

PERSPECTIVAS ECONOMICAS 2007-2008

Diciembre 2007

Introducción

La tarea central de BRC Investor services se traduce en una opinión que constituye una estimación razonable sobre la probabilidad de cumplir con las obligaciones de deuda. Por esta razón, la importancia de algunas variables económicas y financieras en el desempeño de las empresas colombianas se constituye en un aspecto relevante para el desarrollo de las calificaciones. Con el fin de tener una visión de perspectiva en los análisis de riesgo, la calificadoradora recoge la opinión de varios expertos en cuanto a las principales proyecciones de variables económicas.

De otra parte, BRC presenta un análisis del comportamiento del mercado de valores en Colombia en el 2007, y lo que la calificadoradora espera para el 2008.

En el cuadro anexo al final del documento se presenta un consolidado de las proyecciones de las principales variables económicas 2007-2008 elaboradas por las principales instituciones encargadas del tema.

Situación Económica general 2007

El aumento de las calificaciones internacionales de Colombia refleja el comportamiento positivo que ha tenido la economía del país en los últimos años. La calificadoradora Standard and Poor's en marzo de este año aumentó la calificación soberana moneda extranjera de BB a BB+, ubicándola un *notch*¹ por debajo del grado de inversión. La calificación en moneda legal actualmente es BBB+ en grado de inversión; los fundamentos de las calificaciones entre otros fueron: "la liquidez externa y posición de deuda relativamente sólida y en mejora, respaldadas por las crecientes exportaciones y por los mayores niveles de inversión extranjera directa (IED); perspectivas de crecimiento económico sólido debido principalmente al fuerte aumento en inversión; y a un mejor perfil fiscal y de deuda, resultado de mayores ingresos tributarios y de un incremento económico más fuerte²". A su vez, *Moodys* modificó en junio de 2007 la calificación de moneda extranjera Ba2 perspectiva estable a positiva.

¹ Símbolo (+) y (-) que acompañan la escala de calificación para dar niveles de Calificación de riesgo

² Standard and Poor's, República de Colombia. 27 abril de 2007

La confianza en el gobierno y la política de seguridad democrática han contribuido a un desempeño favorable de la economía colombiana en el 2007. Al mismo tiempo, la liquidez en el mercado de capitales y la estabilidad en las tasas de interés, entre otros, han propiciado un crecimiento del mercado financiero y una evolución positiva del sector productivo. En este sentido se vislumbra una economía alentadora que le permitirá al país continuar con una tendencia estable durante el 2008.

Por su parte, altos precios de las exportaciones y la alta demanda de productos por parte de Venezuela y países andinos han significado un positivo crecimiento en el presente año. A su vez, se ha observado un incremento en la inversión extranjera directa que muestra un ambiente de confianza en el país y facilita el ingreso de recursos para financiar grandes proyectos de infraestructura y planes de inversión en el sector privado y público.

Contexto Internacional

El FMI estima que América Latina crecerá un 5% este año y un 4,3% en el 2008. Brasil ha tenido un crecimiento de 5.5% en el segundo trimestre del 2007 fundamentado en la IED, el comercio, el buen comportamiento de la agricultura, los servicios y la minería, ubicando a la economía de Brasil como la segunda más grande de Latino América.

La tabla 1 muestra las proyecciones del FMI, CEPAL y Cesla de la tasa de crecimiento del PIB para terminar el 2007 y lo que se espera del 2008 para algunos países de Latinoamérica. La tabla 2 permite ver un consolidado de proyecciones de la tasa de crecimiento del PIB en países industrializados.

