

XX SIMPOSIO DE MERCADOS DE CAPITALES

INFORMACIÓN E INSCRIPCIONES
Gerencia de Eventos

Teléfono: (57 1) 3266600 Ext. 1480 – 1481 – 1482 – 1483 – 1484 Fax: (57 1) 3266602E-mail: eventos@asobancaria.com

Hotel San Fernando Plaza - Medellín - Mayo 29 y 30 - 2008

EL SORPRENDENTE CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA EN 2007 Y UN ANALISIS SOBRE LAS PERSPECTIVAS PARA EL PRESENTE AÑO

La semana pasada el DANE informó que en 2007 el crecimiento del PIB alcanzó una tasa de 7,52%, uno de los registros más altos en los últimos 50 años. En conjunto el dinamismo de los dos años anteriores no se había logrado en las últimas tres décadas.

Dos aspectos favorables llaman la atención. De una parte, se observó un desempeño positivo en todas las ramas de actividad, destacándose los resultados de la construcción, la industria, el comercio y el transporte. De otra parte, el crecimiento estuvo impulsado principalmente por el sector privado, a través del consumo y la formación bruta de capital.

Este resultado es favorable por lo que representa para los colombianos en términos de mayor ingreso per cápita, mayores recaudos tributarios, y un efecto positivo sobre el empleo.

Las perspectivas para 2008 en materia de crecimiento económico son favorables, pero no tan buenas como los dos años anteriores. Datos recientes indican que la recesión en Estados Unidos será más larga de lo previsto, y que dicha economía apenas crecerá 0,5% este y el próximo año. Esto, junto con la incertidumbre en los mercados financieros globales nos lleva a pensar que el crecimiento de la economía colombiana estará en niveles del 5,5%.

1. El crecimiento económico en 2007: buen desempeño sectorial y fuerte dinamismo de la demanda

1.1 El PIB por el lado de la oferta:

Tabla 1:
**Crecimiento y contribución a la variación anual
del PIB por ramas de actividad (2006-2007)**

	crecimiento %		contrib. a la variación (%)
	2006	2007	
CONSTRUCCION	14,84	13,31	0,80
TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACION	10,31	12,48	1,05
INDUSTRIA MANUFACTURERA	10,83	10,62	1,63
COMERCIO, REPARACION, RESTAURANTES Y HOTELES	11,05	10,40	1,24
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS, SEGUROS, INMUEBLES Y SERV. EMP	1,39	8,26	1,38
EXPLOTACION DE MINAS Y CANTERAS	0,12	4,56	0,20
SERV. SOCIALES, COMUNALES Y PERSONALES	2,19	3,06	0,55
AGROPECUARIO, SILVICULTURA, CAZA Y PESCA	2,29	2,58	0,32
ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	3,01	2,34	0,07
Impuestos excepto IVA	1,62	6,34	0,13
Subvenciones	11,13	9,69	0,06
IVA no deducible	14,57	16,39	0,71
Derechos e impuestos sobre las importaciones	22,59	18,84	0,37
PRODUCTO INTERNO BRUTO	6,84	7,52	7,52

Fuente: DANE. Cálculos Asobancaria.

Como se observa en la tabla 1, la construcción fue el sector con el mayor dinamismo durante 2007 (13,31%). A éste le siguió el sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones, con un incremento del 12,5%. Debido a su peso relativo en el producto, la industria manufacturera, que creció 10,62%, generó la mayor contribución a la variación del PIB.

Llama la atención el pobre crecimiento del sector agrícola (2,58%), pese a la favorable coyuntura en los precios de los alimentos, a una demanda internacional bastante dinámica y al mejor ambiente de seguridad en el campo. Sería interesante que el gobierno y los expertos del sector profundicen sus análisis sobre los cuellos de botella que no permiten un mayor dinamismo agrícola. Sería triste no aprovechar

en mejor medida una coyuntura internacional tan favorable de precios y demanda.

1.2 El PIB por el lado de la demanda:

1.2.1 Consumo:

Durante 2007 el consumo final registró una variación anual de 6,3%, cifra superior al 5,56% registrado en 2006 (tabla 2).

Tabla 2:
Crecimiento del PIB por el lado de la demanda (2006-2007).

