar sus tasas de interés en medio punto porcentual en el segundo semestre de 2006. Supone también una re-

ducción de la incertidumbre institucional y una recuperación de la confianza de los agentes económicos.

¿Sólo un impulso cíclico?

La evolución del mercado de divisas ha estado caracterizada en el último año por una apreciación generalizada de las monedas latinoamericanas, principalmente frente al dólar (ver gráfico adjunto). El peso colombiano y el real brasileño se encuentran entre las divisas con un recorrido alcista más acusado. La excepción, sin embargo, es Venezuela, como consecuencia de la devaluación de marzo pasado. La apreciación de las monedas de la región frente al dólar no es un fenómeno aislado en el mercado de divisas, pero se observa un movimiento más intenso en comparación con otros emergentes. En este sentido, llaman la atención las diferencias con lo acontecido en el sudeste asiático, donde las intervenciones de los bancos centrales han sido frecuentes para evitar la revalorización de las monedas.

El ciclo favorable en América Latina encuentra soporte en una serie de factores con un grado de interrelación significativo. El crecimiento económico mundial, impulsado fundamentalmente por Estados Unidos y China, ha supuesto un *shock* positivo para la región que le ha beneficiado doblemente. Por un lado, se ha incrementado el volumen de exportaciones, y, por otro, esta presión de demanda ha impulsado al alza el precio de las materias primas. De forma paralela, el elevado grado de liquidez y el reducido nivel de aversión al riesgo a escala internacional, han impactado positivamente en las condiciones de financiación de la región.

Sin embargo, el buen cuadro macroeconómico que presenta hoy América Latina, no puede ser explicado solamente por factores exógenos y coyunturales. Buena prueba de ello es la situación de la balanza por cuenta corriente, que después de ser históricamente negativa (déficit promedio de 2% del PIB durante los últimos 25 años), muestra actualmente una situación superavitaria (ver gráfico adjunto). A pesar de que este escenario podría estar asociado a bajos niveles de productividad en América Latina y por lo tanto, a la falta de inversión en la región, también se han producido importantes mejoras estructurales en años recientes, que apuntan hacia una interpretación más benévola del superávit. Prueba de ello es el mayor grado de apertura comercial, que ha dado como resultado un sector exportador más competitivo y en el cual las manufacturas representan ahora el 60% de las ventas al exterior (vs. 50% hace una década).

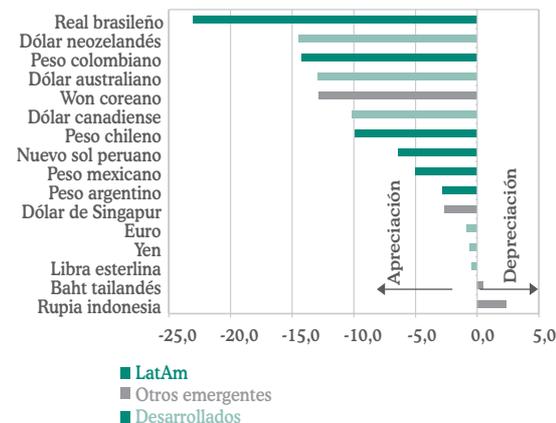
Asimismo, una política presupuestaria más responsable ha conducido a la sustancial reducción del déficit público. En apenas un lustro ha girado de cifras en torno al 3% del PIB a situarse cerca de dos puntos por debajo. Consecuencia de la consolidación presupuestaria, el nivel de deuda externa contraído por los países de América Latina ha descendido notablemente.

La mayor ortodoxia fiscal ha encontrado un saludable acompañamiento en la implementación de políticas monetarias responsables. El resultado de ambas ha sido una drástica reducción de la inflación, que desde finales de los noventa es habitual que marque cifras de un solo dígito en términos agregados, lejos de la hiperinflación de décadas previas (ver tabla adjunta). La contención en el crecimiento de los precios reduce la incertidumbre de los agentes económicos y favorece el desarrollo de instrumentos financieros a largo plazo en moneda local. Esta mayor estabilidad se ha trasladado al sistema bancario, que ha visto reducida de forma significativa la morosidad en sus préstamos, por debajo de los registros en Asia.

Los mercados están capitalizando el buen comportamiento de América Latina. Recientemente, y de forma contraria a otros episodios históricos, la región ha mostrado una meritoria fortaleza ante la subida de tipos de interés en Estados Unidos. El repunte de rentabilidades en la curva americana no ha estado acompañado, como ocurrió en la crisis de 1994-1995, con un movimiento al alza de la prima de riesgo en la

Variación del tipo de cambio frente al dólar en el último año

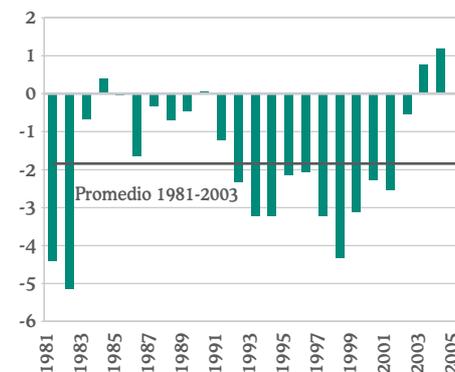
(en %)



Fuente: BBVA a partir de datos de Bloomberg

Balanza por cuenta corriente en América Latina

(en % del PIB)



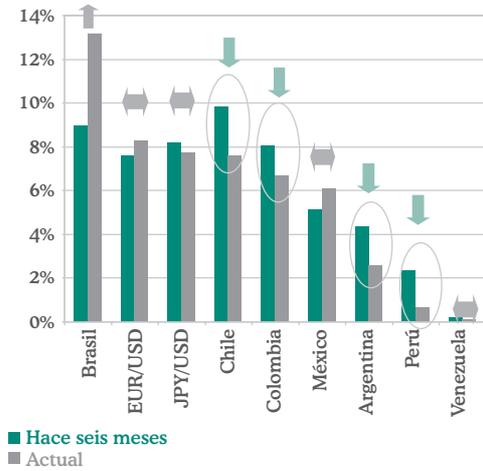
Fuente: BBVA

	Objetivo de inflación para 2005 (%)	Inflación actual (%)	Tipo de interés real a corto plazo (%)
Perú	2,5+/-1,0	1,8	1,8
Chile	3,0+/-1,0	2,7	0,4
México	3,0+/-1,0	4,3	5,0
Colombia	5,5+/-0,5	5,0	1,3
Brasil	5,1+/-2,0	8,1	10,8
Argentina	5-8	8,6	-5,1
Venezuela	—	17,4	-5,2

Fuente: BBVA

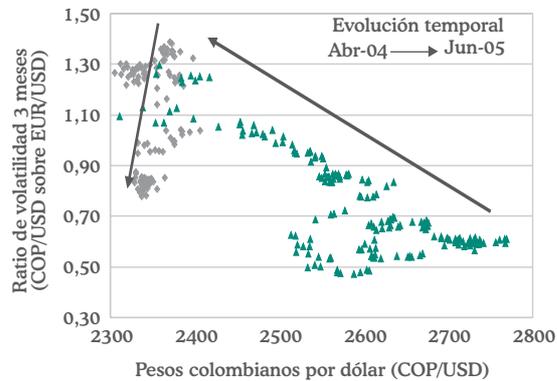
Volatilidad 6 meses del tipo de cambio frente al USD

(anualizada; datos diarios)



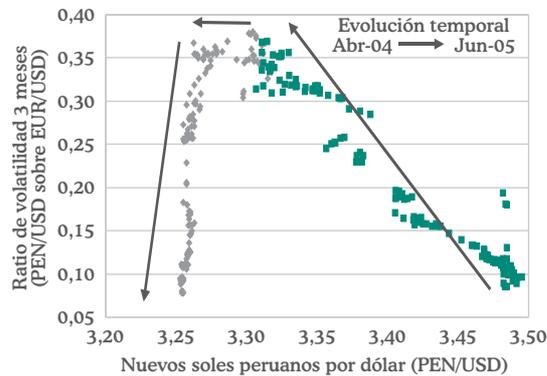
Fuente: BBVA a partir de datos de Bloomberg

Intervenciones en el mercado de divisas: Colombia



Fuente: BBVA a partir de datos de Bloomberg

Intervenciones en el mercado de divisas: Perú



Fuente: BBVA a partir de datos de Bloomberg

región. La ruptura de esta correlación en la parte final de 2004 y períodos de independencia con relación a los títulos *High Yield* estadounidenses durante 2005, muestran un mayor grado de credibilidad entre los inversores internacionales.

Estrategias de tipo de cambio: heterogeneidad y miedo a la apreciación

Los factores de impulso señalados anteriormente han sido de naturaleza común al conjunto de países de América Latina. No obstante, la respuesta de las autoridades al crecimiento económico y a la apreciación de las divisas está siendo divergente. La tendencia generalizada en los fenómenos estructurales no es incompatible con que la posición actual con relación al objetivo final es bien diferente según el grupo de países del que estemos hablando.

La primer diferencia entre países se da en el control de la inflación. La experiencia en este sentido es diversa y va desde países como Chile y Perú, cuya inflación está bajo control y anclada en niveles relativamente bajos, hasta países donde el incremento en precios está por encima de lo originalmente pensado por el gobierno como Brasil, Argentina o Venezuela. El caso de estos dos últimos países es especialmente llamativo ya que aparte de tener la inflación más alta presentan la política monetaria más expansiva (si atendemos al tipo de interés real). Entre estos dos tipos de experiencias se sitúan las de Colombia y México. Ambos se encuentran actualmente con tasas de inflación relativamente bajas pero políticas monetarias opuestas: mientras que en México el sesgo se ha endurecido de forma notable, en Colombia la tendencia es hacia la relajación. Por lo tanto, en general puede hablarse de condiciones de financiación laxas a lo largo de la región (con la excepción de México y Brasil), pero en contextos sumamente diferentes de inflación y crecimiento.