Tabla 1

Tasa de crecimiento del PIB en América Latina	FMI1		CEPAL		CESLA2	
	2007p	2008p	2007p	2008p	2007p	2008p
Promedio América Latina	4,9	4,2	5,0	4,7	n.d.	n.d.
Argentina	7,5	5,5	7,5	6,0	7,8	5,5
Venezuela	6,2	2,0	7,0	4,5	8	5
Chile	5,2	5,1	5,5	5,5	5,9	5,6
México	3,4	3,5	3,6	3,8	3,2	3,7
Colombia	5,5	4,5	5,8	5,5	6,4	5,3
Ecuador	2,7	2,9	3,0	3,0	2,7	2,9
Brasil	4,4	4,2	4,3	4,5	3,9	3,7

Fuente:

1/ Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook, abril de 2007

2/ Cesla, Centro de Estudios Latinoamericanos

Tabla 2

Tasa de crecimiento del PIB en países industrializados	OECD ¹		FMI ²		The economist, JP Morgan y LyD3	
	2007p	2008p	2007p	2008p	2007p	2008p
Total mundial	n.d.	n.d.	2,5	2,7	n.d.	n.d.
Alemania	2,9	2,2	1,8	1,9	3,1	2,2
Canadá	2,5	3,0	2,4	2,9	2,7	2,6
España	3,6	2,7	3,6	3,4	n.d.	n.d.
Estados Unidos	2,1	2,5	2,2	2,8	2,2	2,8
Francia	2,2	2,2	2,0	2,4	2	2,1
Italia	2,0	1,7	1,8	1,7	2,1	1,7
Japón	2,4	2,1	2,3	1,9	2,6	2,5
Reino Unido	2,7	2,5	2,9	2,7	2,9	2,8
Unión Europea	2,7	2,3	2,3	2,3	2,8	2,1

Fuente:
 1 OECD, Economic Outlook No. 81, mayo de 2007
 2 FMI, World Economic Outlook, abril de 2007
 3 L y D Economía Internacional

En Estados Unidos, el crecimiento se mantuvo en el 2.25% en promedio en el primer semestre de 2007, debido a la desaceleración en el sector de la vivienda. Las exportaciones de Estados Unidos en términos reales³ han aumentado un 19,4% en los últimos tres meses, por encima de las importaciones que, excluido el petróleo, crecieron a un ritmo del 9%. En agosto, las importaciones petroleras de E.U. subieron un 6,9%, dado que el precio del crudo importado ha llegado a una cifra superior a los 90 dólares por barril.

La economía de China mantuvo una tasa del 11.5%, Rusia e India crecieron a un ritmo muy sólido. El crecimiento en la zona del euro y Japón se desaceleró durante el segundo trimestre de 2007.

Las expectativas de un endurecimiento de la política monetaria por el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco Central Europeo se han moderado desde el comienzo de la turbulencia financiera. Los bancos centrales de varios países de mercados emergentes proporcionaron liquidez para aliviar las tensiones en los mercados interbancarios, pero otros siguen enfrentando el reto principal de contener las presiones inflacionarias.

Para el FMI el crecimiento de la economía mundial será del 5,2% en 2007 y de 4,8% en el 2008, fundamentado en el supuesto de que la liquidez se restablecerá paulatinamente en los próximos meses y de que el mercado interbancario volverá a operar en condiciones más normales.

Supuestos Macroeconómicos:

- ✓ Aunque la economía del país ha tenido un comportamiento al alza en el 2007, para el 2008 se espera una tendencia estable de crecimiento.
- ✓ El gobierno nacional continuará con su política de seguridad y equilibrio de las finanzas del país,

generando credibilidad y crecimiento económico para atraer la inversión nacional y extranjera.

- ✓ Firma del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos que le permitiría al país generar más empleos de calidad, fomentar la inversión y el comercio local e internacional, reducir el saldo de la cuenta corriente, entre otros factores.
- ✓ Se mantendrán las exportaciones a Venezuela.
- ✓ Estabilidad en la economía de Estados Unidos.

PROYECCIONES PRINCIPALES VARIABLES:

Producto Interno Bruto

La alta demanda local e internacional le ha proporcionado a las empresas del sector corporativo un dinamismo comercial reflejado en el fortalecimiento de las entidades como en la producción, incremento en las ventas, márgenes de rentabilidad, capacidad instalada, inversiones, evolución de la construcción, entre otras. Al mismo tiempo, algunas compañías han diversificado sus productos buscando ofrecer bienes de mayor calidad que les permita exportar y competir con el mercado nacional e internacional.