CONCEPTO	crecimiento %		Valor como % del PIB en 2007
	2006	2007	
Producto interno bruto	6,84	7,52	100,0
Importaciones totales	20,81	16,40	28,8
TOTAL OFERTA FINAL	9,50	9,38	128,8
Consumo final	5,56	6,30	81,1
Hogares 1/	6,63	7,30	63,1
Gobierno	2,11	2,94	18,0
Formación bruta de capital	26,91	21,17	27,8
SUBTOTAL: Demanda final interna	9,82	9,74	108,9
Exportaciones totales	7,80	7,50	19,9
TOTAL DEMANDA FINAL	9,50	9,38	128,8

Fuente: DANE. Cálculos Asobancaria. 1/ Incluye las compras de bienes por residentes efectuadas en el exterior y excluye la de no residentes efectuadas en el territorio económico.

El consumo de los hogares fue el de mayor dinámica, con una tasa de 7,30%, mientras que el del gobierno tuvo una variación acumulada de 2,94%. Los datos del consumo final interno muestran que los hogares incrementaron en una proporción importante su consumo de bienes durables, ya que este componente tuvo una variación de 20,15% el año anterior, seguido por los bienes semidurables (8,52%), bienes no durables (5,32%) y los servicios (5,29%).

Este fenómeno se dio a pesar del comportamiento de la cartera de crédito que durante 2007 registró un crecimiento inferior en cerca de 13 puntos porcentuales al alcanzado en 2006, debido a la política de incrementos en la tasas del Banco de la República y a las medidas de encaje que tuvieron un impacto importante en el sector financiero puesto que congelaron cerca de \$1,7 billones de depósitos.

Sugerimos tres explicaciones a la paradoja de un fuerte dinamismo en el consumo de los hogares, pese a las medidas adoptadas por las autoridades:

1) Hay una obstrucción parcial del canal de transmisión de los aumentos en las tasas de interés de intervención de la política monetaria a las tasas del mercado. Un claro ejemplo es lo que sucedió con el mercado de microcrédito, ya que por decisión gubernamental la tasa se ha mantenido fija desde abril de 2007. En la medida en que el proceso de certificación de las tasas de interés cumpla un papel intervencionista, se limita la transmisión de las decisiones de política monetaria.

2) A pesar de que los hogares siguen apalancando una alta proporción de su gasto a través del crédito, ahora cuentan con otras fuentes no bancarias de financiación. Entre estas se cuentan la compra de electrodomésticos a través de empresas de servicios públicos, o la financiación directa por parte del comercio.

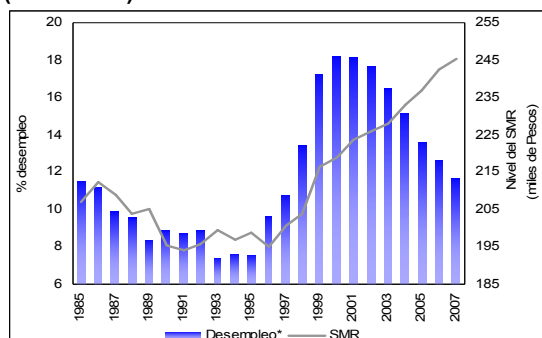
3) Los consumidores están financiando una proporción importante de su gasto con recursos propios. Esta situación tiene su origen en el hecho de que el crecimiento económico ha estado acompañado de una recuperación del empleo y por lo tanto del ingreso disponible de los hogares.

De acuerdo con las cifras publicadas por el DANE, en 2007 el número de ocupados pasó de 17,6 millones a cerca de 18,5 millones. Este aumento en el empleo cercano a las 900 mil personas se refleja en un nivel promedio en la tasa de desempleo nacional de 11,15%, cifra inferior en 0,9 puntos porcentuales a la registrada en 2006 (12,0%). Uno de los resultados que vale la pena destacar del año que pasó, es que por primera vez, desde 2001, el país alcanzó una tasa de desempleo de un dígito, equivalente a 9,4% en noviembre.

De esta forma, un mayor número de personas laboralmente activas y generando ingresos tienen capacidad de adquirir bienes de consumo sin que necesariamente tengan que recurrir al endeudamiento. Este comportamiento se vio reforzado por un mayor "efecto riqueza" de la economía, producto del incremento en el salario real. Como se puede apreciar en el gráfico 1, el crecimiento del salario mínimo real ha sido

permanente desde 1996 y en los últimos años se ha fortalecido.