La inclinación de las autoridades económicas y monetarias por el estímulo a la economía o por el control de la inflación se manifiesta también en la política cambiaria aplicada. La acumulación de reservas en el último año ha sido muy intensa en Argentina, Perú y Colombia, con crecimientos superiores al 25%. Esta evolución no sólo ha respondido a los buenos resultados de cuenta corriente que se están registrando en toda la región, sino también es el producto de las intervenciones en los mercados de divisas para frenar la apreciación de las monedas frente al dólar.

Asimismo, la volatilidad del tipo de cambio para estos tres países ha cedido considerablemente en los últimos meses, mientras que el resto de divisas latinoamericanas ha mostrado un comportamiento más acorde con las monedas internacionales de referencia (yen y euro). Conforme el precio de las monedas frente al dólar se ha ido acercando a ciertos umbrales, su variabilidad ha ido decayendo, mostrando probablemente un miedo a la apreciación (ver gráficos adjuntos). El razonamiento de las autoridades es que una revalorización "excesiva" de las divisas podría dilapidar las ganancias derivadas del *shock* externo positivo sobre el crecimiento.

En definitiva, América Latina se está beneficiando de la conjunción de una serie de factores cíclicos y de los progresos de los últimos años en materia estructural. Estos elementos están presionando al alza el crecimiento y el valor de sus divisas, circunstancias a las que los países no están respondiendo de forma uniforme. Esta situación lleva a que el panorama difiera en la región entre aquellos con una clara preferencia por estimular la actividad económica a través de una política monetaria expansiva y tipos de cambio con flotación sucia (Colombia), cuasifijos (Argentina y Perú) o fijos (Venezuela), y aquellos orientados al control de la inflación con una política monetaria restrictiva y tipos de cambio más flexibles (Brasil y México).

II. Entorno Macroeconómico y Financiero

Entorno Macroeconómico 2005

La economía se desaceleró ligeramente en el primer trimestre

La economía colombiana creció 3,6% interanual en el primer trimestre de 2005, ligeramente arriba de nuestra previsión (3,4%) y de la media de analistas (3,5%). Los sectores que halaron el producto fueron la construcción, el comercio, las minas y canteras y el transporte. Y los que lo frenaron, la industria manufacturera y los establecimientos financieros. La inversión fija y las exportaciones continuaron estimulando el crecimiento; mientras que el consumo, sobre todo privado, permaneció aletargado y las importaciones de bienes y servicios, favorecidas por la apreciación del COP y la persistencia de la actividad económica, continuaron aumentando aceleradamente.

El estancamiento de la industria es probablemente un efecto estadístico

El estancamiento de la producción industrial en el primer trimestre se debió, probablemente, más a un efecto estadístico que a un cambio en la tendencia de la actividad sectorial, cuyas proxys no desmejoraron. La demanda de energía (2,5% interanual), las importaciones de bienes de capital (36,5% interanual) e intermedios y materias primas para la industria (25,8% interanual), las exportaciones industriales (26,3% interanual) y la producción de la encuesta de la ANDI (6,7% interanual) mostraron un crecimiento sostenido en el período. Como el primer trimestre de 2005 tuvo 6 días hábiles menos que el de 2004, las horas laboradas por la industria en el período disminuyeron -7,7% interanual¹. Sin embargo, las horas laboradas promedio por día hábil se incrementaron 4,7% interanual y la producción real ajustada por día hábil aumentó, en realidad, 8,2% interanual.

El valor agregado de los establecimientos financieros disminuyó por la desvalorización de su portafolio de inversión

En el sector financiero, el alza de las tasas de interés de los títulos de deuda pública a finales de marzo redujo las utilidades, las cuales decrecieron -9,2% interanual en los primeros tres meses de 2005. Aunque la concentración de la inversión de los establecimientos financieros en deuda pública persiste y, de esta manera, su exposición a un incremento de tasas se mantiene, los riesgos de que éste suceda han disminuido, lo cual permite esperar unos mejores resultados en utilidades por este concepto en lo que resta del año.

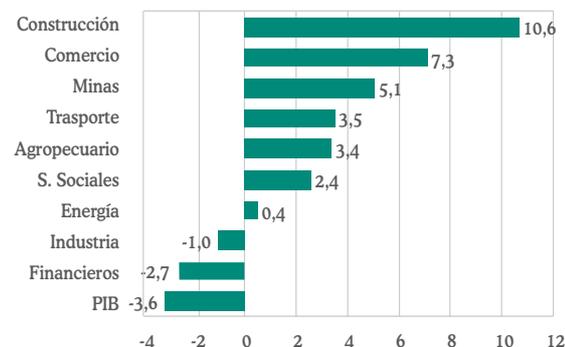
Sin una dinámica generación de empleo es improbable un incremento significativo del consumo

El mayor consumo de los hogares es explicado, en una parte importante, por el de bienes durables. Excluyendo este tipo de bienes, el consumo final de los hogares aumentó solo 2,1% interanual en el primer trimestre. De mantenerse este ritmo, el consumo per cápita en 2005 será menor que el de mediados de los 90. Para lograr un incremento más dinámico del consumo total, tendría que acelerarse el de perecederos, para lo cual el empleo debería aumentar más significativamente.

Las importaciones no son malas per sé

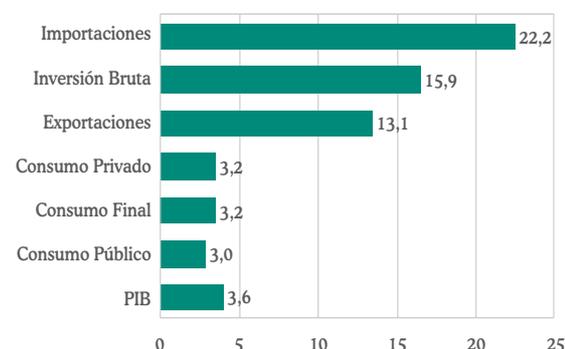
Los temores sobre la dinámica de las importaciones y su efecto adverso sobre el crecimiento del producto se atenúan si se examina su composición, en la cual predominan las de bienes intermedios y materias primas (47,1%) y las de bienes de capital (34,8%). Esto sugiere que la

PIB - Sectores I Trimestre 2005 (variación anual)



Fuente: DANE

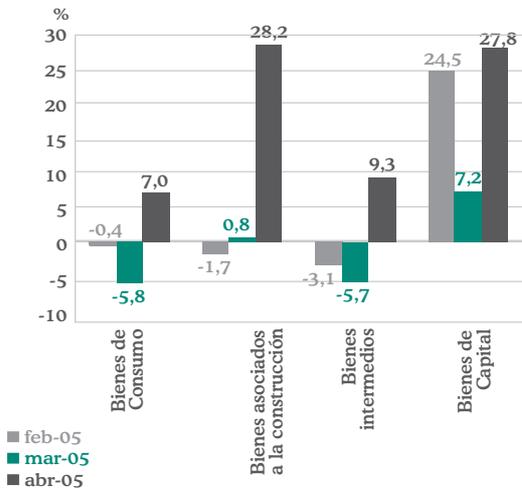
PIB - Gasto I Trimestre 2005 (variación anual)



Fuente: DANE

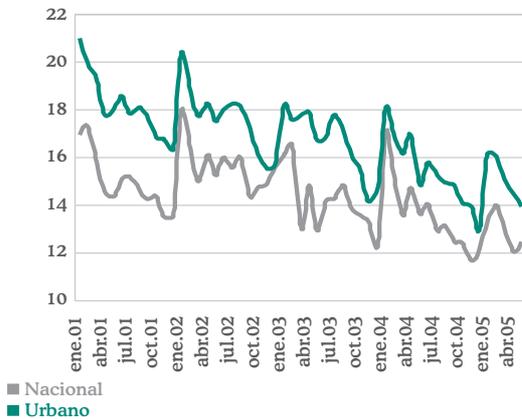
¹ Suponiendo que la industria trabaja tres turnos (24 horas diarias) y que el primer trimestre de 2004 tuvo 78 días hábiles, mientras que el de 2005 tuvo 72.

Producción industrial



Fuente: MMM - DANE

Tasa de desempleo a mayo 2005 (porcentaje)



Fuente: ECH - DANE

Variación interanual IPC



Fuente: DANE. Cálculos DEE del BBVA Colombia

mayor parte son insumos para la producción y otra muy importante permite la conservación y ampliación de la capacidad productiva, así como la renovación tecnológica, necesarias para mejorar la competitividad de los bienes transables, con el propósito de enfrentar la competencia en el mercado doméstico y de permanecer y ampliar la presencia en los mercados externos con nuestras exportaciones.

A pesar de la desaceleración en el primer trimestre, mantenemos la proyección de crecimiento para 2005

Debido a la falta de respuesta de los tipos de interés de largo plazo a los incrementos de los de corto en los Estados Unidos, es muy probable que el entorno internacional favorable perdure en lo que resta del año, permitiendo mayores ingresos por exportaciones y remesas de trabajadores, continuidad en los flujos de capital y acceso favorable a los mercados internacionales, con lo cual la economía seguirá disfrutando una financiación externa holgada que, junto con la postura laxa de la política monetaria y el ejercicio de la disciplina fiscal, continuarán estimulando la actividad doméstica.

Algunos indicadores sugieren una aceleración de la producción en el segundo trimestre. En primer lugar, por ejemplo, la industria manufacturera creció 11% interanual en abril, con base en la mayor producción de bienes de capital (27,7% interanual) y de los subsectores relacionados con la construcción (28,2% interanual), así como en la recuperación de los que producen bienes de consumo (7,1% interanual). En segundo lugar, las ventas minoristas, excluyendo vehículos, obtuvieron el mayor incremento (12,1% interanual) desde enero de 2000, con base en una mayor diversificación de la demanda, que se concentró menos que antes en bienes durables y semidurables. En tercer lugar, el empleo urbano aumentó 5,7% interanual en abril, sobre todo en el sector formal (7,7% interanual).

A pesar de la ralentización de la actividad en el primer trimestre, su eventual aceleración en el segundo, la persistencia previsible del favorable entorno internacional, la continuidad en la postura laxa de la política monetaria, la realización de las obras de infraestructura pendientes y el sostenimiento de la confianza y expectativas de los agentes, logrado por la credibilidad en la política económica y la preservación del orden público, hacen posible mantener nuestra proyección de una tasa de crecimiento del PIB de 3,8% para 2005, ligeramente por debajo de la meta del gobierno (4%).