Las expectativas de crecimiento de la economía colombiana arrojan un promedio de 5.5% para el 2007 y de 5.2% para el 2008 impulsado principalmente por:

- ✓ **El dinamismo de la industria, comercio y construcción**
- ✓ **El grado de confianza de los empresarios y consumidores**
- ✓ **El aumento de la demanda interna**
- ✓ **La valorización de los activos locales**
- ✓ **El fortalecimiento patrimonial y solidez del sector financiero**
- ✓ **Los importantes planes de inversión**
- ✓ **El menor crecimiento de la economía mundial**

El producto interno bruto se ubicó en 6.97% en el segundo trimestre del 2007 debido principalmente al incremento de la inversión extranjera, demanda interna y un entorno favorable de la economía.

Colombia se ubicó en el tercer país de América Latina en percibir ingresos por inversión extranjera directa (IED) llegando a cifras record por un valor de 4.109 millones de dólares. Igualmente la agilización del comercio exterior, mejora en la protección de inversiones y aligeramiento de cargas fiscales le permitieron al país ubicarse en el más destacado lugar de América Latina y el sexto en el mundo según un reporte del Banco Mundial.

Dentro de los factores que favorecieron la demanda interna en junio 2006/2007 se encuentra la formación bruta de capital (20.24%) por las altas tasas de

³ Fuente: Fondo Monetario Internacional

crecimiento de equipos de transporte, maquinaria y equipo y obras civiles; el consumo final creció a (6.48%) descomponiéndose en un incremento de 7.97% en el consumo de hogares y 1.57% para el consumo del gobierno.

Según la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta, en el período enero-julio del 2007 comparado con el mismo período del 2006 la producción aumentó 5,4%, las ventas totales 5,5%, las ventas hacia el mercado interno aumentaron 5,4% y la utilización de la capacidad instalada se ubicó en 82.2%.

A pesar del crecimiento económico del país las cifras de desempleo a nivel nacional no son alentadoras, teniendo en cuenta que para el 2005 la tasa de desempleo fue de 11.8% y desde el 2006 y el primer semestre del 2007 se encuentra en 11.3%. A nivel urbano se observa una leve recuperación ubicándose en 12.4% en el primer semestre del 2007 respecto a 13% del 2006⁴.

Las exportaciones⁵ tradicionales han tenido un aumento del 10.03% de junio de 2006/2007, representado en un incremento de 142% en las exportaciones de Ferroniquel, 28.55% en Carbón, 14.78% en café y -15.28% en el petróleo y sus derivados. Para el cierre de este año se espera que el precio del barril llegue a los 100 dólares. El mayor crecimiento se vio reflejado en las exportaciones no tradicionales, con un 18.92% en el mismo periodo.

Las exportaciones a Venezuela en el periodo de enero-julio de 2007 registraron un alza de 73.1% debido a las mayores ventas de vehículos y sus partes, prendas y complementos de vestir y se espera se mantenga en la misma proporción el próximo año. Estados Unidos, la Unión Europea y Venezuela han tenido los mayores porcentajes de exportaciones totales en 33%, 16% y 15% respectivamente en el mismo periodo.

Los sectores que contribuyeron en la variación del PIB por el lado de la oferta fueron en primer lugar los establecimientos financieros con un incremento anual al segundo semestre de 15.68%, seguido de la industria con 12.10%, el transporte con 12.05%, comercio 10.84% y construcción 6.19%.

El crecimiento de los establecimientos de crédito se debe principalmente al aumento de la demanda, amplia liquidez, incremento de los servicios de intermediación financiera, servicios inmobiliarios, alquiler de vivienda y servicios a empresas.

El sector industrial ha mantenido un crecimiento sostenido en los últimos años como materiales para construcción,

proyectos de infraestructura, licencias de construcción, textiles y confección, tabaco, bebidas y alimentos.