Gráfico 1:
Evolución del salario mínimo real v.s. Desempleo (1985-2007)



Fuente: DANE y Banco de la República. Cálculos Asobancaria. * Desempleo: 7 áreas metropolitanas. Serie empalmada por el Banco de la República.

Además, no sobra mencionar que como resultado de la revaluación, ha habido menores precios relativos de las mercancías importadas, particularmente de bienes durables como vehículos o equipos eléctricos y electrónicos para el hogar.

1.2.2 Formación Bruta de Capital:

Al analizar los resultados del PIB por el lado de la demanda, se encuentra que el gran jalonador de la dinámica productiva fue la formación bruta de capital. Durante el año, la inversión registró un crecimiento del 21,7% y como porcentaje del PIB llegó a representar 27,8%. La financiación de la economía estuvo impulsada por los altos flujos de inversión extranjera que entraron al país por cerca de US\$9.000 millones.

Según la información suministrada por el DANE, al crecimiento de inversión contribuyeron de manera importante las compras de equipo de transporte y de maquinaria y equipo, que aumentaron en promedio a tasas de 27,9% y 25,2%. Por otro lado, la inversión destinada a obras civiles se destacó por su alto dinamismo, ya que en promedio durante el año anterior la variación anual fue de 28,7%.

Si bien la revaluación ha impulsado a las empresas a adquirir gran parte de estos bienes de capital en el exterior, dado su abaratamiento relativo frente a los bienes producidos localmente, es interesante notar

que el creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos no se origina en la balanza comercial. De hecho ésta es menos deficitaria que hace 10 o 15 años atrás. (tabla 3). Hoy el déficit en la cuenta de servicios, en particular la remisión de utilidades y dividendos, es de lejos la causa principal del déficit en la cuenta corriente.

Por fortuna el flujo de mayor inversión extranjera sigue creciendo, como se anotó anteriormente. Una vulnerabilidad para el futuro es que estos flujos se detengan por falta de financiación si se presenta una situación más crítica en los mercados financieros internacionales.

Tabla 3:
Origen del déficit en cuenta corriente de la Balanza de Pagos de Colombia

	1994	1998	2002	2006	2007
Balance en Cuenta Corriente	-4,5	-4,9	-1,7	-2,2	-3,4
Balance Comercial	-2,7	-2,5	0,3	0,2	-0,3
Balance de los servicios No financieros	-1,3	-1,5	-1,8	-1,6	-1,5
Balance de los servicios financieros	-1,8	-1,7	-3,5	-4,4	-4,5
Intereses de la deuda pública y privada	-1,9	-2,6	-3,1	-2,1	-1,8
Remisión de Utilidades y Dividendos	-0,7	-0,1	-1,3	-3,4	-3,8
Resto de servicios financieros	0,9	0,9	0,9	1,1	1,1
Transferencias Corrientes	1,3	0,8	3,3	3,5	3,0

Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

2. ¿Qué se espera para 2008?

Una serie de factores externos afectarán el desempeño de nuestra economía en este año, aun cuando su impacto es difícil de cuantificar. En el frente externo la situación es particularmente incierta. Preocupa, principalmente, que la recesión de la economía estadounidense sea mayor y más larga de lo previsto, con consecuentes efectos tanto por el canal real como el financiero. Un estudio del FMI sobre la dinámica del crecimiento mundial, que recientemente se filtró, señala que el crecimiento para este año no será de 1,5%, como inicialmente se había previsto, sino de 0,5%. Más preocupante aún es que la baja dinámica económica se prolongaría hasta 2009.

De otra parte, las perspectivas de Venezuela también son de desaceleración. Se estima que este año el crecimiento de su economía caerá de 8,4% a 6%, lo que seguramente afectará nuestras exportaciones y por ende el aparato productivo colombiano.

En relación con el canal financiero, una crisis bancaria más profunda en Estados Unidos puede desencadenar una creciente aversión al riesgo que afecte los flujos de inversión extranjera directa hacia los mercados emergentes, tal y como ha ocurrido en el pasado.

Debido a este contexto internacional turbulento y no muy optimista que enfrentan nuestros principales socios comerciales, y teniendo en cuenta que las medidas adoptadas por el Banco de la República en materia de tasas de interés y encajes tendrán un efecto pleno durante este año, estimamos que la economía colombiana crecerá a un nivel cercano a 5,5% en el 2008.