La persistencia de la actividad permite la mejora gradual del mercado laboral

La persistencia de un aceptable ritmo de actividad económica condujo a que la tasa de desempleo urbano (13,9 %) disminuyera 90 pb en mayo respecto del mismo mes del año anterior y a que la de desempleo nacional (12,5 %) se redujera 116 pb en el mismo período. Si persiste el menor ritmo de aumento de la productividad industrial que ha ocurrido en lo corrido del año (3,4% interanual) respecto de los mismos períodos de 2003 (6,6% interanual) y 2004 (4,3% interanual), por una parte; y se mantiene la dinámica de la actividad, por otra, continuará aumentando el empleo, de manera que nuestra proyección de desempleo urbano de 12% para fin de 2005 luce probable.

La inflación sigue con tendencia decreciente

A pesar de un repunte en los precios de los alimentos, durante el segundo trimestre de 2005 continuó la tendencia decreciente que sigue la inflación al consumidor desde septiembre de 2004, gracias al descenso de la inflación básica.

La inflación total al consumidor se redujo de 5,02% interanual en marzo a 4,83% interanual en junio, ubicándose abajo del punto medio de la meta del Banco de la República (BR) para diciembre de 2005 (4,5%

– 5,5%). El descenso en la total se logró a pesar del aumento en la inflación de los alimentos, que se incrementó de 5,48% en marzo a 6,05% en junio, debido al invierno que se prolongó hasta mediados del último mes. En este período la inflación básica permaneció en una trayectoria decreciente, descendiendo de 4,83% interanual a 4,31% interanual, como efecto de la apreciación del tipo de cambio, que disminuye la inflación de los bienes transables; y de la convergencia de las expectativas inflacionarias hacia la meta, que mantiene controlada la de no transables.

Según la encuesta del BR de junio de 2005, los analistas del sistema financiero esperan que la inflación descienda a 4,95% interanual en diciembre. Desde octubre de 2004 la inflación esperada en esta encuesta para fin de año sigue una marcada tendencia decreciente, convergiendo a la meta puntual del BR (5% interanual) y, en junio, cayendo inclusive debajo de ésta.

Es previsible un cumplimiento de la meta de inflación en 2005

Prevedemos una inflación al consumidor de 5,03% interanual para diciembre de 2005. La proyección se recortó por cuatro razones. La primera, porque la apreciación del tipo de cambio se ha extendido más de lo inicialmente previsto. Como en el primer semestre ha persistido la apreciación del COP y existe un rezago aproximado de cuatro meses entre las variaciones del tipo de cambio y su efecto sobre el IPP, primero, y luego en el IPC, es razonable que la inflación básica continúe en una tendencia decreciente en el mediano plazo. En segundo lugar, se espera que la temporada invernal finalice en los próximos meses y que no se registre más sorpresas ni presiones en los precios de los alimentos. La tercera razón es que no esperamos que la demanda se acelere excesivamente este año. Por último, creemos que la confianza que tienen los agentes en el cumplimiento de la meta de inflación y sus expectativas para fin de año siguen favoreciendo el comportamiento decreciente de los precios.

Persiste un entorno internacional favorable en 2005

Durante el primer semestre de 2005 el ambiente internacional favorable ha perdurado. Los precios internacionales de los productos básicos han permanecido altos, gracias a un exceso de demanda originado tanto por el dinámico ritmo de actividad económica mundial, como por el apetito que han generado entre inversionistas internacionales. La Reserva Federal ha continuado incrementando moderadamente su meta tipos de interés en los Estados Unidos, con lo cual ha hecho aumentar los de corto plazo, pero paradójicamente no los de largo plazo. El ritmo moderado de incremento de los tipos cortos y la falta de respuesta de los largos han preservando los excesos de liquidez, la tolerancia al riesgo y el apetito por rentabilidad en los mercados financieros internacionales. Los excesos de liquidez continúan fluyendo hacia las economías emergentes, incluidas las latinoamericanas, donde prevalecen mayores tipos de interés. Los excelentes precios de los productos básicos, mejorando los términos de intercambio; y la continuidad de los flujos de capital han favoreciendo el crecimiento en América Latina, con lo cual se ha mantenido la dinámica del intercambio regional.

A pesar del creciente déficit corriente de los EU, el USD se ha fortalecido respecto del EUR porque, en primer lugar, los diferenciales actuales y esperados de tipos de interés y de crecimiento favorecen en el mediano plazo a la economía americana respecto de la europea. Y en segundo lugar, porque los mercados internacionales son más tolerantes con los desbalances macroeconómicos de EU, por la percepción de que su financiación con excesos de ahorro de otras economías resulta suficiente si, como muestran los datos de corto plazo, sus magnitudes comienzan a estabilizarse.

Variación interanual pronósticos de inflación diciembre de cada año



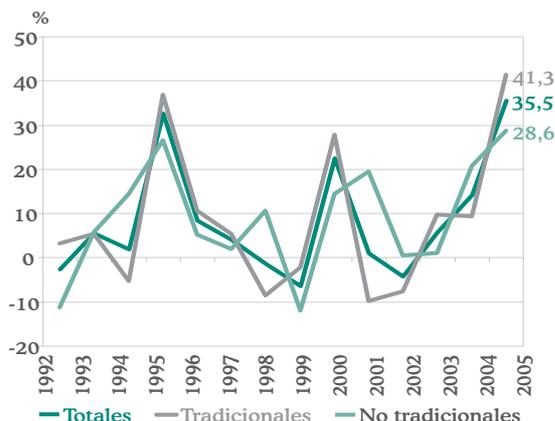
Fuente: Banco de la República

Índice de precios de productos primarios exportados por Colombia (julio 1993=100)



Fuente: Banco Mundial - DEE BBVA Colombia

Variación interanual de exportaciones de bienes enero-abril



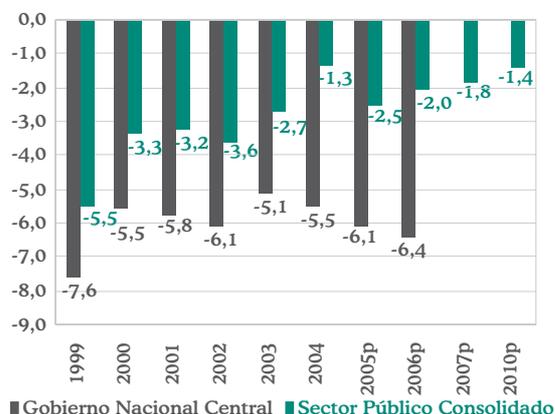
Fuente: DANE

Balance sector público consolidado

Balances por periodo	% PIB	
	ene-mar 2004	ene-mar 2005
Sector público no financiero	-0,1	-0,3
Gobierno Nacional Central	-1,7	-2,2
Sector descentralizado	1,6	1,9
Resto	-0,3	-0,2
Sector público consolidado	-0,4	-0,6

Fuente: CONFIS

Evolución de Balance Fiscal % del PIB



Fuente: MINHACIENDA-CONFIS

Si perdura el auge exportador surgirá un superávit corriente en 2005

Como consecuencia de los buenos precios internacionales de los productos básicos y del sostenimiento de la actividad en nuestros principales socios comerciales, a pesar de la apreciación del tipo de cambio real, los ingresos por exportaciones (USD 6.333,1 millones) aumentaron 36% interanual durante los primeros cuatro meses de 2005, con una importancia creciente de los tradicionales, que se incrementaron 43% interanual, mientras los no tradicionales lo hicieron 29% interanual.

Los egresos por importaciones (USD 6.399,5 millones CIF), estimulados por la apreciación del COP y el dinámico ritmo de la actividad económica, se incrementaron 29,2% interanual en el período, con base en las mayores compras de materias primas, bienes intermedios y bienes de capital para la industria, bienes de consumo –sobre todo durable- y equipo de transporte.

Una extrapolación de estas tendencias permite prever un cuantioso superávit comercial para 2005 (USD 2.175,2 millones) que, suponiendo un ligero incremento de las transferencias corrientes (4,1%), un descenso de los egresos por servicios factoriales (-10,2%, por menores remesas de utilidades) y aproximadamente los mismos egresos netos por servicios no factoriales, generaría virtualmente un equilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos para 2005 (USD 500,5 millones, equivalentes a 0,4% del PIB).

Aún asumiendo una considerable reducción en los flujos netos de capital, que disminuiría el superávit de 4,2% del PIB en 2004 a 1,5% del PIB en 2005, con base en una menor inversión extranjera neta; el superávit en la cuenta corriente generaría una cuantiosa acumulación de reservas internacionales en el transcurso del año (USD 2.266 millones), similar a la del año pasado (USD 2.541 millones), gracias a la cual su saldo terminaría en USD 15.805 millones.

El Gobierno continúa cumpliendo estrictamente las metas concertadas con el FMI

A pesar que en el primer trimestre de 2005 el balance del Sector Público Consolidado –SPC- (-0,6% del PIB) desmejoró respecto del mismo período del año anterior, cumplió la meta concertada en el acuerdo con el FMI, por lo cual resulta consistente con la establecida para el año (-2,5% del PIB).

En el primer trimestre el déficit consolidado aumentó 58% interanual debido, principalmente, a un incremento de 0,5% del PIB en el correspondiente al Gobierno Nacional Central –GNC-, como consecuencia de una ejecución más eficiente de lo presupuestado para inversión, transferencias y pensiones².

El superávit del Sector Descentralizado –SD- (1,9% del PIB) aumentó 0,3% del PIB gracias a los balances positivos de la Seguridad Social, ECOPELROL y los Gobiernos Regionales, logrados con base en las transferencias del GNC para el pago pensiones, en el primer caso; el alto precio internacional del petróleo y el desmonte de los subsidios al consumo de combustibles, en el segundo; y un incremento en el recaudo tributario y una menor ejecución de la inversión, en el tercero.