El sector agropecuario aumentó sus exportaciones en 23.76% (agosto de 2007) debido al buen comportamiento de la actividad cafetera. La expectativa de crecimiento del mercado de acuerdo a la generación de biocombustibles afectaría de manera positiva este sector para el 2008.

La construcción ha tenido un comportamiento favorable desde el 2006 gracias a las obras civiles por las inversiones de infraestructura, auge en construcción de edificaciones y áreas comerciales, al crecimiento de la inversión privada reflejado en un incremento en las licencias de construcción y alta demanda de cemento. Se espera que ésta tendencia se mantenga en el mediano plazo.

Las importaciones⁶ presentaron un incremento de 27.14% de junio de 2007 respecto al mismo periodo del año anterior. Del total de importaciones, el 39.71% se debe a bienes intermedios (combustibles, agricultura e industria), el 36.9% fueron los bienes de capital (materiales de construcción, agricultura, industria y equipo de transporte) y un 23.29% los bienes de consumo (duraderos y no duraderos).

Inflación

Las proyecciones promedio de la inflación apuntan a terminar el 2007 en un valor cercano a 5.2% y con perspectivas de disminuir a 4.5% para el 2008. Dentro de los factores que podrían influir en las proyecciones de la inflación se encuentran:

- ✓ **La dinámica del consumo**
- ✓ **La reducción de la tasa de desempleo**
- ✓ **Los reajustes en precios de los combustibles debido al incremento del precio del Petróleo**
- ✓ **El alza de alimentos debido al riesgo climático**
- ✓ **La volatilidad del mercado internacional debido a la crisis hipotecaria de Estados Unidos**

Con el fin de mantener la inflación dentro de los montos estimados por el Banco de la República en el 2007, el emisor incrementó la tasa de referencia⁷, realizó compras masivas de dólares⁸ y elevó las tasas de interés del mercado.

Por su parte, el Banco de la República estima que la inflación total al consumidor cierre el 2007 en 5.0%, fundamentado en la inflación de alimentos y la apreciación

⁴ Fuente: DANE

⁵ Fuente: Banco de la República

⁶ Fuente: Banco de la República y la DIAN

⁷ De 6% a 9.50% de abril del 2006 a noviembre de 2007

⁸ 4.725 millones de dólares

del tipo de cambio. Para el 2008, según la Junta Directiva del emisor, la inflación se ubicará en 4% y en un rango entre 3% y 3.5% para el 2009⁹.

Según el emisor, la fortaleza de la demanda interna, el aumento de las exportaciones de alimentos a Venezuela y altos precios de los insumos para producir combustible son factores que podrían seguir presionando al alza los precios de algunos productos agrícolas en lo que resta del año y parte del 2008.

Liquidez y Tasas de Interés

A pesar de las medidas de control de capitales tomadas por el gobierno, la volatilidad de los mercados internacionales y el comportamiento de la economía a nivel mundial, el dólar continuará con su tendencia revaluacionista.

Hacia final de año se pueden presentar situaciones puntuales de presiones de liquidez en el país que puedan influenciar el precio del dólar haciendo que éste presente cierta volatilidad sin que el precio del dólar se aleje de las proyecciones de los analistas financieros.

A octubre de 2007, el agregado monetario M1 (efectivo + depósitos en cuenta corriente) registró un saldo acumulado de \$36,6 billones, y un incremento anual de 10,2%, cifra menor frente a 23.7% del año anterior. En promedio la participación del efectivo y de los depósitos en cuenta corriente se han mantenido constantes y han reducido su crecimiento respecto al 2006.