Las cifras disponibles en lo corrido del año para algunos indicadores líderes ya dan cuenta de esta desaceleración. Como se observa en la tabla 4, al comparar la tasa de crecimiento anual de la demanda doméstica de energía o las ventas de vehículos en 2008 frente al mismo mes de 2007, se encuentra que para los meses de enero y febrero el crecimiento anual se redujo en forma significativa. Para el caso de la producción de cemento gris, hay una desaceleración en el mes de febrero. Por su parte, la producción industrial medida a través del índice del DANE, así como las ventas del comercio minorista muestran diferenciales negativos importantes en el mes de enero, fecha a la cual se tienen las últimas cifras disponibles.

Tabla 4:
Diferencia entre las tasas de crecimiento anuales de los principales indicadores líderes en 2008 frente a 2007 (diferencia en puntos porcentuales)

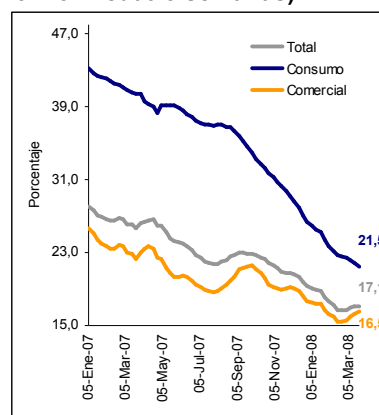
	Ene-08	Feb-08
Ventas comercio al por menor	-12,65	N.A
Producción de cemento gris	10,39	-5,71
Índice de producción industrial 1/	-9,59	N.A
Demanda doméstica de energía	-0,40	-0,30
Ventas históricas de vehículos	-58,6	-36,6

Fuente: DANE, ANDI y XM. Cálculos Asobancaria. 1/ Producción industrial sin trilla.

De otra parte, hay una fuerte caída en el crecimiento de la cartera crediticia. Mientras que a comienzos del año la cartera de crédito total crecía a una tasa en términos reales de 28%, según las últimas cifras

disponibles a la tercera semana de marzo esta cifra es cercana al 17%. Lo mismo ha sucedido con la cartera de consumo y comercial, las cuales a la fecha registran tasas de crecimiento reales que han disminuido en 21,7 y 9,1%, con respecto a las de comienzo de año. (gráfico 2).

Gráfico 2:
Crecimiento real anual de la cartera por modalidad (promedio móvil cuatro semanas)

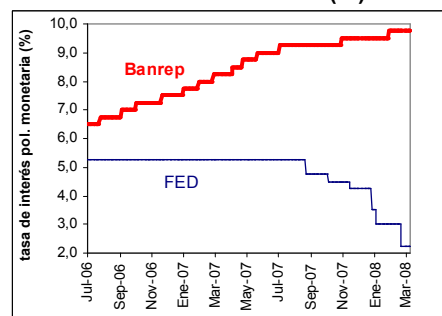


Fuente: Asobancaria. 1/ Estimaciones en base a cifras semanales. 2/ Las cifras de los desembolsos en marzo empleadas para este cálculo se encuentran a la tercera semana del mes.

Comentarios finales: la difícil tarea de las autoridades económicas

La autoridad monetaria tiene una tarea compleja en este año. Pese a los resultados positivos en marzo, la inflación en los últimos 12 meses asciende a 5,93%, cifra superior en 0,15 puntos porcentuales a la observada un año atrás y 1,93% por encima de la meta de inflación para este año (4,0%).

Gráfico 3:
Tasa mínima expansión Banco de la República v.s. Tasa fondos federales meta (%)



Fuente: Federal Reserve y Banco de la República.

De otra parte, como los ciclos económicos de Colombia y Estados Unidos son

marcadamente diferentes, las medidas de tasas de interés van en sentido contrario, y por ello se ha generado un diferencial creciente en estas tasas (gráfico 3).

En un ambiente de gran incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial y los mercados financieros globales, al Banco de la República le corresponde sopesar su accionar con particular cuidado, porque el impacto de las medidas de política monetaria interna se puede ver magnificado.

Un riesgo adicional que se observa es haber incorporado nuevamente una política para contener la caída en la tasa de cambio, a través del mecanismo de subastas de opciones para acumulación de reservas por un valor de US\$1.800 millones en un año. Preocupa que la liquidez que esta operación genera produzca mayores presiones sobre la inflación, ya que hasta ahora el Banco no ha anunciado ninguna estrategia de esterilización.