La programación financiera es consistente con las metas

En la revisión del Plan Financiero 2005, el Gobierno mantuvo las metas de déficit establecidas con el FMI (-2,5% del PIB para el SPC y -6,1% del PIB para el GNC), pero planteó la posibilidad de reducir la del consolidado para este año, si persiste el elevado precio del petróleo en el segundo semestre.

² Documento CONFIS, Sector Público Consolidado Primer Trimestre de 2005 (Cierre Preliminar).

Una falta de recursos provenientes de enajenación de activos (COP 1.401 mM) y el prepagado de una obligación con el BID por USD 1.250 millones, adquiridos por el Gobierno al Banco de la República –BR-, originaron una recomposición del financiamiento para 2005. En el primer caso, el faltante por privatizaciones fue reemplazado por deuda interna. En el segundo caso aumentaron, por una parte, las amortizaciones de crédito externo y, por otra, los desembolsos de TES en la magnitud que se emitió deuda interna para financiar la compra de las divisas al BR. Gracias a este canje de deuda externa por interna, mejoró su perfil y se redujo su riesgo cambiario.

Debido a la realización del censo de población, a mejoras en infraestructura y a algunos programas de democracia y paz, la estimación de inversión pública para 2005 aumentó 0,35% del PIB respecto del plan original, con lo cual totalizará 1,5% del PIB este año.

Entorno Financiero 2005

La magnitud de los flujos externos vuelve improbable una depreciación del tipo de cambio en 2005

Como resultado de la persistencia de los flujos externos, gracias a la cual se acumuló reservas internacionales por USD 2.250 millones entre junio de 2004 y el mismo mes de 2005; y USD 580 millones en lo corrido de este año, la apreciación del COP a finales de julio es 12% interanual y 3% en lo corrido del año.

Para evitar una mayor apreciación y moderar la volatilidad del tipo de cambio, el BR compró discrecionalmente USD 1.615 millones en el primer semestre de 2005. Descontando los USD 1.250 vendidos al Gobierno, sus compras netas totalizaron 365 millones.

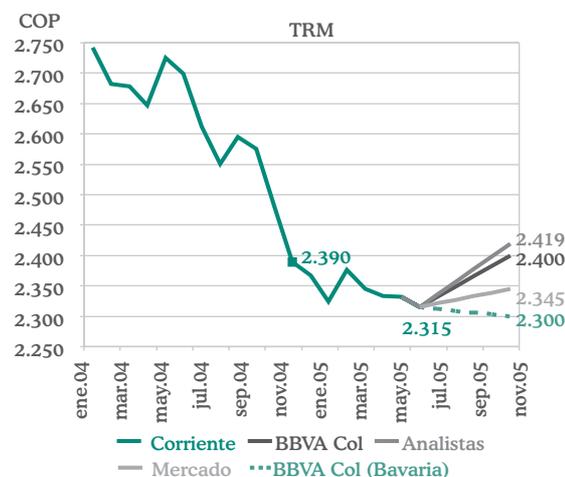
Debido al caudal de los flujos externos resulta difícil prever una recuperación sustancial del tipo de cambio del COP en 2005. Calculada con base en el diferencial de tipos de interés internos y externos, el mercado prevé una TRM de COP 2.345 para fin de año. Con una prima de riesgo político por la volatilidad que pudiera originar la decisión de la Corte Constitucional sobre la reelección presidencial, el DEE del BBVA Colombia prevé que la TRM terminaría en COP 2.400, debajo de la previsión del promedio de analistas encuestados por el BR en julio (COP 2.419). Si, como resultado de la fusión de Bavaria con SAB Miller, entraran USD 1.400 millones de inversión extranjera, nuestra previsión de tipo de cambio para diciembre se reduciría a COP 2.300.

A pesar de la menor inflación doméstica, la apreciación nominal continúa generando apreciación real, que llegó a -4% año corrido y -9,6% interanual en el primer semestre de 2005.

Se mantuvo la postura monetaria acomodante en el segundo trimestre de 2005

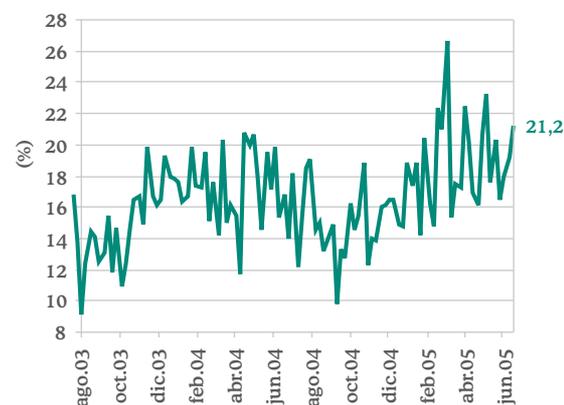
En el segundo trimestre de 2005 la postura laxa de la política monetaria no registró modificaciones gracias a la evolución reciente de la inflación, el tipo de cambio y el crecimiento de la economía. Las ventanillas de las operaciones repo de contracción continuaron cerradas, se mantuvieron inalterados los tipos de interés de intervención (en 6,50% la mínima de expansión) y persistió la intervención discrecional del BR en el mercado cambiario. La laxitud de la postura se ha manifestado, primero, en un aumento de la base monetaria de 19% interanual, inferior al del primer trimestre (27%), pero superior al del último de 2004 (16%). Segundo, en un tipo de interés interbancario (6,35%) que sigue debajo del mínimo de expansión. Y tercero, en una DTF (7,05%) que persiste en una precipitada tendencia a la baja, cayendo sucesivamente a mínimos históricos.

TRM



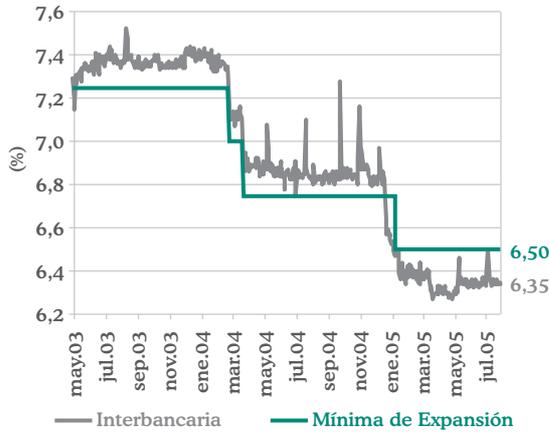
Fuente: Banco de la República - DEE BBVA Colombia

Crecimiento anual base monetaria



Fuente: Banco de la República

Tasa mínima de expansión e interbancaria



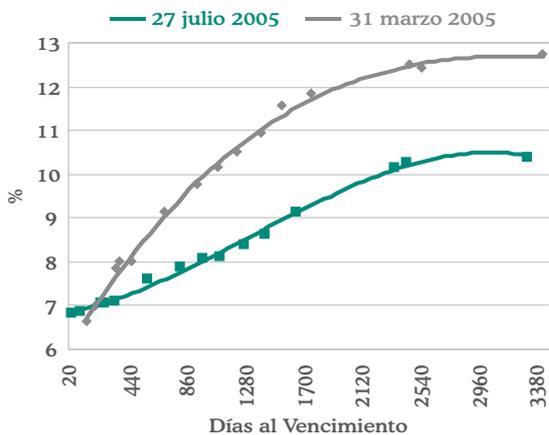
Fuente: Banco de la República - Asobancaria

DTF



Fuente: Banco de la República

Evolución curva TES TF IIT 2005



Fuente: Sistema electrónico de negociación - BR

La postura adoptada por el BR en 2004 y lo corrido de 2005 sigue determinada, mientras la inflación lo permita y el crecimiento lo requiera, por la evolución del tipo de cambio. Si bien otras economías han realizado ajustes en sus tipos de interés al alza, la apreciación del COP y una inflación controlada y próxima a la meta han permitido mantener bajos tipos de interés para estimular el crecimiento y, al mismo tiempo, acumular reservas internacionales con el propósito de moderar la volatilidad del tipo de cambio, prevenir los efectos inflacionarios de una depreciación abrupta y reforzar la solvencia y la liquidez externa de la economía, para disminuir su vulnerabilidad a los choques externos.

Sin cambios previsible en la postura monetaria, los tipos cortos permanecerán bajos por los excesos de liquidez

En lo que resta de 2005 no prevemos cambios en la política monetaria. El BR probablemente mantendrá la postura laxa durante el segundo semestre debido a que espera un comportamiento favorable de la inflación. Por esta razón hemos reducido la proyección de tipo de interés de intervención para fin de 2005 de 7% a 6,5%.

Pronosticamos una DTF de 7,3% para cierre de 2005, suponiendo que la liquidez permanece inalterada en el segundo semestre.

El comportamiento paradójico de los tipos largos en EU favoreció la apreciación de la deuda emergente

En el segundo trimestre de 2005 los títulos de deuda pública interna en el mercado secundario pronunciaron su tendencia apreciadora, como consecuencia de la persistencia de las condiciones internas y externas que estimulan su demanda.

El comportamiento paradójico de los tipos de largo plazo en los países industrializados, particularmente en EU, ha favorecido la valorización de la deuda pública emergente. A pesar del incremento progresivo de los tipos cortos, durante este período prevaleció una tendencia decreciente en los tipos largos en EU, debida a mayores expectativas de pausa en los aumentos de la meta de tipos de la FED, motivadas por la ausencia de presiones inflacionarias severas y la preocupación por los efectos que el tránsito a una postura neutral de la política monetaria pudiera tener sobre la actividad.

Por la influencia que tiene sobre la deuda emergente convendría determinar si el aplanamiento en la curva de rendimientos en EU es de corto plazo o si, por el contrario, se prolongará algún tiempo. El Servicio de Estudios del Grupo BBVA ha retrasado sus previsiones de transmisión de los incrementos de los tipos de corto plazo a los de largo, bajando las previsiones para los del título a 10 años de 5,2% a 4,5%, con un aumento de alrededor de 30 pb respecto de sus magnitudes actuales.