La cartera neta del sector financiero¹⁰ se elevó un 27.06% anual y ha llegado a cifras de más de \$90 billones en agosto de 2007, representados en comercial (24.59%), consumo (41.14%), microcrédito (19.88%) e hipotecario (7.47%). Aunque la cartera ha presentado un comportamiento al alza desde el año 2001, su mayor aumento se presentó en el 2006 con 36.72%. La política monetaria implementada por el Banco de la República ha encarecido el costo de la colocación de recursos financieros en el mercado logrando así generar una desaceleración de la tasa de crecimiento de la cartera al elevar las tasas de intervención, implementar el encaje marginal sobre los depósitos y el nuevo sistema de provisiones de la Superintendencia Financiera.

MERCADO DE CAPITALES

En cuanto a temas regulatorios, en el año 2007 el Ministerio de Hacienda y Crédito Público expidió:

- ✓ Decreto 666: en el cual se dictan disposiciones sobre las cuentas de margen.
- ✓ Decreto 1076 respecto a las normas relativas a la actividad de calificación de valores.
- ✓ Decreto 1802 sobre las operaciones preacordadas.
- ✓ Decreto 343 normas prudenciales sobre Repos, Simultáneas y Transferencia Temporal de Valores.
- ✓ Decreto 669 de Regulación de inversiones de Fondos de Cesantías
- ✓ Decreto 2893 por el cual se regulan las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte.
- ✓ Decreto 2175 regula la administración y gestión de carteras colectivas, entre otras.

La propuesta de la reforma financiera liderada por la Superintendencia Financiera de Colombia plantea cambios estructurales como mantener la tasa de interés durante la vigencia del crédito, que las entidades financieras (Bancos) puedan ofrecer servicios bancarios no tradicionales como leasing operativo y financiero, las corporaciones financieras mantendrán la función de bancas de inversión y de capital de riesgo, la creación de multifondos para fondos de pensiones y cesantías, carteras colectivas administradas por sociedades administradoras de inversión, claridad en el régimen de control de tasas, entre otros.

La composición de los Activos en Colombia de los bancos y las entidades financieras ha variado, reduciendo las inversiones de portafolio de 33.6% a 27.65% de agosto de 2006 a agosto del 2007 e incrementando la cartera de créditos de 58.07% a 63.77% en el mismo periodo. Lo anterior se debe al aumento de la demanda, la amplia liquidez y al cambio de actividad de posición propia de las sociedades comisionistas de bolsa debido a la volatilidad de las tasas de los títulos de deuda pública.

Para el tercer trimestre del 2007, los volúmenes de negociación de los títulos de deuda pública han disminuido en más del 40% anual, lo que refleja la aversión al riesgo de los inversionistas. Debido a la incertidumbre de los mercados estadounidenses, los inversionistas institucionales han mostrado apetito por títulos de corto plazo como los TES de mayo de 2009 que actualmente son más líquidos, restándole participación en la negociación de los TES del 2020.

Los emisores de bonos tanto financieros como corporativos se han contraído en forma sustancial en el 2007, pasando de 29 emisores en el 2006 a 17

⁹ Noviembre de 2007

¹⁰ Bancos

a noviembre 2007 y las emisiones (series y tramos) de 66 en el 2006 a 47 en el 2007¹¹.

De las 47 emisiones en lo corrido del 2007:

- ✓ El 60% están indexadas a la tasa DTF, a un plazo de 1 a 5 años y un spread entre 1.99% y 2.68%
- ✓ El 26% se encuentran indexadas al IPC, con un plazo de 2 a 10 años y un spread entre 4.6% y 6.8%
- ✓ El 14% restante, fueron emitidas a una tasa fija de 9.56% a 10.03% y un plazo entre 10 y 15 años.

En el 2006, el 38% de los bonos fueron emitidos por entidades financieras y un 62% por el sector corporativo y público. En el 2007 ésta relación fue de 55% y 45% respectivamente.