La globalización, el envejecimiento de los baby boomers y la credibilidad en la FED explicarían la paradoja de los tipos largos

El comportamiento paradójico de los tipos largos en EU podría explicarse parcialmente por una mayor demanda por deuda pública americana debida a la creciente integración de los mercados financieros por la globalización, a una mayor aversión al riesgo motivada por el envejecimiento de la generación del "baby boom" y a una sólida confianza en la autoridad monetaria. Si este fuera el caso, la paradoja tendría un componente más estructural.

La creciente integración de los mercados financieros debida a la globalización ha permitido que los bancos centrales asiáticos transfieran los excesos de ahorro de estas economías a los EU, compensan-

do parcialmente sus faltantes, mediante la inversión de una parte importante de sus reservas internacionales en bonos del Tesoro americano, con lo cual han financiado parcialmente los desbalances macroeconómicos de esta economía.

A medida que envejece, la generación del “baby boom” aumenta su aversión al riesgo y tiende, en consecuencia, a trasladar sus ahorros de acciones a bonos.

La mayor confianza en la autoridad monetaria mantiene bien ancladas las expectativas de inflación de largo plazo, estimulando la demanda de bonos a medida que la FED incrementa los tipos de corto, que refuerzan las previsiones de mayor control sobre los precios.

De esta manera, la mayor demanda de los bancos asiáticos, de los “baby boomer” y, en general, de los inversionistas institucionales ha valorizado la deuda pública americana y presionado a la baja los tipos de largo plazo.

La coyuntura internacional y la estabilidad macroeconómica favorecen la apreciación de la deuda pública

En cuanto a los factores internos, ha perdurado la fortaleza del COP y se espera presiones apreciadoras adicionales sobre el tipo de cambio; la inflación doméstica permanece en una tendencia decreciente de mediano plazo, las expectativas inflacionarias además de decrecientes convergen a la meta, la autoridad monetaria goza de gran credibilidad, los pronósticos de inflación están dentro de las metas de corto y largo plazo; no se espera, por tanto, cambios abruptos en la postura acomodante de la política monetaria en el mediano plazo y, en consecuencia, se prevé persistencia de los excesos de liquidez en la economía y el sistema financiero en el corto plazo; y finalmente, a pesar de los riesgos estructurales, la consistencia de los resultados fiscales con las metas ha mantenido la confianza de los agentes en la política fiscal

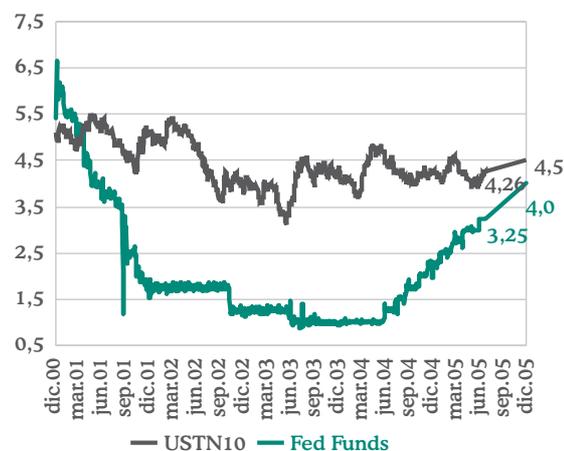
En consecuencia, la coyuntura internacional y la estabilidad macroeconómica doméstica favorecen la apreciación de la deuda pública en el corto plazo. Existen factores técnicos, particularmente los precios históricamente altos a que ha llegado, que pueden generar algunas correcciones a la baja. A más largo plazo, persisten riesgos estructurales que, en un escenario internacional menos favorable o en una coyuntura macroeconómica doméstica inestable, podrían depreciar notablemente la deuda pública. Sin embargo el riesgo de correcciones bruscas en el corto y en el mediano plazo es mínimo. El Cuadro de final de página contiene nuestras predicciones para cierre de 2005 para el tipo de interés de los TES con vencimiento en 2012, para diferentes combinaciones de probables valores de los spreads de la deuda externa colombiana y los tipos de los bonos a 10 años del Tesoro americano, suponiendo que se cumple la meta de inflación y persisten los excesos de liquidez en el sistema financiero.

Nuevamente las fusiones mueven la bolsa

La persistencia y las buenas expectativas sobre la actividad económica, los bajos tipos de interés, los excesos de liquidez y la fusión y venta de empresas estimularon la inversión en renta variable en el segundo trimestre.

La democratización de Suramericana de Inversiones, el anuncio de fusión de siete cementeras del Grupo Empresarial Antioqueño –uno de los mayores conglomerados del país– y los rumores sobre una eventual venta de Bavaria –nuestra principal cervecera– y de Acerías Paz del Río animaron la bolsa en junio. El IGBC (5.738) se ha valorizado 32% en lo corrido del año y 91% interanual.

USTN 10 vs. FED fund



Fuente: USD FED - Bloomberg

USD vs precio TES 2014



Fuente: Banco de la República

Previsiones rendimiento TES 2012 (Diciembre 2005)

Matriz escenarios sobre TES 04-12					
EMBI Colombia					
		440	360	320	280
U S T N 1 0	5,2	12,704	12,069	11,751	11,434
	4,5	12,156	11,521	11,204	10,886
	4	11,765	11,130	10,813	10,495
	3,5	11,374	10,739	10,421	10,104

Escenario supuestos Grupo BBVA
Escenarios tendencia otros analistas

Fuente: DEE BBVA Colombia

Entorno Macroeconómico 2006

Se moderan los riesgos para el crecimiento en 2006

Los riesgos para una precipitada ralentización del crecimiento en 2006 han disminuido. Cada vez luce más probable que la construcción de edificaciones se desacelere suavemente, mientras que la de obras de infraestructura continuará halando la actividad sectorial. La dinámica importación de bienes de capital para la industria sugiere que el sector no tendrá restricciones de capacidad para aprovechar una expansión del comercio mundial similar a la de 2005, aunque probablemente la demanda externa de productos manufacturados se resentirá con el menor crecimiento regional. Un endurecimiento abrupto de la política monetaria doméstica parece improbable, gracias a la tendencia decreciente de la inflación doméstica, la credibilidad en la autoridad monetaria, el incremento gradual y probablemente pausado de los tipos de interés externos de corto plazo, la lenta respuesta de los tipos de interés externos de largo plazo al incremento en los de corto y, por tanto, el aumento moderado o la estabilidad de los spreads de la deuda pública emergente. Quizá el riesgo más pronunciado sea un descenso previsto en los precios internacionales de los productos básicos exportados por Colombia. En consecuencia, no es muy probable que la actividad económica doméstica sufra un endurecimiento exagerado de la restricción financiera externa ni de la doméstica, por lo cual nuestra proyección de una tasa de crecimiento del PIB de 3,5% para el año entrante luce algo conservadora, enfrentando un sesgo al alza.

A pesar de la devaluación, una postura monetaria menos acomodante asegurará la meta de inflación en 2006

Aunque la inflación continuará bajando, su reducción será menor en 2006 debido a la evolución esperada del tipo de cambio. A diferencia de 2005, para 2006 esperamos una depreciación del COP que no favorecerá la reducción de la inflación de transables ni la básica, como lo hizo en los dos últimos años. Sin embargo, la inflación total será menor que en 2005 como efecto de una postura más neutral de la política monetaria en 2006. Para diciembre de ese año proyectamos una inflación de 4,7% interanual, que está dentro del rango meta del BR (3% - 5%).

Menores precios de los productos básicos generarían un déficit corriente en 2006

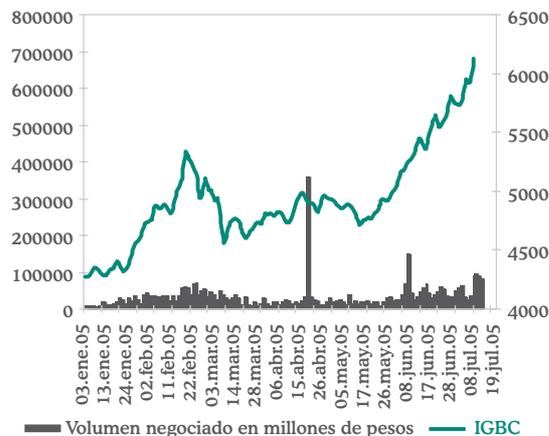
En 2006, si los tipos de interés externos de largo plazo en EU comienzan a incrementarse como consecuencia del aumento de los cortos; y si éstos continúan subiendo, es probable que disminuya la liquidez en los mercados financieros internacionales y, con ella, la demanda de commodities entre los inversionistas internacionales. Con un menor incremento de la demanda y una mayor oferta de productos básicos, sus precios deben disminuir en 2006. Por este motivo, el valor de las exportaciones tradicionales se reduciría 9%, mientras que el de las no tradicionales se incrementaría 11%, como resultado de un ligeramente menor crecimiento regional. En consecuencia, los ingresos por exportaciones de bienes aumentarían apenas 1,5%.

Con la desaceleración de la actividad que prevemos para 2006, los egresos por importaciones de bienes se incrementarían a una tasa menor (11,5%), a pesar de lo cual y como consecuencia del estancamiento de las exportaciones, surgiría nuevamente un déficit comercial (-USD 983 millones). El déficit comercial deterioraría el balance en cuenta corriente, que se tornaría negativo en una magnitud equivalente a -2,1% del PIB.

Como efecto de un mayor endeudamiento neto del sector público, la cuenta de capital arrojaría un superávit equivalente a 2,4% del PIB.

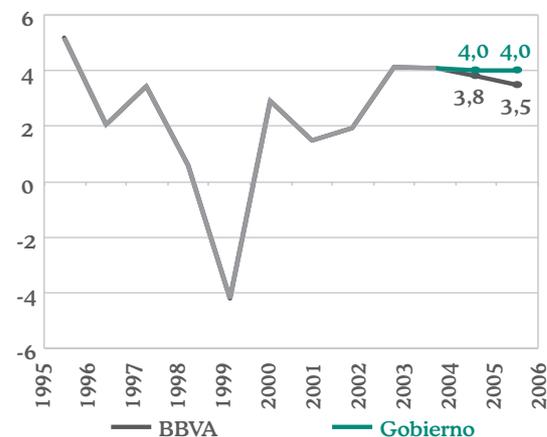
El mayor déficit corriente reduciría la acumulación de reservas internacionales a USD 383 millones, con lo cual su saldo alcanzaría USD 16.189 millones.