Los aspectos más importantes que han influido en este comportamiento son, entre otros:

- ✓ Falta de mercado secundario para bonos corporativos.
- ✓ Volatilidad del mercado ha generado que algunas emisiones se coloquen con tasas muy elevadas
- ✓ Restricción de las preacordadas limita su negociación.
- ✓ Atracción de los inversionistas por títulos AAA conlleva a que las emisiones con calificaciones inferiores a AA no salgan al mercado
- ✓ Demorados trámites y elevados costos de emisión
- ✓ Falta de una estructura de valoración a tasas de mercado para bonos corporativos

A pesar que el mercado de capitales en Colombia ha tenido una tendencia de decrecimiento en los últimos años, para el 2008 la calificadora espera que con un crecimiento moderado de la economía, una menor volatilidad de los TES, aunado a los esfuerzos del gobierno por promover el mercado de capitales como una fuente de financiación para las medianas y grandes empresas y la futura reforma financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia, el número de emisiones de deuda se incremente de manera favorable, dando lugar al ingreso de estructuras financieras más atractivas para los inversionistas institucionales que les permitiría tener un portafolio más diversificado y un mercado más líquido.

La entrada en el mercado de renta variable de entidades como ECOPETROL e ISAGEN este año, han logrado captar la atención por los inversionistas quienes han visto en este producto una oportunidad adicional de inversión y rentabilidad en sus portafolios. Se espera una mayor liquidez de este mercado debido a la próxima entrada de los nuevos índices bursátiles de la BVC en el 2008.

De otro lado, debido a la continua reducción del *spread* que históricamente había existido entre las tasas de los títulos de deuda pública y las tasas de interés del fondeo

de los mismos, se han generado menores ingresos en la gestión de los portafolios de inversiones y la disminución de instrumentos de inversión de largo plazo; por esta razón, el mercado ha visto la necesidad de crear nuevos portafolios con una mayor diversificación de activos y estructuras financieras con el objeto de ofrecer diferentes perfiles de riesgo y niveles de retornos. En este sentido, se han desarrollado carteras colectivas invertidas en títulos de contenido crediticio, mixtos y participativos, así como fondos de capital privado orientados a distintos sectores de la economía e industrias como los fondos forestales e inmobiliarios con los cuales se espera haya una mayor profundización y liquidez del mercado de valores.

¹¹ Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia e Infoval. Noviembre 2007. Cálculos BRC Investor Services.

Anexo 1

Proyecciones Principales Variables Macroeconomicas
Fecha actualizacion Noviembre 2007

	2006	2007	2008
Tasa de crecimiento real del PIB	6,8		
DNP		5,8	5
ANIF		6,4	6,7
Fedesarrollo		6,4	5,7
Cepal		6,8	5,5
The economist, JP Morgan y LyD		6	5,5
FMI		6,6	4,8
Banco de la República		6,6	5,5 - 6,4

	2006	2007	2008
Inflacion Anual	4,5		
DNP		4,5	4,0 - >
ANIF		5,0 - 5,5	4,0 - 4,5
Fedesarrollo		5	
The economist, JP Morgan y LyD		5,7	4,7
Ban Republica		5	4
FMI		5,5	4,6

	2006	2007	2008
Tasa de desempleo nacional	11,3		
DNP		11,2	
ANIF		11	10,5
Fedesarrollo			11,40

	2006	2007	2008
Deficit Fiscal % PIB	-2,1		
ANIF		-3,7	-3,6
Fedesarrollo		-0,7	-1,4
Confis		-3,3	-3,3

	2006	2007	2008
DTF 90 dias	6,54		
ANIF		7,9	8,8

		2007	2008
Devaluacion Fin de año			
DNP		-12,5	
ANIF		-9,7	-2,0
Fedesarrollo		-8	5

		2007	2008
Crecimiento Exportaciones			
DNP		9,3	
ANIF		14,3	15,8

		2007	2008
Crecimiento de Importaciones			
DNP		28	
ANIF		31,6	36

		2007	2008
Deficit cuenta corriente % PIB			
DNP		-2,8	-3,1
ANIF		-6,5	-7,9
The economist, JP Morgan y LyD		-2,7	-2,5
FMI		-3,9	-3,5

		2007	2008
Reservas Internacionales Netas (millones de Dolares)			
ANIF		20,1	21