Índice eneral de la bolsa de Colombia



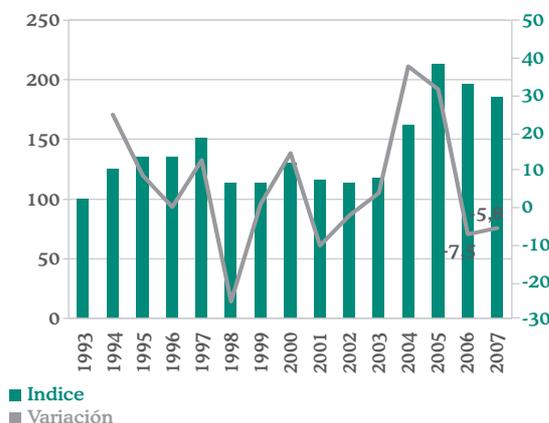
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Previsión PIB 05/06



Fuente: DANE - DEE BBVA Colombia

Índice de precios de productos primarios



Fuente: Banco Mundial - DEE BBVA Colombia

La inflexibilidad del gasto continuará dificultando la gestión fiscal en 2006

El plan financiero para 2006 es consistente con el compromiso con el FMI de reducir el déficit del SPC a -2% del PIB. El logro de esta meta dependerá del superávit que genere el sector descentralizado (estimado en 4,3% del PIB), ya que el GNC continuará arrojando un déficit creciente (previsto en -6,4% del PIB).

El crecimiento en los gastos del GNC resulta principalmente del aumento en el pago de intereses sobre la deuda y de los gastos por las elecciones. El superávit del Sector Descentralizado para 2006 (4,3% del PIB) aumentará 0,6% del PIB con base en un mejor desempeño esperado de ECOPEPETROL, EPM y Telecom.

En ausencia de reformas, los gastos inflexibles -pensiones, transferencias por el sistema general de participaciones y pago de intereses- previstos para 2006 representan 97,7% de los ingresos tributarios proyectados, sin una variación significativa respecto de lo que representaron en 2005.

Hasta ahora solo se ha aprobado la reforma pensional, que generará un ahorro menor que el proyecto original³. Varios analistas e inclusive el Gobierno han insistido en la necesidad de modificar la estructura tributaria, reduciendo las exenciones en el impuesto sobre la renta, disminuyendo la dispersión en las tarifas del IVA y eliminando los tributos que generan las mayores distorsiones. No se ha reformado todavía el sistema de transferencias de ingresos corrientes del GNC a los demás entes territoriales, ni el Estatuto Orgánico del Presupuesto, que contribuirían a flexibilizar los gastos.

En 2006 el GNC amortizará deuda por 6,8% del PIB, atenderá unos costos de reestructuración del sistema financiero de 0,2% del PIB y generará un déficit de operaciones efectivas de 6,4% del PIB, con lo cual utilizará unos recursos totales equivalentes a 13,4% del PIB. La financiación de estos recursos correrá por cuenta de un endeudamiento externo de 3,4% del PIB (USD 4.075 millones), dividido en partes casi iguales entre bonos y crédito multilateral; una colocación neta de bonos de deuda interna -TES- equivalente a 9,2% del PIB (COP 27.979 mM); y una transferencia de utilidades del BR, una utilización de portafolios y unos ajustes por causación que sumarán 0,8% del PIB.

Aprovechando la coyuntura internacional, continuará la emisión de TES Globales denominados en COP. De la meta de financiación con emisión de deuda externa para 2006 (USD 2.000 millones), se han recaudado ya USD 500 millones mediante estos títulos.

En el corto plazo el panorama fiscal está despejado, pero se requerirá un ímpetu renovado en el futuro

Confiamos que el Gobierno cumplirá estrictamente las metas concertadas en el acuerdo con el FMI, con lo cual mantendrá el déficit del SPC en una trayectoria decreciente, consistente con la sostenibilidad de la deuda y la viabilidad de las finanzas públicas, preservando la confianza de los inversionistas internacionales y los agentes domésticos en la política fiscal, de manera que continúe estimulando el crecimiento y reduzca la vulnerabilidad de la economía a los choques externos.

En el inmediato futuro estos propósitos lucen realizables. Sin embargo, a más largo plazo los desafíos para las próximas administraciones son considerables: el pago de pensiones inevitablemente representará una mayor carga, al tiempo que los ingresos podrían disminuir relativamente respecto de las mayores obligaciones, como consecuencia del vencimiento del término de algunos tributos temporales - transacciones financieras, patrimonio y sobre tasa en renta en 2008- y del

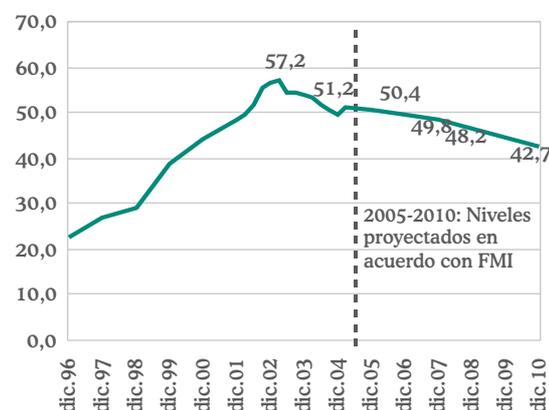
³ El proyecto generaba un ahorro de COP 78,4 billones, pero la reforma aprobada finalmente solo generará uno de COP 46,7 billones, de los cuales COP 17 billones provendrán de lo estipulado para el régimen de transición, COP 26,5 billones de la eliminación de la mesada 14 y COP 3,2 billones del tope establecido a las pensiones.

Variación de reservas internacionales, flujo corriente y de capital



Fuente: Banco de la República - DEE BBVA Colombia

Deuda pública sobre PIB



Fuente: MinHacienda

eventual retorno al antiguo régimen de transferencias de ingresos corrientes a los otros niveles de gobierno, después que venza el actual en 2009. Para ir despejando el panorama es necesario, por tanto, insistir en una reforma tributaria estructural, en un nuevo régimen de transferencias y en la flexibilización del gasto.

Entorno Financiero 2006

El tipo de cambio podría depreciarse

El mayor déficit corriente y la menor acumulación de reservas deben originar una depreciación del COP en 2006, que prevemos será de 6,7%, con lo cual el tipo de cambio al finalizar el año llegará a COP 2.561.

La postura monetaria comenzará suavemente un tránsito a la neutralidad

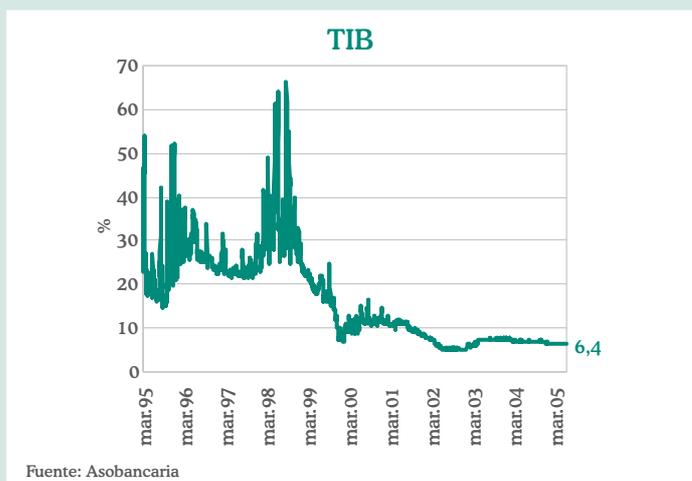
Creemos que el tránsito hacia una postura más neutral de la política monetaria comenzará suavemente con un incremento de 50 pb en los tipos oficiales en 2006, motivado por la depreciación que prevemos en el tipo de cambio.

Para 2006 proyectamos una DTF de 8%, teniendo en cuenta el cambio en la postura de la política monetaria. Sin embargo, esta proyección enfrenta un sesgo a la baja debido a que el tránsito será probablemente lento.

Colombia: evolución del sector financiero y crédito bancario

Evolución del crédito bancario y del sistema financiero colombiano

En 1998 la economía colombiana se vio afectada por la crisis financiera internacional y la profundización de sus desbalances macroeconómicos. Durante los años previos a la recesión del 99, la economía se había vuelto más vulnerable a los choques externos debido a que los desbalances fiscal y en cuenta corriente se habían profundizado. El incremento notable en los saldos de la deuda del sector privado llevó a que empresas y personas no pudieran servir sus obligaciones y se generaron, por tanto, problemas de solvencia y riesgo de iliquidez en el sistema financiero. Debido a los desbalances, la crisis internacional originó un deterioro en los términos de intercambio y un encarecimiento y menor disponibilidad del crédito externo, con lo cual se frenó el crecimiento del ingreso, empeoró la percepción de riesgo de la economía, se incrementaron notablemente las tasas domésticas reales de interés y se contrajo drásticamente el producto. La menor confianza de los inversionistas internacionales y los agentes domésticos en la economía generó un exceso de demanda por divisas que tendió a depreciar pronunciadamente el tipo de cambio. Para defender el COP y prevenir presiones inflacionarias, la autoridad monetaria implementó una política contraccionista, incrementando notablemente los tipos de interés —el interbancario subió a 66% en septiembre de 1998— y reduciendo la liquidez.

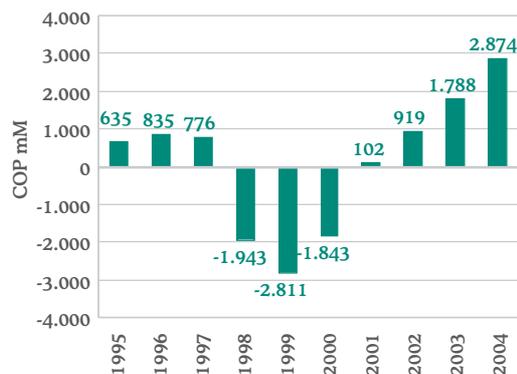


Después de la profunda crisis de finales de la década de los noventa, que afectó severamente al sector financiero, la economía se recuperó paulatinamente a lo largo de los últimos cuatro años. Desde 1998 el sector dejó de mostrar utilidades y en 1999 se originaron las mayores pérdidas (COP 2.811 mM). Solamente hasta 2001 el sector volvió a registrar utilidades, las cuales se han venido incrementando hasta alcanzar en 2004 (COP 2.874 mM) magnitudes superiores a las registradas en los años previos a la crisis (COP 835 mM en 1996).

Como consecuencia de la crisis la cartera se contrajo apreciablemente. En abril de 1996 la cartera se incrementó 34% interanual; pero posteriormente, a finales de 1998, se inició el descenso y en enero de 2000 cayó -10% interanual. Desde finales de 2002 la cartera inició un período de recuperación, volviendo a registrar tasas de crecimiento positivas hasta

que, en la actualidad (mayo de 2005), aumenta 13% interanual. Aunque paulatinamente el sector se ha venido recuperando y se ha vuelto más dinámica la actividad crediticia, las tasas actuales de crecimiento de la cartera son muy inferiores a las registradas un año antes de la crisis.

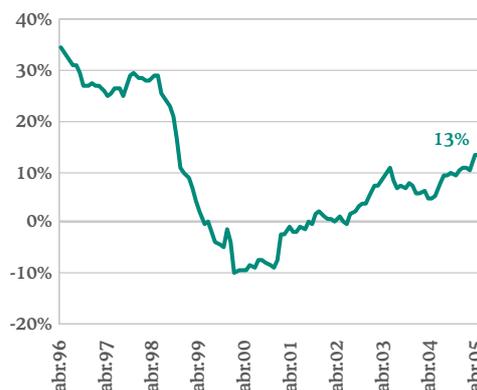
Utilidades del sistema financiero colombiano



Fuente: Superbancaria

Si bien la contracción del crédito fue generalizada, es decir, extendida a todas sus modalidades, fue el hipotecario el que sufrió el mayor deterioro, tanto que todavía no muestra signos de recuperación. Debido a que hacia finales de la década de los noventa los créditos hipotecarios se encontraban indexados a la DTF (sistema UPAC¹) y ésta registró incrementos desmesurados, una gran cantidad de deudores perdió sus inmuebles y ocurrió un pronunciado incremento en la cartera hipotecaria vencida. Aunque el UPAC dejó de funcionar en 1999, siendo reemplazado por la UVR, la cual está atada únicamente a la inflación, las familias aún no han recuperado la confianza en el sistema financiero para solicitar préstamos hipotecarios.

Crecimiento anual de la cartera bruta de créditos



¹ El UPAC (unidad de poder adquisitivo constante) fue introducido en Colombia en 1972 con el objetivo de mantener el poder adquisitivo de la moneda y ofrecer una solución a los colombianos que necesitaran un crédito hipotecario de largo plazo para vivienda. Bajo este mecanismo, los créditos hipotecarios y las cuentas de ahorro en UPAC ajustarían su valor de acuerdo con la inflación. El UPAC fue reformado, de manera que comenzó a variar con la DTF. A finales de la década de los noventa la DTF alcanzó máximos de 38% y el UPAC aumentó desmesuradamente, incrementando el valor de las obligaciones hipotecarias. Los ingresos de los hogares no se incrementaron a la par que las obligaciones, debido a que éstos se modificaban con la inflación y ésta era menor que la DTF. En consecuencia, los costos de las obligaciones hipotecarias aumentaron notablemente y muchos hogares tuvieron que devolver los inmuebles, debido a que el servicio de la obligación excedía su capacidad de pago.

En los últimos dos años ha tenido lugar un comportamiento muy favorable de la cartera de consumo, la cual crece 32% interanual. La cartera comercial, aunque no tan vigorosamente como la de consumo, también se ha recuperado, aumentando 18% interanual. Una de las razones que explica por qué la tasa de crecimiento de la cartera comercial no es superior, es que las empresas han incrementado su financiación por medio de utilidades, crédito externo y bonos. En contraste, la variación de la cartera hipotecaria sigue una tendencia a la baja. Si bien estas cifras se encuentran afectadas por los procesos de titularización, siguen registrando tasas de crecimiento negativas y por tanto, muy inferiores a las de los años previos a la crisis. Por ejemplo, la cartera hipotecaria crecía en septiembre de 1996 al 46% interanual, mientras que en la actualidad decrece al 25% interanual, incluyendo la cartera que se ha titularizado, y al 18% interanual, excluyéndola.

Crecimiento anual cartera de créditos



Fuente: Superbancaria

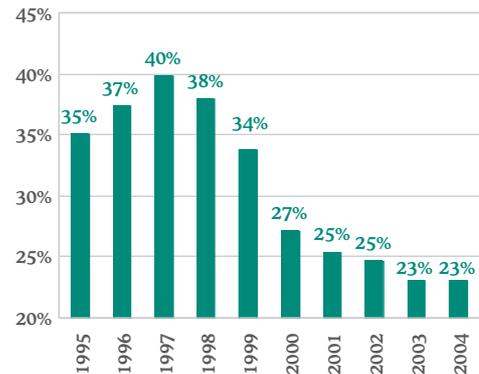
Aunque la cartera no ha alcanzado una dinámica como la que tuvo antes de la crisis, durante los tres últimos años el sistema ha gozado una excelente salud. El indicador de calidad de la cartera (morosa como proporción del total) se encuentra en mínimos históricos (3,4%) y sigue una marcada tendencia a la baja. El indicador de cubrimiento (provisiones como proporción de la cartera vencida) alcanza máximos históricos (139%). Los indicadores de rentabilidad inician su recuperación desde 2001, ubicándose en la actualidad en 2,9% el ROA y en 25,2% el ROE, ambos con tendencia al alza.

Indicador de calidad de cartera



Un factor preocupante para el sector es que durante los últimos siete años no se ha registrado avances en profundización financiera. Los incrementos continuos de la profundización, medida como la razón entre la cartera bruta y el PIB, desde mediados de la década del noventa hasta 1997, cuando alcanzó un valor de 39%, se detuvieron como consecuencia de la crisis. En la actualidad la profundización está estancada en 23%.

Crédito bancario/PIB



Fuente: DANE - Superbancaria DEE BBVA Colombia

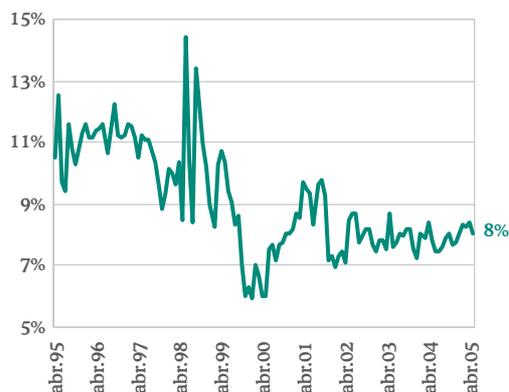
Hay varios factores que no contribuyen a una mayor profundización. El primero está vinculado con la protección de los derechos de los acreedores. En Colombia es muy difícil tomar posesión de la garantía cuando el deudor incumple el pago. Según Arturo Galindo², economista del BID, el tiempo estimado para hacer efectiva una garantía es 363 días y el número de trámites necesarios para recuperar un préstamo es 37. El segundo factor son los sobre costos a la intermediación financiera. Dentro de éstos se encuentran las inversiones forzosas, el impuesto a las transacciones financieras y el encaje. Las inversiones forzosas, que se reforzaron en la crisis, han aumentado considerablemente: la Asociación Bancaria de Colombia estima su costo en 2,2% del PIB³. El impuesto a las transacciones financieras se ha incrementado desde que se creó en 1998 y ha generado, según cálculos de la Asobancaria, una desintermediación del 28,5%. El tercer factor que obstaculiza la profundización es la alta concentración de la inversión del sistema financiero en títulos de deuda pública interna (TES). La desviación de recursos para financiar al sector público ha frenado el incremento de los depósitos y el crédito. En los últimos años ha ocurrido una recomposición en los activos del sistema financiero: la participación de las inversiones del sector (principalmente TES) dentro del activo es cada vez mayor, en detrimento de la participación de la cartera.

Los sobre costos que hay en Colombia sobre la actividad financiera se han reflejado también en los márgenes de intermediación. El margen ex ante, medido como la diferencia entre el tipo de interés activo y el pasivo, es 8%. Aunque ha registrado disminuciones importantes desde mediados de la década de los noventa, no ha tenido reducciones adicionales debido a sobre costos como la carga impositiva y las inversiones forzosas.

² Cifras presentadas en el seminario "La estructura del sistema financiero en Colombia: ¿Cómo llegamos aquí y a donde vamos?", Bogotá, mayo de 2005.

³ La Semana Económica. Asobancaria. 27 de mayo de 2005. Número 507.

Margen de intermediación



Fuente: =DEE BBVA Colombia

⁴ Cifras presentadas por Leonardo Villar en el seminario "La estructura del sistema financiero ...".

Perspectivas

Uno de los principales retos para el sistema financiero es superar la profundización de finales de la década de los noventa. Este es un desafío capital por la relación directa que existe entre profundización financiera y crecimiento de las economías. Para poder avanzar en esta dirección son necesarios ajustes en la normativa, con el fin de reducir los sobrecostos de la intermediación; y disminuir el déficit del gobierno, con el propósito de desestimular la inversión en deuda pública (TES), recursos que deberían orientarse, más bien, a otorgar mayor crédito.

Debido a que la generación de utilidades está determinada en gran parte por la coyuntura de los mercados (deuda, acciones y divisas), el sector aún se encuentra altamente expuesto y, por tanto, es necesario trabajar en estimular la intermediación financiera.

2005 y 2006 serán años de profundos cambios en el sector financiero debido, principalmente, a las fusiones que fueron anunciadas en 2004 y están próximas a materializarse. El sistema ha pasado de tener 130 establecimientos de crédito en 1990, a 80 en 1999 y tendrá 49 en 2005⁴.

Indicadores y Proyecciones Colombia

Real (Datos fin de periodo)	2002	2003	2004	2005 (pr)	2006 (pr)
PIB Corriente (miles de millones de dólares)	81,6	80,0	102,1	116,3	118,3
PIB per cápita (dólares)	1.862	1.794	2.252	2.525	2.529,0
PIB Real (Var. Interanual)	1,9	4,1	4,1	3,8	3,5
Consumo Final (var. interanual real)	2,3	2,1	3,7	3,4	3,6
FBCF (var. Interanual Real)	10,8	14,1	13,7	8,6	8,1
Construcción	12,5	13,4	10,7	8,3	5,9
Tasa de Desempleo Urbano (%)	15,7	14,7	13,0	12,0	11,6
Precios (Datos fin de periodo - variación % interanual)	2002	2003	2004	2005 (pr)	2006 (pr)
IPC (Final)	7,0	6,5	5,5	5,0	4,7
Inflación Básica (Final)	5,4	7,0	5,5	4,3	3,8
Tipos de Interés (Datos fin de periodo)	2002	2003	2004	2005 (pr)	2006 (pr)
DTF - Depósitos 90 días (Final)	7,7	8,0	7,8	7,3	8,0
Bono 10 años (Final)	15,167	14,121	12,747	11,521	12,704
Fiscal (% del PIB)	2002	2003	2004 (e)	2005 (pr)	2006 (pr)
Resultado Fiscal Sector Público Consolidado	-3,7	-2,7	-1,3	-2,5	-2,0
Externo (Datos fin de periodo)	2002	2003	2004	2005 (pr)	2006 (pr)
Tipo de Cambio (COP/USD)	2.865	2.778	2.390	2.400	2.561
Saldo exterior (miles de millones de USD)	0,1	0,1	0,9	2,2	-1,0
Exportaciones (miles de millones de USD)	12,0	13,1	16,0	22,4	22,8
Importaciones (miles de millones de USD)	11,9	13,0	15,1	20,3	23,7

(e): Cierre estimado

(pr): Pronóstico

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
EE.UU.	3,0	4,4	3,6	3,2	1,9	3,3	3,1	2,8
UEM	0,7	1,7	1,4	2,2	2,0	2,4	2,1	1,6
Japón	1,4	2,7	1,5	2,0	-0,4	0,2	0,0	0,3
China	9,3	9,5	8,5	8,0	1,2	3,9	4,5	4,5

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	01/07/05	sep-05	dic-05	dic-06	01/07/05	sep-05	dic-05	dic-06
EE.UU.	3,25	3,75	4,00	4,50				
UEM (\$/€)	2,00	2,00	2,00	2,50	1,20	1,22	1,22	1,21
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	112	107	105	100
China (cny/\$)	5,58	5,58	5,80	5,80	8,28	8,28	8,28	8,28

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	8,8	9,0	7,0	4,5	3,7	6,1	10,9	10,0
Brasil	0,5	4,9	3,0	3,0	9,3	7,6	6,0	5,0
Chile	3,7	6,1	6,1	5,7	1,1	2,4	3,4	3,0
Colombia	4,1	4,1	3,8	3,5	6,5	5,5	5,0	4,7
México	1,4	4,4	3,9	3,5	4,0	5,2	4,0	3,9
Perú	4,0	4,8	5,3	4,5	2,5	3,5	2,3	2,5
Uruguay	2,2	12,3	5,5	n.d.	10,2	7,6	5,5	n.d.
Venezuela	-9,2	17,9	3,9	2,3	27,1	19,2	20,6	23,5
LATAM ¹	1,7	5,9	4,1	3,6	7,1	6,8	6,5	6,0
LATAM Ex-México	1,8	6,5	4,2	3,6	8,3	7,3	7,3	6,8

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina ²	2,3	3,9	3,7	3,4	6,0	2,2	0,9	1,2
Brasil	-3,6	-2,5	-3,0	-3,0	0,8	1,9	1,5	0,0
Chile ²	0,0	2,5	2,4	1,2	-1,5	1,5	0,3	-2,1
Colombia	-2,7	-1,3	-2,5	-2,0	-1,3	-1,4	0,4	-2,1
México	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-1,3	-1,1	-1,5	-1,8
Perú	-1,7	-1,1	-1,0	-1,0	-1,5	0,0	-0,1	-0,5
Uruguay	-3,2	-1,8	n.d.	n.d.	-0,5	-0,8	n.d.	n.d.
Venezuela ²	-5,1	-1,9	-1,8	-2,1	10,3	14,9	11,3	7,5
LATAM ¹	-1,7	-0,8	-1,0	-1,0	0,8	1,3	0,6	-0,4
LATAM Ex-México	-2,5	-1,0	-1,4	-1,5	2,2	2,7	1,9	0,4

¹ Media de los 8 países mencionados. ² Gobierno Central

	Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% fin de año) ³			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,99	2,95	3,00	3,7	3,1	6,0	10,0
Brasil	2,89	2,72	2,70	2,90	16,5	17,8	18,0	16,0
Chile	603	576	575	578	2,3	2,3	4,3	6,0
Colombia	2865	2404	2400	2561	8,0	7,8	7,3	8,0
México	11,24	11,15	11,40	11,80	6,0	8,7	9,8	8,8
Perú	3,47	3,28	3,27	3,30	2,5	3,0	3,5	4,3
Uruguay	29,19	26,56	25,50	n.d.	7,5	5,7	n.d.	n.d.
Venezuela	1600	1920	2150	2580	15,1	12,4	12,5	12,9

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

Presentaciones del Servicio de Estudios Económicos

Bogotá

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
El sector financiero colombiano	Universidad Autónoma	Manizales, Abril 05
Situación económica colombiana	BBVA América	Bogotá, Abril 05
Consideraciones macroeconómicas	Comité de inversiones	Bogotá, Abril 05
La ética de las multinacionales	Universidad de los Andes	Bogotá, Mayo 05
Evolución y perspectivas financieras	Desayunos (clientes de Tesorería)	Bogotá, Mayo 05

Buenos Aires www.bancofrances.com.ar

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
El Futuro del Sistema Financiero	Forum-executive information	Buenos Aires, Abril 05
Argentina: los grandes desafíos del 2005	Banca Corporativa-Banca Empresas	Buenos Aires, Abril 05
El crédito como motor de crecimiento de la economía en Argentina	CMS-Credit Management Solutions	Buenos Aires, Junio 05

Caracas www.provincial.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Macroeconómicas 2005-2006	FUNDES	Caracas, Abril 05
El sector farmacéutico en el actual entorno macroeconómico	Banca Mayorista Global	Caracas, Abril 05
Perspectivas Macroeconómicas	Banca Mayorista Global Caracas	Caracas, Mayo 05
Perspectivas Macroeconómicas, Sector Petrolero y su Impacto en el Estado Zulia	Reunión de Clientes	Maracaibo, Mayo 05
Perspectivas Macroeconómicas y Su impacto en el Sector de Autopartes	Capmil	Barquisimeto, Mayo 05

Lima www.bbvacontinental.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Principales Clientes	Trujillo, Abril 05
Las claves del escenario macroeconómico y financiero	Cámara Comercio de España	Lima, Abril 05
Las claves del escenario macroeconómico y financiero	Banca Mayorista Global	Lima, Abril 05
Perú: Economic Performance	MBA University of Baltimore	Lima, Abril 05
Situación Económica	Moody's	Lima, Abril 05
Perú: Economic Performance	MBA Desales University	Lima, Mayo 05
Perspectivas Económicas: 2005-2006	Universidad Agraria La Molina	Lima, Junio 05

Madrid www.bbva.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Presentación del nuevo Situación Portugal	Clientes y Prensa	Junio 05
Exchange Rate Strategies in Latin America	BID	Washington, Mayo 05
El entorno exterior de la Economía Catalana	Barcelona	Mayo 05
Blurred Recovery?: Argentina after the crisis	IIF	Londres, Abril 05
Are the stars lined up?: Keys to growth in Latin America	Clientes Corporativos	Hong Kong, Abril 05
Housing Markets	BIS	Basilea, Abril 05
Globalization and Latin America: Joining Asia's bandwagon	BID	Okinawa, Abril 05
Europe: Just a modest cyclical recovery	IIF	Madrid, Abril 05

México www.bancomer.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Escenario económico y financiero en México	Consejo Regional	D.F., Puebla, Morelia, Aguascalientes, Mayo 05
Mexico: economic and financial outlook	Clientes Corporativos y de Empresas	México D.F., Mayo 05
Efectos potenciales de la revaluación del yuan en México	Comité de Mercado, Estrategia y Fondos	México D.F., Mayo 05
Escenario económico y financiero en México 2005-2007	Jornadas de Planeación Hipotecaria Nacional	México D.F., Mayo 05
Escenario económico y financiero en México	Reunión Nacional ANTAD	México D.F., Junio 05

BBVA USA www.bancomer.com

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
International business strategies in LatAm, The BBVA Case	BBVA USA	Atlanta GA, Mayo 05
Perspectivas Estados Unidos: entre el petróleo y el "soft patch"	Periodistas Puerto Rico	San Juan PR, Mayo 05
Entorno macroeconómico de Estados Unidos	Comité de Mercado y Estrategia	México D.F., Mayo 05

Santiago de Chile www.bhif.cl

Título	Institución- Cliente	Lugar y fecha
Panorama general de la economía de Chile.	Universidad Adolfo Ibáñez,	Santiago, Junio 05
Acuerdos comerciales y competitividad. Desafíos para Chile.	Academia Politécnica Militar.	Mayo 05
De la recuperación al crecimiento.	Clientes BBVA.	Temuco, Mayo 05
Acuerdos comerciales y competitividad. Desafíos para la región.	Seminario OEA, BID, CAF.	Cartagena de Indias, Febrero 05

Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

Latam y Mercados Emergentes: Javier Santiso

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

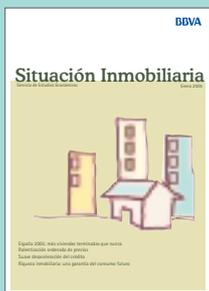
Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Flujos Financieros: Sonsoles Castillo

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 sólo 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.